

【广发海外】鹰普精密 (01286.HK)

度过至暗时刻，需求边际改善

核心观点：

- **工程机械复苏显著，汽车市场呈现压力：**公司终端结构多样化，下游涵盖汽车、一般工业、航空和医疗等市场，实现全球布局。根据年报的披露，2021 年美国、欧洲、中国的收入占比分别为 37.6%、30.7%、25.2%。2021 年公司总收入 37.8 亿港元，同比增长 29.17%，其中液压设备、工程机械、农业机械等市场增长超过 50%。从下游需求来看，海外工程机械需求复苏显著，根据卡特彼勒一季报的披露，22Q1 收入增长 14%，其中全球工程机械收入增长 12%，北美市场强劲复苏，预计 22Q2 收入与业绩会环比继续改善，终端价格提升会覆盖成本端的上涨，从而带来利润率的持续修复。而汽车市场走势较弱，根据中汽协的数据，22 年 4 月中国乘用车销量下滑 43.4%，这与 3 月以来的疫情影响有关，后续复苏高度需要继续观察。
- **航空初步复苏，至暗时刻已过：**公司围绕核心技术持续拓展下游应用，进军航空、医疗等高端市场。2021 年该业务收入 3.06 亿港元，同比增长 12.4%。今年以来，737MAX 逐渐在各国开始复飞，航空产业改善进行中。根据波音公司官网的披露，22 年 1-3 月波音公司累计交付 95 架飞机，同比增长 23.4%。根据公司年报的披露，公司与航空客户共同开发的新件号达到 215 个，同比增长 54.7%。考虑到国际旅行的恢复性增长，航空市场有望成为公司的未来增长引擎。
- **盈利预测与投资建议：**公司下游需求改善趋势显著，至暗时刻已过，随着公司墨西哥工厂的产能释放，预计在北美地区获得更多市场份额。我们预计 22-24 年公司收入分别为 48.55/59.78/70.82 亿港元，EPS 分别为 0.30/0.39/0.50 港币/股。给予公司 22 年合理 PE 估值 12x，对应合理价值 3.62 港币/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**中美贸易摩擦风险；终端市场受宏观经济影响而周期性变化；原材料价格快速上涨的风险；海外市场业务风险及汇率风险。

盈利预测：（货币单位：港元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,929	3,784	4,855	5,978	7,082
增长率（%）	-19.6	29.2	28.3	23.1	18.5
EBITDA（百万元）	357	910	1,005	1,192	1,401
归母净利润（百万元）	-148	383	562	738	933
增长率（%）	-127.5	-	46.9	31.2	26.4
EPS（元/股）	-0.08	0.20	0.30	0.39	0.50
市盈率（x）	-	9.10	7.27	5.54	4.38
ROE（%）	-3.7	8.8	11.5	13.1	14.3
EV/EBITDA（x）	13.80	4.87	4.78	3.74	2.81

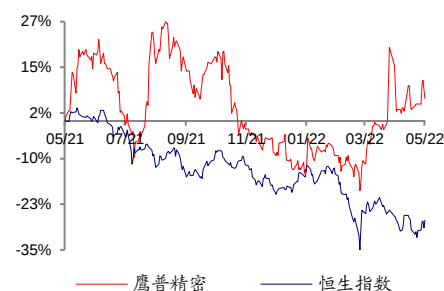
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	2.17 港元
合理价值	3.62 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-05-25

相对市场表现



分析师：

孙柏阳



SAC 执证号：S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

请注意，孙柏阳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：

目录索引

一、终端结构多样化，以海外市场为主.....	4
二、海外汽车承受压力，工程机械复苏强劲.....	4
三、海外航空产业恢复景气，对未来谨慎乐观.....	6
四、盈利预测、投资建议与风险提示	7

图表索引

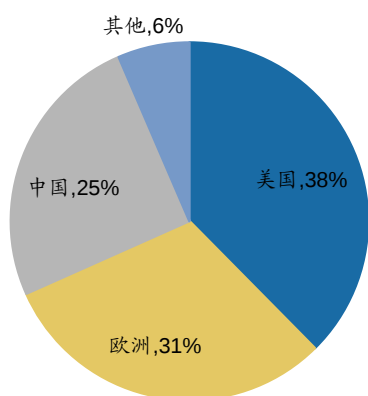
图 1: 鹰普精密 2021 年地区收入结构	4
图 2: 鹰普精密 2021 年下游收入结构	4
图 3: 我国乘用车单月销量 (万辆) 及增速	5
图 4: 我国商用车单月销量 (辆) 及增速	5
图 5: 卡特彼勒 2021 年 Q4 及全年各地区销量同比增速	6
图 6: 波音公司对于客运里程的预测	7

表 1: 波音公司在手订单 (单位: 架, 截止 2022 年 3 月 31 日)	6
表 2: 波音公司历史交付量 (架)	7
表 3: 公司分项业务拆分及预测 (百万港元)	8
表 4: 可比公司估值 (金额单位: 百万港元, 市值统计截止时间为 2022 年 5 月 24 日)	8

一、终端结构多样化，以海外市场为主

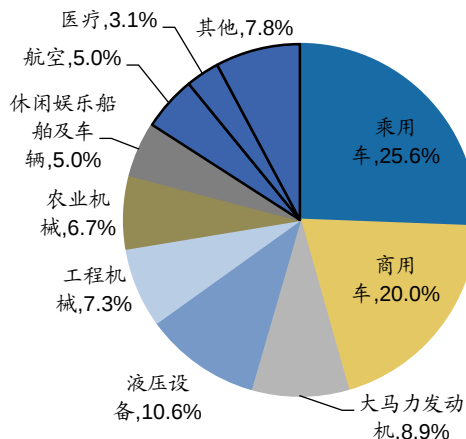
公司是全球第七大独立熔模铸造及中国最大的熔模铸造供应商，也是少数能够提供从最初的研发、模具设计及制造、铸件、二次机加工、热处理及表面处理的一站式解决方案供应商。公司的产品应用于不同的终端市场，为全球超过30个国家、1000位客户提供服务。下游市场涵盖乘用车、商用车、大马力发动机、液压设备、工程机械、航空和农业机械，并针对性布局具备较高盈利能力和增长潜力的航空、医疗市场。根据年报的披露，2021年汽车（包括乘用车、商用车）、一般工业（发动机、液压、工程机械、农业机械、娱乐船舶）、航空和医疗市场收入占比分别为45.6%、46.3%、5.0%、3.1%。公司以海外市场为主，美国、欧洲的收入占比分别为37.6%、30.7%。

图 1：鹰普精密2021年地区收入结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：鹰普精密2021年下游收入结构

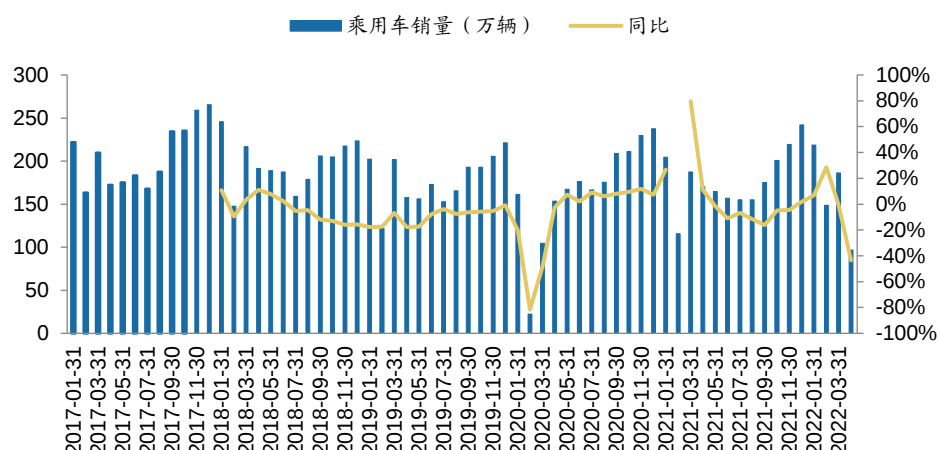


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、海外汽车承受压力，工程机械复苏强劲

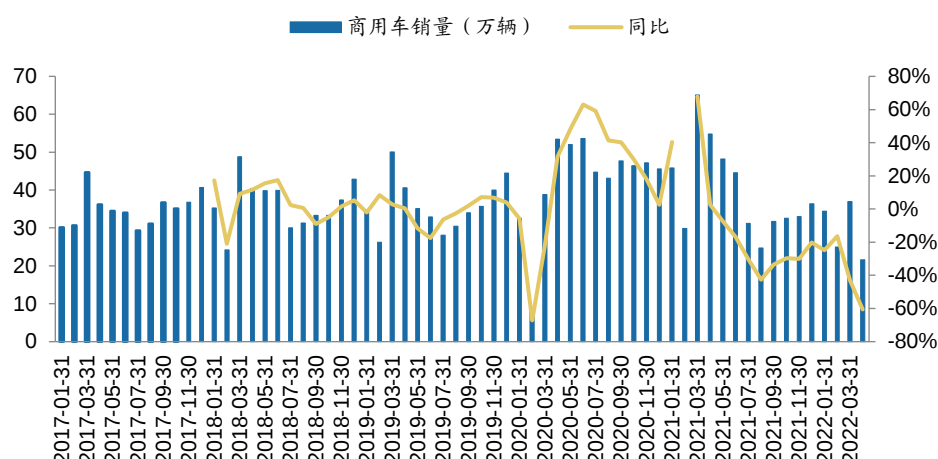
汽车市场需求依然有一定压力:根据中汽协的数据,22年3月乘用车销量186.4万辆,同比下降0.53%,增速较1、2月份由正转负,这与3月以来各地受到疫情不同程度影响有关,22年1-3月累计销量增长9.10%。4月中国乘用车销量下滑43.4%,商用车销量下滑60.7%,主要在于华东地区的疫情影响,降幅有所扩大,后续复苏高度需要继续观察。同时,海外市场也处于较为疲软的状态。根据中汽协的数据,22年4月,欧洲乘用车销量下滑20.2%;3月份欧洲商用车销量下滑24.9%,美国轿车销量下滑28.8%。

图 3: 我国乘用车单月销量（万辆）及增速



数据来源: wind, 中汽协, 广发证券发展研究中心

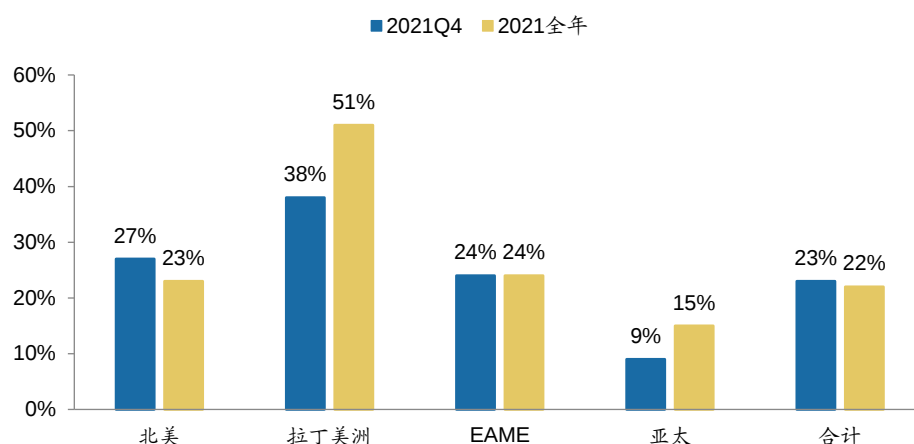
图 4: 我国商用车单月销量（辆）及增速



数据来源: wind, 中汽协, 广发证券发展研究中心

海外工程机械复苏强劲: 2022年, 国内工程机械销量受制于需求向下, 但出口保持韧性。2022年3月国内挖掘机销量2.65万台, 同比下降63.6%; 出口销量1.05万台, 同比增长73.8%。公司大客户卡特彼勒公布了销售数据, 根据季报的披露, 卡特彼勒2021年Q4实现收入138亿美元, 同比增长23%, EPS增长176%。其中, 工程机械收入增长27%, 能源机械增长27%。工程机械在北美市场实现了量、价双升的情况, 但在亚太地区销量受制于需求的疲软, 随着疫情的持续发酵, 需求存在滞后释放的情况。进入2022年, 海外工程机械依然延续复苏的态势。根据卡特彼勒一季报的披露, 22Q1收入增长14%, 其中全球工程机械收入增长12%, 地区景气度与21年基本一致, 即北美市场强劲复苏, 拉丁美洲与欧洲其次, 而亚太市场受制于中国的需求疲软; 能源机械收入一季度增长30%。此外, 卡特彼勒在一季报中预计2022Q2收入与业绩会环比继续改善, 终端价格提升会覆盖成本端的上涨, 从而带来利润率的持续修复。

图 5: 卡特彼勒2021年Q4及全年各地区销量同比增速



数据来源: Wind, 卡特彼勒年报, 广发证券发展研究中心

三、海外航空产业恢复景气，对未来谨慎乐观

公司围绕核心技术持续拓展下游应用，进军航空、医疗等高端市场。整体来看，公司航空业务维持稳健增长趋势，2021年该业务收入1.90亿港元，同比增长5.0%。2020年以来，波音737Max机型出现多起事故，短期内对于公司航空业务的开拓形成一定压力。

全球疫情的持续发酵，加上部分737 MAX机型停飞，对于2020-2021年整个航空制造和服务产业造成不利冲击。但考虑到737 MAX在部分国家逐渐复飞，同时，根据中国民航局的指令，737Max在完成指令当中的改装后，可以在中国市场复飞。根据波音公司官网的披露，22年3月公司累计交付41架飞机，环比近似翻倍，同比增长41.4%。截止到3月31日，公司累计在手订单4231架（今年以来取消或者因会计报表口径的变化，导致订单净减少955架）。Boeing公司预计民航客运流量在2022恢复到2019年的水平，并在之后恢复长期趋势增长。

另外，鹰普精密在年报中披露，公司与航空客户共同开发的新件号达到215个，创历史新高，同比增长54.7%；其中大多数新件号为针对美国终端市场开发的发动机零部件，最高收入或超过1.2亿港元。考虑到国际旅行的恢复性增长，航空市场有望成为公司的未来增长引擎。

表 1: 波音公司在手订单（单位：架，截止2022年3月31日）

型号	737	747	767	777	787	总数
总订单量	4171	5	103	426	481	5186
ASC606 变化	-806			-73	-76	-955
净订单数	3365	5	103	353	405	4231

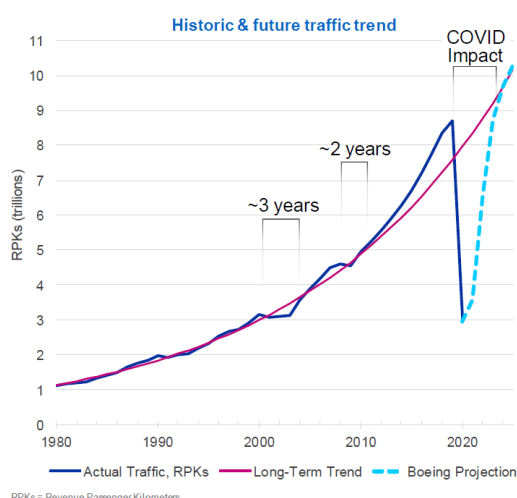
数据来源: Boeing 官网, 广发证券发展研究中心

表 2: 波音公司历史交付量 (架)

	737	747	767	777	787	合计
2021 年 1 月	22		1	3		26
2021 年 2 月	19		2	2		22
2021 年 3 月	22	1	2	2	2	29
2021 年 1-3 月交付	63	4	5	7	2	77
2022 年 1 月	29		2	1		32
2022 年 2 月	20	1		1		22
2022 年 3 月	37		3	1		41
2022 年 1-3 月交付	86	1	5	3		95

数据来源: Boeing 官网, 广发证券发展研究中心

图 6: 波音公司对于客运里程的预测



数据来源: BOEING CMO PRESENTATION 2021, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测、投资建议与风险提示

盈利预测: 公司业务分为熔模铸造、砂型铸造、精密机加工和表面处理四大业务板块。

熔模铸造: 该业务是公司传统优势业务, 当前海外工程机械市场需求强劲复苏, 汽车领域公司在国内和欧洲部分高端车型持续获得新产品认证, 取得份额突破。我们预计该业务22-24年收入增速在20%-25%之间, 毛利率稳定在31%-32%左右。

精密机加工与砂型铸造: 根据年报的披露, 墨西哥园区的砂型铸造和精密机加工工厂已经于2021年11月投产, 其余三个工厂包括熔模铸造、航空、表面处理工厂计划在2022年内陆续投产, 我们预计公司在北美地区将取得更多市场份额, 并有助于公司分散未来出口销售所产生的潜在供应链风险。我们预计22-24年精密机加工收入增速在20%-35%左右, 砂型铸造收入增速在15%-30%。随着公司价格的调整, 预计能够覆盖原材料的不利影响, 毛利率维持稳定。

表 3: 公司分项业务拆分及预测 (百万港元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3749.11	3640.17	2924.62	3777.70	4854.50	5978.06	7082.38
YoY	22.96%	-2.91%	-19.66%	29.17%	28.50%	23.14%	18.47%
营业成本	2541.35	2508.66	2157.32	2755.26	3493.56	4286.57	5050.27
毛利率	32.21%	31.08%	26.24%	27.07%	28.03%	28.29%	28.69%
1. 熔模铸造							
收入	1581.17	1682.21	1307.03	1556.46	1945.58	2431.97	2918.36
YoY (%)	18.60%	6.39%	-22.30%	19.08%	25.00%	25.00%	20.00%
营业成本	1064.83	1126.34	935.62	1075.21	1336.61	1665.90	1984.49
毛利率(%)	32.66%	33.04%	28.42%	30.92%	31.30%	31.50%	32.00%
2. 精密机加工							
收入	1215.21	1118.65	926.60	1338.60	1807.11	2258.89	2710.67
YoY (%)	27.50%	-7.95%	-17.17%	44.46%	35.00%	25.00%	20.00%
营业成本	827.41	813.59	719.73	1030.41	1355.33	1682.87	2005.89
毛利率(%)	31.91%	27.27%	22.33%	23.02%	25.00%	25.50%	26.00%
3. 砂型铸造							
收入	601.84	564.47	435.18	578.48	752.02	902.43	1037.79
YoY (%)	40.01%	-6.21%	-22.90%	32.93%	30.00%	20.00%	15.00%
营业成本	403.14	380.45	326.85	438.87	560.26	672.31	773.16
毛利率(%)	33.02%	32.60%	24.89%	24.13%	25.50%	25.50%	25.50%
4. 表面处理							
收入	350.89	274.84	255.81	304.17	349.80	384.78	415.56
YoY (%)	5.35%	-21.67%	-6.92%	18.90%	15.00%	10.00%	8.00%
营业成本	245.97	188.28	175.12	210.77	241.36	265.49	286.73
毛利率(%)	29.90%	31.49%	31.54%	30.71%	31.00%	31.00%	31.00%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 营业收入=主营业务收入+其他收入

投资建议: 公司以海外市场为主, 工程机械市场复苏强劲, 航空业务迎来边际改善。区域方面, 美洲市场需求较好。随着公司墨西哥工厂的产能释放, 预计在北美地区获得更多市场份额, 公司至暗时刻已过, 后续改善趋势明显。我们预计22-24年公司收入分别为48.55/59.78/70.82亿港元, EPS分别为0.30/0.39/0.50港币/股。

当前港股相关公司的22年平均PE估值为10.4x。公司本身管理能力优异、质地较好, 业绩边际改善确定性高, 但规模相比可比公司较小。综合考虑我们给予公司2022年12倍PE的合理估值, 对应合理价值3.62港币/股, 给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值 (金额单位: 百万港元, 市值统计截止时间为2022年5月24日)

公司	代码	市值	货币	净利润			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
港股相关公司									
敏实集团	0425.hk	220.28	HKD	1,740.04	2,120.54	2,537.38	12.66	10.39	8.68

福耀玻璃	3606.hk	910.80	HKD	3,657.56	6,148.84	7,732.20	24.90	14.81	11.78
耐世特	1316.hk	113.44	HKD	929.39	1,449.58	2,010.26	12.21	7.83	5.64
潍柴动力	2338.hk	986.10	HKD	10,760.53	11,764.10	13,011.72	9.16	8.38	7.58

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

注：数据统计截止 2022 年 5 月 24 日，盈利预测均为 Wind 一致预期。

风险提示：中美贸易摩擦风险；终端市场受宏观经济影响而周期性变化；原材料价格快速上涨的风险；海外市场业务风险及汇率风险。

资产负债表	单位: 百万港元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,135	2,748	3,285	4,019	5,105
货币资金	602	579	600	676	1,100
应收及预付	828	1,194	1,520	1,915	2,321
存货	705	975	1,165	1,429	1,683
非流动资产	3,537	4,294	4,226	4,163	4,104
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	3,257	3,970	3,902	3,839	3,780
无形资产	60	44	44	43	43
其他长期资产	219	279	279	279	279
资产总计	5,672	7,042	7,511	8,182	9,209
流动负债	1,007	1,583	1,498	1,443	1,550
短期借款	461	787	569	300	200
应付及预收	280	349	454	557	656
其他流动负债	266	447	476	586	694
非流动负债	632	1,080	1,080	1,080	1,080
长期借款	355	742	742	742	742
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	277	338	338	338	338
负债合计	1,639	2,663	2,578	2,522	2,630
归属母公司股东权益	4,013	4,356	4,904	5,624	6,533
少数股东权益	20	23	29	36	46
负债和股东权益	5,672	7,042	7,511	8,182	9,209

利润表	单位: 百万港元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2929	3784	4855	5978	7082
营业成本	2157	2755	3494	4287	5050
其他收入及收益	5	5	0	0	0
销售费用	117	187	228	275	319
行政管理费用	246	328	398	490	574
财务费用	21	24	56	45	31
其他费用及亏损	-441	-20	-10	-5	0
投资净收益	0	0	0	0	0
利润总额	-53	469	668	877	1108
所得税	92	83	100	131	166
净利润	-144	386	568	745	942
少数股东损益	4	3	6	7	9
归属母公司净利润	-148	383	562	738	933
EBITDA	357	910	1005	1192	1401
EPS (元)	-0.08	0.20	0.30	0.39	0.50

现金流量表	单位: 百万港元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	889	424	529	624	796
净利润	-148	383	562	738	933
折旧摊销	389	417	270	265	261
营运资金变动	188	-413	-383	-446	-454
其它	460	38	80	67	57
投资活动现金流	-503	-1,031	-212	-207	-202
资本支出	-485	-962	-202	-202	-202
投资变动	-35	0	0	0	0
其他	17	-69	-10	-5	0
筹资活动现金流	-373	580	-296	-342	-170
银行借款	-231	92	697	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
现金净增加额	12	-26	21	76	424
期初现金余额	569	602	579	600	676
期末现金余额	602	579	600	676	1,100

主要财务比率						
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
成长能力						
营业收入增长	-19.6%	29.2%	28.3%	23.1%	18.5%	
归母净利润增长	-127.5%	-	46.9%	31.2%	26.4%	
获利能力						
毛利率	26.4%	27.2%	28.0%	28.3%	28.7%	
净利率	-4.9%	10.2%	-4.9%	10.2%	11.7%	
ROE	-3.7%	8.8%	11.6%	13.2%	14.3%	
ROIC	-3.1%	6.5%	9.1%	11.1%	12.4%	
偿债能力						
资产负债率	28.9%	37.8%	34.3%	30.8%	28.5%	
净负债比率	5.3%	21.7%	14.3%	6.3%	-2.6%	
流动比率	2.12	1.74	2.20	2.79	3.30	
速动比率	1.42	1.12	1.42	1.80	2.22	
营运能力						
总资产周转率	0.52	0.54	0.65	0.73	0.77	
应收账款周转率	3.92	3.89	3.80	3.70	3.60	
存货周转率	4.15	3.88	4.17	4.19	4.21	
每股指标 (元)						
每股收益	-0.08	0.20	0.30	0.39	0.50	
每股经营现金流	0.47	0.23	0.28	0.33	0.43	
每股净资产	2.14	2.33	2.62	3.01	3.50	
估值比率						
P/E	-	9.1	7.3	5.5	4.4	
P/B	1.2	0.8	0.8	0.7	0.6	
EV/EBITDA	13.8	4.9	4.7	3.7	2.8	

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。
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。
范 方 舟：高级研究员，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：高级研究员，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
石 城：高级研究员，上海交通大学船舶与海洋工程硕士，2022 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。