

分众传媒 (002027.SZ)

需求回暖成本下降带来 20H1 业绩超预期， 楼宇媒介价值持续验证

核心观点:

- **事件：分众传媒发布 20H1 业绩，净利增长超预期。**分众传媒 20H1 营收 46.11 亿元，同比下滑 19.3%；归母净利 8.23 亿元，同增 5.8%；扣非归母净利 6.22 亿元，同增 62.9%。20H1 非经常性损益主要来自政府补贴。单季度来看，Q2 收入 26.72 亿元，同比下滑 14%，下滑主要是因为影院关停影院媒体未贡献收入，楼宇广告我们预估 Q2 略有增长，收入符合我们预期。Q2 归母净利 7.86 亿元，同增 79.5%；扣非归母净利 6.47 亿元，同增 142.7%，净利增长超预期。
- **楼宇媒体中日用快消品广告主持续增长，互联网广告主 20H1 投放同比略有增长。**楼宇媒体及其他的广告主中，日用快消 20H1 营收增长 25.14%，日用快消客户持续拓展，今年典型广告主包括元气森林等，元气森林投放期间可以看到茶π、日加满、东方树叶等饮料品牌也开始增加投放。印证我们的观点“某一品类开始在分众上投放之后，竞争对手会效仿投放”。互联网广告主 20H1 贡献营收同增 2.72%，Q1 受疫情影响同比下滑，Q2 投放较多弥补 Q1 下滑，Q2 互联网典型广告主包括猿辅导、B 站等，以及 618 期间投放密集的电商平台。
- **投资建议。**我们认为随着近期广告主的投放恢复，以及典型广告主投放案例的不断积累，分众的长期价值正在逐步验证，Q2 收入持续回暖也印证了我们的观点。考虑成本端下降以及营业税金减免，我们略上调对公司今年的盈利预测，预计分众传媒 20-21 年实现整体营收为 109.4/142.1 亿元，同比增速分别为 -9.9%/29.9%；实现归母净利 25.8/40.9 亿元，EPS 分别为 0.18/0.28 元/股，考虑绝对估值，我们认为分众传媒的合理价值为 8.61 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济回暖不及预期；行业竞争加剧。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,551	12,136	10,939	14,210	17,426
增长率 (%)	21.1%	-16.6%	-9.9%	29.9%	22.6%
EBITDA (百万元)	6,461	2,738	3,385	4,718	6,296
归母净利润 (百万元)	5,823	1,875	2,578	4,087	5,616
增长率 (%)	40.0%	15.5%	23.6%	28.8%	32.2%
EPS (元/股)	0.40	0.13	0.18	0.28	0.38
市盈率 (P/E)	13.21	49.00	39.92	25.18	18.32
ROE (%)	41.0%	13.6%	15.8%	20.0%	21.6%
EV/EBITDA	11.48	32.48	28.54	19.65	13.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	7.01 元
合理价值	8.61 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-21

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-60759783



yeminting@gf.com.cn

请注意，叶敏婷并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

分众传媒 (002027.SZ): 从企业 2020-05-12

业需求和发展阶段解析楼宇

广告渠道价值

分众传媒 (002027.SZ): 疫情 2020-04-28

影响短期业绩，楼宇广告龙头

价值不改

分众传媒 (002027.SZ): 19 2020-02-28

年净利同比下滑 65.68%，疫

情影响下 20Q1 投放有所缩减

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、点位优化推进，把握核心点位	4
二、Q2 业绩持续恢复，净利增长超预期	5
三、投资建议	9
（一）盈利预测	9
（二）估值	9
四、风险提示	11

图表索引

图 1: 分众传媒营业收入.....	5
图 2: 分众传媒净利润	5
图 3: 分众传媒单季度营业收入.....	5
图 4: 分众传媒单季度净利润	5
图 5: 分众传媒扣非归母净利	6
图 6: 分众传媒单季度扣非归母净利	6
图 7: 分众传媒分业务营收情况 (亿元)	7
图 8: 分众传媒营收结构.....	7
图 9: 分众传媒楼宇媒体各行业客户营收 (百万元)	7
图 10: 分众传媒楼宇媒体客户结构	7
图 11: 分众传媒期间费用率	8
图 12: 分众传媒盈利能力.....	8
图 13: 分众传媒单季度盈利能力	8
表 1: 分众传媒国内自营媒体资源情况.....	4
表 2: 分众传媒盈利预测.....	9
表 3: 2020-2029 年公司 FCFF 预测 (单位: 百万元)	10
表 4: 公司每股价值对 WACC 和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元/股)	10

一、上半年点位优化推进，把握核心点位

截至2020年7月末，公司的生活圈媒体网络除了覆盖国内主要的超过280个城市、香港特别行政区以外，还覆盖了韩国、泰国、新加坡和印度尼西亚等国的约20个主要城市。其中：

（1）公司电梯电视媒体中自营设备约66.3万台（包括海外子公司的媒体设备约4.9万台），覆盖国内约118个城市、香港特别行政区以及韩国、泰国、印度尼西亚等国的近20个主要城市，加盟电梯电视媒体设备约2.4万台，覆盖国内68个城市和地区；

（2）公司电梯海报媒体中自营媒体约167.2万个，覆盖国内约155个城市，外购合作电梯海报媒体约122万个版位，覆盖国内约180个城市；

（3）公司影院媒体签约影院约1400家，覆盖国内约280个城市的观影人群。

表 1：分众传媒国内自营媒体资源情况

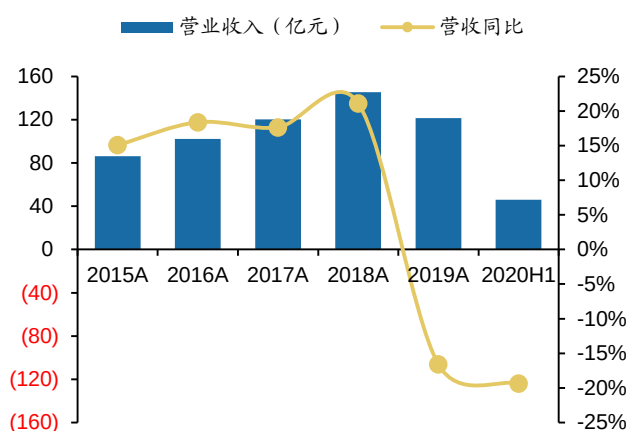
媒体类型	国内覆盖城市	国内自营部分媒体资源数量（万台）		增减幅度（万台）	变动比例
		2019/12/31	2020/7/31		
电梯电视媒体	一线城市	19.3	18.2	-1.1	-5.7%
	二线城市	38.3	35.4	-2.9	-7.6%
	三线及以下城市	9.2	7.8	-1.4	-15.2%
电梯海报媒体	一线城市	43.6	40.7	-2.9	-6.7%
	二线城市	95.8	93.3	-2.5	-2.6%
	三线及以下城市	38.6	33.2	-5.4	-14.0%
合计		244.8	228.6	-16.2	-6.6%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、Q2 业绩持续恢复，净利增长超预期

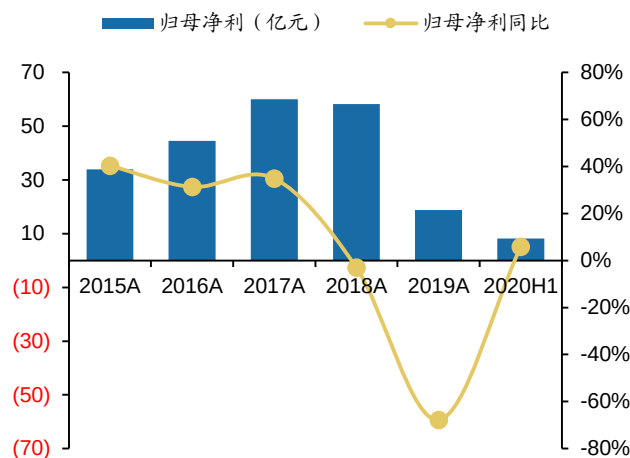
分众传媒20H1实现营业收入46.11亿元，同比下滑19.3%；实现归母净利8.23亿元，同比增长5.8%；实现扣非归母净利6.22亿元，同比增长62.9%。20H1非经常性损益主要来自政府补贴，上半年政府补贴1.82亿元（一季度0.49亿，二季度1.33亿元）。单季度来看，Q2收入26.72亿元，同比下滑14%，Q2收入同比下滑主要是因为影院关停影院媒体未贡献收入，单从楼宇广告来看，我们预估Q2略有增长，收入端符合我们预期。Q2归母净利7.86亿元，同比增长79.5%；扣非归母净利6.47亿元，同增142.7%，净利增长超预期。

图 1：分众传媒营业收入



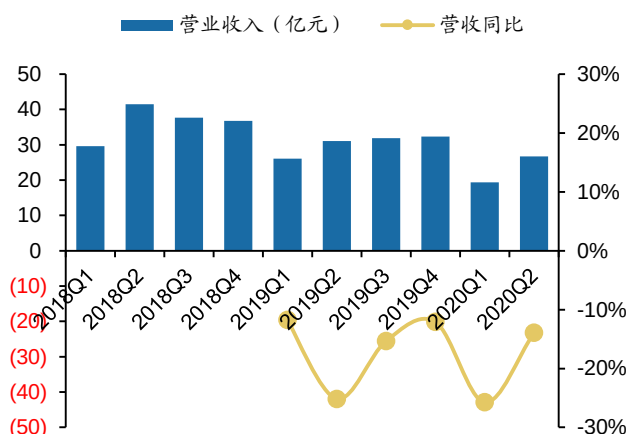
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：分众传媒净利润



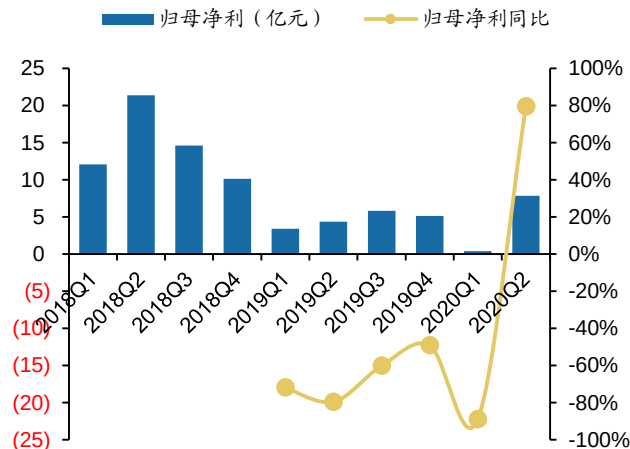
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：分众传媒单季度营业收入



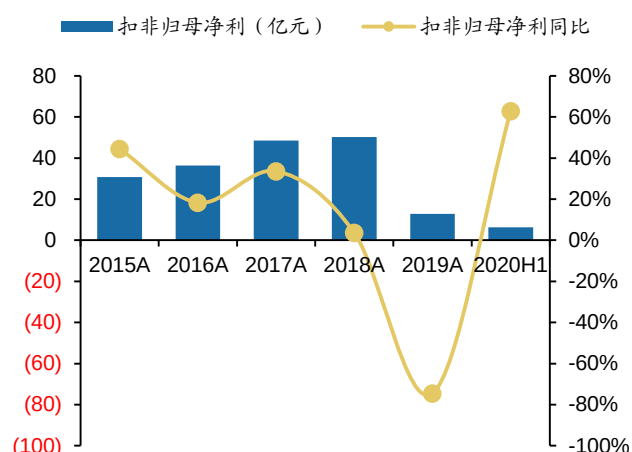
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：分众传媒单季度净利润



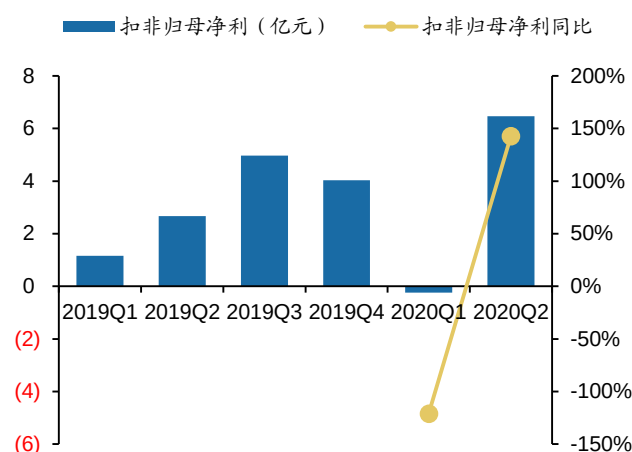
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：分众传媒扣非归母净利



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6：分众传媒单季度扣非归母净利

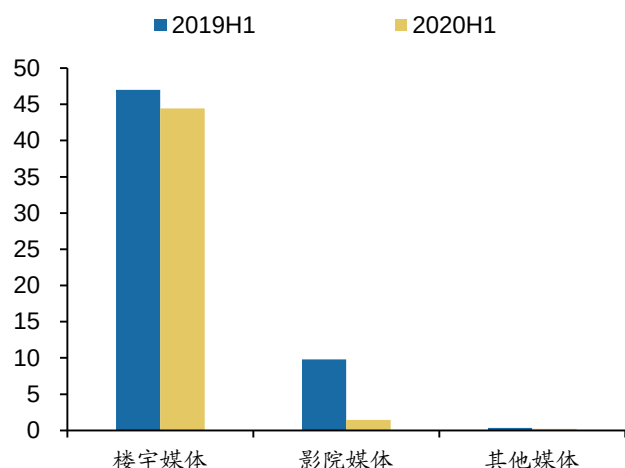


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

广告主结构来看，公司在半年报将楼宇媒体以及影院媒体的广告主结构都进行了拆解，因为疫情之后影院关停，我们认为看楼宇媒体的广告主结构对判断广告主投放恢复情况更有参考价值。楼宇媒体及其他的广告主中，日用快消20H1营收增长25.14%，日用快消客户持续拓展，今年典型广告主包括元气森林等，元气森林投放期间可以看到茶π、维他柠檬茶、日加满、东方树叶等饮料品牌也开始增加投放。印证我们之前的观点“某一品类开始在分众上投放之后，竞争对手会效仿投放”，和之前飞鹤投放之后，例如蓝河羊奶粉、美赞臣开始投放一样。

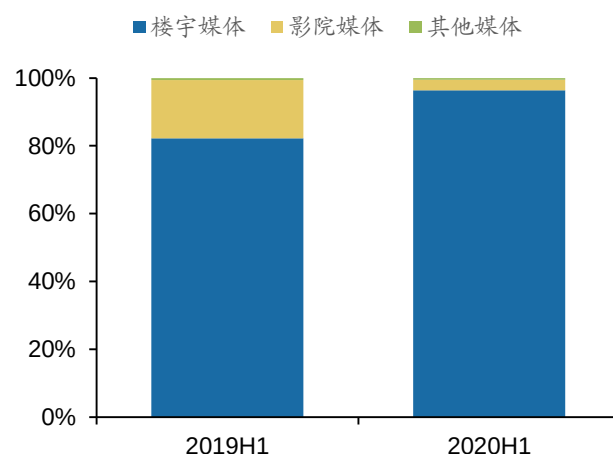
互联网广告主20H1投放同比增长2.72%，Q1受疫情影响同比下滑，Q2投放较多弥补Q1下滑，Q2互联网典型广告主包括猿辅导、B站等，以及618期间投放密集的电商平台。其中猿辅导投放我们认为主要原因在于（1）行业竞争加剧，在线教育机构需要打造品牌知名度，公司通过电视广告+楼宇广告的组合宣传品牌；（2）线上流量红利消退，并且流量成本走高，猿辅导需要线下流量。而猿辅导开始投放之后，我们可以看到竞争对手作业帮也开始在分众上大规模投放。B站投放也是配合平台出圈需求，通过分众渠道覆盖更多的流量。

图 7：分众传媒分业务营收情况（亿元）



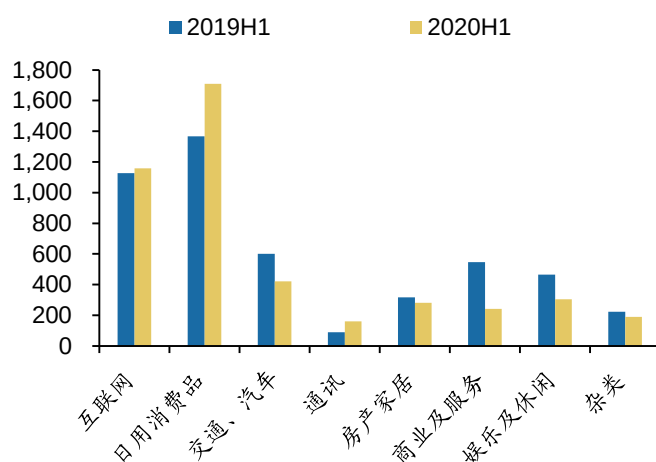
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 8：分众传媒营收结构



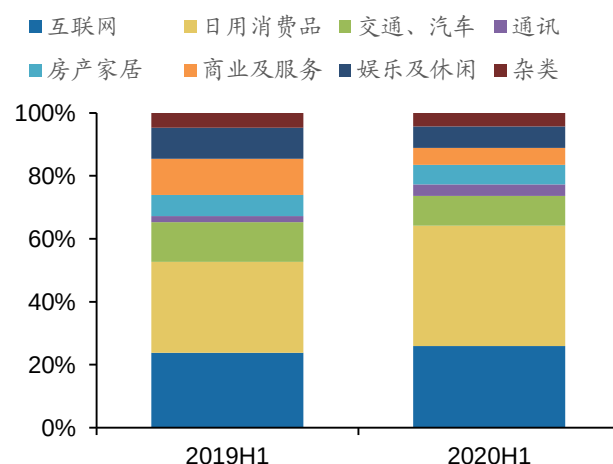
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9：分众传媒楼宇媒体各行业客户营收（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：分众传媒楼宇媒体客户结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

费用端来看，20H1管理费用为3.63亿元，同比增长35.1%，管理费用率为7.9%（YoY+1.9pct），管理费用增长主要是因为上半年进行了运维人员的精简，因此有一定的运维人员离职补偿金支出。20H1销售费用为8.83亿元，同比下滑16.5%，销售费用率为19.1%（YoY+2.6pct）。盈利水平来看，上半年整体毛利率为50.8%，净利率为17.7%。其中Q2单季度整体毛利率为60.5%，基本可以等同楼宇媒体毛利水平，环比同比均有提升。随着需求回暖，成本相对固定，我们预估毛利率环比仍将持续提升。

图 11: 分众传媒期间费用率

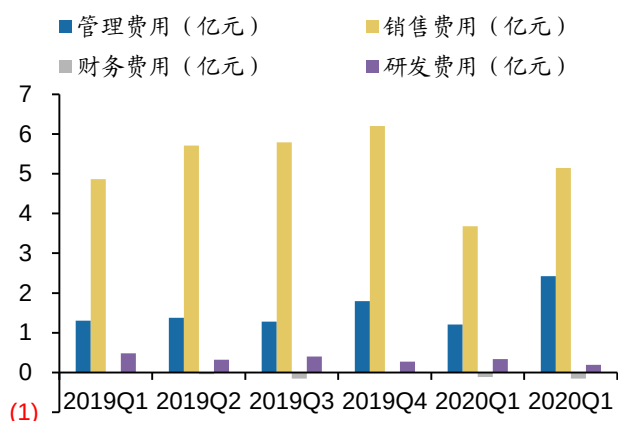
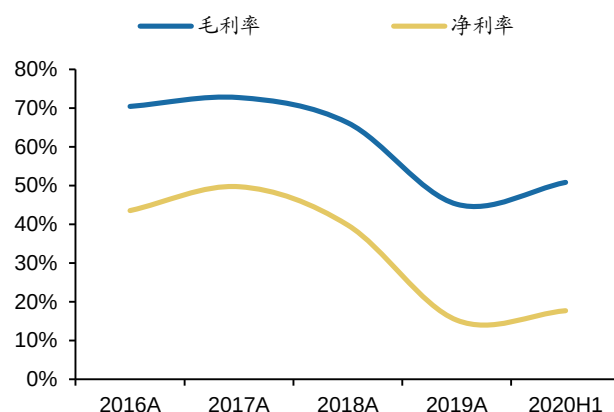


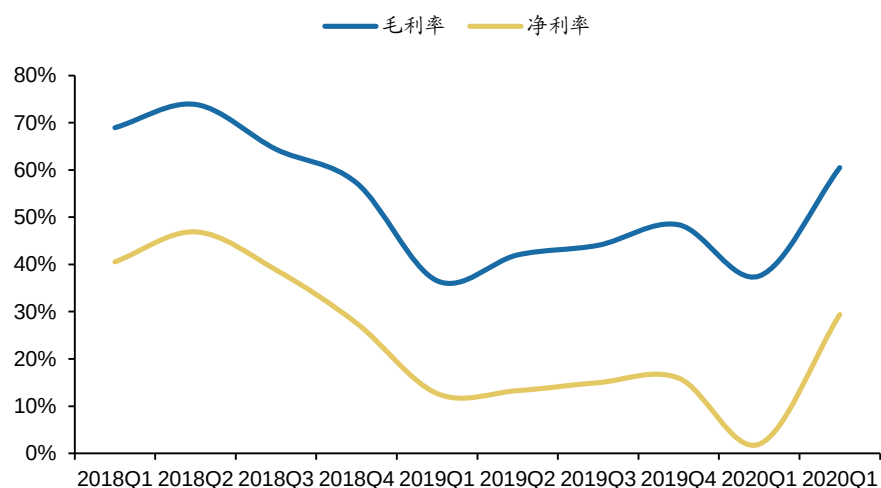
图 12: 分众传媒盈利能力



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 分众传媒单季度盈利能力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、投资建议

(一) 盈利预测

分众传媒营收主要来源于楼宇媒体、影院媒体以及其他媒体业务，其中楼宇媒体以及影院媒体贡献主要营收。考虑需求回暖的情况，以及租赁成本的下降，我们调整对分众传媒的盈利预测。

1.楼宇媒体：考虑疫情影响，我们预计2020年楼宇媒体收入将会受到一定影响，但考虑需求回暖之后，日用快消品类广告主将会增加在楼宇广告上的投放预算分配，我们预计分众传媒楼宇媒体2020-2022年营收增速分别为5.0%、17.2%、21.8%。毛利率分别为60.7%、63.8%、67.4%。

2.影院媒体：受疫情影响，影院关停期间公司影院广告业务均无法开展，2020年影院媒体将会受到较大幅度的影响。我们预计影院媒体业务2020-2022年营收增速分别为-83.3%、425.4%、30.1%。

综合以上盈利预测，我们预计分众传媒2020-2022年实现整体营收为109.8、142.1、174.3亿元，同比增速分别为-9.9%、29.9%、22.6%。2020-2022年实现归母净利25.78、40.87、56.16亿元，EPS分别为0.18、0.28、0.38元/股，2020/8/21收盘价对应PE分别为40/25/18倍。

表 2：分众传媒盈利预测

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
楼宇媒体	12,076	10,049.4	10,553.1	12,372.6	15,065.9
YoY	28.7%	-16.8%	5.0%	17.2%	21.8%
毛利率	70.1%	47.8%	60.7%	63.8%	67.4%
影院媒体	2,381.8	1,982.7	330.6	1,737.2	2,260.2
YoY	2.1%	-16.8%	-83.3%	425.4%	30.1%
毛利率	48.6%	33.7%	—	23.0%	23.5%
其他媒体	93.6	103.8	100.0	100.0	100.0
YoY	-68.5%	10.9%	-3.7%	0.0%	0.0%
毛利率	14.2%	17.7%	19.6%	19.6%	19.6%
整体营收	14,551.3	12,135.9	10,983.7	14,209.8	17,426.1
YoY	21.1%	-16.6%	-9.9%	29.9%	22.6%
毛利率	66.2%	45.2%	58.0%	58.5%	61.4%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 估值

考虑分众传媒今年受疫情影响，2020年业绩低基数，2021年广告主需求逐渐回暖之后业绩有望呈现较高增速，短期业绩波动较大。我们认为采用DCF估值更为合适。我们采用两阶段的DCF估值模型，2020年至2029年的第一阶段和其后的永续增长阶段。截取最近1年分众传媒的股价收益率和沪深300指数收益率计算beta值为1.16，采用2020年8月20日的十年期国债收益率3.00%作为无风险利率。取风险溢价5.0%，计算得到公司股票的贴现率为8.80%；假设公司目标负债率为10%、且债务利率为

5%，计算得出公司的WACC为8.33%。假设2029年后公司永续期的增长率为1.00%，采用FCFF计算得到公司当前的合理价值应该为1264.50亿元，对应的每股合理价值为8.61元/股。

表 3：2020-2029年公司FCFF预测（单位：百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
FCFF	3,931	4,352	6,463	8,367	10,434	13,535	16,621	20,373	23,966	27,974
PV of FCFF	3,827	3,911	5,362	6,408	7,376	8,832	10,012	11,328	12,301	13,254

数据来源：广发证券发展研究中心

我们对公司的WACC和永续增长率进行敏感性分析。假设WACC的范围为6.33%-10.33%，永续增长率的范围为0%-2%。我们选取其中WACC从7.33%-9.33%和永续增长率从0.50%-1.50%的范围区间，计算得到公司每股的合理价值区间约为8.13~9.14元/股。

表 4：公司每股价值对WACC和永续增长率的敏感性分析（单位：元/股）

每股价值	永续增长率	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.33%	9.70	9.59	9.49	9.39	9.30
	7.33%	9.24	9.14	9.03	8.94	8.85
	8.33%	8.83	8.72	8.61	8.52	8.43
	9.33%	8.44	8.33	8.23	8.13	8.04
	10.33%	8.08	7.97	7.87	7.78	7.68

数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议：我们曾在《分众传媒跟踪报告：从企业需求和发展阶段解析楼宇广告渠道价值》，从更长期的角度解析分众的渠道价值，随着近期广告主的投放恢复，以及典型广告主投放案例的不断积累，分众的长期价值正在逐步验证，Q2收入持续回暖也印证了我们的观点。考虑绝对估值，我们认为分众传媒的合理价值为8.61元/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

- (一) 宏观经济不景气
- (二) 户外广告市场竞争加剧，新进入者加剧竞争
- (三) 影院广告投放恢复不及预期
- (四) 回款放缓，账龄结构恶化或会导致信用减值损失

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	12,034	11,511	14,237	18,839	25,209
货币资金	3,672	3,861	7,166	11,037	16,948
应收及预付	6,393	5,037	4,333	5,112	5,524
存货	3	4	5	5	6
其他流动资产	1,966	2,609	2,732	2,685	2,731
非流动资产	6,987	7,176	6,951	6,840	6,741
长期股权投资	793	1,117	1,117	1,117	1,117
固定资产	1,785	1,581	1,341	1,220	1,114
在建工程	14	7	7	7	7
无形资产	47	45	60	68	75
其他长期资产	4,348	4,427	4,427	4,427	4,427
资产总计	19,022	18,687	21,188	25,678	31,949
流动负债	3,527	3,671	3,613	4,048	4,750
短期借款	47	51	0	0	0
应付及预收	795	1,085	746	980	1,205
其他流动负债	2,685	2,535	2,867	3,067	3,545
非流动负债	1,096	1,010	1,010	1,010	1,010
长期借款	892	802	802	802	802
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	204	208	208	208	208
负债合计	4,624	4,681	4,623	5,057	5,760
股本	334	334	334	334	334
资本公积	186	388	388	388	388
留存收益	14,432	14,822	17,400	21,487	27,103
归属母公司股东权益	14,201	13,778	16,356	20,443	26,059
少数股东权益	197	228	210	178	130
负债和股东权益	19,022	18,687	21,188	25,678	31,949

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,551	12,136	10,939	14,210	17,426
营业成本	4,916	6,650	4,595	5,894	6,722
营业税金及附加	432	283	55	213	261
销售费用	2,331	2,256	2,173	2,686	3,276
管理费用	412	576	853	710	836
研发费用	229	148	131	171	210
财务费用	-94	-20	-33	-77	-136
资产减值损失	-400	0	1	0	1
公允价值变动收益	0	-57	0	0	0
投资净收益	168	218	162	233	271
营业利润	6,953	2,366	3,133	4,984	6,901
营业外收支	-11	-18	0	0	0
利润总额	6,942	2,348	3,133	4,984	6,901
所得税	1,150	493	574	928	1,333
净利润	5,792	1,855	2,559	4,055	5,568
少数股东损益	-31	-20	-18	-32	-48
归属母公司净利润	5,823	1,875	2,578	4,087	5,616
EBITDA	6,461	2,738	3,385	4,718	6,296
EPS (元)	0.40	0.13	0.18	0.28	0.38

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,783	3,430	3,264	3,757	5,769
净利润	5,792	1,855	2,559	4,055	5,568
折旧摊销	230	515	252	182	176
营运资金变动	-2,380	679	572	-296	244
其它	141	381	-119	-185	-218
投资活动现金流	-1,383	-1,582	126	146	173
资本支出	-1,702	-341	-36	-86	-98
投资变动	-900	-744	0	0	0
其他	1,220	-496	162	233	271
筹资活动现金流	-2,662	-2,334	-84	-32	-32
银行借款	47	84	-51	0	0
股权融资	40	91	0	0	0
其他	-2,750	-2,509	-33	-32	-32
现金净增加额	-257	-490	3,306	3,871	5,911
期初现金余额	3,914	3,658	3,861	7,166	11,037
期末现金余额	3,658	3,168	7,166	11,037	16,948

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	21.1%	-16.6%	-9.9%	29.9%	22.6%
营业利润增长	-4.0%	-66.0%	32.4%	59.1%	38.5%
归母净利润增长	-3.0%	-67.8%	37.4%	58.6%	37.4%
获利能力					
毛利率	66.2%	45.2%	58.0%	58.5%	61.4%
净利率	39.8%	15.3%	23.4%	28.5%	32.0%
ROE	41.0%	13.6%	15.8%	20.0%	21.6%
ROIC	33.9%	11.8%	14.7%	17.2%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	24.3%	25.0%	21.8%	19.7%	18.0%
净负债比率	32.1%	33.4%	27.9%	24.5%	22.0%
流动比率	3.41	3.14	3.94	4.65	5.31
速动比率	3.02	2.90	3.67	4.35	5.05
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.65	0.52	0.55	0.55
应收账款周转率	3.02	2.91	3.25	3.65	4.06
存货周转率	5,001	2,896	2,127	3,089	3,074
每股指标 (元)					
每股收益	0.40	0.13	0.18	0.28	0.38
每股经营现金流	11.34	10.28	9.78	11.26	17.29
每股净资产	0.97	0.94	1.11	1.39	1.78
估值比率					
P/E	13.21	49.00	39.92	25.18	18.32
P/B	5.42	6.67	6.29	5.03	3.95
EV/EBITDA	11.48	32.48	28.54	19.65	13.79

广发传媒行业研究小组

- 旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券，带领团队荣获2019年新财富传播与文化行业第一名。
- 叶 敏 婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐 呈 隽：高级分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 吴 桐：研究助理，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。