

# 立华股份 (300761.SZ)

## 黄鸡成本保持行业领先，生猪业务拖累全年业绩

### 核心观点：

- **黄鸡出栏稳步增长，生猪业务拖累全年业绩。**公司发布 2021 年业绩预告，预计 2021 年公司归母净利润亏损 3.5-4 亿元，扣非后归母净利润亏损 3.8-4.3 亿元，其中预计计提存货跌价准备约 1.2 亿元。单 4 季度，预计归母净利润 2.05-2.55 亿元。公司业绩亏损主要源于 2、3 季度黄鸡价格下行导致养殖亏损；21 年饲料原料价格上涨导致养殖成本上行；猪价下行导致生猪业务出现较大亏损。
- **21 年黄鸡出栏量同比增长约 15%，预计平均单羽盈利约 0.7-0.8 元/羽。**21 年公司黄羽鸡出栏 3.7 亿羽，同比增长 15%；销售收入 95.73 亿元，同比增长 31%，销售均价 12.88 元/公斤，同比增长 12%，估算全年单羽平均盈利约 0.7-0.8 元/羽，实现净利润约 3 亿元，养殖成本保持行业领先。4 季度，黄鸡出栏 9704 万羽，同比增长 5%；经历 2 年低迷行业产能加速去化，4 季度销售均价约 13.59 元/公斤，同比增长约 12%，环比增长约 14%，估算单羽盈利回升至 2.1 元/羽。
- **21 年生猪出栏恢复，成本有望逐步下行。**21 年生猪出栏量迎来大幅改善，预计 21 年全年出栏量约 40 万头。根据公司业绩预告估算，21 年生猪养殖完全成本约 27-28 元/公斤，单头亏损约 1500 元/头。成本高企主要源于产能利用率偏低、饲料原料价格上涨、母猪淘汰等原因。未来 2 年公司着重把控养殖成本，提高生产效率，随着死淘率下降及产能利用率提升，整体养殖成本有望下降。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2022-2023 年 EPS 分别为 1.83、3.71 元/股。公司黄鸡出栏稳健扩张，养殖成本优势显著，行业产能逐步收紧下整体盈利能力有望回升，公司充分受益；生猪出栏量和成本有望改善，参考可比公司估值给予公司 2022 年 25XPE，合理价值 45.75 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示：**鸡价波动风险、疫情风险、食品安全风险。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,870	8,621	10,408	13,467	15,678
增长率 (%)	23.0	-2.8	20.7	29.4	16.4
EBITDA (百万元)	2,189	612	154	1,189	2,200
归母净利润 (百万元)	1,964	254	-393	738	1,499
增长率 (%)	51.1	-87.1	-254.8	287.6	103.2
EPS (元/股)	4.86	0.63	-0.97	1.83	3.71
市盈率 (x)	12.21	49.31	-	18.40	9.05
ROE (%)	28.8	3.8	-6.3	10.5	17.6
EV/EBITDA (x)	10.90	20.96	107.84	14.13	7.87

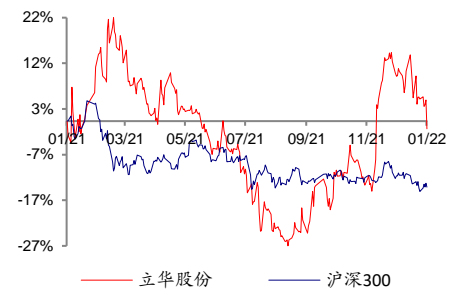
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

当前价格	33.60 元
合理价值	45.75 元
前次评级	增持
报告日期	2022-01-24

### 相对市场表现



### 分析师：

王乾



SAC 执证号：S0260517120002



021-38003635



gfwangqian@gf.com.cn

### 分析师：

郑颖欣



SAC 执证号：S0260520070001



021-38003632



zhengyingxin@gf.com.cn

### 分析师：

钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意，王乾、郑颖欣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：

立华股份 (300761.SZ) : 行业景气回暖，黄鸡产能稳步推进	2021-12-17
立华股份 (300761.SZ) : 黄鸡价格下行业绩承压，公司成本优势维持行业领先	2021-08-18
立华股份 (300761.SZ) : Q1 盈利同比大幅改善，公司成本优势领跑行业	2021-04-30

请务必阅读末页的免责声明

## 一、黄鸡成本保持行业领先，生猪业务拖累全年业绩

**黄鸡出栏稳步增长，生猪业务拖累全年业绩。**公司发布2021年业绩预告，预计2021年公司归母净利润亏损3.5-4亿元，扣非后归母净利润亏损3.8-4.3亿元，其中预计计提存货跌价准备约1.2亿元。单4季度，预计归母净利润2.05-2.55亿元。公司业绩亏损主要源于2、3季度黄鸡价格下行导致养殖亏损；21年饲料原料价格上涨导致养殖成本上行；猪价下行导致生猪业务出现较大亏损。

**21年黄鸡出栏量同比增长约15%，预计平均单羽盈利约0.7-0.8元/羽。**2021年公司黄羽鸡出栏3.7亿羽，同比增长约15%；销售收入95.73亿元，同比增长31%，销售均价约12.88元/公斤，同比增长12%，估算全年单羽平均盈利约0.7-0.8元/羽，实现净利润约3亿元，养殖成本保持行业领先。4季度，黄鸡出栏9704万羽，同比增长5%；经历2年低迷行业产能加速去化，4季度销售均价约13.59元/公斤，同比增长约12%，环比增长约14%，估算单羽盈利回升至2.1元/羽。

**21年生猪出栏恢复，成本有望逐步下行。**21年生猪出栏量迎来大幅改善，预计21年全年出栏量约40万头。根据公司业绩预告估算，21年生猪养殖完全成本约27-28元/公斤，单头亏损约1500元/头。成本高企主要源于产能利用率偏低、饲料原料价格上涨、母猪淘汰等原因。未来2年公司将着重把控养殖成本，提高生产效率，随着死淘率下降及产能利用率提升，整体养殖成本有望下降。

## 二、盈利预测与投资建议

公司黄鸡养殖产能稳步扩大，并加速布局冰鲜鸡及加工环节。非瘟影响过后，公司生猪产能逐步恢复，具体来看：

**1.黄羽鸡业务：**2015-2021年公司黄羽鸡出栏量分别为1.93、2.32、2.55、2.61、2.89、3.23、3.7亿羽，6年平均复合增长率约11.4%，黄鸡出栏稳健增长。21年公司拟向大股东增发募集资金不超过16亿元用于黄羽鸡养殖一体化项目、肉鸡屠宰厂项目建设，预计到2023年公司黄羽鸡养殖产能达到近5亿羽，肉鸡屠宰产能达到9600万羽。未来三年，公司将继续通过异地复制扩大黄羽鸡业务生产规模，公司计划在继续稳定苏浙皖地区市场占有率的同时，加大对华中、西南、华南区域开发。2020-2021年在餐饮消费低迷、产能高位运行、饲料成本上升多重影响下，黄羽肉鸡价格下滑。经过2年的缓慢去产能，目前黄鸡父母代种鸡产能已收缩至2018年水平，9月份以来黄羽鸡价格迎来明显反弹，行业扭亏，经过2年低迷预计上游种鸡产能将持续收缩，预计2022-2023年黄鸡行业景气有望回暖，行业整体盈利能力相比20年有望回升。预计2021-2023年黄羽鸡均价为12.88元/公斤，13.6元/公斤，13.6元/公斤，黄羽鸡出栏量分别约3.7、4.2、4.7亿羽，分别同比增长15%、14%、11%，黄羽鸡业务实现收入约95.7亿元、115亿元、127亿元，毛利率分别为8%、14%、17%。

2.生猪业务：2016-2020年公司生猪出栏量分别为27、38、38、16、18万头；2019-2020年出栏量下滑主要受非瘟疫情冲击下，公司降低养殖密度和淘汰病弱猪。根据2020年年报，目前已建成100万头猪场产能，并规划到2025年完成生猪产能建设300万头。目前公司基础母猪存栏量约3万头，经过生猪疫情防控 and 成本管控能力提升，生猪出栏量有望恢复的同时成本有望逐步下行。2021年下半年生猪行业开启去产能，当前整体仍处于去产能阶段，考虑今年上半年母猪仍处于上升通道，明年上半年行业仍将面临亏损压力。预计公司2021-2023年生猪出栏量40、100、150万头，分别实现收入约7.4亿元、18.7亿元、28亿元。

公司黄鸡稳步增长，21年公司业绩亏损主要源于过去两年行业产能高位，猪价下行导致生猪业务出现较大亏损，21年4季度行业黄鸡价格已迎来较大反弹，行业产能逐步收紧下未来2年整体盈利能力有望回升；生猪出栏恢复，随着疫病防控能力和产能利用率提升，生猪养殖成本有望逐步下行。预计2022-2023年EPS分别为1.83、3.71元/股。考虑到公司黄鸡出栏稳健扩张，养殖成本管控优势明显，并加速转型延伸黄羽肉鸡产业链，向下游冰鲜鸡屠宰加工业务推进，给予2022年25XPE，合理价值45.75元/股，维持“增持”评级。

表1：公司主营业务拆分

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入 (万元)	876893.95	808961.87	1031485.60	1337560.00	1558900.00
yoy	23%	-8%	28%	30%	17%
主营业务成本 (万元)	631,592.65	746,174.23	1,003,253.40	1,187,820.00	1,309,700.00
yoy	16%	18%	34%	18%	10%
毛利 (万元)	245301.30	62787.64	28232.20	149740.00	249200.00
毛利率 (%)	28%	8%	3%	11%	16%
<b>黄羽鸡业务</b>					
营业收入 (万元)	843459.61	742033.76	957885.60	1150560.00	1278400.00
yoy	28%	-12%	29%	20%	11%
营业成本 (万元)	590038.58	679744.34	879053.40	989820.00	1062200.00
yoy	20%	15%	29%	13%	7%
毛利率%	30%	8%	8%	14%	17%
出栏量 (亿只)	2.89	3.23	3.70	4.23	4.70
yoy	11%	12%	15%	14%	11%
<b>生猪养殖业务</b>					
营业收入 (万元)	33434.34	66928.11	73600.00	187000.00	280500.00
yoy	-35%	100%	10%	154%	50%
营业成本 (万元)	41554.07	66429.89	124200.00	198000.00	247500.00
yoy	-20%	60%	87%	59%	25%

毛利率%	-24%	1%	-69%	-6%	12%
出栏量 (万头)	15.66	18.42	40	100	150
yoy	-59%	18%	117%	150%	50%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表2: 2022年公司净利润对于黄鸡价格和出栏量敏感性分析 (百万元)

		黄羽鸡均价 (元/公斤)										
		10.6	11.0	12.4	12.8	13.2	13.6	14.0	14.4	14.8	15.2	15.6
	3.6	-1548	-1260	-252	36	324	612	900	1188	1476	1764	2052
	3.8	-1626	-1322	-258	46	350	654	958	1262	1566	1870	2174
2022年黄	4.0	-1704	-1384	-264	56	376	696	1016	1336	1656	1976	2296
羽鸡出栏量	4.2	-1782	-1446	-270	66	402	738	1074	1410	1746	2082	2418
(亿羽)	4.5	-1899	-1539	-279	81	441	801	1161	1521	1881	2241	2601
	4.7	-1977	-1601	-285	91	467	843	1219	1595	1971	2347	2723
	4.9	-2055	-1663	-291	101	493	885	1277	1669	2061	2453	2845

数据来源: 广发证券发展研究中心

表3: 2022年公司净利润对于生猪价格和出栏量敏感性分析 (百万元)

		生猪均价 (元/公斤)										
		12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
	70	402	479	556	633	710	787	864	941	1019	1096	1173
	80	331	419	507	595	683	771	859	947	1035	1123	1211
2022年生	90	259	358	457	556	655	754	853	952	1052	1151	1250
猪出栏量	100	188	298	408	518	628	738	848	958	1068	1178	1288
(万头)	110	116	237	358	479	600	721	842	963	1085	1206	1327
	120	45	177	309	441	573	705	837	969	1101	1233	1365
	130	-27	116	259	402	545	688	831	974	1118	1261	1404

数据来源: 广发证券发展研究中心

表4: 立华股份可比公司估值表

代码	简称	EPS (元/股)			PE		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002982.SZ	湘佳股份	1.71	0.35	1.77	38.14	128.9	25.5
002299.SZ	圣农发展	1.64	0.59	1.22	16.17	38.1	18.4
002458.SZ	益生股份	0.09	0.29	0.32	120.26	35.3	32.0
002234.SZ	民和股份	0.22	0.31	0.4	69.36	51.9	40.2

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 2021年、2022年盈利预测来自Wind一致盈利预测, 统计于2022年01月24日收盘。

### 三、风险提示

鸡价波动风险：畜禽养殖行业受行业分散及市场供求关系的影响，存在较为明显的周期性。

疫情风险：禽流感等突发疫情在短期内导致市场供给及需求产生较大波动，从而对市场价格产生较大影响，并影响公司的盈利能力。非洲猪瘟疫情持续扩大将影响公司生猪出栏规划。

食品安全风险：食品安全问题影响行业形象和需求，将对公司产品销售产生较大影响。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>5,124</b>	<b>4,094</b>	<b>7,879</b>	<b>8,379</b>	<b>10,651</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>2,417</b>	<b>205</b>	<b>-407</b>	<b>1,252</b>	<b>1,744</b>
货币资金	194	318	600	200	500	净利润	1,964	254	-393	738	1,499
应收及预付	41	213	168	219	253	折旧摊销	288	419	448	458	660
存货	1,117	1,678	1,772	2,094	2,314	营运资金变动	203	-436	-594	33	-479
其他流动资产	3,773	1,885	5,339	5,865	7,584	其它	-38	-32	132	23	65
<b>非流动资产</b>	<b>3,441</b>	<b>5,156</b>	<b>4,380</b>	<b>4,810</b>	<b>5,118</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,155</b>	<b>-220</b>	<b>-2,123</b>	<b>-1,343</b>	<b>-2,181</b>
长期股权投资	55	75	75	75	75	资本支出	-1,528	-2,216	-22	-809	-1,067
固定资产	2,104	2,954	2,807	2,925	3,041	投资变动	-59	0	0	0	0
在建工程	294	690	790	940	1,140	其他	-1,569	1,996	-2,101	-534	-1,114
无形资产	222	232	296	359	410	<b>筹资活动现金流</b>	<b>676</b>	<b>137</b>	<b>2,812</b>	<b>-308</b>	<b>737</b>
其他长期资产	766	1,204	411	511	451	银行借款	6	550	1,952	-562	-236
<b>资产总计</b>	<b>8,566</b>	<b>9,251</b>	<b>12,259</b>	<b>13,189</b>	<b>15,769</b>	股权融资	1,175	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,590</b>	<b>1,939</b>	<b>5,496</b>	<b>5,686</b>	<b>6,765</b>	其他	-505	-413	860	254	973
短期借款	0	100	2,050	1,486	1,248	<b>现金净增加额</b>	<b>-62</b>	<b>122</b>	<b>282</b>	<b>-400</b>	<b>300</b>
应付及预收	477	649	717	851	937	<b>期初现金余额</b>	<b>254</b>	<b>192</b>	<b>318</b>	<b>600</b>	<b>200</b>
其他流动负债	1,113	1,190	2,729	3,349	4,580	<b>期末现金余额</b>	<b>192</b>	<b>314</b>	<b>600</b>	<b>200</b>	<b>500</b>
<b>非流动负债</b>	<b>151</b>	<b>632</b>	<b>495</b>	<b>497</b>	<b>499</b>						
长期借款	60	493	495	497	499						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	91	139	0	0	0						
<b>负债合计</b>	<b>1,741</b>	<b>2,571</b>	<b>5,991</b>	<b>6,183</b>	<b>7,264</b>						
股本	404	404	404	404	404						
资本公积	1,488	1,488	1,488	1,488	1,488						
留存收益	4,920	4,770	4,377	5,114	6,613						
归属母公司股东权益	6,824	6,680	6,269	7,006	8,505						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,566</b>	<b>9,251</b>	<b>12,259</b>	<b>13,189</b>	<b>15,769</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>8,870</b>	<b>8,621</b>	<b>10,408</b>	<b>13,467</b>	<b>15,678</b>
营业成本	6,395	7,882	10,114	11,961	13,183
营业税金及附加	10	10	11	13	17
销售费用	113	109	129	167	227
管理费用	430	400	427	566	674
研发费用	22	27	21	30	36
财务费用	2	9	58	92	73
资产减值损失	23	10	125	5	8
公允价值变动收益	60	65	0	0	0
投资净收益	62	64	55	66	26
<b>营业利润</b>	<b>1,971</b>	<b>272</b>	<b>-402</b>	<b>717</b>	<b>1,494</b>
营业外收支	-7	-17	9	21	5
<b>利润总额</b>	<b>1,964</b>	<b>254</b>	<b>-393</b>	<b>738</b>	<b>1,499</b>
所得税	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>1,964</b>	<b>254</b>	<b>-393</b>	<b>738</b>	<b>1,499</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,964</b>	<b>254</b>	<b>-393</b>	<b>738</b>	<b>1,499</b>
EBITDA	2,189	612	154	1,189	2,200
EPS (元)	4.86	0.63	-0.97	1.83	3.71

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	23.0%	-2.8%	20.7%	29.4%	16.4%
营业利润增长	53.0%	-86.2%	-248.1%	278.1%	108.5%
归母净利润增长	51.1%	-87.1%	-254.8%	287.6%	103.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.9%	8.6%	2.8%	11.2%	15.9%
净利率	22.1%	2.9%	-3.8%	5.5%	9.6%
ROE	28.8%	3.8%	-6.3%	10.5%	17.6%
ROIC	51.1%	3.5%	-3.8%	8.4%	14.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.3%	27.8%	48.9%	46.9%	46.1%
净负债比率	0.8%	6.7%	29.7%	26.0%	26.9%
流动比率	3.22	2.11	1.43	1.47	1.57
速动比率	2.50	1.14	1.08	1.07	1.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.24	0.97	0.97	1.06	1.08
应收账款周转率	4,889.672	3,303.012	2,968.772	2,879.822	2,791.19
存货周转率	5.87	5.64	5.71	5.71	5.70
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	4.86	0.63	-0.97	1.83	3.71
每股经营现金流	5.99	0.51	-1.01	3.10	4.32
每股净资产	16.90	16.54	15.52	17.35	21.06
<b>估值比率</b>					
P/E	12.21	49.31	-	18.40	9.05
P/B	3.52	1.88	2.16	1.94	1.60
EV/EBITDA	10.90	20.96	107.84	14.13	7.87

## 广发证券农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：资深分析师，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 周舒玥：研究助理，中国人民大学学士，约翰霍普金斯大学硕士，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。