

上汽集团 (600104.SH)

自研+投资+合作, 多方式全面布局智能化

核心观点:

- **顺应行业消费升级及数字化需求提速, 公司加速智能化布局。**随着汽车行业消费升级及数字化需求的加速, 智能化已成为各大整车厂比拼的重要指标。上汽集团作为国内头部车企, 正积极通过自研、投资、合作等多种方式对汽车智能化进行全面布局, 在把控核心技术的基础上, 始终秉持开放的态度。
- **把控核心技术, 构建技术底座。**面对电动化、智能化的潮流, 上汽集团在电动智能车核心技术方面进行了全方位布局。具体而言, 上汽集团已率先实现对软件开发、大数据、人工智能、云计算、网络安全五大中心的全面布局, 初步建立“数据决定体验、软件定义汽车”智能汽车基础技术能力。此外, 上汽集团将进一步加强对 **SOA 软件平台和中央集中式电子架构**等核心技术的自研能力。
- **以合作、投资等多种方式与伙伴共进。**面对汽车行业的巨变, 车企在拥有自己专长之外也需谋求合作, 实现优势互补和风险共担, 达到合作共赢。上汽集团通过: 1.与智能化、数字化技术和电池公司包括宁德时代、地平线、Momenta 等合作, 或直接投资; 2.与科技互联网公司如阿里、华为、腾讯等进行跨界合作, 在前瞻技术领域打造生态伙伴圈。
- **内部体制变革, 激发强大创新活力。**为了激发公司的创新活力, 更好地应对汽车行业的技术变革, 上汽集团拟通过分拆上市和跨界引才, 积极推动内部体制变革, 进一步释放创新转型新动能。
- **盈利预测与投资建议:** 公司是国内汽车行业综合实力最强的龙头, 经过多年自主发展与合资合作, 有望打开新的成长空间, 打造开放的“新上汽”。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 2.29/2.55/2.77 元/股, 结合公司历史估值, 给予 21 年 15 倍 PE, 合理价值为 34.42 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济及收入不及预期; 行业景气度下降; 竞争加剧等。

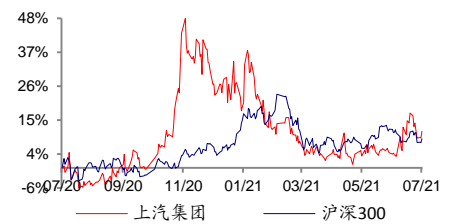
盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	843,324	742,132	830,249	898,234	959,203
增长率 (%)	-6.5	-12.0	11.9	8.2	6.8
EBITDA (百万元)	26,448	27,582	41,719	42,442	44,663
归母净利润 (百万元)	25,603	20,431	26,801	29,751	32,382
增长率 (%)	-28.9	-20.2	31.2	11.0	8.8
EPS (元/股)	2.19	1.75	2.29	2.55	2.77
市盈率 (P/E)	10.88	13.98	9.36	8.43	7.74
ROE (%)	10.3	7.9	9.3	9.4	9.3
EV/EBITDA	9.02	8.60	4.31	2.85	1.45

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	21.46 元
合理价值	34.42 元
前次评级	买入
报告日期	2021-07-07

相对市场表现



分析师: 张乐



SAC 执证号: S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

分析师: 闫俊刚



SAC 执证号: S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师: 李爽



SAC 执证号: S0260519070003



021-38003684



fzlishuang@gf.com.cn

分析师: 邓崇静



SAC 执证号: S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意, 张乐, 闫俊刚, 李爽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:

上汽集团 (600104.SH): 21Q1 点评: 业绩符合预期, 现金流大幅改善	2021-05-02
上汽集团 (600104.SH): 经营韧性可期, 科技赋能转型	2021-03-26
上汽集团 (600104.SH): 经营压力期已过, 期待转型升级	2021-01-12

目录索引

一、顺应行业消费升级及数字化需求提速，公司加速智能化布局.....	4
二、把控核心技术，构建技术底座.....	4
三、以合作、投资等多种方式与伙伴共进.....	5
四、内部体制变革，激发强大创新活力.....	7
五、盈利预测与投资建议.....	8
六、风险提示.....	8

图表索引

图 1: 上汽集团近期在智能化领域开展的重要活动	4
图 2: 零束 SOA 软件平台开发工具上线时间表.....	5
图 3: 上汽集团在智能化、数字化技术和电池技术领域的部分合作/参股公司	6
图 4: 上汽集团跨界合作的科技、互联网公司	6
图 5: 智己 L7 外观图.....	6

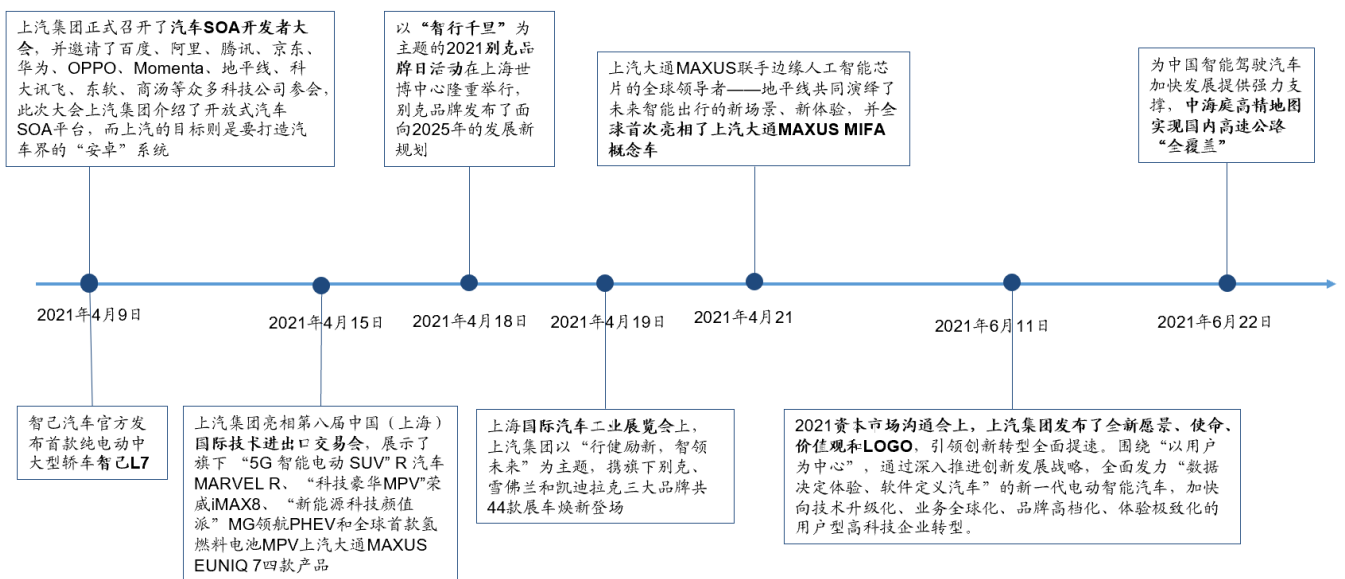
表 1: 上汽集团与华为在智能化领域的合作进程	7
-------------------------------	---

一、顺应行业消费升级及数字化需求提速，公司加速智能化布局

随着汽车行业消费升级及数字化需求的加速，“软件定义汽车”的趋势愈演愈烈，智能化已成为各大整车厂比拼的重要指标，提前做好智能化全面布局对整车厂来说尤为重要。

近期，上汽加速了智能化布局。4月9日，智己品牌发布了首款纯电动中大型轿车智己L7；4月19日的上海车展上，上汽集团以“行健励新，智领未来”为主题，携旗下别克、雪佛兰和凯迪拉克三大品牌共44款展车焕新登场；6月11日，上汽集团在资本市场沟通会上，发布了全新愿景、使命、价值观和LOGO，引领创新转型全面提速。在本报告中，我们通过梳理发现上汽集团作为国内头部车企，正积极通过自研、投资、合作等多种方式对汽车智能化进行全面布局，在把控核心技术的基础上，始终秉持开放的态度。

图1：上汽集团近期在智能化领域开展的重要活动



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

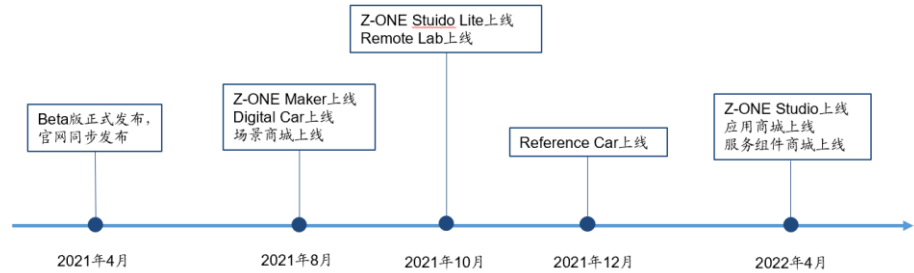
二、把控核心技术，构建技术底座

面对电动化、智能化的潮流，上汽集团在电动智能车核心技术方面进行了全方位的布局。具体而言，上汽集团已率先实现对软件开发、大数据、人工智能、云计算、网络安全五大中心进行全面布局，初步建立“数据决定体验、软件定义汽车”智能汽车基础技术能力。此外，上汽集团将进一步加强SOA软件平台和中央集中式电子架构等核心技术的自研能力。

上汽零束开发SOA软件平台。上汽集团旗下互联网科技平台公司上海零束自2020年

5月创立以来，一直致力于提供智能车云管端一体化全栈技术和产品解决方案。零束SOA软件平台的定位是汽车界开放的“安卓”，它的出现是让应用各方“解决同质化、实现差异化”。通过SOA平台，消费者、汽车企业、供应商、从事软件开发的极客，以及一些第三方软件公司可以设计自己喜欢的数字化体验功能。SOA软件平台实现了软件的“可买、可卖、可订阅”特点，使得未来数字汽车也将会拥有像智能手机一样的“软件应用商城”。

图2：零束SOA软件平台开发工具上线时间表



数据来源：汽车之家

上汽软件中心主导研发中央集中式电子架构。上汽自研的中央集中式电子架构不仅能够自主搭建智能汽车的硬件基础，还能结合SOA软件平台，打通各域和云端，实现跨域融合的智能场景。并且，它还实现了硬件的“可插、可拔、可扩展”特点，结合SOA软件平台，将为智能网联汽车带来无限可能。

三、以合作、投资等多种方式与伙伴共进

面对汽车行业的巨变，车企在拥有自己专长之外也需谋求合作，实现优势互补和风险共担，达到合作共赢。上汽集团通过合作、投资等多种方式，在前瞻技术领域打造生态伙伴圈。

与智能化、数字化技术和电池公司包括宁德时代、地平线、Momenta等合作，或直接投资。在电池技术方面，上汽与宁德时代建立合资公司，建设电池和电池系统生产基地；参股QuantumScape、SolidEnergy、清陶等，在下一代锂电池技术领域积极布局。在智能化、数字化技术方面，上汽投资地平线、黑芝麻、晶晨半导体、智芯半导体等十余家芯片公司，加快汽车芯片的产业链布局；投资自动驾驶科技公司Momenta，成为除创始团队以外的最大股东，在视觉算法技术领域布局；控股拥有甲级地图测绘资质的中海庭，在高精度地图领域布局；与华为、英伟达、Mobileye、TTTech等合作，在感知、决策到执行的系统级解决方案领域布局。

图3: 上汽集团在智能化、数字化技术和电池技术领域的部分合作/参股公司



数据来源: 广发证券发展研究中心

与科技互联网公司如阿里、华为、腾讯等进行跨界合作。除了和智能化、数字化技术和电池技术公司进行合作, 上汽还与多家科技、互联网公司展开了广泛的跨界合作。上汽和中国移动、华为联手开发基于5G的智能网联汽车应用; 与阿里联合打造高端智能纯电汽车“智己汽车”; 与阿里和OPPO等在互联网生态领域展开合作; 与腾讯在网络信息安全、互联网内容生态等领域开展合作。

图4: 上汽集团跨界合作的科技、互联网公司



数据来源: 广发证券发展研究中心

图5: 智己L7外观图



数据来源: 智己官网

上汽集团不仅与各大技术、科技互联网公司开展了广泛合作，还不断深化合作。以与华为的合作为例，2017年5月，上汽集团与华为举行智能制造战略签约仪式，开启中国汽车工业4.0的未来之门。此后，上汽集团与华为不断深化合作，从2017年6月，开始共同推进智能出行服务暨下一代蜂窝车联网（C-V2X）产业的发展，到2020年9月，上汽、华为、中国移动和上海国际汽车城联合打造的“5G智慧交通示范区”示范区正式面向公众开放，上汽与华为的合作从点到面，不断深化。

表1：上汽集团与华为在智能化领域的合作进程

时间	合作内容
2020年9月14日	由上汽集团、华为、中国移动和上海国际汽车城联合打造的“5G智慧交通示范区”示范区正式面向公众开放，这是国内首个向公众开放的自动驾驶体验园区。未来，四方将深化合作，建设覆盖嘉定全域的 全息感知、全数字化的智慧道路 ，批量投放 上汽5G智能汽车 ，形成百辆级全场景先导应用规模，打造 智慧交通网、5G通信网和北斗定位网“三网融合” 样板工程，进一步建设国际领先的5G+智能汽车应用高地。
2019年11月9日	全球首次“5G+L4级智能驾驶重卡” 在上海洋山港正式启动示范运营。由上汽集团、华为、上港集团和中国移动共同打造的5G+L4智能重卡项目将切实提升港区作业效率、通行效率、环保水平和安全水平，创造显著的商业效益和社会效益，积极助力洋山港加快建设成为具有全球领先水平的智能港口。
2019年9月16日	国际5GAA联盟成员——上汽集团、华为、中国移动和上海国际汽车城联合宣布， 全球首个5G智慧交通示范项目 将于明年在上海嘉定落地，并对公众开放。
2019年4月18日	上汽集团与华为签署合作协议，启动开发面向整个 汽车产业的软件平台(SHP) ，实现汽车性能远程升级，加速汽车产品与服务数字化更新迭代，为消费者带来5G时代汽车移动智能终端的丰富场景体验。
2018年12月21日	上汽集团与华为签署战略合作协议，共同探索建设 智能出行生态系统 ，推动智能驾驶技术的研究和应用，并在 智能电动、智能制造以及信息化、网络安全 等方面展开合作。
2017年6月28日	上汽集团、中国移动、华为在上海世界移动大会(MWCS2017)上签署三方合作框架协议，共同推进智能出行服务暨下一代 蜂窝车联网(C-V2X) 产业的发展。
2017年5月5日	华域汽车系统股份有限公司（上汽集团控股公司）与华为举行智能制造 战略签约仪式 ，开启中国汽车工业4.0的未来之门。
2015年11月2日-5日	全球移动宽带论坛在香港隆重召开，上汽集团携手华为提供真车互动体验，展示基于 LTE-V (LTE-Vehicle) 综合通信解决方案 。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

四、内部体制变革，激发强大创新活力

为了激发公司的创新活力，更好地应对汽车行业的技术变革，上汽集团拟通过分拆上市和跨界引才，积极推动内部体制变革，进一步释放创新转型新动能。

拟分拆上市，激发创新转型的内生新动力。上汽下属14家科创型公司正在加速推进分拆上市进程，其中捷氢科技（主业为氢能与燃料电池研发生产）、中海庭（高精度地图全产业链服务供应商）、联创电子（主业为智能网联汽车业务）计划将在3年内陆续完成分拆上市。分拆上市将使独立后的公司能够更专注各自的领域，有助于增加各独立公司的自主创造力，调动各独立公司的积极性。

跨界引才，赋予企业新的活力。在管理层，上汽实行“末尾淘汰”，每年有一定比例

的干部会被淘汰；在薪酬激励方面，建立大部分为可浮动薪资的激励薪酬；在人才招聘方面，运用项目制、首席顾问等合作新模式，吸引更多的跨界领军人才。上汽通过一系列人员管理手段，激发现有员工的竞争机制，外部引进跨界人才，赋予企业新的活力。

五、盈利预测与投资建议

公司是国内汽车行业综合实力最强的龙头，经过多年自主发展与合资合作，有望打开新的成长空间，打造开放的“新上汽”。预计公司21-23年EPS分别为2.29/2.55/2.77元/股，结合公司历史估值，给予21年15倍PE，合理价值为34.42元/股，维持“买入”评级。

六、风险提示

宏观经济及收入不及预期；行业景气度下降；竞争加剧等。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	511,158	566,175	719,968	786,253	849,904
货币资金	127,827	142,565	300,000	350,000	400,000
应收及预付	76,525	86,190	84,971	93,632	100,761
存货	54,399	69,395	64,644	71,368	76,993
其他流动资产	252,407	268,024	270,354	271,254	272,151
非流动资产	338,176	353,240	352,317	353,525	354,563
长期股权投资	64,617	59,650	59,650	59,650	59,650
固定资产	83,056	82,982	79,853	79,078	78,134
在建工程	16,188	13,133	13,133	13,133	13,133
无形资产	15,281	16,021	19,149	21,173	23,351
其他长期资产	159,034	181,455	180,532	180,492	180,297
资产总计	849,333	919,415	1,072,285	1,139,778	1,204,468
流动负债	462,803	510,884	626,313	652,031	671,199
短期借款	25,588	23,629	158,479	149,842	143,353
应付及预收	181,921	205,047	197,319	218,019	233,737
其他流动负债	255,295	282,208	270,515	284,170	294,108
非流动负债	85,690	98,489	98,489	98,489	98,489
长期借款	19,137	23,608	23,608	23,608	23,608
应付债券	16,162	23,492	23,492	23,492	23,492
其他非流动负债	50,392	51,389	51,389	51,389	51,389
负债合计	548,494	609,373	724,803	750,520	769,688
股本	11,683	11,683	11,683	11,683	11,683
资本公积	55,567	57,027	57,027	57,027	57,027
留存收益	169,327	179,373	206,174	235,925	268,307
归属母公司股东权益	249,702	260,103	286,904	316,655	349,037
少数股东权益	51,138	49,938	60,578	72,603	85,743
负债和股东权益	849,333	919,415	1,072,285	1,139,778	1,204,468

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	843,324	742,132	830,249	898,234	959,203
营业成本	730,588	649,972	711,175	763,720	812,014
营业税金及附加	6,610	5,760	5,853	6,377	6,810
销售费用	57,451	38,067	49,815	54,792	60,430
管理费用	22,308	21,818	23,247	25,151	26,858
研发费用	13,394	13,395	17,435	20,659	23,980
财务费用	24	517	1,540	2,621	1,243
资产减值损失	-1,642	-3,190	-1,856	-1,309	-1,456
公允价值变动收益	1,497	3,812	0	0	0
投资净收益	24,901	21,010	22,417	23,354	24,939
营业利润	40,345	35,607	44,153	49,653	54,230
营业外收支	613	284	300	330	340
利润总额	40,958	35,892	44,453	49,983	54,570
所得税	5,669	6,704	7,012	8,207	9,048
净利润	35,289	29,188	37,441	41,776	45,522
少数股东损益	9,686	8,757	10,640	12,025	13,140
归属母公司净利润	25,603	20,431	26,801	29,751	32,382
EBITDA	26,448	27,582	41,719	42,442	44,663
EPS (元)	2.19	1.75	2.29	2.55	2.77

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	46,272	37,518	25,844	61,499	57,998
净利润	35,289	29,188	37,441	41,776	45,522
折旧摊销	13,474	14,462	18,995	14,907	15,551
营运资金变动	20,315	12,415	-15,779	18,069	12,006
其它	-22,807	-18,547	-14,812	-13,254	-15,081
投资活动现金流	-39,264	-7,110	2,706	6,259	7,234
资本支出	-25,079	-14,214	-19,711	-17,095	-17,705
投资变动	-43,179	-17,987	0	0	0
其他	28,993	25,091	22,417	23,354	24,939
筹资活动现金流	-3,094	-15,852	128,885	-17,758	-15,232
银行借款	42,167	57,612	134,850	-8,637	-6,489
股权融资	334	986	0	0	0
其他	-45,595	-74,450	-5,966	-9,121	-8,743
现金净增加额	3,605	14,025	157,435	50,000	50,000
期初现金余额	106,217	109,823	142,565	300,000	350,000
期末现金余额	109,823	123,847	300,000	350,000	400,000

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-6.5%	-12.0%	11.9%	8.2%	6.8%
营业利润增长	-24.8%	-11.7%	24.0%	12.5%	9.2%
归母净利润增长	-28.9%	-20.2%	31.2%	11.0%	8.8%
获利能力					
毛利率	13.4%	12.4%	14.3%	15.0%	15.3%
净利率	4.2%	3.9%	4.5%	4.7%	4.7%
ROE	10.3%	7.9%	9.3%	9.4%	9.3%
ROIC	2.9%	2.6%	3.3%	3.8%	3.7%
偿债能力					
资产负债率	64.6%	66.3%	67.6%	65.8%	63.9%
净负债比率	182.3%	196.5%	208.6%	192.8%	177.0%
流动比率	1.10	1.11	1.15	1.21	1.27
速动比率	0.92	0.90	0.99	1.04	1.09
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.81	0.77	0.79	0.80
应收账款周转率	20.40	17.02	18.82	18.41	18.29
存货周转率	15.50	10.69	12.84	12.59	12.46
每股指标 (元)					
每股收益	2.19	1.75	2.29	2.55	2.77
每股经营现金流	3.96	3.21	2.21	5.26	4.96
每股净资产	21.37	22.26	24.56	27.10	29.87
估值比率					
P/E	10.88	13.98	9.36	8.43	7.74
P/B	1.12	1.10	0.87	0.79	0.72
EV/EBITDA	9.02	8.60	4.31	2.85	1.45

广发汽车行业研究小组

- 张 乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车产业工作经历，11年卖方研究经验，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，7年卖方研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 徐鸣爽：研究助理，波士顿大学经济学硕士，复旦大学文学学士，2020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	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30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。