

广联达 (002410.SZ)

造价业务转型超预期，施工业务尚待行业突破

核心观点:

- **公司披露 2020 年半年报。** 1. 2020 年上半年营业总收入 16.09 亿元，同比+16.6%；归母净利润 1.30 亿元，同比+45.2%；扣非归母净利润 1.12 亿元，同比+82.2%； 2. 造价业务收入 11.52 亿元，同比增长 19.0%：其中云收入 6.66 亿元。将云合同负债余额还原调整后造价业务收入为 15.13 亿元，同比同口径增长 23.5%，该业务毛利率为 96.4%（2019H1 为 97.6%）； 3. 施工业务收入 3.37 亿元，同比增长 16.1%，该业务毛利率为 70.0%（2019H1 为 82.8%）； 4. 云转型相关合同负债余额增至 12.55 亿元，上年底云合同负债为 8.94 亿元。
- **造价业务转型超预期，施工业务尚待行业突破。** 1. 造价业务：(1) 新增 4 个区域启动转型，转型区域由 21 个增加到 25 个；(2) 20H1 签署云合同金额 10.28 亿元，同比增长 63.4%；(3) 19 年转型的 10 个地区的产品综合转化率达 70%，续费率达 88%； 19 年之前已转型的 11 个地区产品综合转化率、续费率均超过 85%；(4) 特别的， 20 年新增的 4 个地区上半年转型进展顺利，产品综合转化率超 30%；(5) 造价业务云转型进展超出市场预期，合同负债余额、转化率、续费率以及 SaaS 收入在造价业务中的占比（20H1 为 57.8%，19H1 为 38.3%）等数据表现优异。中长期，需关注单一用户价值（ARPU）是否有明显提升，从而给造价云业务带来更大市场空间。 2. 施工业务：(1) 疫情对施工业务的拓展造成一定影响，后续需关注恢复情况；(2) 施工业务板块行业空间较大，但仍需静待行业进一步突破。
- **预计公司 2020 年 EPS 为 0.35 元/股。** 以公司 2020 年还原后净利润 9.15 亿作为测算依据，给予公司 2020 年 100 倍 PE 估值，则公司 2020 年合理价值约为 77.28 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 云转型推广已有大半省份，地域增量空间天花板有限；下游领域景气度不确定性。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,904	3,541	4,226	5,166	6,331
增长率 (%)	23.2	21.9	19.4	22.2	22.5
EBITDA (百万元)	460	341	507	660	972
归母净利润 (百万元)	439	235	415	574	831
增长率 (%)	-7.0	-46.5	76.4	38.4	44.9
EPS (元/股)	0.39	0.21	0.35	0.48	0.70
市盈率 (P/E)	53.39	163.13	203.31	146.94	101.42
ROE (%)	13.8	7.2	6.5	8.2	10.6
EV/EBITDA	48.77	108.99	157.36	119.38	79.63

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

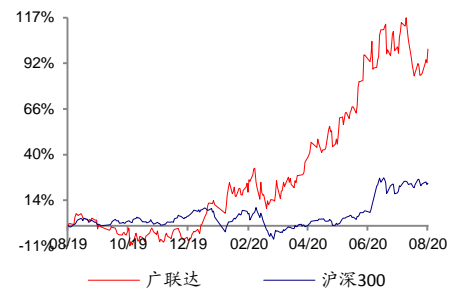
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	71.20 元
合理价值	77.28 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-28

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

- 广联达 (002410.SZ) :Q1 或 2020-04-24
受疫情影响，全年业务发展仍可期待
- 广联达 (002410.SZ) :造价 2020-03-26
业务转型加速推进，施工业务整合效应初显
- 广联达 (002410.SZ) :预收 2020-03-02
款持续增长，造价业务转型加速推进

联系人:

雷棠棣

leitangdi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

一、2020 年中报财务数据

公司披露2020年中报，公司实现营业总收入16.09亿，同比增长16.6%；归母净利润1.30亿，同比增长45.2%；扣非归母净利润1.12亿，同比增长82.2%。若考虑造价业务云转型对公司表观业绩产生的影响，将云合同负债的影响因素进行还原，则还原后的营业总收入为19.71亿元，同口径同比增长20.4%；还原后的归母净利润为4.56亿元，同口径同比增长41.7%（注：还原后的营业总收入=表观营业总收入+期末云合同负债-期初云合同负债；还原后的归属于上市公司股东的净利润=表观归属于上市公司股东的净利润+（期末云合同负债-期初云合同负债）*90%）。

（一）主要财务数据分析

1. 公司营业总收入同比增长16.6%，分项目看：造价业务实现收入11.52亿元，同比增长19.0%；其中云收入6.66亿元，占造价业务收入比例达57.8%。若将云合同负债余额还原，调整后造价业务收入为15.13亿元，同比同口径增长23.5%；数字施工业务收入3.37亿元，同比增长16.1%。
2. 综合毛利率90.6%（2019H1为94.1%）。其中，造价业务毛利率为96.4%（2019H1为97.6%）；施工业务毛利率为70.0%（2019H1为82.8%）。
3. 费用方面：销售费用4.8亿元，同比增加8.4%，销售费用率29.6%，较上年同期减少2.3pct；管理费用3.4亿元，同比增加3.8%，管理费用率21.3%，较上年同期减少2.6pct；研发费用4.8亿元，同比增加13.4%，研发费用率29.7%，较上年同期减少0.9pct。
4. 研发投入6.05亿元，同比增长26.4%，占营业收入比重38.3%。
5. 云转型相关合同负债余额增至12.55亿元，去年底云合同负债为8.94亿元。
6. 应收账款为7.5亿元，较年初增长33.7%。
7. 当期信用减值损失为809万元。其中，应收账款坏账损失1352万元。在应收账款较高增长的情况下，未来应收账款坏账损失或进一步增加。
8. 经营活动现金净流量5.9亿元，同比增加479.44%，去年同期为-1.6亿元；投资活动现金净流量-1.9亿元，同比减少482.25%，去年同期5014万元；筹资活动现金净流量20.6亿元，同比增加1285.53%，去年同期-1.7亿元。

表1：半年度财务关键数据（单位：百万元）

财报数据（百万元）	16H1	17H1	18H1	19H1	20H1
营业总收入	786.47	909.53	1,071.97	1,379.79	1,609.20
营业成本	41.16	65.03	42.08	81.94	151.38
销售费用	273.50	258.06	309.99	439.85	476.70
管理费用	389.45	446.12	277.68	330.29	342.96

研发费用	-	-	301.73	421.73	478.10
财务费用	-9.64	10.98	12.69	16.20	9.70
投资净收益	0.77	0.62	11.91	28.56	-7.11
营业利润	75.93	173.00	160.12	128.27	177.77
归属于母公司所有者的净利润	107.09	142.07	147.11	89.54	130.03
扣非净利润	103.57	133.79	132.49	61.31	111.70
主要比率					
毛利率	94.77%	92.85%	96.07%	94.06%	90.59%
销售费用率	34.78%	28.37%	28.92%	31.88%	29.62%
管理费用率	49.52%	49.05%	25.90%	23.94%	21.31%
研发费用率	-	-	28.15%	30.56%	29.71%
营业利润率	9.66%	19.02%	14.94%	9.30%	11.05%
归母净利率	13.62%	15.62%	13.72%	6.49%	8.08%
YOY					
营业收入	50.33%	15.65%	17.86%	28.72%	16.63%
归母净利润	93.17%	32.66%	3.55%	-39.13%	45.21%
扣非净利润	98.29%	29.17%	-0.97%	-53.72%	82.19%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据 (百万元)	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
营业总收入	472.89	906.90	857.30	1,303.56	566.27	1,042.93
营业成本	26.64	55.30	110.00	178.72	32.36	119.03
销售费用	135.10	304.75	246.58	416.05	158.80	317.90
管理费用	133.83	196.46	218.56	270.91	161.39	181.58
研发费用	123.46	298.28	204.45	342.93	162.33	315.78
财务费用	5.74	10.46	8.52	15.83	8.46	1.25
投资净收益	6.24	22.32	-3.39	-2.66	-1.12	-5.99
营业利润	70.98	57.29	78.41	83.69	70.02	107.75
归母公司净利润	55.36	34.18	69.30	76.22	52.97	77.06
扣非净利润	49.77	11.54	66.70	62.90	47.72	63.98
主要比率						
毛利率	94.37%	93.90%	87.17%	86.29%	94.29%	88.59%
销售费用率	28.57%	33.60%	28.76%	31.92%	28.04%	30.48%
研发费用率	28.30%	21.66%	25.49%	20.78%	28.50%	17.41%
管理费用率	26.11%	32.89%	23.85%	26.31%	28.67%	30.28%
营业利润率	15.01%	6.32%	9.15%	6.42%	12.37%	10.33%
归母净利率	11.71%	3.77%	8.08%	5.85%	9.35%	7.39%
YoY						

营业收入	38.81%	24.01%	16.85%	18.64%	19.75%	15.00%
归母净利润	-2.29%	-62.21%	-52.41%	-47.91%	-4.32%	125.44%
扣非净利润	-6.86%	-85.40%	-51.27%	-55.05%	-4.11%	454.25%
QoQ						
营业收入	-56.96%	91.78%	-5.47%	52.05%	-56.56%	84.17%
归母净利润	-62.17%	-38.26%	102.76%	9.98%	-30.50%	45.47%
扣非净利润	-64.44%	-76.81%	477.84%	-5.70%	-24.13%	34.06%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、造价业务转型超预期，施工业务尚待行业突破

(一) 造价业务

2020年公司造价业务云转型持续推进，新增4个区域启动转型，转型区域由21个增加到25个。相关数据表明，2020年上半年造价业务云转型进展超出预期：

1. 2020年上半年签署云合同金额10.28亿元，同比增长63.4%；
2. 若考虑造价业务云转型对表观业绩产生的影响，将云预收因素进行还原，则还原后的数字造价业务收入为15.13亿元，同口径同比增长23.5%。
(注：数字造价业务还原后的营业收入=表观收入+期末云预收-期初云预收)
3. 期末云合同负债余额12.55亿元，同比增长87%，较期初增加40.5%
(2017年末云合同负债余额1.3亿；2018年末云合同负债余额4.14亿(+219%)；2019年H1云合同负债余额6.72亿(+162.5%)；2019年云合同负债余额8.94亿)。

表3：主要云产品线20120年H1收入、合同、预收款分拆(单位：亿元、百分比)

产品线	云收入	同比增减	云合同	同比增减	云预收	较期初增减
云计价	2.27	118.37%	3.51	72.85%	4.32	40.41%
云算量	2.11	119.81%	3.14	57.42%	3.86	36.40%
工程信息	2.28	36.97%	3.63	60.24%	4.37	44.44%
合计	6.66	79.50%	10.28	63.42%	12.55	40.50%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

4. 2019年转型的10个地区的产品综合转化率达70%，续费率达88%；2019年之前已转型的11个地区产品综合转化率、续费率均超过85%。
5. 特别的，2020年新增的4个地区上半年转型进展顺利，产品综合转化率超30%。

从公司2020H1云转型运营数据看，公司造价业务云转型进展超出市场预期，合同负债余额、转化率、续费率以及SaaS收入在造价业务中的占比(20H1为57.8%，19H1为38.3%)等数据表现优异。中长期，需关注单一用户价值(ARPU)是否有明显提升，从而给造价云业务带来更大市场空间。

(二) 施工业务

施工业务板块，2020年上半年实现收入3.37亿元，同比增长16.1%，疫情对施工业务拓展造成了一定影响。主要进展包括：

1. 截至报告期末，数字施工项目级产品累计服务项目数突破3万个，劳务、物料、项目BI等重点模块应用率大幅提升。
2. 产品端，公司继续以数字项目管理平台为核心，推出项目级防疫整体解决方案。截至报告期末，基于数字项目管理平台的模块已由去年同期的30个增加至54个。
3. 报告期内，公司创新营销方案，积极拥抱变化，发挥线上数字营销的作用。通过“数字连线1+1”助力施工企业在疫情期间复工复产，覆盖施工企业近2万家。
4. 公司持续推进生态战略，与华为合作实现5G应用突破，5G+VR产品顺利通过试点，AI、华为云等合作持续推进，不断深化施工业务生态体系建设。
5. 通过“数字现场面对面”组织线上项目观摩，覆盖客户近万人；进一步组织“数字CIO峰会”、“数字PM峰会”等，有效推动疫情常态化背景下建筑施工企业数字化转型的进程。

我们认为，施工业务板块行业空间较大，但仍需静待行业进一步突破，公司近年来完成了施工业务线人员结构、产品架构的多维度整合，将有助于施工业务中长期发展。同时，公司持续在BIM、智慧工地等核心产品持续投入研发资源打磨自身产品线，为未来行业全面突破做好准备。

综上，随着组织架构、新产品、新方案逐步磨合完备以及样板工程量的逐步增加，我们看好公司施工业务板块长期发展机会。

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

收入假设

1. 造价业务：我们认为造价业务云转型有望通过量价的两维度提升带来云化后收入体量的提升，2020、2021年造价业务虽仍处于云转型阶段，但新区域转化率的超预期、以及老区域新用户的超预期将带来收入端的平稳增长，2022年随着云转型进入收尾期，预计造价收入增速将下降。
2. 施工业务：2020年上半年施工业务受疫情影响较大，增速有所回落，预计2020年该业务增速将有一定回调。2021、2022年，考虑施工行业发展情况以及公司业务成熟度，预计该业务收入增速将逐步回升。

毛利率假设：预计未来三年造价业务毛利率基本持平，而施工业务毛利率则有一定压力。整体上，随着较低毛利率业务收入比重减少，公司综合毛利率呈略微上升趋势。

费用率假设：公司造价云转型加速推进，收入结构中造价云收入占比持续提升，随着前期市场推广期逐步结束以及线上产品研发迭代的前提投入结束，我们预计管理费用率、销售费用率以及研发费用率伴随公司云转型推进，将呈现下降趋势。

预收款假设

1. 2018年末云相关合同负债为4.14亿，2019年末云相关合同负债为8.94亿（+116%），2020年上半年云相关合同负债为12.55亿（+87%），合同负债的持续增长验证了公司云转型的加速推进。
2. 考虑2020年公司云转型仍将持续进行，预计预收款仍将保持增长趋势，我们预计公司2020-2022年云相关预收款余额分别为14.5亿、18.3亿、21.6亿。

综合，预计公司2020年表观净利润为4.10亿。

(二) 投资建议

考量公司合理市值:

云服务带来商业模式变化，云业务收入确认方式由一次性确认转变为按服务期间分期确认，但客户的获客成本等相关费用仍为一次性当期列支，因此带来表观利润“失真”。由于公司已处于云转型加速期，当前表观净利润失真较为严重，不能反应公司真实利润情况，因此也不适合以公司表观利润作为评估PE标准。

根据公司近年财报，公司针对当期净利润进行了还原，还原后的归属于上市公司股东的净利润=表观归属于上市公司股东的净利润+（期末云预收-期初云预收）*90%，2020年上半年还原后的4.56亿元，同口径同比增长41.7%（公式和数据来源：公司2020年半年报），我们认为上述还原算法较为合理、谨慎。我们采用同样方式对广联达2020年净利润进行还原后为9.15亿。

可比公司方面，我们将采用还原后的净利润对公司进行估值，因此在选取同样产品化较强，且积极云转型的相似公司作为可比公司：

表2: 广联达可比公司PE估值情况（市值统计截止2020.08.27收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
泛微网络	603039	协同OA	223	140	183	239	63	121	93
恒生电子	600570	金融软件	1133	1416	1327	1660	44	85	68

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 泛微网络、恒生电子数据来自 Wind 一致预期

考虑到:

1. A股中，公司作为建筑业信息化头部厂商，具有一定的稀缺性；
2. 2020年半年报数据显示，公司造价业务云转型超出预期；
3. 考虑到施工业务板块行业空间较大，当前，公司在组织架构、产品、解决方案、样板工程等方面已做好准备，我们看好施工业务板块长期发展机会。

因此，基于公司20年经还原后的净利润9.15亿，我们给予公司20年100倍PE估值，则公司20年合理市值约915亿元。根据公司最新股本数对应77.28元/股，看好公司中长期发展机会，维持“买入”评级。

四、风险提示

- (一) 云转型推广已有大半省份，地域增量空间天花板有限
- (二) 下游领域景气度不确定性

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,770	2,950	5,606	6,875	8,479	经营活动现金流	453	641	1,019	1,168	1,452
货币资金	2,212	2,231	4,537	5,571	6,893	净利润	433	255	449	606	901
应收及预付	324	591	724	887	1,092	折旧摊销	74	106	114	128	145
存货	9	21	28	36	47	营运资金变动	-133	216	452	452	426
其他流动资产	225	106	317	380	447	其它	79	65	4	-18	-20
非流动资产	2,836	3,217	3,436	3,471	3,489	投资活动现金流	-18	-227	-310	-134	-130
长期股权投资	158	233	233	233	233	资本支出	-202	-242	-333	-162	-159
固定资产	819	803	843	873	893	投资变动	154	-17	0	0	0
在建工程	3	57	77	87	97	其他	31	32	22	28	29
无形资产	227	373	529	521	506	筹资活动现金流	-82	-390	1,597	0	0
其他长期资产	1,628	1,752	1,755	1,758	1,761	银行借款	145	1,153	-1,089	0	0
资产总计	5,606	6,167	9,042	10,345	11,968	股权融资	106	23	56	0	0
流动负债	1,329	2,809	2,528	3,220	3,936	其他	-333	-1,566	2,630	0	0
短期借款	200	1,089	0	0	0	现金净增加额	374	19	2,306	1,034	1,322
应付及预收	512	1,068	128	165	217	期初现金余额	1,837	2,210	2,231	4,537	5,571
其他流动负债	618	653	2,400	3,055	3,718	期末现金余额	2,210	2,230	4,537	5,571	6,893
非流动负债	994	9	9	9	9						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	992	0	0	0	0						
其他非流动负债	3	9	9	9	9						
负债合计	2,324	2,818	2,536	3,229	3,945						
股本	1,127	1,129	1,184	1,184	1,184						
资本公积	463	509	3,155	3,155	3,155						
留存收益	1,700	1,709	2,129	2,708	3,545						
归属母公司股东权益	3,192	3,269	6,391	6,970	7,807						
少数股东权益	90	80	114	147	216						
负债和股东权益	5,606	6,167	9,042	10,345	11,968						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,904	3,541	4,226	5,166	6,331
营业成本	188	371	480	618	816
营业税金及附加	45	43	52	64	79
销售费用	793	1,102	1,183	1,421	1,646
管理费用	765	820	934	1,111	1,266
研发费用	727	969	1,183	1,421	1,697
财务费用	35	41	28	24	14
资产减值损失	-56	-6	-10	-11	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	22	23	25	31	32
营业利润	485	290	503	677	1,003
营业外收支	-3	-7	-3	-2	1
利润总额	482	284	501	675	1,004
所得税	49	29	51	69	103
净利润	433	255	449	606	901
少数股东损益	-6	20	34	32	69
归属母公司净利润	439	235	415	574	831
EBITDA	460	341	507	660	972
EPS (元)	0.39	0.21	0.35	0.48	0.70

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	23.2%	21.9%	19.4%	22.2%	22.5%
营业利润增长	-5.8%	-40.1%	73.4%	34.5%	48.2%
归母净利润增长	-7.0%	-46.5%	76.4%	38.4%	44.9%
获利能力					
毛利率	93.5%	89.5%	88.6%	88.0%	87.1%
净利率	14.9%	7.2%	10.6%	11.7%	14.2%
ROE	13.8%	7.2%	6.5%	8.2%	10.6%
ROIC	7.8%	4.8%	5.4%	6.7%	9.2%
偿债能力					
资产负债率	41.5%	45.7%	28.1%	31.2%	33.0%
净负债比率	70.8%	84.1%	39.0%	45.4%	49.2%
流动比率	2.08	1.05	2.22	2.14	2.15
速动比率	2.05	1.03	2.19	2.11	2.13
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.57	0.47	0.50	0.53
应收账款周转率	9.96	6.33	6.19	6.19	6.19
存货周转率	313.20	165.96	152.95	145.19	134.79
每股指标 (元)					
每股收益	0.39	0.21	0.35	0.48	0.70
每股经营现金流	0.40	0.57	0.86	0.99	1.23
每股净资产	2.83	2.90	5.40	5.89	6.59
估值比率					
P/E	53.39	163.13	203.31	146.94	101.42
P/B	7.34	11.73	13.19	12.10	10.80
EV/EBITDA	48.77	108.99	157.36	119.38	79.63

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月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 1401-1410室
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。