

坚朗五金 (002791.SZ)

优化结构, 实现较高质量经营

核心观点:

- 公司发布 2022 三季报, 前三季度收入 54.08 亿元, 同比-9.34%, 归母净利润 0.04 亿元 (去年同期 7.05 亿元)。Q3 收入 21.6 亿元, 同比-12.86%, 归母净利润 0.9 亿元 (去年同期 3.26 亿元)。
- **地产下行期公司积极转变, 非房占比快速提升, 持续下沉县城渠道。** 公司 Q1-Q3 收入增速分别为 3.93%、-12.81%、-12.86%。分产品来看, 预计公司与地产关联度较高的门窗门控五金下滑幅度超 15%, 家居类和非房类产品贡献增长, 预计房地产业务占比从 2021 年近 70% 下降至 50%, 非房占比快速提升。分市场来看, 随着公司持续下沉县城渠道, 县城市场表现显著好于公司整体, 预计占比提升至 20% 以上。
- **毛利率环比改善, 盈利拐点已现。** Q3 毛利率 31.24%, 同比-4.67pct, 环比+2.37pct, 毛利率同比下滑主要系原材料同比上涨、产品结构影响 (收入正增长的家居类产品和其他建筑五金产品毛利率较低), Q3 毛利率已环比改善, 未来有望继续贡献毛利率改善弹性。
- **收入下降费用刚性, 公司逆势投入为增长蓄力。** Q3 期间费用率 24.99%, 同比+6.85pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.14/+0.97/+0.15/+0.59pct, 销售费用率同比增长较多主要系销售人员数量同比多增。在行业压力期, 公司逆势投入, 网点数量和销售人员继续较快增长, 积极拓展县城市场, 为增长蓄力。
- **Q3 现金流显著改善, 周转率环比改善, 公司实现较高质量经营。**
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.0/7.4/11.4 亿元, 最新收盘市值对应 PE 分别为 127/35/22 倍。参考可比公司估值和业绩增长预期, 我们给予公司 2023 年合理 PE 估值 45 倍的判断, 对应公司合理价值 103.90 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 下游需求下滑, 原材料涨价, 新市场新品类拓展低预期等。

盈利预测:

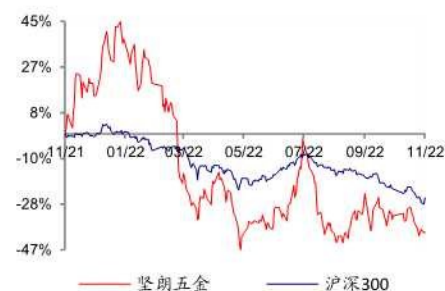
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 6,737 | 8,807 | 8,150 | 9,812 | 12,546 |
| 增长率 (%) | 28.2 | 30.7 | -7.5 | 20.4 | 27.9 |
| EBITDA (百万元) | 1,132 | 1,345 | 595 | 1,257 | 1,813 |
| 归母净利润 (百万元) | 817 | 889 | 203 | 742 | 1,144 |
| 增长率 (%) | 86.0 | 8.8 | -77.1 | 265.1 | 54.2 |
| EPS (元/股) | 2.54 | 2.77 | 0.63 | 2.31 | 3.56 |
| 市盈率 (x) | 56.66 | 65.65 | 126.60 | 34.67 | 22.49 |
| ROE (%) | 20.5 | 18.6 | 4.2 | 14.2 | 19.1 |
| EV/EBITDA (x) | 40.10 | 42.81 | 42.03 | 19.95 | 13.86 |

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 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 80.05 元 |
| 合理价值 | 103.90 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2022-11-02 |

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师:

张乾



SAC 执证号: S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

请注意, 邹戈, 张乾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:

| | |
|--|------------|
| 坚朗五金 (002791.SZ): 业绩短期承压, 逆势投入积极转变 | 2022-09-05 |
| 坚朗五金 (002791.SZ): 渠道下沉和品类扩张下收入高速增长, 业绩短期承压 | 2022-05-11 |
| 坚朗五金 (002791.SZ): 收入快速增长, 盈利保持高位, 现金流短期承压 | 2021-11-02 |

请务必阅读末页的免责声明

一、优化结构，实现较高质量经营

公司发布2022三季报，前三季度收入54.08亿元，同比-9.34%，归母净利润0.04亿元（去年同期7.05亿元）。Q3收入21.6亿元，同比-12.86%，归母净利润0.9亿元（去年同期3.26亿元）。

地产下行期公司积极转变，非房占比快速提升，持续下沉县城渠道。公司Q1-Q3收入增速分别为3.93%、-12.81%、-12.86%。分产品来看，地产需求持续较差，预计公司与地产关联度较高的门窗门控五金下滑幅度超15%，延续上半年情况，家居类产品和非房类产品贡献增长，预计房地产业务占比从2021年近70%下降至50%，非房占比快速提升。分市场来看，随着公司持续下沉县城渠道，县城市场表现显著好于公司整体，预计占比提升至20%以上。在地产下行期，公司积极转变，多产品多场景开拓有望打开未来几年增长通道。

毛利率环比改善，盈利拐点已现。前三季度公司毛利率29.80%，同比-6.94pct；Q3毛利率31.24%，同比-4.67pct，环比+2.37pct，毛利率同比下滑主要系原材料同比上涨、产品结构影响（收入正增长的家居类和其他建筑五金产品毛利率较低），但Q2以来五金主要原材料价格呈现下跌趋势（据wind，2022年Q3不锈钢/铝合金/锌合金价格分别同比-11%/-10%/+9%，截至2022年11月21日，分别同比-13%/-28%/+1%），Q3毛利率已环比改善（产品结构环比稳定，主要系原材料跌价影响），未来有望继续贡献毛利率改善弹性。

收入下降费用刚性，公司逆势投入为增长蓄力。三季度公司期间费用率27.36%，同比+6.93pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+4.88/+1.12/+0.27/+0.66pct；Q3期间费用率24.99%，同比+6.85pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.14/+0.97/+0.15/+0.59pct。销售费用率同比增长较多，一是收入规模同比下滑，二是销售人员数量同比多增，人员费用同比增长20%。在行业压力期，公司逆势投入，网点数量和销售人员继续较快增长，积极拓展县城市场，向多产品多场景转变，为增长蓄力。

Q3现金流显著改善，周转率环比改善，公司实现较高质量经营。前三季度公司经营现金流-0.66亿元，同比增加4.54亿元，收现比105%，同比+28pct；Q3经营现金流5.8亿元，同比增加5.5亿元，收现比110%，同比+31pct；公司严控风险，非房占比快速提升，收款结构显著改善，收现比提升至100%以上，在行业景气下行期实现高质量经营。前三季度应收款项（应收账款+应收票据+应收款项融资+其他应收款）51.7亿元，同比+7.4%；应付款项（应付账款+应付票据+合同负债+其他应付款）35.1亿元，同比+17.6%，应付增速大于应收。前三季度公司应收账款/应付账款/存货周转天数分别为198/161/91天，分别同比增加72/67/1天，净营业周期128天，同比增加5天，受景气影响周转率同比下降，但Q3环比有所改善。

二、盈利预测和投资建议

坚朗五金以传统建筑五金起家，定位建筑配套件集成平台，持续扩品类、提份额，未来成长空间较大。公司通过完善的直销渠道和服务能力、强大的供应链管理、多品牌标准化生产、持续信息化建设等，在销售端-生产端-交付端全流程建立了高效率的壁垒，背后是公司强大的管理能力支撑。行业压力期，公司逆势投入积极转变，多品类多场景多市场开拓，打开未来增长通道。

具体到各项业务关键假设：

(1) 建筑五金产品：传统建筑五金产品包括门窗五金、门控五金、点支撑玻璃幕墙构配件与不锈钢玻璃护栏，2022年受地产需求下行影响，公司传统建筑五金产品同比下滑，但公司作为国内建筑五金行业的领军企业，在传统建筑五金市场竞争力突出，市占率仍然较低，随着公司销售人员的扩张和渠道下沉，未来将保持增长态势，且原材料价格下跌有望带来毛利率改善弹性。我们预计2022-2024年门窗五金业务收入分别为346,504、363,829、418,403万元，毛利率分别为40%、43%、43%；2022-2024年门控五金业务收入分别为37,686、39,570、45,506万元，毛利率分别为40%、42%、42%；2022-2024年点支撑玻璃幕墙构配件业务收入分别为49,852、52,345、60,196万元，毛利率分别为33%、35%、35%；2022-2024年不锈钢护栏构配件业务收入分别为24,082、25,286、29,079万元，毛利率分别为26%、29%、30%。

(2) 家居类产品与其他建筑五金产品：公司在现有渠道上进行多品类扩张，家居类产品与其他建筑五金产品作为扩张的重点，新品数量扩张和单品体量提升双重驱动，未来三年有望保持高速增长态势；随着规模效应显现，毛利率有望持续改善。我们预计2022-2024年家居类产品业务收入分别为143,869、201,417、281,984万元，毛利率分别为27%、33%、35%；2022-2024年其他建筑五金产品收入分别为132,032、211,251、316,877万元，毛利率分别为17%、25%、27%。

表1：公司分业务盈利预测

| | | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 门窗五金 | 收入(万元) | 371,638 | 417,474 | 346,504 | 363,829 | 418,403 |
| | 成本(万元) | 208,244 | 248,123 | 207,902 | 207,382 | 238,490 |
| | 毛利率(%) | 44% | 41% | 40% | 43% | 43% |
| 门控五金 | 收入(万元) | 36,751 | 44,864 | 37,686 | 39,570 | 45,506 |
| | 成本(万元) | 22,867 | 26,750 | 22,800 | 22,951 | 26,393 |
| | 毛利率(%) | 38% | 40% | 40% | 42% | 42% |
| 点支撑玻璃幕墙构配件 | 收入(万元) | 46,009 | 59,348 | 49,852 | 52,345 | 60,196 |
| | 成本(万元) | 29,508 | 39,988 | 33,401 | 34,024 | 39,128 |
| | 毛利率(%) | 36% | 33% | 33% | 35% | 35% |
| 不锈钢护栏构配件 | 收入(万元) | 22,210 | 25,349 | 24,082 | 25,286 | 29,079 |
| | 成本(万元) | 14,408 | 18,177 | 17,821 | 17,953 | 20,355 |
| | 毛利率(%) | 35% | 28% | 26% | 29% | 30% |

| | | | | | | |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 家居类产品 | 收入(万元) | 96,637 | 148,319 | 143,869 | 201,417 | 281,984 |
| | 成本(万元) | 63,007 | 94,968 | 105,025 | 134,950 | 183,290 |
| | 毛利率(%) | 35% | 36% | 27% | 33% | 35% |
| 其他建筑五金产品 | 收入(万元) | 94,212 | 176,043 | 132,032 | 211,251 | 316,877 |
| | 成本(万元) | 65,882 | 135,311 | 110,247 | 158,439 | 231,320 |
| | 毛利率(%) | 30% | 23% | 17% | 25% | 27% |
| 公司 | 收入(万元) | 673,703 | 880,683 | 815,050 | 981,211 | 1,254,587 |
| | 成本(万元) | 409,243 | 570,310 | 565,609 | 646,318 | 819,856 |
| | 毛利率(%) | 39% | 35% | 31% | 34% | 35% |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.0/7.4/11.4亿元，最新收盘市值对应PE分别为127/35/22倍。参考可比公司估值和业绩增长预期，我们认为公司成长空间较大、目前份额很低、建筑配套件产品集成模式优势显著，未来收入有望持续快速增长，并且随着原材料价格周期性回落，公司毛利率提升、规模增长带来费用率摊薄均能贡献较大的业绩弹性，目前公司仍处于周期底部，考虑到未来较大的增长弹性，给予一定的估值溢价，给予公司2023年合理PE估值45倍的判断，对应公司合理价值103.90元/股，维持“买入”评级。

表2：可比公司估值表（Wind一致预期）

| | 收盘价(元/股, 2022/11/1) | EPS(2022E, 元/股) | EPS(2023E, 元/股) | PE(2022E, x) | PE(2023E, x) |
|------|---------------------|-----------------|-----------------|--------------|--------------|
| 东方雨虹 | 26.95 | 1.22 | 1.75 | 22.15 | 15.38 |
| 志特新材 | 33.85 | 1.33 | 1.80 | 25.36 | 18.78 |

数据来源：Wind一致预期，广发证券发展研究中心

三、风险提示

下游需求下滑。建筑五金企业直接受下游建筑业的影响，而建筑业的发展与房地产业紧密相关。如果国内房地产开发投资增速进一步下降，仍将对公司产品的市场需求造成负面影响。

原材料大幅涨价。公司生产经营所需的主要材料为不锈钢、铝合金、锌合金和零配件。公司采购的零配件材料也主要由不锈钢、铝合金和锌合金构成。近三年不锈钢、铝合金、锌合金和零配件合计占公司生产成本的比重分别68.9%、66.9%和67.59%。不锈钢、铝合金和锌合金价格的波动对公司的经营业绩产生一定的影响。

新市场新品类拓展低预期等。如果新市场的业务拓展无法达到预期或公司的管理提升无法支持营销网络的扩张，将会带来一定的市场开拓风险，进而影响到公司业务的持续快速增长。

| | | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 流动资产 | 5,302 | 7,929 | 7,755 | 8,915 | 11,174 | |
| 货币资金 | 1,002 | 1,522 | 1,700 | 2,000 | 2,400 | |
| 应收及预付 | 2,703 | 4,560 | 4,252 | 4,854 | 6,205 | |
| 存货 | 1,035 | 1,255 | 1,227 | 1,402 | 1,778 | |
| 其他流动资产 | 563 | 593 | 576 | 660 | 792 | |
| 非流动资产 | 1,457 | 2,043 | 2,349 | 2,624 | 2,869 | |
| 长期股权投资 | 141 | 248 | 348 | 448 | 548 | |
| 固定资产 | 845 | 1,100 | 1,286 | 1,445 | 1,577 | |
| 在建工程 | 75 | 67 | 57 | 49 | 41 | |
| 无形资产 | 271 | 290 | 310 | 325 | 335 | |
| 其他长期资产 | 125 | 338 | 348 | 358 | 368 | |
| 资产总计 | 6,759 | 9,973 | 10,104 | 11,539 | 14,044 | |
| 流动负债 | 2,540 | 4,547 | 4,618 | 5,514 | 7,124 | |
| 短期借款 | 43 | 397 | 599 | 903 | 1,311 | |
| 应付及预收 | 1,560 | 3,106 | 2,944 | 3,364 | 4,268 | |
| 其他流动负债 | 936 | 1,044 | 1,076 | 1,247 | 1,546 | |
| 非流动负债 | 109 | 400 | 450 | 500 | 550 | |
| 长期借款 | 61 | 169 | 219 | 269 | 319 | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他非流动负债 | 48 | 230 | 230 | 230 | 230 | |
| 负债合计 | 2,649 | 4,946 | 5,068 | 6,014 | 7,674 | |
| 股本 | 322 | 322 | 322 | 322 | 322 | |
| 资本公积 | 1,035 | 1,120 | 1,120 | 1,120 | 1,120 | |
| 留存收益 | 2,635 | 3,348 | 3,351 | 3,793 | 4,538 | |
| 归属母公司股东权益 | 3,988 | 4,794 | 4,797 | 5,240 | 5,984 | |
| 少数股东权益 | 123 | 232 | 238 | 286 | 385 | |
| 负债和股东权益 | 6,759 | 9,973 | 10,104 | 11,539 | 14,044 | |

| | | 单位: 百万元 | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--|
| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 营业收入 | 6,737 | 8,807 | 8,150 | 9,812 | 12,546 | |
| 营业成本 | 4,092 | 5,703 | 5,656 | 6,463 | 8,199 | |
| 营业税金及附加 | 50 | 55 | 65 | 78 | 100 | |
| 销售费用 | 930 | 1,108 | 1,304 | 1,423 | 1,731 | |
| 管理费用 | 300 | 362 | 408 | 451 | 527 | |
| 研发费用 | 267 | 310 | 326 | 373 | 439 | |
| 财务费用 | 10 | 16 | 54 | 66 | 86 | |
| 资产减值损失 | -23 | -17 | -13 | -16 | -20 | |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资净收益 | -3 | -15 | -16 | 39 | 75 | |
| 营业利润 | 992 | 1,131 | 233 | 900 | 1,417 | |
| 营业外收支 | -2 | -8 | -3 | -3 | -3 | |
| 利润总额 | 990 | 1,123 | 230 | 897 | 1,414 | |
| 所得税 | 121 | 160 | 21 | 108 | 170 | |
| 净利润 | 869 | 962 | 210 | 790 | 1,244 | |
| 少数股东损益 | 52 | 73 | 6 | 47 | 100 | |
| 归属母公司净利润 | 817 | 889 | 203 | 742 | 1,144 | |
| EBITDA | 1,132 | 1,345 | 595 | 1,257 | 1,813 | |
| EPS (元) | 2.54 | 2.77 | 0.63 | 2.31 | 3.56 | |

| | | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
| 经营活动现金流 | 501 | 546 | 708 | 788 | 869 | |
| 净利润 | 869 | 962 | 210 | 790 | 1,244 | |
| 折旧摊销 | 125 | 179 | 204 | 234 | 264 | |
| 营运资金变动 | -565 | -741 | 112 | -391 | -814 | |
| 其它 | 71 | 146 | 182 | 155 | 175 | |
| 投资活动现金流 | -297 | -297 | -531 | -476 | -440 | |
| 资本支出 | -304 | -431 | -405 | -405 | -406 | |
| 投资变动 | -23 | 130 | -100 | -100 | -100 | |
| 其他 | 30 | 3 | -26 | 29 | 65 | |
| 筹资活动现金流 | 133 | 278 | 2 | -12 | -29 | |
| 银行借款 | 210 | 832 | 252 | 354 | 458 | |
| 股权融资 | 2 | 36 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | -79 | -590 | -250 | -366 | -487 | |
| 现金净增加额 | 336 | 523 | 178 | 300 | 400 | |
| 期初现金余额 | 621 | 957 | 1,522 | 1,700 | 2,000 | |
| 期末现金余额 | 957 | 1,480 | 1,700 | 2,000 | 2,400 | |

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 | 28.2% | 30.7% | -7.5% | 20.4% | 27.9% |
| 营业利润增长 | 98.8% | 14.0% | -79.4% | 285.9% | 57.3% |
| 归母净利润增长 | 86.0% | 8.8% | -77.1% | 265.1% | 54.2% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 39.3% | 35.2% | 30.6% | 34.1% | 34.7% |
| 净利率 | 12.9% | 10.9% | 2.6% | 8.0% | 9.9% |
| ROE | 20.5% | 18.6% | 4.2% | 14.2% | 19.1% |
| ROIC | 21.0% | 17.4% | 5.9% | 13.1% | 16.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 39.2% | 49.6% | 50.2% | 52.1% | 54.6% |
| 净负债比率 | 64.4% | 98.4% | 100.6% | 108.8% | 120.5% |
| 流动比率 | 2.09 | 1.74 | 1.68 | 1.62 | 1.57 |
| 速动比率 | 1.65 | 1.44 | 1.39 | 1.34 | 1.30 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.00 | 0.88 | 0.81 | 0.85 | 0.89 |
| 应收账款周转率 | 3.81 | 2.57 | 2.51 | 2.68 | 2.68 |
| 存货周转率 | 6.51 | 7.02 | 6.64 | 7.00 | 7.06 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.54 | 2.77 | 0.63 | 2.31 | 3.56 |
| 每股经营现金流 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 每股净资产 | 12.40 | 14.91 | 14.92 | 16.30 | 18.61 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 56.66 | 65.65 | 126.60 | 34.67 | 22.49 |
| P/B | 11.61 | 12.18 | 5.37 | 4.91 | 4.30 |
| EV/EBITDA | 40.10 | 42.81 | 42.03 | 19.95 | 13.86 |

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：资深分析师，南京大学材料工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张乾：高级分析师，南京大学经济学硕士，2020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。