

捷佳伟创 (300724.SZ)

净利润快速增长，期待 HJT 产品落地

核心观点：

- 公司发布半年报，21 年上半年公司营业收入 26.24 亿元，同比增长 38.62%，归母净利润 4.58 亿元，同比增长 83.70%。其中 Q2 实现营业收入 14.47 亿元，同比增长 3.43%，归母净利润 2.47 亿元，同比增长 51.07%，符合预期。
- 毛利率稍有下滑，得益于费用率下降，净利率有所上升。21 年上半年公司毛利率 25.99%，同比下降 1.69pct，是由于运输费用重分类进入营业成本，另一方面是由于光伏设备行业市场竞争加剧对产品销售价格有所影响；21 年上半年公司净利率 17.32%，同比增加 4.29pct，达到近几年较高水平；21 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.14%/1.69%/5.15%/-0.04%，销售/管理/财务费用率分别同比下降 0.89/0.39/0.08pct，源于会计准备变更、售后费用下降、规模效应发酵等；研发费用 1.35 亿元，同比增长 141%，研发费用率同比增加 2.19pct，主要是新增先进电池技术装备、先进半导体装备等研发项目。
- 21 年上半年存货及合同负债继续保持高增速。21 年上半年末存货 46.13 亿元，同比增长 46.87%，发出商品占比达到 63%，合同负债 37.49 亿元，同比增长 43.80%，验证下游高景气度依旧。
- 盈利预测及投资建议。预计公司 21-23 年归母净利润分别为 9.76/13.42/18.45 亿元，对应最新股价 PE 分别是 69x/50x/37x。公司多路线布局，21 年 8 月推出管式 PECVD 等 HJT 设备，有效推动行业的降本增效进程，可享受龙头溢价。参考行业可比公司估值，我们给予公司 22 年合理 PE 水平为 55x，对应的合理价值水平为 212.30 元/股，给予公司“买入”评级。
- 风险提示。市场竞争加剧；下游对 HJT/TOPCon 等投资低于预期；募投项目效益不达预期的风险；对外担保的偿付风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,527	4,044	5,609	7,505	9,684
增长率 (%)	69.3	60.0	38.7	33.8	29.0
EBITDA (百万元)	440	722	1,071	1,493	2,018
归母净利润 (百万元)	382	523	976	1,342	1,845
增长率 (%)	24.7	36.9	86.6	37.5	37.4
EPS (元/股)	1.19	1.63	2.81	3.86	5.31
市盈率 (P/E)	31.75	89.42	69.35	50.43	36.69
ROE (%)	15.0	17.2	24.3	25.1	25.6
EV/EBITDA	25.45	62.93	61.88	43.77	31.87

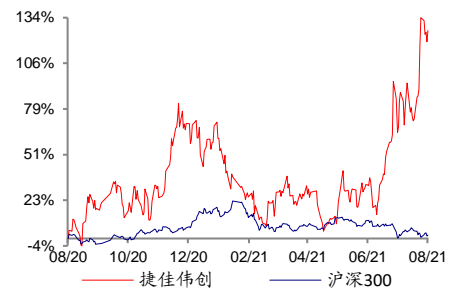
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	194.70 元
合理价值	212.30 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-28

相对市场表现



分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师：

朱宇航



SAC 执证号：S0260520120001



021-38003676



zhuyuhang@gf.com.cn

请注意，朱宇航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：

- 捷佳伟创 (300724.SZ) : 光伏 2021-07-20
电池设备龙头，HJT 加速布局
- 捷佳伟创 (300724.SZ) : 21Q1 2021-05-04
继续保持高增长，布局新产品全面开花
- 捷佳伟创 (300724.SZ) : 多项 2020-11-22
战略合作落地，继续聚焦高效电池之路

联系人：

王宁 021-38003687

shwangning@gf.com.cn

目录索引

一、光伏设备龙头，持续获得突破	4
二、定增落地，加码光伏及半导体设备	5
三、盈利预测和投资建议	6
四、可比公司对比	7
五、风险提示	8

图表索引

图 1: 16-21 年 H1 公司营业总收入及同比增速.....	4
图 2: 16-21 年 H1 公司归母净利润及同比增速.....	4
图 3: 20 年公司营业总收入构成.....	5
图 4: 16-21 年 H1 公司研发投入.....	5
表 1: 募集资金使用计划.....	6
表 2: 捷佳伟创营收拆分 (单位: 百万元).....	6
表 3: 捷佳伟创可比公司估值情况 (截止 2021 年 8 月 27 日收盘).....	8

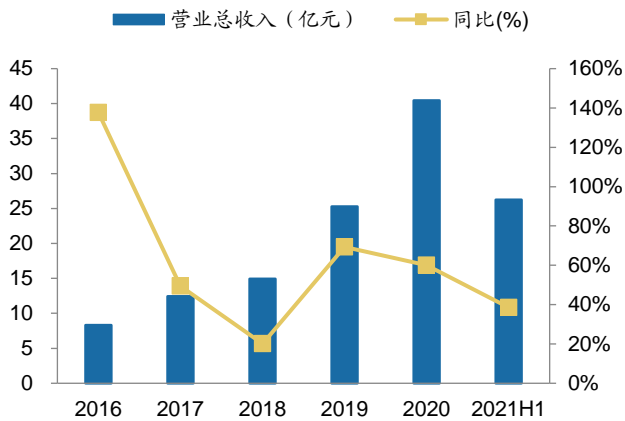
一、光伏设备龙头，持续获得突破

光伏设备龙头，电池设备全面布局。公司是国内领先的从事晶硅太阳能电池设备研发、生产和销售的国家高新技术企业，主要产品包括PECVD及扩散炉等半导体掺杂沉积工艺光伏设备、清洗、刻蚀、制绒等湿法工艺光伏设备以及自动化（配套）设备、全自动丝网印刷设备等晶硅太阳能电池生产工艺流程中的主要及配套设备的研发、制造和销售。

16-20年公司业务规模持续扩张、盈利能力提升，21年上半年净利润维持高增速。16年公司营业收入仅为8.31亿元，20年营业收入达到40.44亿元，复合增速达到49%，20年归母净利润达到5.23亿元，同比增长36.95%。21年上半年公司营业收入26.24亿元，同比增长38.62%，归母净利润4.58亿元，同比增长83.70%。

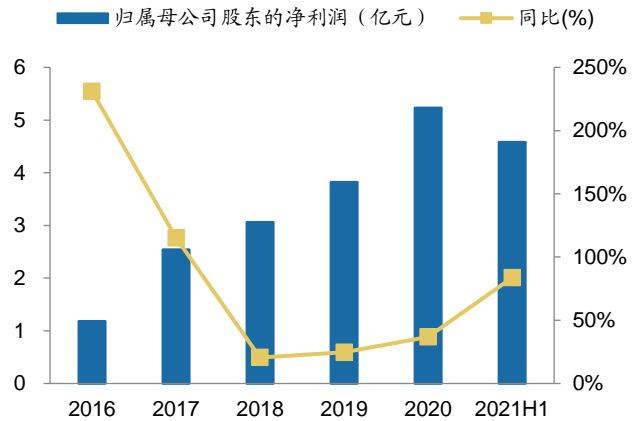
20年工艺设备、自动化配套设备、配件销售收入占营业总收入的比重分别为84.70%/11.65%/3.65%。公司注重技术，不断增加研发投入，研发费用占比不断提高，21年上半年研发费用为1.35亿元，研发费用率为5.15%。

图 1：16-21年H1公司营业总收入及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：16-21年H1公司归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3: 20年公司营业总收入构成

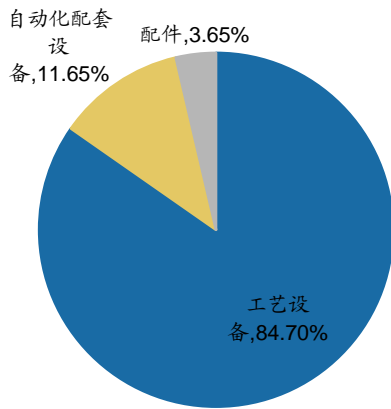
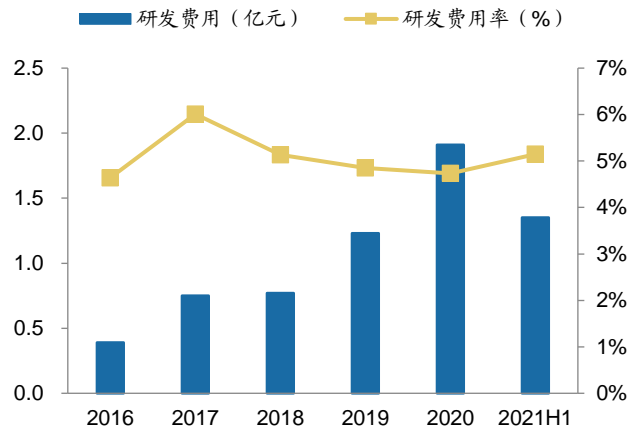


图 4: 16-21年H1公司研发投入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

系统布局, 20年公司研发成果全面开花。根据20年年报, 目前公司研发成果显著:

(1) 首台国产大产量RPD5500A设备和异质结关键设备板式PECVD先后出厂交付, HJT管式PECVD量产化应用也取得突破; (2) 高效清洗设备 (HIT、TOPCON) 研发成功并达到量产, 210大尺寸丝网印刷整线已研发完成并出货一条双轨线; (3) TOPCON 210硅片硼扩散工艺已研发成功, 行业领先; (4) 半导体8英寸SiC晶圆的DOA-270型退火炉已研制与承接完成; (5) 首个海外研发中心在日本正式成立, 主要从事先进半导体技术的研发与引入。

21年公司产品线继续取得突破, HJT设备、半导体清洗设备有突破。根据公司公众号的披露, 21年8月, 公司首批管式异质结PECVD共益电池顺利下线, 管式PECVD具有投资成本低、占地面积小、开机率高、维护保养成本低等特点, 尤其适用于大批量生产线; 2021年7月21日, 公司子公司创微电子成功交付3套集成电路全自动槽式湿法清洗设备至客户进行大批量生产, 公司还披露正在设计制造中的设备还包括用于MicroLED、第三代化合物半导体及集成电路IDM厂的槽式清洗设备及相关附属设备, 涵盖了集成电路200mm以下近70%湿法工艺步骤, 包含有光刻胶去除、氧化膜刻蚀、金属膜刻蚀、炉管前清洗及有机溶剂清洗等, 拥有Cassette 与Cassette less 两种类型, 覆盖晶圆尺寸从100mm~200mm; 2021年7月20日, 捷佳伟创常州研究院HJT中试线高效电池首片下线, 历时50天制绒、非晶硅镀膜、TCO、丝网印刷等工序的主机及自动化全线贯通, 表明所有工序设备都已实现功能稳定、技术稳定, 标志着公司HJT电池技术和设备研发再上新台阶。

二、定增落地, 加码光伏及半导体设备

根据《深圳市捷佳伟创新能源装备股份有限公司创业板向特定对象发行股票发行情况报告书》, 本次非公开发行共募集资金总额25亿元, 扣除发行费用0.19亿元, 实际募资净额24.81亿元, 发行股票数量为26,480,245股, 发行股票价格为94.41元/股, 发行股票性质为人民币普通股 (A股), 新发行股票于21年4月27日在深圳证券交易所上市。

非公开发行募集资金主要用于以下项目：（1）泛半导体装备产业化项目（超高效太阳能电池湿法设备及单层载板式非晶半导体薄膜CVD设备产业化项目）；（2）二合一透明导电膜设备（PAR）产业化项目；（3）先进半导体装备（半导体清洗设备及炉管类设备）研发项目；（4）补充流动资金。

我们认为本次募投项目的实施对公司未来发展意义重大，有助于释放公司HJT电池设备和PERC+电池设备产能，巩固公司行业领先地位、提升综合竞争力，同时，在光伏电池设备的基础上拓展更先进制程的半导体设备，未来成长空间进一步打开。

表 1：募集资金使用计划

序号	项目名称	投资规模 (万元)	募集资金投入 (万元)
1	超高效太阳能电池装备产业化项目	133,315.52	133,315.52
1.1	泛半导体装备产业化项目（超高效太阳能电池湿法设备及单层载板式非晶半导体薄膜CVD设备产业化项目）	99,877.18	99,877.18
1.2	二合一透明导电膜设备（PAR）产业化项目	33,438.34	33,438.34
2	先进半导体装备（半导体清洗设备及炉管类设备）研发项目	64,608.67	64,608.67
3	补充流动资金项目	52,075.81	52,075.81
	合计	250,000.00	250,000.00

数据来源：《捷佳伟创向特定对象发行股票并在创业板上市募集说明书》，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

公司专注于晶体硅太阳能电池设备，主要产品包括光伏设备和自动化设备，20年两类产品收入同比增长59%/66%，毛利率分别为26%/22%，20年公司营业总收入为40.44亿元，同比增长60%，综合毛利率为26%。随着光伏产业发展，公司不断优化产品结构，新产品不断放量，预计未来三年将会迎来收入增长和毛利率提升，具体来看：

（1）**光伏设备**：公司主营业务，以光伏工艺设备为主，目前光伏行业保持持续高景气，下游需求向好，公司在原有设备类型的基础上，拓展光伏丝网印刷设备及其他工艺路线设备，光伏设备业务有望继续保持较高增速，我们预测21年-23年光伏设备收入同比增长40%/35%/30%，毛利率随着高附加值产品的放量有望稳步提升，预计未来三年毛利率为29%/29%/30%。

（2）**自动化设备**：主要是光伏自动化设备，随着公司整线产品不断成熟，自动化设备与主工艺设备一同配套销售，销售收入将持续提升，我们预测21年-23年自动化设备收入同比增长35%/30%/25%，毛利率保持稳定，未来三年毛利率预计均为25%。

（3）其他主营业务体量较小，保持相对稳定增速。

我们预计公司21-23年归母净利润分别为9.76/13.42/18.45亿元。

表 2：捷佳伟创营收拆分（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
光伏设备				
收入	3,425.42	4,795.59	6,474.04	8,416.26
增长率	59%	40%	35%	30%

成本	2540.17	3428.85	4596.57	5891.38
毛利	885.25	1366.74	1877.47	2524.88
毛利率(%)	26%	29%	29%	30%
自动化设备				
收入	471.29	636.24	827.11	1033.89
增长率	66%	35%	30%	25%
成本	368.36	477.18	620.34	775.42
毛利	102.94	159.06	206.78	258.47
毛利率(%)	22%	25%	25%	25%
其他业务				
收入	147.53	177.04	203.59	234.13
增长率	58%	20%	15%	15%
成本	67.03	88.52	101.80	117.07
毛利	80.51	88.52	101.80	117.07
毛利率(%)	55%	50%	50%	50%
合计				
收入	4,044.25	5,608.87	7,504.75	9,684.28
增长率	60%	39%	34%	29%
成本	2,975.55	3,994.54	5,318.70	6,783.86
毛利	1,068.70	1,614.32	2,186.05	2,900.42
毛利率	26%	29%	29%	30%
归母净利润	523.03	976.15	1,342.46	1,844.96
增长率	36.9%	86.6%	37.5%	37.4%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、可比公司对比

我们选取光伏产业链迈为股份、晶盛机电、先导智能、帝尔激光、奥特维作为可比公司，其中先导智能主营业务是锂电设备、光伏设备、3C设备；迈为股份主营业务是光伏丝网印刷设备、HJT设备；晶盛机电主营业务是光伏长晶设备；帝尔激光主营业务是光伏激光设备；奥特维的主营业务为光伏串焊机设备，行业地位与业务类型相似，具有较强的可比性。

进一步看，光伏电池设备领域，捷佳伟创与迈为股份业务更为接近，21-22年迈为股份PE为133.39x、101.86x；

捷佳伟创目前定增落地，进一步布局半导体设备业务，目前半导体8英寸SiC晶圆的DOA-270型退火炉已研制与承接完成，首个海外研发中心在日本正式成立，主要从事先进半导体技术的研发与引入，未来有望在目前光伏设备业务的基础上，继续发力空间更广阔的半导体设备业务；

综合以上，我们认为目前捷佳伟创作为电池设备领域的行业龙头，全面布局半导体业务的同时，进一步加码半导体设备业务，未来成长空间更大，可以给予更高的估值，参考可比公司的估值水平，并考虑公司自身产品的不断迭代突破，我们认为给

予公司22年55倍的PE较为合理，对应合理价值212.30元/股。

表 3：捷佳伟创可比公司估值情况（截止2021年8月27日收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE (x)		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
先导智能	300450.SZ	锂电设备、光伏设备、3C设备	1,178.93	767.51	1,658.00	2,769.00	127.39	71.11	42.58
迈为股份	300751.SZ	光伏丝网印刷设备、HJT设备	784.33	394.43	588.00	770.00	129.01	133.39	101.86
晶盛机电	300316.SZ	光伏长晶设备	922.52	858.16	1,436.86	1,978.05	76.43	64.20	46.64
帝尔激光	300776.SZ	光伏激光设备	193.93	373.15	428.52	540.64	42.59	45.26	35.88
奥特维	688516.SH	光伏串焊机	232.82	155.36	292.53	416.13	50.49	79.59	55.95

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：先导智能、迈为股份、晶盛机电盈利预测数据自于广发证券，其余来自于wind一致预期

五、风险提示

（一）市场竞争加剧

光伏行业正处于快速发展的风口，竞争较为激烈，国家扶持政策的不断出台、光伏平价时代的来临将促使市场需求进一步扩大，投资收益的良好预期可能吸引更多具备技术实力、资金实力的企业进入光伏行业，加剧行业竞争。若公司不能通过持续的研发创新保持产品竞争优势，不能及时、准确地把握行业和技术发展趋势从而不断推出适应市场需求的新产品，则公司将可能失去其领先优势，进而面临市场份额下降、毛利率和盈利能力下滑的风险。

（二）下游对TOPCon/HJT投资低于预期

光伏行业发展以降本增效为趋势，在此基础上，新的电池技术路线成为主要手段，目前行业正处在第2代PERC电池技术向第2.5和3代技术过度时期，各种技术路线均有优势，未来主流技术路线的存在一定不确定性。

（三）募投项目效益不达预期风险

公司本次募集资金投资项目是基于当前产业政策、市场环境、技术发展趋势等因素做出的，投资项目虽然经过了慎重、充分的可行性研究论证，但市场本身具有不确定性，在项目实施过程中，如果出现宏观政策和市场环境发生不利变动、行业竞争加剧、新技术的产业化进程不及预期等不可预见因素，可能会影响募投项目的毛利率及净利率水平，进而对募投项目的预期收益造成不利影响。

（四）对外担保的偿付风险

公司作为晶体硅太阳能电池生产设备的制造商，下游晶体硅太阳能电池生产企业的景气度对本公司经营和发展具有较大的牵引作用。近年来下游晶体硅太阳能电池行业持续存在一定波动，后续下游行业的业绩波动可能对公司下游客户的正常运营造

成不利影响。在担保期限内，如被担保客户不能按时偿还相关款项，公司可能存在因承担连带保证责任而导致的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,553	8,693	11,404	15,293	19,946
货币资金	929	1,548	1,473	2,411	3,416
应收及预付	911	2,565	2,792	4,243	5,144
存货	3,342	3,823	6,453	7,712	10,398
其他流动资产	372	758	686	926	989
非流动资产	458	591	643	682	719
长期股权投资	129	85	85	85	85
固定资产	245	251	286	297	311
在建工程	1	39	51	76	94
无形资产	29	29	35	37	42
其他长期资产	54	186	186	186	186
资产总计	6,011	9,283	12,047	15,974	20,666
流动负债	3,424	6,208	8,015	10,628	13,513
短期借款	0	194	50	50	50
应付及预收	3,260	2,066	5,061	5,224	7,676
其他流动负债	163	3,948	2,904	5,354	5,787
非流动负债	31	41	41	41	41
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	31	41	41	41	41
负债合计	3,455	6,248	8,056	10,669	13,554
股本	320	321	348	348	348
资本公积	1,145	1,188	1,161	1,161	1,161
留存收益	1,087	1,553	2,529	3,871	5,716
归属母公司股东权益	2,552	3,036	4,012	5,355	7,200
少数股东权益	3	-1	-21	-50	-88
负债和股东权益	6,011	9,283	12,047	15,974	20,666

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,527	4,044	5,609	7,505	9,684
营业成本	1,717	2,976	3,995	5,319	6,784
营业税金及附加	14	22	31	41	53
销售费用	179	81	129	158	194
管理费用	73	86	123	158	194
研发费用	123	191	292	375	484
财务费用	-15	52	-20	-34	-54
资产减值损失	-35	-33	-44	-49	-54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	-42	-20	-52	-51
营业利润	428	581	1,088	1,497	2,058
营业外收支	1	2	5	5	7
利润总额	429	583	1,093	1,502	2,065
所得税	55	71	137	188	258
净利润	374	512	956	1,314	1,807
少数股东损益	-7	-11	-20	-28	-38
归属母公司净利润	382	523	976	1,342	1,845
EBITDA	440	722	1,071	1,493	2,018
EPS (元)	1.19	1.63	2.81	3.86	5.31

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-254	334	176	1,066	1,132
净利润	374	512	956	1,314	1,807
折旧摊销	18	32	32	38	43
营运资金变动	-704	-391	-880	-387	-819
其它	58	180	69	101	102
投资活动现金流	632	-78	-98	-123	-124
资本支出	-118	-167	-78	-71	-72
投资变动	0	86	0	0	0
其他	750	4	-20	-52	-51
筹资活动现金流	-333	122	-153	-4	-4
银行借款	16	241	-144	0	0
股权融资	11	31	26	0	0
其他	-360	-149	-36	-4	-4
现金净增加额	48	362	-75	939	1,005
期初现金余额	454	501	1,548	1,473	2,411
期末现金余额	501	864	1,473	2,411	3,416

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	69.3%	60.0%	38.7%	33.8%	29.0%
营业利润增长	22.1%	35.8%	87.2%	37.6%	37.5%
归母净利润增长	24.7%	36.9%	86.6%	37.5%	37.4%
获利能力					
毛利率	32.1%	26.4%	28.8%	29.1%	29.9%
净利率	14.8%	12.7%	17.0%	17.5%	18.7%
ROE	15.0%	17.2%	24.3%	25.1%	25.6%
ROIC	14.4%	18.7%	22.5%	23.8%	24.1%
偿债能力					
资产负债率	57.5%	67.3%	66.9%	66.8%	65.6%
净负债比率	135.2%	205.9%	201.9%	201.1%	190.6%
流动比率	1.62	1.40	1.42	1.44	1.48
速动比率	0.62	0.71	0.57	0.65	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.44	0.47	0.47	0.47
应收账款周转率	6.50	4.04	4.98	4.46	4.71
存货周转率	0.76	1.06	0.87	0.97	0.93
每股指标 (元)					
每股收益	1.19	1.63	2.81	3.86	5.31
每股经营现金流	-0.79	1.04	0.51	3.07	3.26
每股净资产	7.98	9.45	11.54	15.40	20.71
估值比率					
P/E	31.75	89.42	69.35	50.43	36.69
P/B	4.75	15.40	16.87	12.64	9.40
EV/EBITDA	25.45	62.93	61.88	43.77	31.87

广发机械行业研究小组

代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
王振：研究助理，南京大学法学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
范方舟：研究助理，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
王宁：北京大学金融硕士，2021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。