

# 金科股份 (000656.SZ)

## 高结算维持业绩增长，利润率趋稳

### 核心观点：

- **高结算维持业绩增长，利润率趋稳。**根据公司中报，21年上半年，公司实现营业总收入 439.73 亿元，同比增长 45%，营业利润 61.6 亿元，同比增长 13%，归母净利润 37.1 亿元，同比增长 2%，报告期非并表转并表项目贡献 4.1 亿元的投资收益，考虑这一部分以后的核心归母净利润 32.6 亿元，同比下降 0.8%，核心归母净利率 7.4%，同比回落 3.4pct。营业利润增速低于收入，主要由于毛利率的回落，上半年整体及扣税毛利率分别为 20.1%、18.1%，与 20H1 相比分别回落 5.8pct、4.4pct，与 20H2 相比分别回落 1.5pct、0.2pct，毛利率趋稳。
- **上半年销售增长 18%，拿地力度 35%。**销售方面，上半年公司销售 1025 亿元，同比 18%，完成年初目标（2500 亿元）的 41%。公司并表销售回笼率 45%，低于 20H1 的 63%。拓展方面，上半年公司拿地金额 354 亿元，拿地力度 35%，地价权益比 53%，较 20 年回落 4.5pct。从储备来看，期末公司总可售建面 7311 万方，较 20 年末增长 2.8%。
- **有息负债下降 35 亿元，三道红线维持绿档。**截至 21H1，有息负债 941.4 亿元，同比下降 15%，较 20 年末下降 35 亿元，三道红线维持绿档：现金短债比 1.38x、净负债率 77.1%、扣预资产负债率 69.6%。
- **盈利预测与投资评级：21-22 年业绩对应 EPS 为 1.38 元/股、1.45 元/股。**在行业整体毛利率下行趋势下，通过高结算保障利润的正增长，毛利率整体趋稳，未来逐步见底。在华东市场高热度背景下，资源分布向更熟悉的市场调整。21 年预计竣工规模增长 30%，为结算业绩增加提供了较强的支持。我们给予 21 年 6xPE 估值的目标，对应合理价值 8.27 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行影响公司销售，公司地产结算进度放缓。

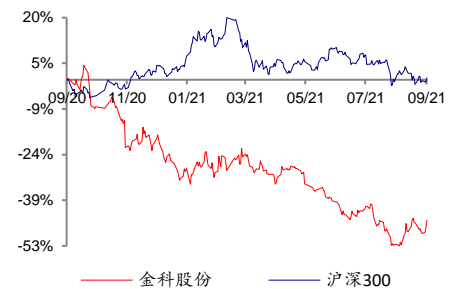
### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	67773	87704	103560	118474	131246
增长率（%）	64.4%	29.4%	18.1%	14.4%	10.8%
EBITDA（百万元）	10213	11146	12026	13668	14666
归母净利润（百万元）	5676	7030	7357	7754	8029
增长率（%）	46%	24%	5%	5%	4%
EPS（元/股）	1.06	1.32	1.38	1.45	1.50
市盈率（P/E）	4.7	3.8	3.6	3.5	3.3
ROE（%）	20.7%	19.0%	17.6%	15.6%	13.9%
EV/EBITDA	10.2	8.3	7.2	5.0	1.8

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	5.01 元
合理价值	8.27 元
前次评级	买入
报告日期	2021-09-01

### 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：

金科股份 (000656.SZ) : 降本增效助推业绩稳增长，资产积累成功降档	2021-04-06
金科股份 (000656.SZ) : 销售规模稳步增长，负债结构明显改善	2020-11-04
金科股份 (000656.SZ) : 业绩高速增长，华东拓展取得良好的成效	2020-09-04

表1：金科股份财务及经营情况

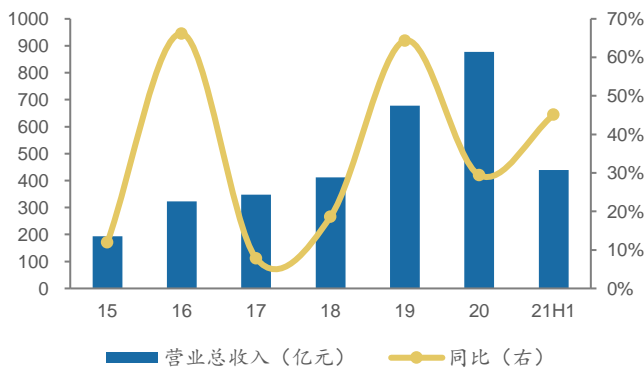
	18	19	20	21H1	20H1	21Q1	21Q2
<b>一、利润表分析</b>							
营业总收入 (亿元)	412.3	677.7	877.0	439.7	303.1	124.0	315.8
同比	19%	64%	29%	45%	16%	63%	39%
房地产收入 (亿元)	380.1	631.1	815.3	397.7	281.9		
同比	16%	66%	29%	41%	13%		
物管收入 (亿元)	17.3	23.1	33.6	18.7	13.7		
同比	41%	33%	45%	36%	14%		
其他业务收入 (亿元)	14.9	23.5	28.2	23.4	7.4		
同比	120%	58%	20%	214%			
整体毛利率	28.6%	28.8%	23.2%	20.1%	26.0%	20.0%	20.2%
扣税毛利率	25.2%	24.8%	19.7%	18.1%	22.5%	16.7%	18.7%
销售管理费用率 (结算)	11.9%	10.2%	7.5%	6.6%	7.1%	9.5%	5.4%
投资净收益 (亿元)	-1.9	1.9	16.2	6.5	5.8	1.7	4.7
同比	-172%	-200%	773%	10%	-428%	127%	-7%
营业利润 (亿元)	53.4	86.2	122.3	61.6	54.6	8.5	53.1
同比	76%	61%	42%	13%	33%	24%	11%
归母净利润 (亿元)	38.9	56.8	70.3	37.1	36.2	4.6	32.5
同比	94%	46%	24%	2%	40%	16%	1%
扣非归母净利润 (亿元)	40.2	57.3	61.9	28.5	32.9	4.1	24.4
同比	165%	43%	8%	-13%	27%	0%	-15%
核心归母净利率	9.7%	8.5%	7.1%	6.5%	10.8%	3.3%	7.7%
<b>二、销售分析</b>							
销售金额 (亿元)	1188.0	1860.0	2232.0	1025.0	868.0	491.0	534.0
同比	81%	57%	20%	18%	7%	86%	-12%
年初目标完成率	119%	124%	101%	41%	39%		
销售面积 (万方)	1342.0	1905.0	2240.0	1005.0	860.0	475.0	530.0
同比	59%	42%	18%	17%	3%	75%	-10%
销售均价 (元/平)	8852	9764	9964	10199	10093	10337	10075
同比	13%	10%	2%	1%	4%	6%	-2%
回款率 (全口径)	88%	87%	90%	97%	98%		
回款率 (预收账款差额法)	60%	55%	48%	45%	63%	43%	47%
<b>三、拿地及工程面积分析</b>							
拿地总价 (亿元)	700.0	888.0	892.0	354.0	546.0	182.2	171.8
拿地金额/销售金额	59%	48%	40%	35%	63%	37%	32%
权益比例	64%	63%	57%	53%	66%	49%	57%
拿地总建面 (万方)	2054.0	3323.0	2364.0	834.9	1370.0	393.8	441.2
拿地均价 (元/平)	3408	2672	3773	4240	3985	4628	3894
新开工面积 (万方)	2700	3163	2964	932	1200		
同比	146%	17%	-6%	-22%	4%		
年初目标完成率	180%	105%	82%	32%	33%		
竣工面积 (万方)	810	1208	1995	1030	730		
同比	48%	49%	65%	41%	72%		
年初目标完成率	123%	-	-	40%	-		
可售面积 (万方)	4100	6691	7100	7311	7400		
未售面积/销售面积	3.1	3.5	3.2				
<b>四、资产负债表分析</b>							
有息负债 (亿元)	814.1	986.9	976.6	941.4	1103.5	983.7	941.4
相比去年末增减	21%	21%	-1%	-4%	12%	1%	-4%
融资成本	7.32%	7.76%	7.61%				
扣预资产负债率	75.5%	74.8%	69.9%	69.6%	74.1%	69.3%	69.6%
净负债率	136.5%	120.2%	75.1%	77.1%	124.6%	82.2%	77.1%
现金短债比	108.0%	109.8%	134.0%	138.2%	101.2%	118.0%	138.2%
分档	橙	橙	绿	绿	橙	绿	绿

数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

## 一、高结算维持业绩增长，利润率趋稳

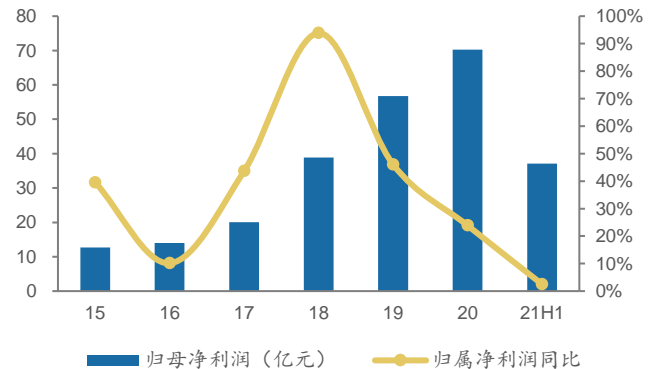
21年上半年，公司实现营业总收入439.73亿元，同比增长45%，营业利润61.6亿元，同比增长13%，归母净利润37.1亿元，同比增长2%，报告期非并表转并表项目贡献4.1亿元的投资收益，考虑这一部分以后的核心归母净利润32.6亿元，同比下降0.8%，核心归母净利率7.4%，同比回落3.4pct。

图1：金科股份营业总收入及同比



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

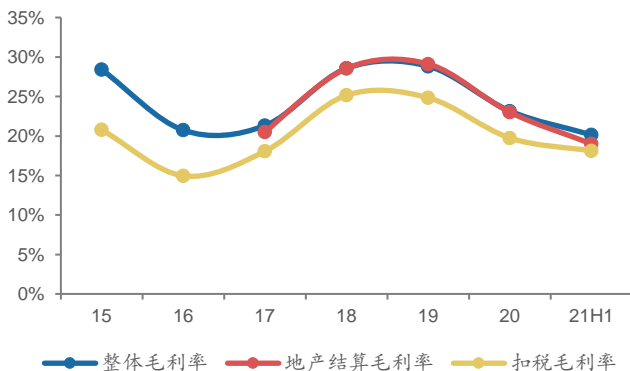
图2：金科股份归母净利润及同比



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

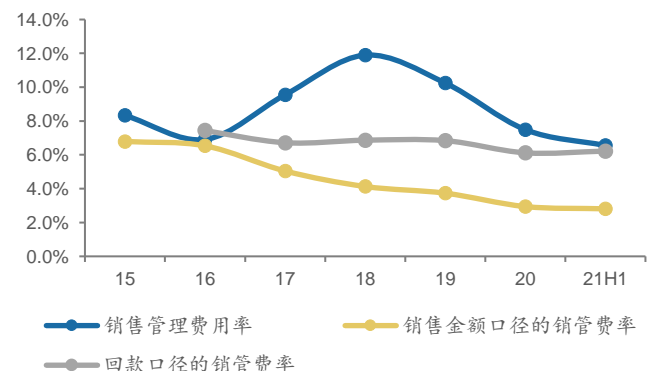
营业利润增速低于收入，主要由于毛利率的回落，上半年整体及扣税毛利率分别为20.1%、18.1%，与20H1相比分别回落5.8pct、4.4pct，与20H2相比分别回落1.5pct、0.2pct，毛利率趋稳。费用方面，当期销管费率、财务费用率分别为6.6%、0.6%，较20H1分别下降0.5pct、0.4pct，销售金额口径的费用率稳定。归母净利润增速低于营业利润主要是少数股东损益占比的提升，当期损益占比25.3%，高于20H1同期的17.5%，低于20年全年的31.8%。

图3：金科股份毛利率情况



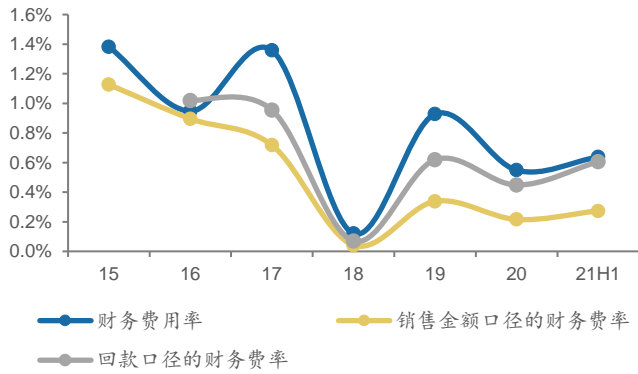
数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图4：金科股份销售管理费用率



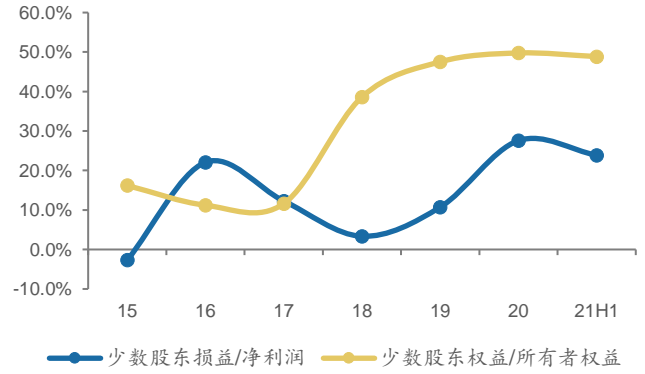
数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图5：金科股份财务费用率



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图6：金科股份少数股东损益及权益



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

地产业务方面，上半年公司竣工1030万方，同比增长41%，完成年初目标的40%，上半年并表结算金额398亿元，同比增长41%，与竣工基本一致。分区域来看，西南、华东、华中毛利率分别为19%、14%、32%，同比20H1分别下降8pct、3pct、2pct。

表2：金科股份分区域收入及毛利率

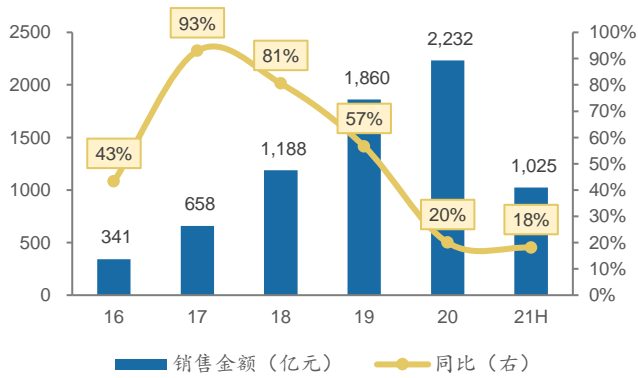
	2019	2020	2020H1	2020H2	2021H1	2021H1 环比	2021H1 同比
总收入 (亿元)	678	877	303	574	440		
西南地区	465	553	185	368	220		
华东地区	110	169	64	105	112		
华中地区	27	67	34	33	53		
其他地区	75	87	20	67	55		
总体毛利率	29%	23%	26%	22%	20%	-2%	-6%
西南地区	32%	24%	27%	22%	19%	-4%	-8%
华东地区	25%	22%	17%	24%	14%	-11%	-3%
华中地区	21%	24%	34%	13%	32%	19%	-2%
其他地区	19%	22%	32%	19%	28%	10%	-4%

数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

## 二、上半年销售增长 18%，拿地力度 35%

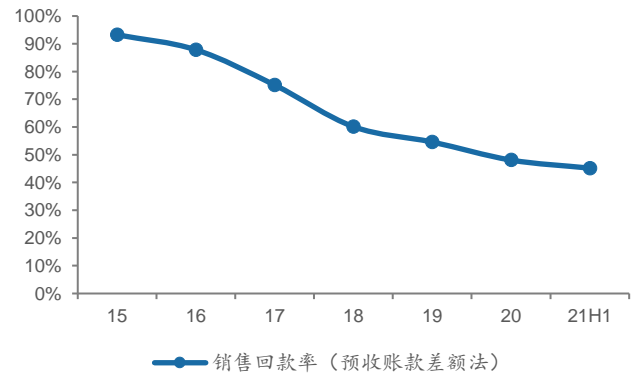
销售方面，上半年公司销售1025亿元，同比18%，完成年初目标（2500亿元）的41%，完成率高于20H1的39%。根据公司主要项目口径，21H1重庆、西南、华中、华南、华北区域销售金额同比增速均为两位数增长（增速最高为重庆的70%），华东区域增长3%，其他区域同比回落。回款方面，预收账款口径的并表销售回笼率45%，低于20H1的63%。

图7：金科股份销售金额及同比



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

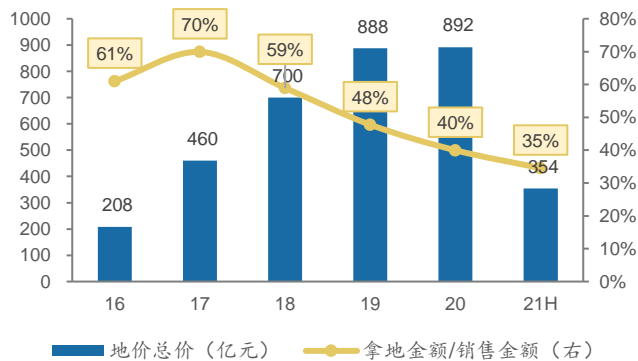
图8：金科股份并表回款率



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

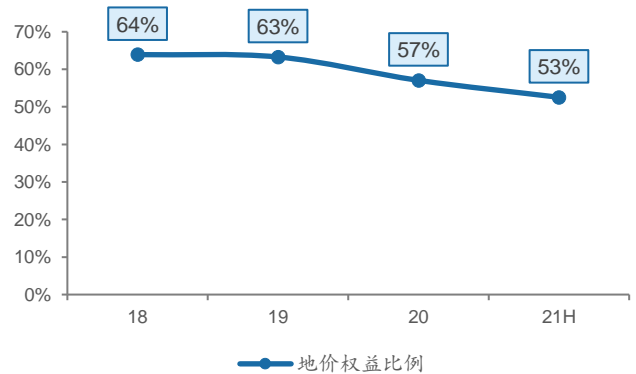
拓展方面，上半年公司拿地金额354亿元，拿地计容建面835万方，金额及面积口径拿地力度分别为35%、83%，地价权益比53%，较20年回落4.5pct。从储备来看，期末公司总可售建面7311万方，较20年末增长2.8%，重庆（24%）、华东（21%）、西南（云贵川，18%）、华中（18%）四个区域面积占比超80%，与20年相比，重庆、华东占比分别下降1pct、2pct，西南、华中地区占比上升2pct、1pct，四个区域资源更加均衡。

图9：金科股份财务费用率



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图10：金科股份地价权益比例



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

表3：金科股份分区域总可售面积分布

区域	总可售建筑面积 (万平方米)			总可售资源占比			
	2019	2020	2021H	2019	2020	2021H	21H 较 20 年
重庆	1,916	1,740	1,732	29.0%	24.5%	23.7%	-0.8%
华东地区	1,485	1,624	1,531	22.0%	22.8%	20.9%	-1.9%
西南地区 (不含重庆)	1,187	1,176	1,338	18.0%	16.5%	18.3%	1.8%
华中地区	1,084	1,225	1,302	16.0%	17.2%	17.8%	0.6%

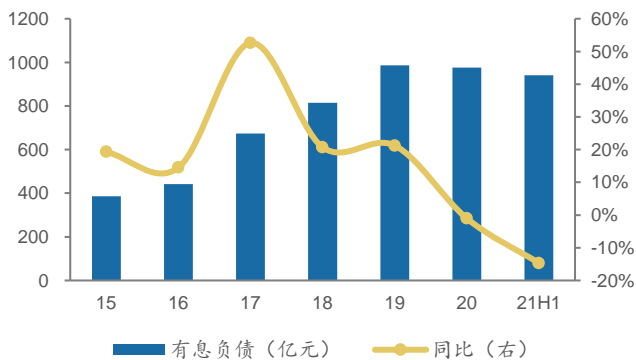
华南地区	486	685	674	7.0%	9.6%	9.2%	-0.4%
华北地区	316	338	385	5.0%	4.8%	5.3%	0.5%
其他地区	216	326	349	3.0%	4.6%	4.8%	0.2%
合计	6,691	7,113	7,311	100%	100%	100%	0%

数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

### 三、有息负债下降 35 亿元，三道红线维持绿档

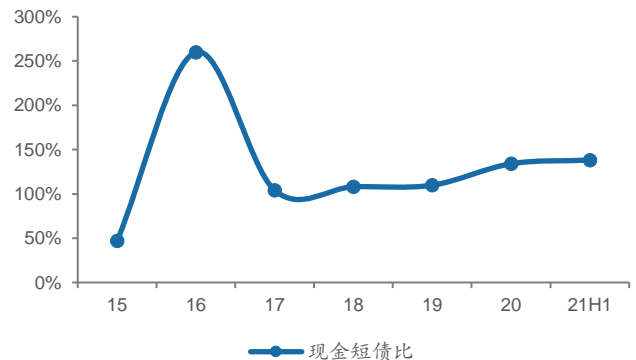
资产负债方面，截至21H1，公司有息负债941.4亿元，同比下降15%，较20年末相比，下降3.6%（35亿元）。按类型来看，银行、非银减少27亿元、28亿元，债券增加20亿元。三道红线评级维持绿档：现金短债比1.38x、净负债率77.1%、扣预资产负债率69.6%。

图11：金科股份有息负债及同比



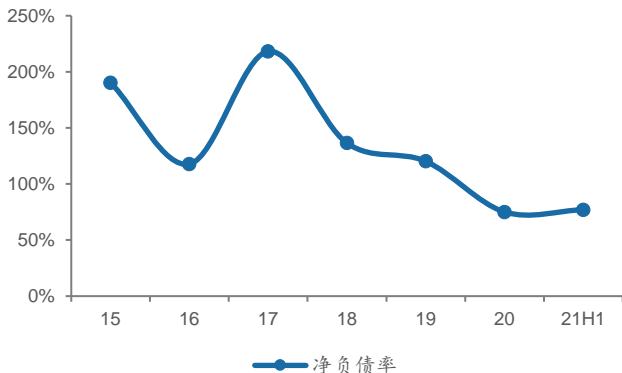
数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图12：金科股份现金短债比



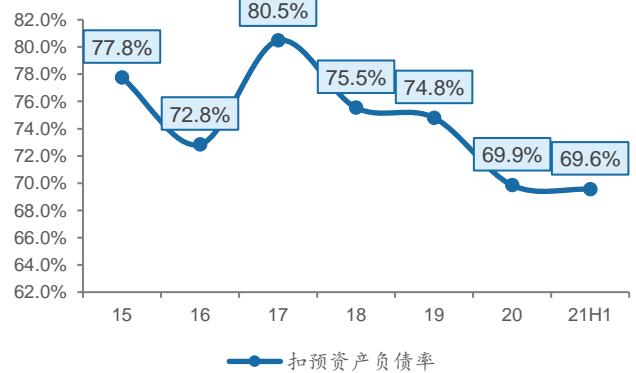
数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图13：金科股份净负债率



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图14：金科股份扣预资产负债率



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

表4：金科股份有息负债及结构

	2018	2019	2020	2021H1	2021H1 较 20 年末
有息负债 (亿元)	820	988	977	941	-35
同比	21%	20%	-1%	-15%	
银行 (亿元)	560	634	519	491	-27
非银 (亿元)	113	167	279	251	-28
债券 (亿元)	148	186	179	199	20
银行-占比	68%	64%	53%	52%	-1%
非银-占比	14%	17%	29%	27%	-2%
债券-占比	18%	19%	18%	21%	3%

数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测与投资评级

在行业整体毛利率下行趋势下，通过高结算保障利润的正增长，毛利率整体趋稳，未来逐步见底。重庆及西南的销售增速维持高位，西南储备占比增加、华东减少，在华东市场高热度背景下，资源分布向更熟悉的市场调整。公司21年预计竣工规模增长30%，为结算业绩增加提供了较强的支持。我们给予21年6xPE估值的目标，对应合理价值8.27元/股，维持“买入”评级。

## 五、风险提示

行业景气度下行影响公司销售，公司地产结算进度放缓。

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>291,229</b>	<b>332,114</b>	<b>534,930</b>	<b>689,348</b>	<b>842,642</b>
货币资金	35,986	43,492	100,808	115,929	133,319
应收及预付	11,467	11,639	46,695	53,141	60,482
存货	214,241	234,653	376,663	509,513	638,077
其他流动资产	29,535	42,330	10,765	10,765	10,765
<b>非流动资产</b>	<b>30,376</b>	<b>49,044</b>	<b>65,099</b>	<b>89,368</b>	<b>123,849</b>
长期股权投资	13,622	24,894	38,088	58,274	88,067
固定资产	4,378	4,078	4,894	5,872	7,047
在建工程	0	32	1,007	2,081	3,282
无形资产	656	638	638	638	638
其他长期资产	11,720	19,402	20,472	22,502	24,815
<b>资产总计</b>	<b>321,605</b>	<b>381,158</b>	<b>600,029</b>	<b>778,716</b>	<b>966,491</b>
<b>流动负债</b>	<b>200,965</b>	<b>239,952</b>	<b>412,392</b>	<b>602,973</b>	<b>787,816</b>
短期借款	3,060	10,467	19,133	10,589	10,282
应付及预收	168,196	200,448	350,498	521,889	722,644
其他流动负债	29,709	29,038	42,761	70,494	54,891
<b>非流动负债</b>	<b>68,488</b>	<b>67,707</b>	<b>107,360</b>	<b>85,774</b>	<b>78,670</b>
长期借款	52,382	52,735	92,354	70,063	62,148
应付债券	13,535	11,827	11,827	11,827	11,827
其他非流动负债	2,572	3,145	3,179	3,884	4,695
<b>负债合计</b>	<b>269,454</b>	<b>307,660</b>	<b>519,752</b>	<b>688,747</b>	<b>866,486</b>
股本	5,340	5,340	5,340	5,340	5,340
资本公积	4,507	7,259	8,730	10,281	11,887
留存收益	14,449	19,740	25,625	31,828	38,251
归属母公司股东权益	27,367	36,922	41,862	49,615	57,644
少数股东权益	24,784	36,576	38,416	40,354	42,361
<b>负债和股东权益</b>	<b>321,605</b>	<b>381,158</b>	<b>600,029</b>	<b>778,716</b>	<b>966,491</b>

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>67,773</b>	<b>87,704</b>	<b>103,560</b>	<b>118,474</b>	<b>131,246</b>
营业成本	48,230	67,390	81,905	93,656	103,764
营业税金及附加	2,707	2,993	2,771	3,190	3,560
销售费用	4,215	3,462	3,740	4,350	5,067
管理费用	2,689	3,015	3,460	4,022	4,682
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	629	481	1,220	1,308	966
资产减值损失	-981	-410	-1,207	0	0
公允价值变动收益	96	464	488	512	537
投资净收益	186	1,620	996	1,524	874
<b>营业利润</b>	<b>8,622</b>	<b>12,231</b>	<b>13,154</b>	<b>13,984</b>	<b>14,618</b>
营业外收支	-287	-52	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>8,335</b>	<b>12,179</b>	<b>13,154</b>	<b>13,984</b>	<b>14,618</b>
所得税	1,978	2,475	3,958	4,292	4,582
<b>净利润</b>	<b>6,357</b>	<b>9,704</b>	<b>9,196</b>	<b>9,692</b>	<b>10,036</b>
少数股东损益	681	2,674	1,839	1,938	2,007
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,676</b>	<b>7,030</b>	<b>7,357</b>	<b>7,754</b>	<b>8,029</b>
EBITDA	10,213	11,146	12,026	13,668	14,666
EPS (元)	1.06	1.32	1.38	1.45	1.50

	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,239</b>	<b>14,508</b>	<b>14,819</b>	<b>46,536</b>	<b>79,309</b>
净利润	6,357	9,704	9,196	9,692	10,036
折旧摊销	280	301	343	411	493
营运资金变动	-1,655	11,611	-27,016	32,095	64,850
其它	-2,743	-7,109	32,296	4,338	3,930
<b>投资活动现金流</b>	<b>-11,989</b>	<b>-17,108</b>	<b>-14,019</b>	<b>-21,507</b>	<b>-32,006</b>
资本支出	-932	-345	-2,551	-3,638	-4,278
投资变动	-5,107	-9,825	-11,468	-17,869	-27,728
其他	-5,950	-6,937	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>15,154</b>	<b>10,462</b>	<b>56,516</b>	<b>-9,907</b>	<b>-29,914</b>
银行借款	70,033	82,177	95,667	52,946	51,411
股权融资	8,956	16,336	0	0	0
其他	-11,617	-12,120	-5,493	-6,806	-6,087
<b>现金净增加额</b>	<b>5,403</b>	<b>7,821</b>	<b>57,316</b>	<b>15,121</b>	<b>17,389</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>29,484</b>	<b>34,887</b>	<b>42,708</b>	<b>100,023</b>	<b>115,145</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>34,887</b>	<b>42,708</b>	<b>100,023</b>	<b>115,145</b>	<b>132,534</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	64.4%	29.4%	18.1%	14.4%	10.8%
营业利润增长	61.5%	41.9%	7.5%	6.3%	4.5%
归母净利润增长	46.1%	23.9%	4.7%	5.4%	3.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.8%	23.2%	20.9%	20.9%	20.9%
净利率	9.4%	11.1%	8.9%	8.2%	7.6%
ROE	20.7%	19.0%	17.6%	15.6%	13.9%
ROIC	7.4%	8.2%	7.8%	12.0%	59.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	83.8%	80.7%	86.6%	88.4%	89.7%
净负债比率	120.2%	74.5%	74.0%	45.8%	0.0%
流动比率	1.45	1.38	1.30	1.14	1.07
速动比率	0.34	0.37	0.36	0.28	0.25
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.25	0.25	0.21	0.17	0.15
应收账款周转率	35.09	34.54	19.55	11.10	7.79
存货周转率	0.26	0.30	0.27	0.21	0.18
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.06	1.32	1.38	1.45	1.50
每股经营现金流	0.42	2.72	2.78	8.72	14.85
每股净资产	5.13	6.91	7.84	9.29	10.80
<b>估值比率</b>					
P/E	4.71	3.81	3.64	3.45	3.33
P/B	0.98	0.72	0.64	0.54	0.46
EV/EBITDA	10.15	8.31	7.17	4.97	1.82

## 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。