

招商蛇口 (001979.SZ)

深耕长三角，拿地能级提升

核心观点：

- **7月销售有所回落。**根据公司经营公告，7月实现签约销售金额203.0亿元，同比下降11.2%（较19年7月增长5.0%），销售面积87.1万方，同比下降16.4%，销售均价23314元/平。累计来看，1-7月累计销售金额1972.8亿元，同比增长47.7%（较19年同期增长63.7%），销售面积857.3万方，同比增长42.5%，销售均价23012元/平。
- **7月新增4个项目，拿地力度31%。**公司7月获取4个项目，拿地金额64亿元（权益比例64%），拿地建面44万方，金额及面积口径的拿地力度分别为31%、50%。累计来看，1-7月累计获取67个项目，拿地金额1292亿元（权益比例66%，较20年提升3pct），拿地面积927万方，金额口径的拿地力度为65%。
- **7月无新披露两集中地块，整体拿地能级有所提升。**7月无新披露的两集中地块（杭州地块为1月公开出让，非两集中地块），另三宗分别位于金华、简阳、南通。从前7月拿地区域分布来看，招商蛇口在21年拿地能级较高，一线拿地金额占比从20年的18%提升至24%，三四线占比从20年29%下降至21%，拿地均价从20年的9337元/平上升至13932元/平。区域来看，长三角占比66%（华东、江南各占33%，占比均有所提高），华南、华中等区域投资占比有所回落。
- **预计21-22年业绩分别为1.66元/股、1.77元/股。**根据蛇口业绩预告，预计21年上半年归母净利润37-47亿元，同比增长305-415%。依托优质园区资产，通过REITs平台上市盘活，实现对业绩进一步增厚。预计21、22年归母净利润分别为131亿元、140亿元，增长7%、7%，对应21、22年PE为5.8x、5.4x，我们维持合理价值17.41元/股的观点不变，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

盈利预测：

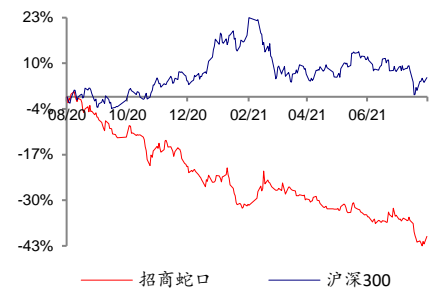
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	97672	129621	159044	172164	187453
增长率（%）	10.6%	32.7%	22.7%	8.2%	8.9%
EBITDA（百万元）	21823	24554	29808	31417	34172
归母净利润（百万元）	16033	12253	13138	14033	15024
增长率（%）	5%	-24%	7%	7%	7%
EPS（元/股）	2.02	1.55	1.66	1.77	1.90
市盈率（P/E）	4.8	6.2	5.8	5.4	5.1
ROE（%）	17%	12%	11%	10%	10%
EV/EBITDA	10.3	7.0	5.0	5.3	5.1

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	9.65元
合理价值	17.41元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-10

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-60750604



guoz@gf.com.cn

分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001



021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009



021-60750620



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘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：

招商蛇口 (001979.SZ) : 单月销售历史新高，首批两集中排名第二	2021-07-12
招商蛇口 (001979.SZ) : 进取的蛇口，提速中的绿档龙头	2021-03-28
招商蛇口 (001979.SZ) : 三季度业绩释放，经营状况表现优异	2020-10-20

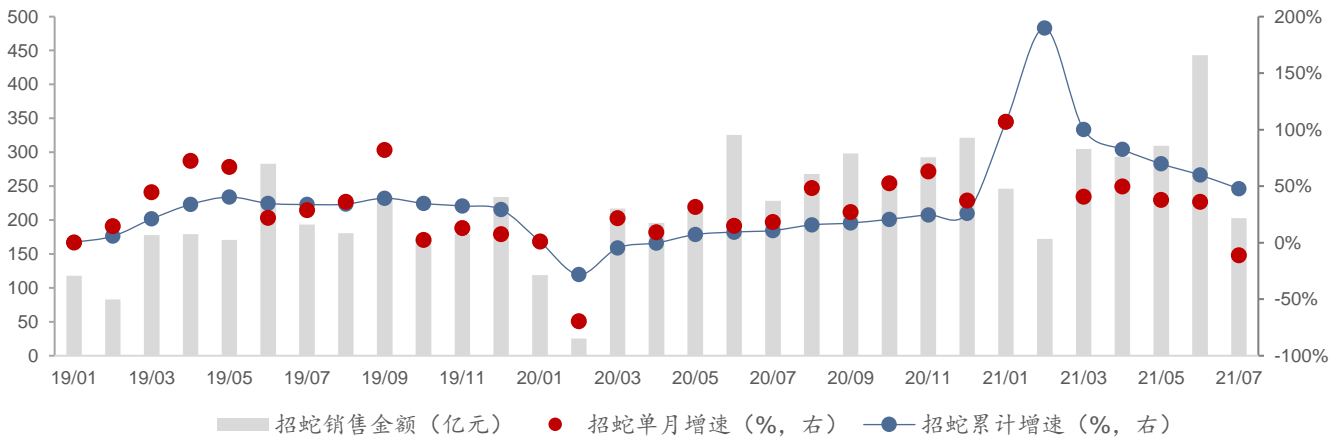
请务必阅读末页的免责声明

表1: 招商蛇口销售情况及与龙头房企比较

时间	销售金额 (亿元)	同比	销售面积 (万方)	同比	销售均价 (元/平)	同比	TOP10 销售金 额 (亿元)	同比
	(招商蛇口累计)						(TOP10 累计)	
2015	576	12.8%	347	-4.6%	16572	18.3%	14878	15%
2016	739	28.4%	471	35.6%	15697	-5.3%	22022	48%
2017	1128	52.5%	570	21.0%	19785	26.0%	32307	47%
2018	1706	51.3%	827	45.1%	20618	4.2%	40334	25%
2019	2205	29.2%	1169	41.3%	18853	-8.6%	45333	12%
2020	2776	25.9%	1244	6.3%	22324	18.4%	48547	7%
2021M1-7	1973	47.7%	857	42.5%	23012	3.6%	29983	15%
	(招商蛇口单月)						(TOP10 单月)	
20/01	119	0.9%	44	-22.3%	26925	30.0%	2486	-11%
20/02	25	-69.5%	11	-71.3%	22843	6.3%	1858	-22%
20/03	217	21.8%	93	-0.1%	23246	21.9%	3478	-10%
20/04	196	9.3%	86	-6.1%	22820	16.3%	3669	0%
20/05	224	31.5%	101	17.0%	22129	12.4%	4057	2%
20/06	326	15.1%	162	8.9%	20167	5.6%	5330	10%
20/07	229	18.2%	104	-14.1%	21948	37.6%	4278	23%
20/08	268	48.5%	110	18.7%	24275	25.0%	4122	22%
20/09	298	27.0%	109	5.7%	27230	20.2%	5195	21%
20/10	260	52.6%	122	41.7%	21294	7.7%	4886	8%
20/11	293	63.1%	127	34.9%	23038	20.9%	4566	10%
20/12	321	37.2%	173	10.9%	18581	23.7%	4624	17%
21/01	246	106.9%	98	120.7%	25240	-6.3%	3844	55%
21/02	172	580.2%	76	589.8%	22526	-1.4%	3027	63%
21/03	305	40.6%	140	50.4%	21723	-6.6%	4433	27%
21/04	294	49.9%	132	53.4%	22293	-2.3%	4581	25%
21/05	310	38.0%	134	31.7%	23184	4.8%	4808	19%
21/06	443	36.1%	191	18.0%	23251	15.3%	5476	14%
21/07	203	-11.2%	87	-16.4%	23314	6.2%	3814	-30%

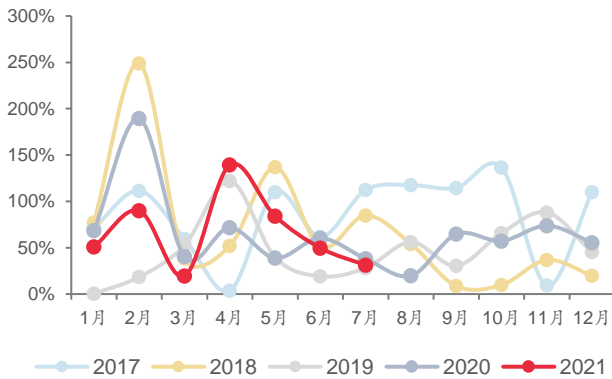
数据来源: 公司经营公告, 统计局, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图1：招蛇蛇口销售金额及单月累计增速



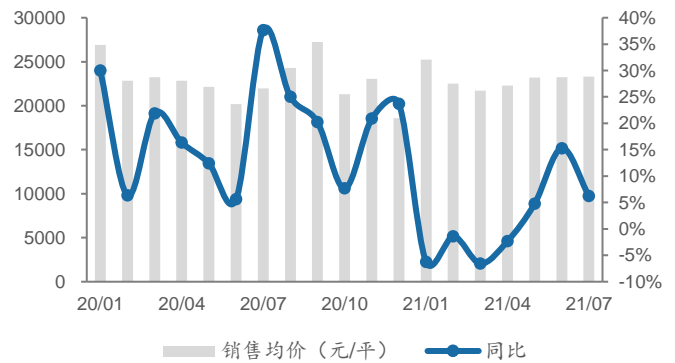
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图2：招蛇蛇口单月销售金额（亿元）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图3：招蛇蛇口单月销售均价及同比



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

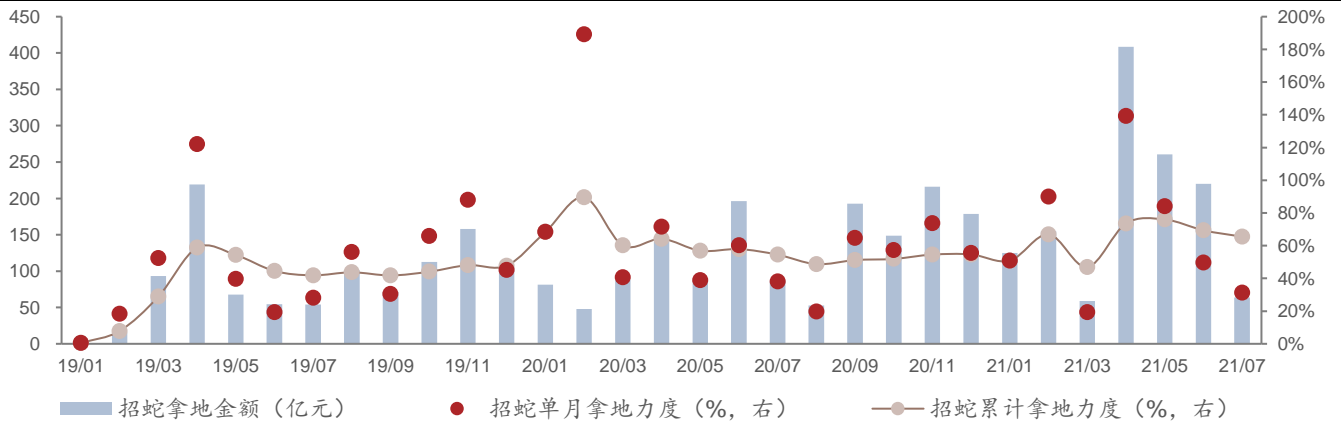
表2：招蛇蛇口拿地规模情况一览

时间	拿地金额 (亿元)	同比	金额口径 拿地力度	金额权益 比例	拿地面积 (万方)	同比	面积口径拿 地力度	拿地均价 (元/平)	均价口径 拿地力度	累计布局城 市(个)
	(累计金额口径)				(累计面积口径)			(累计均价口径)		
2015	251	-26%	44%	53%	405	-48%	117%	6208	37%	32
2016	842	235%	114%	61%	672	66%	143%	12530	80%	32
2017	927	10%	82%	54%	1024	52%	180%	9058	46%	41
2018	958	3%	56%	60%	1413	38%	171%	6780	33%	46
2019	1054	10%	48%	52%	1423	1%	122%	7406	39%	56
2020	1517	44%	55%	63%	1625	14%	131%	9337	42%	61
2021M1-7	1292	77%	65%	66%	927	19%	108%	13932	61%	66
	(单月金额口径)				(单月面积口径)			(单月均价口径)		新进入城市
20/01	81	15059%	68%	72%	84	1354%	189%	9726	36%	
20/02	48	214%	189%	51%	77	185%	699%	6187	27%	
20/03	88	-6%	41%	60%	165	143%	177%	5339	23%	
20/04	140	-36%	72%	59%	130	-8%	152%	10774	47%	汕头

20/05	87	29%	39%	84%	63	-44%	62%	13941	63%	
20/06	196	260%	60%	58%	142	142%	88%	13870	69%	
20/07	87	61%	38%	65%	119	-22%	114%	7305	33%	惠州
20/08	53	-48%	20%	63%	56	-63%	51%	9371	39%	
20/09	193	170%	65%	84%	302	112%	276%	6379	23%	太原
20/10	149	32%	57%	61%	115	-67%	94%	12899	61%	金华
20/11	216	37%	74%	42%	153	32%	121%	14108	61%	
20/12	179	69%	56%	66%	219	131%	126%	8169	44%	海口
21/01	125	54%	51%	79%	83	-1%	85%	15067	60%	
21/02	155	223%	90%	72%	63	-18%	83%	24405	108%	
21/03	59	-33%	19%	46%	67	-60%	47%	8859	41%	南昌
21/04	409	191%	139%	65%	340	161%	258%	12006	54%	保定、芜湖 盐城
21/05	261	199%	84%	73%	138	121%	104%	18843	81%	
21/06	220	12%	50%	54%	192	35%	101%	11475	49%	宿迁
21/07	64	-27%	31%	64%	44	-63%	50%	14536	62%	

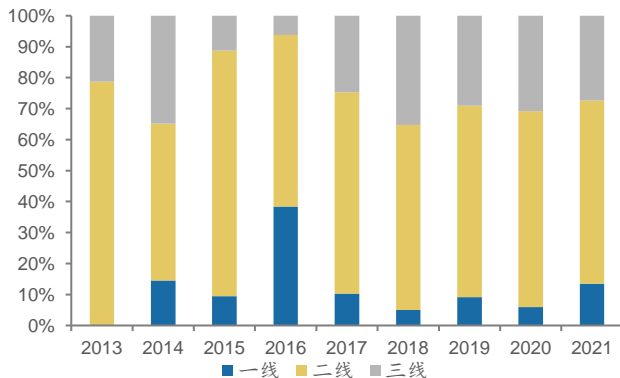
数据来源：公司经营公告，统计局，克而瑞，广发证券发展研究中心

图4：招蛇蛇口拿地金额及单月累计拿地力度（拿地金额/销售金额）



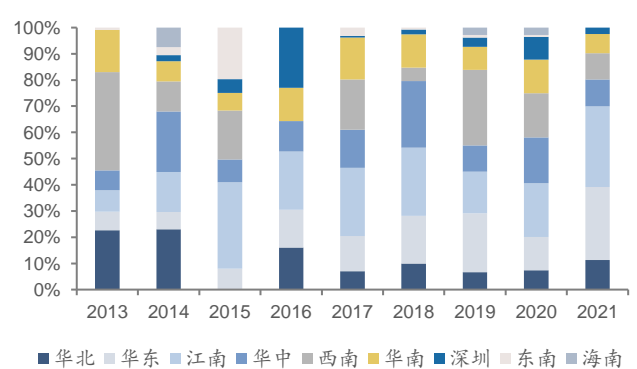
数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图5：招蛇蛇口拿地面积（分线占比）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

图6：招蛇蛇口拿地面积（分区域占比）



数据来源：公司经营公告，广发证券发展研究中心

表3: 招蛇蛇口拿地金额结构占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021M1-7	21/07
分线拿地金额占比										
一线	0%	47%	26%	56%	20%	11%	22%	18%	24%	0%
二线	81%	39%	69%	39%	61%	67%	58%	53%	55%	30%
三线	19%	15%	5%	5%	19%	22%	21%	29%	21%	70%
分区域拿地金额占比										
华北	22%	34%	0%	11%	13%	19%	13%	6%	10%	0%
华东	20%	8%	21%	20%	20%	30%	19%	27%	33%	78%
江南	7%	17%	41%	22%	37%	24%	34%	25%	33%	16%
华中	5%	12%	3%	5%	5%	11%	8%	12%	5%	0%
西南	27%	9%	4%	0%	5%	4%	10%	7%	7%	6%
华南	16%	9%	12%	6%	13%	8%	10%	13%	8%	0%
深圳	0%	9%	3%	37%	1%	2%	5%	8%	3%	0%
东南	3%	3%	17%	0%	6%	2%	1%	0%	0%	0%
海南	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
其他	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
按城市进入时间划分的拿地金额占比										
布局1年	34%	8%	6%	0%	18%	9%	13%	6%	7%	0%
布局1-3年	10%	9%	4%	0%	2%	13%	12%	8%	7%	16%
布局3-5年	6%	5%	0%	10%	11%	5%	4%	14%	7%	54%
布局5-10年	51%	21%	23%	10%	11%	28%	17%	32%	20%	23%
布局10年以上	0%	56%	66%	80%	59%	46%	55%	41%	60%	6%

数据来源: 公司经营公告, 公司年报及中报, 广发证券发展研究中心

表4: 招蛇蛇口近期发债情况一览

发行主体简称	债券类型	债券代码	发行总额(亿元)	利率	期限(年)	主体评级	发行日期	较此前变化
招商蛇口	中期票据	102001578.IB	20.0	3.53%	3.0	AAA	2020/08/18	
	中期票据	102002325.IB	16.0	3.76%	3.0	AAA	2020/12/16	上升 23bp
招商蛇口	短期融资	012000729.IB	19.0	2.56%	0.5	AAA	2020/03/05	
	短期融资	012100511.IB	10.0	3.10%	0.5	AAA	2021/02/01	上升 54bp
招商蛇口	短期融资	012100511.IB	10.0	3.10%	0.5	AAA	2021/02/01	
	短期融资	012101251.IB	30.0	2.90%	0.5	AAA	2021/03/25	下降 20bp
招商蛇口	公司债	112930.SZ	6.0	3.58%	3.0	AAA	2019/07/10	
	公司债	149449.SZ	7.0	3.56%	3.0	AAA	2021/04/12	下降 2bp
招商蛇口	公司债	149301.SZ	10.4	4.15%	5.0	AAA	2020/11/13	
	公司债	149448.SZ	3.0	3.80%	5.0	AAA	2021/04/12	下降 35bp
招商蛇口	短期融资	012101251.IB	30.0	2.90%	0.5	AAA	2021/03/25	
	短期融资	012101719.IB	15.0	2.75%	0.4	AAA	2021/04/26	下降 15bp
招商蛇口	公司债	149449.SZ	7.0	3.56%	3.0	AAA	2021/04/12	

	公司债	149498.SZ	11.6	3.37%	3.0	AAA	2021/06/03	下降 19bp
招商蛇口	公司债	149448.SZ	3.0	3.80%	5.0	AAA	2021/04/12	
	公司债	149497.SZ	10.0	3.66%	5.0	AAA	2021/06/03	下降 14bp
招商蛇口	ABS	121536.SZ	20.8	0.00%	41.3	AAA	2021/06/08	
招商蛇口	短期融资	012003349.IB	19.0	2.84%	0.2	AAA	2020/09/22	
	短期融资	012102186.IB	15.0	2.63%	0.2	AAA	2021/06/15	下降 21bp
招商蛇口	短期融资	012002443.IB	30.0	2.20%	0.7	AAA	2020/07/09	
	短期融资	012102766.IB	10.0	2.70%	0.7	AAA	2021/07/27	上升 50bp

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	477,249	575,527	749,146	996,196	1,228,473	
货币资金	75,324	89,306	56,264	72,780	76,188	
应收及预付	77,057	107,260	152,901	134,961	157,173	
存货	312,207	360,793	524,255	772,729	979,385	
其他流动资产	12,662	18,168	15,727	15,727	15,727	
非流动资产	140,439	161,631	175,350	192,962	213,005	
长期股权投资	26,593	40,124	49,895	61,558	75,439	
固定资产	4,608	4,365	4,584	4,859	5,150	
在建工程	819	969	1,788	2,581	3,353	
无形资产	1,813	1,956	1,956	1,956	1,956	
其他长期资产	106,607	114,216	117,126	122,008	127,107	
资产总计	617,688	737,157	924,496	1,189,158	1,441,478	
流动负债	295,008	373,787	531,494	744,378	968,351	
短期借款	22,170	17,717	1,388	2,896	2,073	
应付及预收	210,757	283,933	472,515	682,973	898,530	
其他流动负债	62,082	72,137	57,590	58,508	67,748	
非流动负债	95,309	110,013	113,453	145,184	152,068	
长期借款	68,835	77,715	80,773	111,574	117,490	
应付债券	18,276	22,641	22,641	22,641	22,641	
其他非流动负债	8,198	9,658	10,040	10,970	11,937	
负债合计	390,318	483,800	644,947	889,562	1,120,419	
股本	7,916	7,923	7,923	7,923	7,923	
资本公积	13,810	14,068	16,696	19,503	22,507	
留存收益	57,236	62,318	72,829	84,055	96,075	
归属母公司股东权益	94,845	101,370	121,931	135,964	150,989	
少数股东权益	132,525	151,987	157,617	163,632	170,071	
负债和股东权益	617,688	737,157	924,496	1,189,158	1,441,478	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	97,672	129,621	159,044	172,164	187,453	
营业成本	63,829	92,435	116,679	126,986	138,744	
营业税金及附加	9,200	9,054	6,018	6,294	6,697	
销售费用	2,207	2,986	4,076	4,702	4,929	
管理费用	1,729	1,979	3,890	4,279	4,514	
研发费用	946	1,067	0	0	0	
财务费用	2,773	2,224	2,638	2,563	3,070	
资产减值损失	-2,092	2,570	1,563	1,234	1,276	
公允价值变动收益	114	8	8	9	9	
投资净收益	10,231	6,107	2,327	2,245	2,093	
营业利润	26,320	24,080	26,514	28,361	30,325	
营业外收支	-196	30	0	0	0	
利润总额	26,124	24,109	26,514	28,361	30,325	
所得税	7,267	7,196	7,745	8,313	8,862	
净利润	18,857	16,913	18,769	20,048	21,463	
少数股东损益	2,824	4,660	5,631	6,014	6,439	
归属母公司净利润	16,033	12,253	13,138	14,033	15,024	
EBITDA	21,823	24,554	29,808	31,417	34,172	
EPS (元)	2.02	1.55	1.66	1.77	1.90	

		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	13,812	27,622	13,014	4,710	14,652	
净利润	18,857	16,913	18,769	20,048	21,463	
折旧摊销	1,115	1,387	1,428	1,513	1,604	
营运资金变动	-62,621	-5,861	-20,521	-20,076	-13,311	
其它	56,461	15,183	13,339	3,225	4,896	
投资活动现金流	-13,158	-4,818	-9,906	-12,560	-14,979	
资本支出	-8,108	-4,233	-1,927	-2,630	-2,719	
投资变动	23,602	29,012	-7,979	-9,930	-12,260	
其他	-28,652	-29,596	0	0	0	
筹资活动现金流	16,248	-7,894	-36,150	24,366	3,736	
银行借款	97,135	112,142	27,761	57,929	41,462	
股权融资	29,723	18,898	0	0	0	
其他	-26,109	-39,309	-8,403	-8,860	-10,597	
现金净增加额	16,874	14,793	-33,042	16,516	3,408	
期初现金余额	57,329	74,203	88,995	55,953	72,470	
期末现金余额	74,203	88,995	55,953	72,470	75,878	

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	10.6%	32.7%	22.7%	8.2%	8.9%
营业利润增长	-1.1%	-8.5%	10.1%	7.0%	6.9%
归母净利润增长	5.2%	-23.6%	7.2%	6.8%	7.1%
获利能力					
毛利率	34.6%	28.7%	26.6%	26.2%	26.0%
净利率	19.3%	13.0%	11.8%	11.6%	11.4%
ROE	16.9%	12.1%	10.8%	10.3%	10.0%
ROIC	5.5%	5.7%	6.6%	6.4%	6.6%
偿债能力					
资产负债率	63.2%	65.6%	69.8%	74.8%	77.7%
净负债比率	29.3%	26.3%	25.7%	29.6%	31.0%
流动比率	1.62	1.54	1.41	1.34	1.27
速动比率	0.55	0.55	0.34	0.27	0.21
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.19	0.19	0.16	0.14
应收账款周转率	65.15	56.93	36.07	22.92	17.88
存货周转率	0.24	0.27	0.26	0.20	0.16
每股指标 (元)					
每股收益	2.02	1.55	1.66	1.77	1.90
每股经营现金流	1.74	3.49	1.64	0.59	1.85
每股净资产	11.98	12.79	15.39	17.16	19.06
估值比率					
P/E	4.77	6.24	5.82	5.45	5.09
P/B	0.81	0.75	0.63	0.56	0.51
EV/EBITDA	10.26	7.00	4.98	5.25	5.15

广发房地产行业研究小组

- 郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，八年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十二年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：研究助理，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 淼：研究助理，上海交通大学金融学硕士，2020年进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。