

分众传媒 (002027.SZ)

疫情下 22H1 业绩波动, 快消投放韧性相对较强

核心观点:

- **事件:** 分众传媒披露 2022 年半年报, 22H1 实现营收 48.52 亿元, 同比下滑 33.77%; 归母净利 14.03 亿元, 同比下滑 51.61%; 归母扣非净利 10.80 亿元, 同比下滑 58.34%。22H1 非经常性损益 3.24 亿, 其中政府补贴 3.21 亿。单季度看, 22Q2 实现营收 19.13 亿元, 同比下滑 48.8%; 归母净利 4.75 亿元, 同比下滑 69%; 归母扣非净利 2.68 亿元, 同比下滑 80.5%。其中, 梯媒 22Q2 实现营收 18.01 亿元, 同比下滑 47.2%; 影院媒体 22Q2 营收 1.10 亿元, 去年同期 3.13 亿元。
- 梯媒及其他媒体分广告主看, 22H1 快消实现营收 23.80 亿元, 同比下滑 8.33%。我们预估 22Q2 快消广告主收入同比下滑 30%左右, 下滑幅度小于梯媒整体下滑, 体现快消品韧性更强, 其中酒类、食品类、医药保健等投放情况相对较好。22H1 互联网广告主实现营收 6.61 亿, 同降 70.65%, 电商等头部互联网广告主去年基数较大, 今年疫情之下投放削减; 同时新经济互联网广告主投放也有减少。交通广告主 22H1 创收 2.80 亿元, 同降 4.53%。其他广告主中, 房产家居、通讯类上半年录得增长。我们认为分众目前仍处在疫后复苏的过程中, 经营韧性较强的快消品广告主也将会是主要驱动。点位数看, 22H1 一二线城市电梯电视媒体有一定新增, 集中在 Q1, 主要来自在智能屏的新增; 框架略有优化。成本看, 22Q2 单季度成本环比有所下降, 一是因为点位成本略有下滑, 二是受疫情影响影院成本支出减少。成本整体控制较好。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 22-23 年营收分别为 110.84、151.09 亿元, 归母净利分别为 37.95、63.61 亿元, 22/8/16 收盘价对应 PE 分别为 22.19/13.24 倍。短期疫情下业绩有折损, 但随着防控和经济进入新一轮常态化阶段, 将会回归“快消品拓展逻辑”。考虑绝对估值, 我们认为分众传媒的合理价值为 8.21 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 宏观经济不景气; 影院广告不及预期; 回款不及预期。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,097	14,836	11,084	15,109	18,289
增长率 (%)	-0.3%	22.6%	-25.3%	36.3%	21.0%
EBITDA (百万元)	5,161	9,847	4,540	7,335	9,228
归母净利润 (百万元)	4,004	6,063	3,795	6,361	8,059
增长率 (%)	113.5%	51.4%	-37.4%	67.6%	26.7%
EPS (元/股)	0.27	0.42	0.26	0.44	0.56
市盈率 (x)	36.18	19.51	22.19	13.24	10.45
ROE (%)	23.5%	33.0%	17.9%	24.2%	24.4%
EV/EBITDA (x)	27.16	11.86	17.61	10.20	7.38

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

5.83 元

合理价值

8.21 元

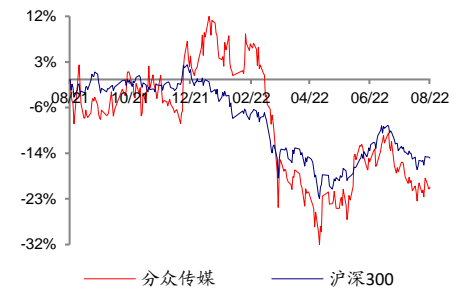
前次评级

买入

报告日期

2022-08-16

相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师:

叶敏婷



SAC 执证号: S0260519110001



021-38003665



yeminting@gf.com.cn

请注意, 叶敏婷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:

- 分众传媒 (002027.SZ): 经营杠杆拆解以及疫后复苏轨迹探讨 2022-05-31
- 分众传媒 (002027.SZ): 疫情带来短期业绩波动, 梯媒龙头长期价值不改 2022-04-29
- 分众传媒 (002027.SZ): 品牌赋能强化, 销售能力提升, 海外有望增量 2021-12-28

一、点位优势显著，境外持续布局

截至2022年7月31日，公司的生活圈媒体网络除了覆盖国内主要的302个城市以及香港特别行政区以外，还覆盖了韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚和马来西亚等国的50多个主要城市。其中：

(1) 公司电梯电视媒体设备合计约84.8万台，其中，自营设备约80.2万台（包括境外子公司的媒体设备约10.3万台），覆盖国内86个主要城市、香港特别行政区以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚等国的50多个城市和地区。加盟电梯电视媒体设备约4.6万台，覆盖国内123个城市和地区；

(2) 公司电梯海报媒体设备合计约181.7万个，其中，自营设备约153.9万个，覆盖国内75个主要城市、香港特别行政区以及马来西亚的主要城市。参股公司电梯海报媒体设备约为27.8万个，覆盖国内62个城市；

(3) 公司影院媒体签约影院1812家，1.3万个影厅，覆盖国内278个城市的观影人群。

根据沙利文的研究报告，截至2021年底，以楼宇媒体点位数计，分众传媒拥有的媒体点位数量排名第一，分众传媒在写字楼和住宅楼领域均排名第一，市场份额遥遥领先于2至5位竞争对手之和的1.8倍；以覆盖电梯数计，分众传媒在写字楼和住宅楼领域均排名第一，分众传媒是中国最大的办公楼媒体集团，也是中国最大的社区媒体集团。

表 1：分众传媒自营媒体资源情况

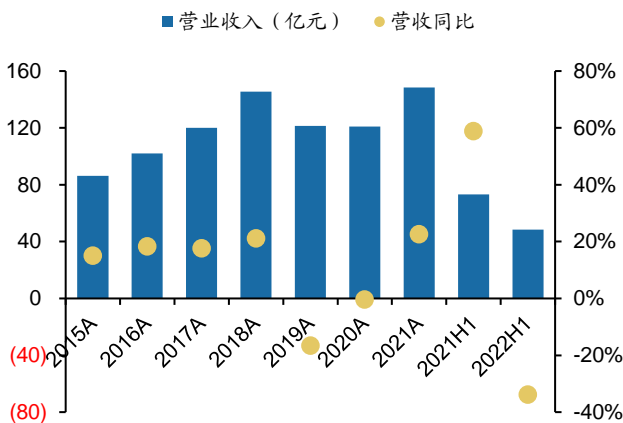
类型	城市	自营媒体资源数量（万台）		
		2022/7/31	2022/3/31	2021/12/31
电梯电视媒体	一线城市	20.6	20.1	20
	二线城市	43.6	42.5	42
	三线及以下城市	5.7	5.7	6
	境外	10.3	9.8	9.4
	加盟	4.6	4.4	4.1
	小计	84.8	82.5	81.5
电梯海报媒体	一线城市	40.4	39.7	40.2
	二线城市	92.1	92.9	94.4
	三线及以下城市	21.1	22.1	23.2
	境外	0.3	0.2	0.2
	参股	27.8	28.5	27.8
	小计	181.7	183.4	185.8
合计		266.5	265.9	267.3

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、疫情带来短期业绩波动，快消广告主韧性相对较强

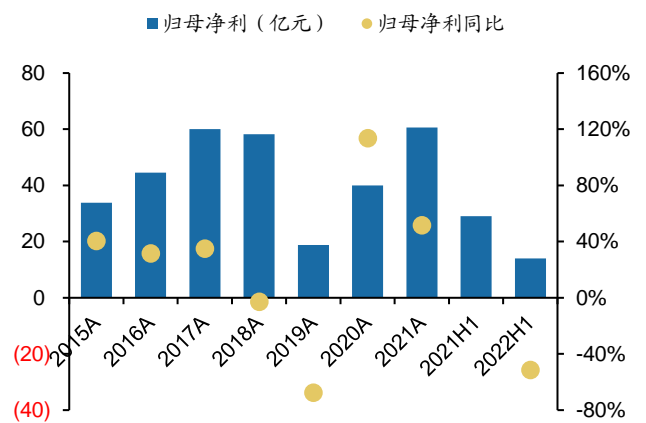
分众传媒披露2022年半年报，22H1实现营收48.52亿元，同比下滑33.77%；归母净利润14.03亿元，同比下滑51.61%；归母扣非净利10.80亿元，同比下滑58.34%。22H1非经常性损益3.24亿，其中政府补贴3.21亿。其他项目看，22H1信用减值损失为3.02亿，21H1同期为9654万元，宏观环境不景气叠加疫情影响，公司对广告主回款预期也较为审慎。单季度看，22Q2实现营收19.13亿元，同比下滑48.8%；归母净利润4.75亿元，同比下滑69%；归母扣非净利2.68亿元，同比下滑80.5%。

图 1：分众传媒营业收入



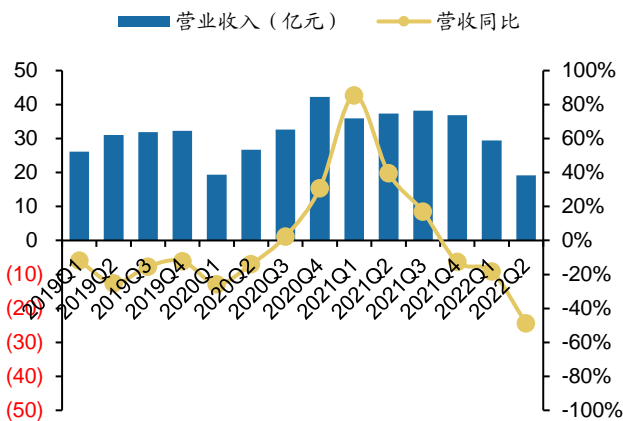
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：分众传媒归母净利润



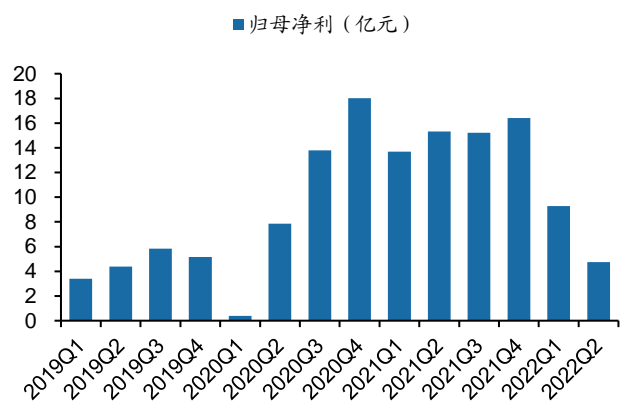
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：分众传媒单季度营业收入



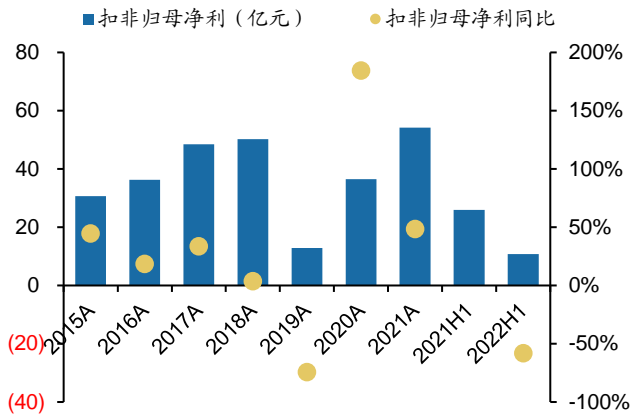
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：分众传媒单季度归母净利润



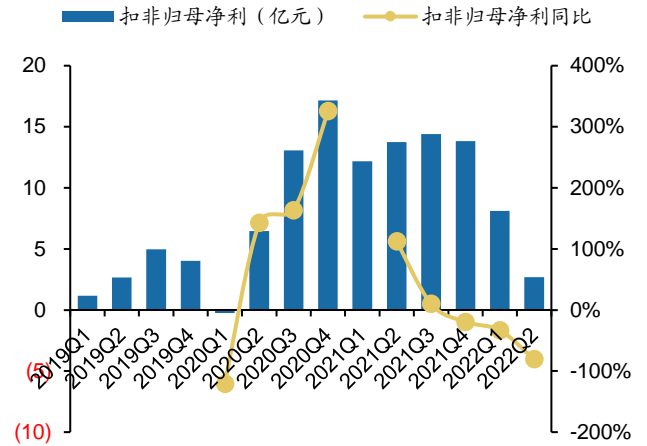
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5: 分众传媒扣非归母净利



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

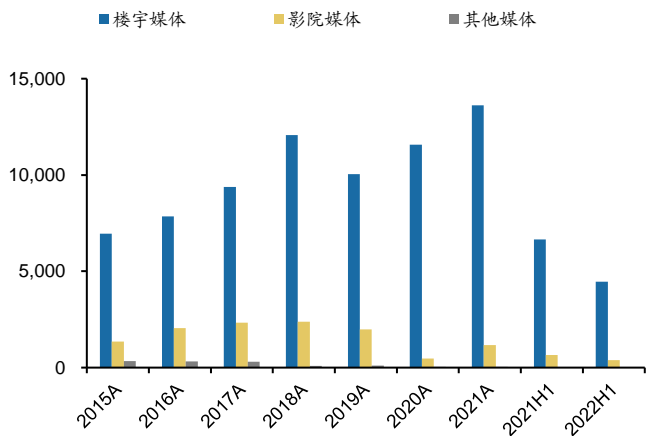
图 6: 分众传媒单季度扣非归母净利



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

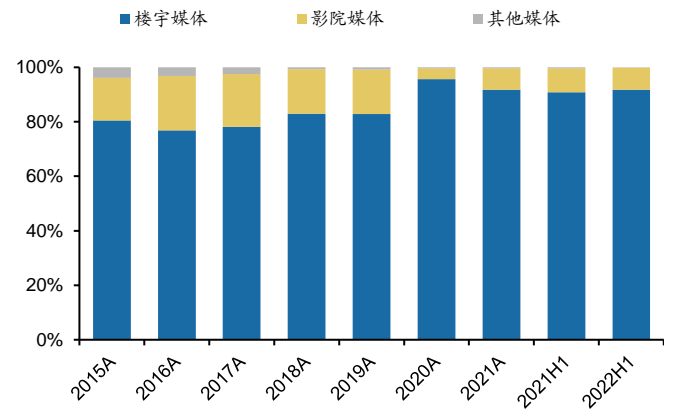
拆业务结构看, 楼宇媒体22H1实现营收44.56亿元, 同比下滑33.04%; 影院媒体营收3.91亿元, 同比下滑39.96%。梯媒22Q2单季度实现营收18.01亿元, 同比下滑47.2%; 影院媒体22Q2营收1.10亿元, 去年同期3.13亿元。

图 7: 分众传媒分业务营收情况 (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 8: 分众传媒营收结构

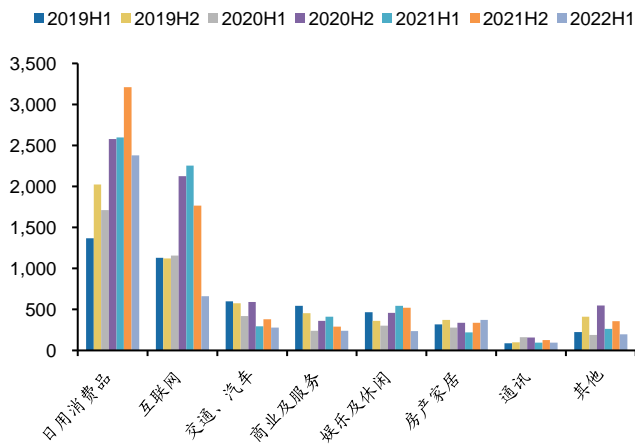


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

梯媒及其他媒体营收分广告主看，22H1快消实现营收23.80亿元，同比下滑8.33%，在整体收入中的占比为49.05%。22Q1快消同增14%，我们预估22Q2快消广告主收入同比下滑30%左右，下滑幅度小于梯媒整体下滑，体现快消品韧性更强。快消品中食品、饮料、酒精预计占比相对较大，其次为化妆品、个人用品、药品、服饰等类目，上半年预估酒类、食品类、医药保健等投放情况相对较好。22H1互联网广告主实现营收6.61亿，同比下滑70.65%，占整体收入的比重从去年同期的30.76%下滑至22H1的13.63%。一方面电商等头部互联网广告主去年基数较大，今年疫情之下投放缩减明显；另一方面新经济互联网广告主投放下滑幅度大。交通广告主22H1创收2.80亿元，同比下滑4.53%，占整体收入的比重从去年同期的4%提升至5.77%。其他广告主中，房产家居、通讯类上半年录得增长。

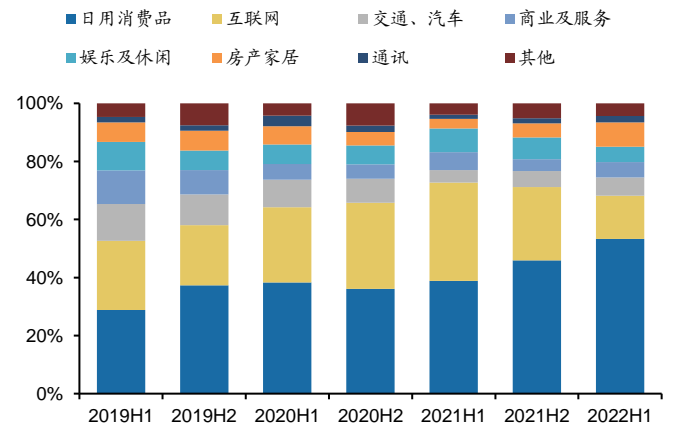
我们认为分众目前仍处在疫后复苏的过程中，经营韧性较强的快消品广告主将会是主要支撑。

图 9：分众传媒楼宇媒体及其他各行业客户营收（百万元）



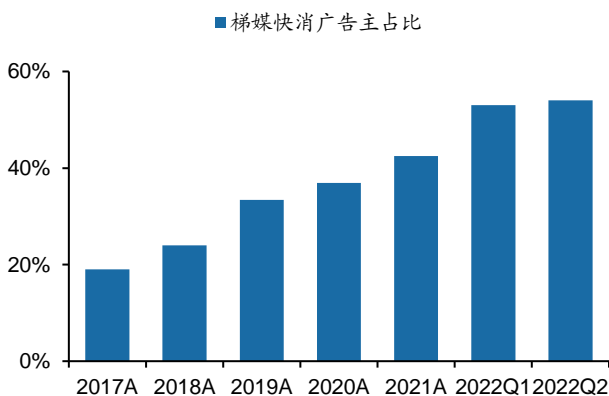
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 10：分众传媒楼宇媒体及其他客户结构（相应广告主占梯媒及其他媒体营收比重）



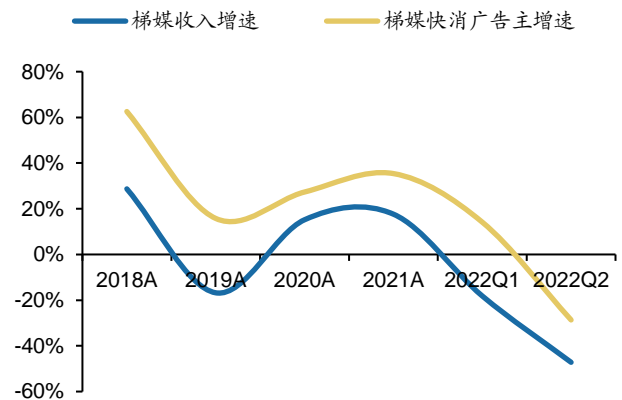
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11：梯媒中日用快消广告主收入占比（估）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

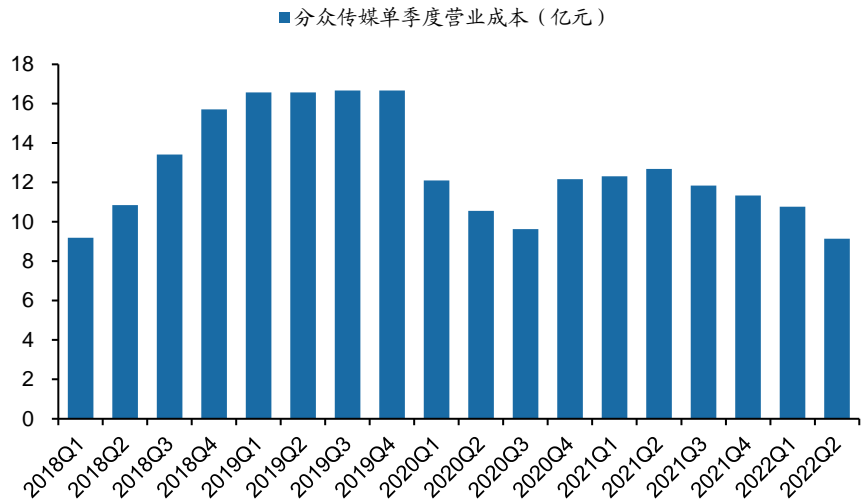
图 12：梯媒日用快消广告主收入增速（估）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

点位数看，22H1一二线城市电梯电视媒体有一定新增，集中在Q1，主要来自在智能屏的新增；框架略有优化。成本看，22Q2单季度成本，相比22Q1有所下降，一是因为点位成本略有下滑，二是因为受疫情影响影院成本支出减少。成本整体控制较好。

图 13: 分众传媒单季度成本



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司同时还公告了《关于延长第一期员工持股计划存续期的公告》，公司第一期员工持股计划原本存续期为48个月，即自2019/3/5至2023/3/5。经过董事会审议第一期员工持股计划存续期将延长至2025/3/5，这也体现公司对于未来持续稳定发展的信心和对公司股票价值的判断。

三、投资建议

(一) 盈利预测

分众传媒营收主要来源于楼宇媒体、影院媒体以及其他媒体业务，其中楼宇媒体以及影院媒体贡献主要营收。

(1) 楼宇媒体：短期经营受疫情影响，长期来看日用快消品类广告主有望持续增加在楼宇广告上的投放预算分配。我们预计分众传媒楼宇媒体2022-2023年营收同比变化幅度分别为-24.5%、37.4%。毛利率分别为67.8%、75.3%。

(2) 影院媒体：影院媒体收入取决于影片供给和票房景气度，我们预计疫情之下影院媒体业务恢复速度将受影响，预计2022-2023年营收分别为7.91、9.65亿元。

综合以上盈利预测，我们预计分众传媒2022-2023年实现整体营收为110.84、151.09亿元，同比变化幅度分别为-25.3%、36.3%。2022-2023年实现归母净利润37.95、63.61亿元，EPS分别为0.26、0.44元/股，2022/8/16收盘价对应PE分别为22.19/13.24倍。

表 2：分众传媒盈利预测

百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
楼宇媒体	10,049	11,576	13,618	10,281	14,132
YoY	-16.8%	15.2%	17.6%	-24.5%	37.4%
毛利率	47.8%	64.1%	71.0%	67.8%	75.3%
影院媒体	1,983	478	1,173	791	965
YoY	-16.8%	-75.9%	145.1%	-32.5%	22.0%
其他媒体	104	43	46	12	12
YoY	10.9%	-58.7%	7.1%	-74.6%	0.0%
整体营收	12,136	12,097	14,836	11,084	15,109
YoY	-16.6%	-0.3%	22.6%	-25.3%	36.3%
毛利率	45.2%	63.2%	67.5%	65.0%	72.4%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(二) 估值

我们采用两阶段的DCF估值模型，2022年至2031年的第一阶段和其后的永续增长阶段。截取最近1年分众传媒的股价收益率和沪深300指数收益率计算beta值为1.30，参考十年期国债收益率取2.63%作为无风险利率。取风险溢价5%，计算得到公司股票的贴现率为9.11%；假设公司目标负债率为10%、且债务利率为5%，计算得出公司的WACC为8.60%。假设2031年后公司永续期的增长率为1.00%，采用FCFF计算得到公司当前的合理价值应该为1205.18亿元，对应的每股合理价值为8.21元/股。

表 3: 2022-2031年公司FCFF预测 (单位: 百万元)

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
FCFF	4,147	7,189	9,096	10,813	12,804	14,661	16,700	18,944	21,049	23,378
PV of FCFF	4,021	6,418	7,478	8,184	8,924	9,409	9,869	10,308	10,547	10,786

数据来源: 广发证券发展研究中心

我们对公司的WACC和永续增长率进行敏感性分析。假设WACC的范围为6.60%-10.60%，永续增长率的范围为0%-2%。我们选取其中WACC从7.60%-9.60%和永续增长率从0.50%-1.50%的范围区间，计算得到公司每股的合理价值区间约为7.78~8.68元/股。

表 4: 公司每股价值对WACC和永续增长率的敏感性分析 (单位: 元/股)

每股价值	永续增长率	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.60%	9.18	9.09	9.01	8.93	8.86
	7.60%	8.76	8.68	8.59	8.52	8.44
	8.60%	8.38	8.29	8.21	8.13	8.06
	9.60%	8.02	7.94	7.86	7.78	7.71
	10.60%	7.70	7.61	7.53	7.45	7.38

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议: 综合来看,分众传媒当前梯媒成本较为刚性,经营杠杆较大。短期疫情影响下业绩有一定折损,但近几年随着投放相对稳定的日用快消广告主占比持续提升,分众营收基本盘越来越稳固。随着防控和经济进入新一轮常态化阶段,分众将又会回归“快消品拓展逻辑”。快消品作为经营韧性最强的广告主,后续投放成长性以及持续性有一定保障。估值来看,考虑相对估值,当前分众PE处于历史较低位置,具有较高安全边际。考虑绝对估值,我们认为分众传媒的合理价值为8.21元/股,维持“买入”评级。

四、风险提示

- (一) 宏观经济不景气
- (二) 影院广告投放恢复不及预期
- (三) 回款放缓,账龄结构恶化或会导致信用减值损失

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11,289	11,711	13,892	19,619	26,723
货币资金	4,730	4,296	7,092	12,261	18,960
应收及预付	4,250	3,091	2,526	3,002	3,375
存货	5	10	5	6	8
其他流动资产	2,304	4,314	4,270	4,351	4,380
非流动资产	10,357	13,845	13,798	13,928	14,061
长期股权投资	1,373	1,600	1,600	1,600	1,600
固定资产	1,158	915	662	699	782
在建工程	6	5	5	5	5
无形资产	22	15	21	15	14
其他长期资产	7,798	11,310	11,510	11,610	11,660
资产总计	21,646	25,555	27,690	33,548	40,784
流动负债	4,148	5,770	5,033	5,666	6,139
短期借款	50	21	50	50	50
应付及预收	455	206	212	229	246
其他流动负债	3,643	5,543	4,770	5,387	5,844
非流动负债	225	1,102	1,102	1,102	1,102
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	225	1,102	1,102	1,102	1,102
负债合计	4,374	6,873	6,135	6,768	7,242
股本	334	328	328	328	328
资本公积	467	381	381	381	381
留存收益	17,896	17,835	20,630	25,791	32,449
归属母公司股东权益	17,017	18,379	21,174	26,335	32,994
少数股东权益	255	303	381	445	548
负债和股东权益	21,646	25,555	27,690	33,548	40,784

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12,097	14,836	11,084	15,109	18,289
营业成本	4,447	4,817	3,878	4,177	4,841
营业税金及附加	63	80	222	302	366
销售费用	2,150	2,658	2,028	2,689	3,200
管理费用	684	503	610	604	622
研发费用	103	89	94	91	101
财务费用	-127	-169	-84	-143	-232
资产减值损失	14	-71	0	0	0
公允价值变动收益	47	263	-120	0	0
投资净收益	310	268	333	272	274
营业利润	5,080	7,745	4,763	8,062	10,201
营业外收支	-33	-12	0	0	0
利润总额	5,047	7,733	4,763	8,062	10,201
所得税	1,046	1,621	891	1,637	2,039
净利润	4,001	6,112	3,872	6,425	8,162
少数股东损益	-3	48	77	64	103
归属母公司净利润	4,004	6,063	3,795	6,361	8,059
EBITDA	5,161	9,847	4,540	7,335	9,228
EPS (元)	0.27	0.41	0.26	0.44	0.56

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,223	9,590	3,797	6,319	8,029
净利润	4,001	6,112	3,872	6,425	8,162
折旧摊销	512	479	389	202	189
营运资金变动	712	340	-152	75	70
其它	-1	2,660	-312	-383	-391
投资活动现金流	-1,959	-2,430	-28	52	72
资本支出	-59	-246	-41	-120	-152
投资变动	-2,924	-308	0	0	0
其他	1,024	-1,876	13	172	224
筹资活动现金流	-1,883	-7,551	-972	-1,202	-1,402
银行借款	100	29	29	0	0
股权融资	3	5	0	0	0
其他	-1,986	-7,586	-1,001	-1,202	-1,402
现金净增加额	1,373	-394	2,796	5,169	6,700
期初现金余额	3,168	4,541	4,296	7,092	12,261
期末现金余额	4,541	4,147	7,092	12,261	18,960

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	-0.3%	22.6%	-25.3%	36.3%	21.0%
营业利润增长	114.7%	52.5%	-38.5%	69.3%	26.5%
归母净利润增长	113.5%	51.4%	-37.4%	67.6%	26.7%
获利能力					
毛利率	63.2%	67.5%	65.0%	72.4%	73.5%
净利率	33.1%	41.2%	34.9%	42.5%	44.6%
ROE	23.5%	33.0%	17.9%	24.2%	24.4%
ROIC	21.3%	24.6%	14.2%	19.5%	20.1%
偿债能力					
资产负债率	20.2%	26.9%	22.2%	20.2%	17.8%
净负债比率	25.3%	36.8%	28.5%	25.3%	21.6%
流动比率	2.72	2.03	2.76	3.46	4.35
速动比率	2.53	1.98	2.72	3.41	4.30
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.58	0.40	0.45	0.45
应收账款周转率	3.34	4.98	4.56	5.21	5.62
存货周转率	2,648	1,443	2,262	2,452	2,325
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.42	0.26	0.44	0.56
每股经营现金流	15.65	29.21	11.56	19.25	24.46
每股净资产	1.16	1.27	1.47	1.82	2.28
估值比率					
P/E	36.18	19.51	22.19	13.24	10.45
P/B	8.51	6.44	3.98	3.20	2.55
EV/EBITDA	27.16	11.86	17.61	10.20	7.38

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：高级研究员，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 卢丝雨：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张丰淇：研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 毛玥：研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012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。