

# 中国重汽 (000951.SZ)

**Q3 营收同比降幅明显收窄，表现出良好的成本费用管控能力**

## 核心观点：

- **Q3 营收同比-20.2%，降幅明显收窄。**公司 22 年前三季度营收 224.6 亿元，同比-54.1%；Q3 营收 71.2 亿元，同比-20.2%，环比-9.1%。重卡行业批发销量 22 年前三季度同比-57.5%，Q3 同比-23.3%，环比-3.4%。公司营收下滑趋势与行业较为一致。据集团中报，22H1 重汽集团出口重卡 4.0 万辆，同比+41.8%，由于公司占集团出口比重较大，所以对公司份额和收入有明显贡献。公司扣非前后归母净利润 22 年前三季度为 3.6/3.3 亿元，同比-69.0%/-69.3%；Q3 为 0.4/0.3 亿元，同比-73.7%/-74.3%，环比-81.4%/-82.2%。公司归母净利润下滑幅度高于营收下滑幅度，或主要由于产品结构调整。
- **公司表现出良好的成本费用管控能力。**22 年前三季度公司人工成本(支付职工现金+应付职工薪酬增加值)同比-27.8%，人工成本率同比+1.4pct；期间费用率同比-0.01pct。公司存货+应收账款连续两个季度环比下降，库存去化后对营收和利润或有正面影响。
- **重卡行业 Q3 批发销量同比降幅明显收窄，中长期有成长逻辑。**据中汽协，22 年 Q1/Q2/Q3 重卡批发销量同比增速分别为-56.5%/-71.1%/-23.3%，重卡行业批发销量同比降幅明显收窄。长期看，公路货运稳定增长+出口具备竞争力且潜在空间巨大+治超单车运力下降仍有空间+高端化使行业量价齐升，公司有望凭借技术平台产品提升市占率。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内重卡龙头，在行业规范化、差异化竞争背景下，依托重汽集团的产品力、供应链体系能力，具备中长期竞争优势。考虑到行业景气度温和复苏，我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.47/1.01/1.33 元/股，对应当前股价 PE 为 28.5/13.2/10.0 倍。参考公司历史估值、可比公司估值及未来公司空间，给予公司 23 年 18 倍 PE，合理价值 18.10 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业景气度下降；原材料价格上涨；行业竞争加剧等。

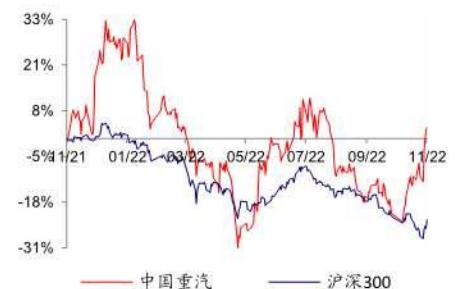
## 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,938	56,099	30,315	37,436	45,925
增长率(%)	50.4	-6.4	-46.0	23.5	22.7
EBITDA(百万元)	3,607	2,278	1,519	2,637	3,342
归母净利润(百万元)	1,880	1,038	547	1,181	1,564
增长率(%)	53.7	-44.8	-47.3	116.0	32.4
EPS(元/股)	2.80	0.88	0.47	1.01	1.33
市盈率(x)	11.23	19.12	28.48	13.19	9.96
ROE(%)	22.4	7.5	5.6	11.3	13.6
EV/EBITDA(x)	5.49	5.54	8.53	4.36	2.91

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	13.26 元
合理价值	18.10 元
前次评级	买入
报告日期	2022-11-07

## 相对市场表现



**分析师：** 张乐  
 SAC 执证号：S0260512030010  
 021-38003686  
 gfzhangle@gf.com.cn

**分析师：** 闫俊刚  
 SAC 执证号：S0260516010001  
 021-38003682  
 yanjungang@gf.com.cn

**分析师：** 李爽  
 SAC 执证号：S0260519070003  
 SFC CE No. BRR250  
 021-38003684  
 fzlishuang@gf.com.cn

请注意，张乐、闫俊刚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：

中国重汽(000951.SZ):Q2 2022-09-12  
 归母净利润环比+58.3%，盈利低点或已过去

中国重汽(000951.SZ):22Q2 业绩预告点评：最困难阶段或已过去 2022-07-18

## 一、Q3 营收同比-20.2%，降幅明显收窄

收入层面，公司Q3营收环比-9.1%。据三季报，公司22年前三季度实现营业收入224.6亿元，同比-54.1%。其中，Q3实现营业收入71.2亿元，同比-20.2%，环比-9.1%。

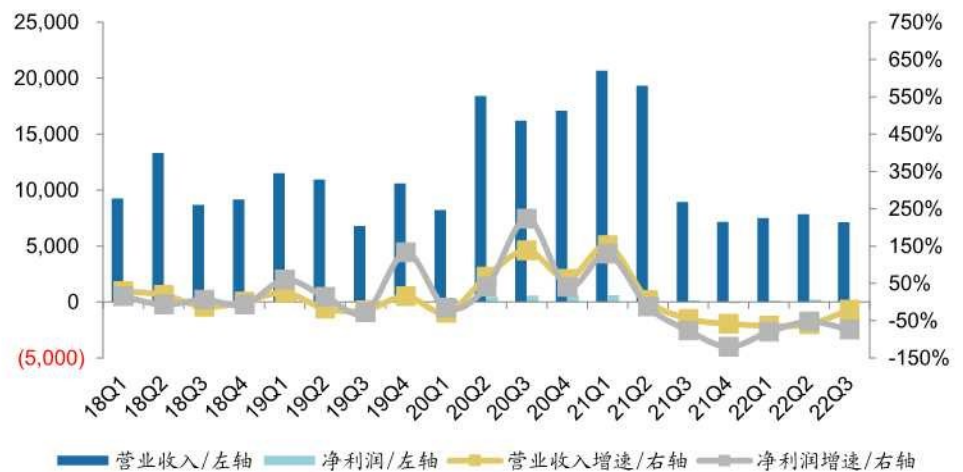
据中汽协，重汽集团22年前三季度重卡批发销量12.6万辆，同比-48.2%；Q3重卡批发销量3.7万辆，同比-27.3%，环比+10.0%。Q3重汽集团重卡批发销量环比增速显著高于公司收入环比增速，然而交强险数据显示集团和公司国内终端销量Q3环比趋势是一致的，排除出口造成的影响，公司收入同比降幅显著超过中汽协口径的重汽集团批发销量增速或主要是销量统计口径问题。

22年前三季度重卡行业批发销量同比-57.5%，Q3重卡行业批发销量同比-23.3%，环比-3.4%。公司营收下滑趋势与行业较为一致。

出口方面，22H1集团出口重卡同比+41.8%，表现亮眼。据重汽集团中报，22H1重汽集团出口重卡4.0万辆，同比+41.8%。由于公司占集团出口比重较大，所以对公司份额和收入有明显贡献。

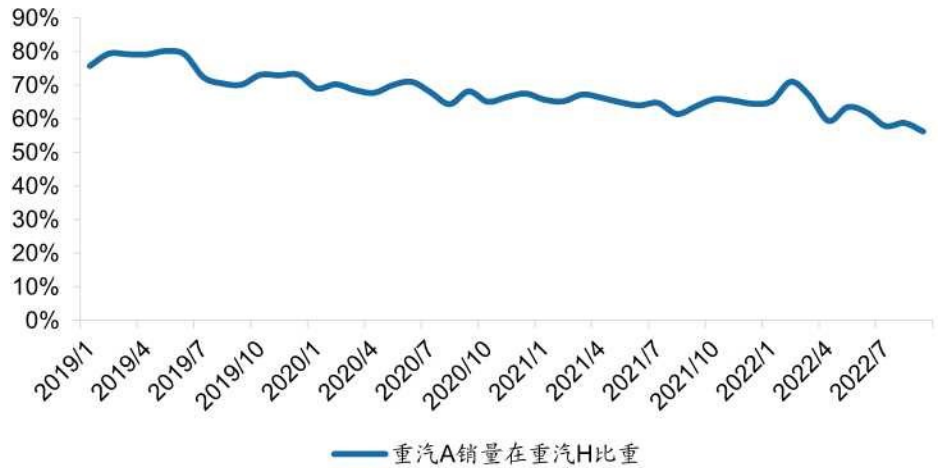
盈利层面，公司Q3归母净利润环比-73.7%。据三季报，公司22年前三季度实现归母净利润3.6亿元，同比-69.0%；实现扣非归母净利润3.3亿元，同比-69.3%。其中，Q3实现归母净利润0.4亿元，同比-73.7%，环比-81.4%；实现扣非归母净利润0.3亿元，同比-74.3%，环比-82.2%。公司归母净利润下滑幅度高于营收下滑幅度，或主要由于产品结构调整。

图 1：公司营业收入、归母净利润（百万元）及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2: 重汽A终端销量占重汽H比重

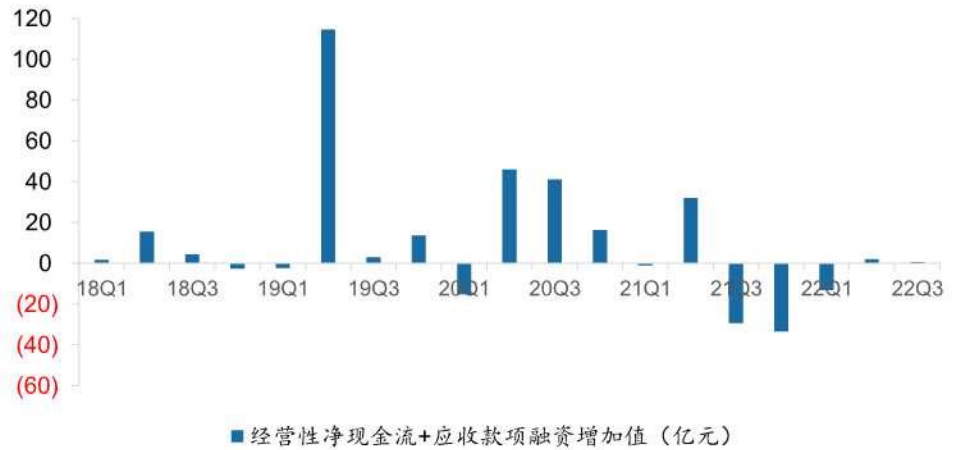


数据来源: 交强险、广发证券发展研究中心

22年前三季度公司经营性净现金流+应收款项融资增加值为-10.7亿元, 同比-801.1%。22Q3公司经营性净现金流+应收款项融资增加值为0.6亿元, 同比+102.2%, 环比-67.3%。

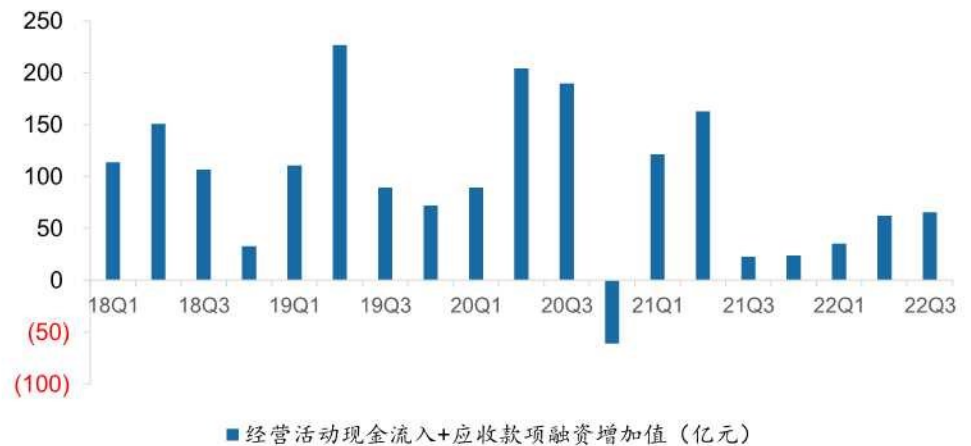
22年前三季度经营活动现金流入+应收款项融资增加值163.0, 同比-46.9%。22Q3公司经营活动现金流入+应收款项融资增加值为65.4亿元, 同比+188.6%, 环比+5.2%。公司经营活动现金流入+应收款项融资增加值明显改善, 主要由于经营活动现金流入增加。

图 3: 公司季度经营性净现金流+应收款项融资增加值 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 4: 公司季度经营活动现金流入+应收款项融资增加值 (亿元)

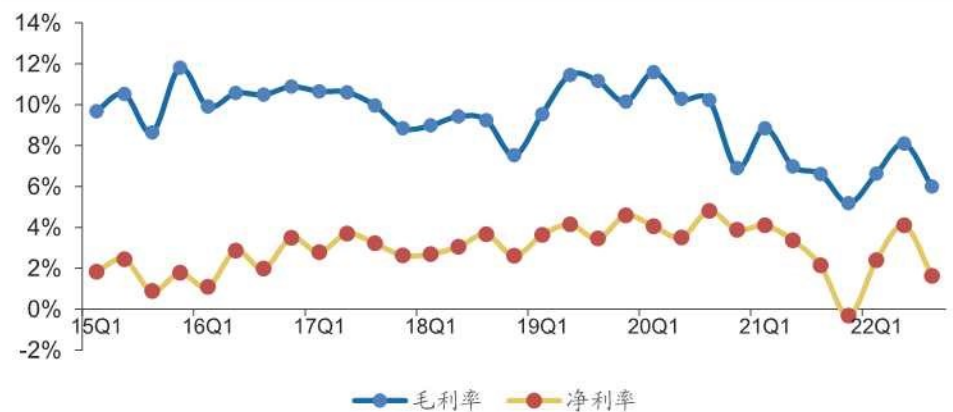


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、公司表现出良好的成本费用管控能力

22年前三季度公司毛利率、净利率为6.9%、2.7%，分别同比-0.8pct、-0.7pct。22Q3公司毛利率、净利率为6.0%、1.6%，分别同比-0.6pct、-0.5pct，分别环比-2.1pct、-2.5pct。Q3毛利率环比下降主要和人工成本率环比上升有关。

图 5: 公司净利率、毛利率变动情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

行业景气度低点下，人工成本率依然平稳。22年前三季度人工成本（支付职工现金+应付职工薪酬增加值）为8.9亿元，同比-27.8%，人工成本率为4.0%，同比+1.4pct。22Q3人工成本为4.2亿元，同比+33.5%，人工成本率为5.9%，同比+2.4pct，环比+2.6pct。22H1折旧摊销为1.6亿元，同比+48.7%，折旧摊销率为1.0%，同比+0.8pct，环比+0.2pct。前三季度重卡批发销量同比-57.5%，公司在行业景气度低点下，人工成本率和折旧摊销率依然平稳。

图 6: 公司单季度人工成本率

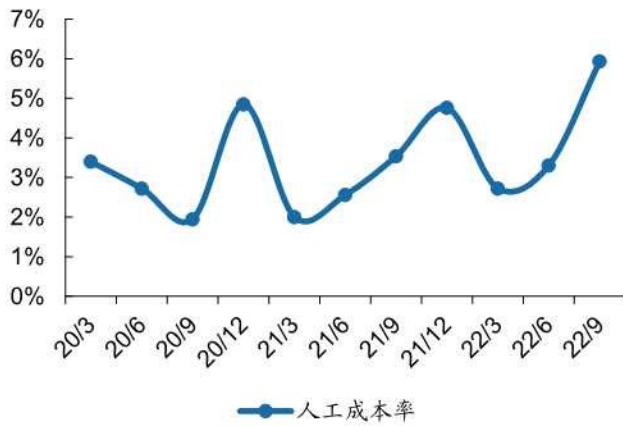
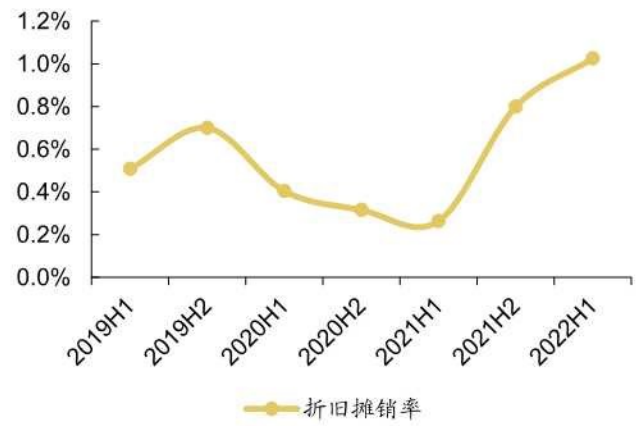


图 7: 公司半年度折旧摊销率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

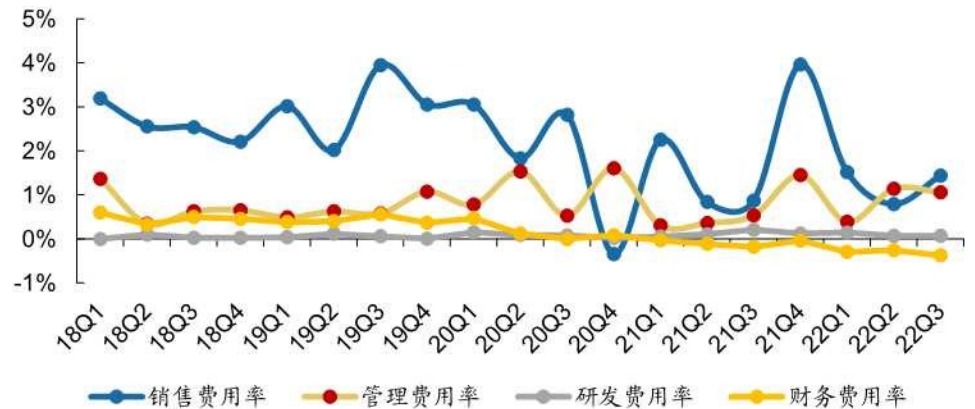
注: 人工成本率 = (支付职工现金 + 应付职工薪酬增加值) / 营业总收入

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 折旧摊销率 = 折旧摊销 / 营业总收入

**费用率方面**, 22年前三季度公司期间费用率为2.8%, 同比-0.01pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为1.2%、0.9%、1.0%、-0.3%, 分别同比-0.2pct、+0.5pct、-0.1pct、-0.2pct。22Q3公司期间费用率为2.9%, 同比-0.5pct, 环比+0.5pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为1.4%、1.1%、0.7%、-0.4%, 分别同比+0.6pct、+0.5pct、-1.4pct、-0.2pct, 分别环比+0.6pct、-0.1pct、+0.01%、-0.1pct。

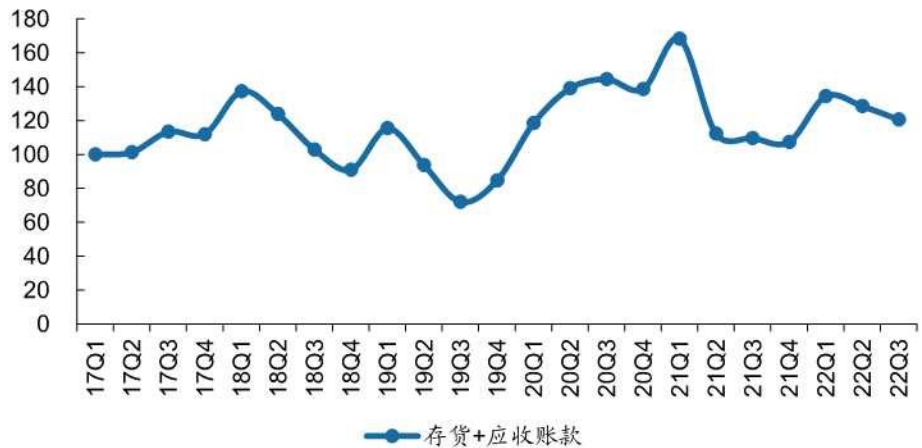
图 8: 公司费用率变动情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

22Q3末公司存货+应收账款为120.7亿元, 同比+9.9%, 环比-6.2%。公司存货+应收账款连续两个季度环比下降, 库存去化后对营收和利润或有正面影响。

图 9: 公司存货+应收账款 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### 三、重卡行业 Q3 批发销量同比降幅明显收窄，中长期有成长逻辑

短期看，排放法规升级导致的国五库存去化完成、提前购买负面因素逐步衰减，疫情逐步常态化。据中汽协，22年Q1/Q2/Q3重卡批发销量同比增速分别为-56.5%/-71.1%/-23.3%，重卡行业批发销量同比降幅明显收窄。目前重卡行业销量距离正常的更新销量中枢尚有距离，今年以二手车形式去化的国五重卡库存在10万台左右，保守估计明年重卡行业销量同比增长10%-20%。

长期看，公路货运稳定增长+出口具备竞争力且潜在空间巨大+治超单车运力下降仍有空间+高端化使行业量价齐升。重卡产品销售多靠口碑，强产品力叠加曼技术平台已达一定保有量下，公司市占率提升显著，我们认为集团物流车份额有望挑战05年29.8%的市占率和牵引车市占率第一的位置。工程车方面，公司是国内龙头，未来将显著受益于规范化下工程重卡销量中枢的上移。AMT重卡渗透率市场化驱动下有望大幅提升，公司在AMT研发和市场验证方面居国内自主技术领先地位。我们认为重卡中高端趋势下源自曼技术平台的T列车及潍柴动力在10L排量的有益补充有望进一步提升公司市占率。

### 四、投资建议与盈利预测

公司是国内重卡龙头，在行业规范化、差异化竞争背景下，依托重汽集团的产品力、供应链体系能力，具备中长期竞争优势。考虑到行业景气度温和复苏，我们预计公司22-24年EPS分别为0.47/1.01/1.33元/股，对应当前股价PE为28.5/13.2/10.0倍。参考公司历史估值、可比公司估值及未来公司空间，给予公司23年18倍PE，合理价值18.10元/股，维持“买入”评级。

## 五、风险提示

**行业景气度下降。**受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，行业景气度存在下行的风险。

**原材料价格上涨。**零部件尤其是芯片供货紧张的压力增加，大宗原材料涨价带来零部件采购价格上涨、成本承压的风险。对主机厂而言，整车价格调整及费用压缩无法完全消化原材料价格上涨带来的零部件采购成本增加，流动资金受限；对供应商来说，零部件价格调整幅度远低于原材料涨幅，供应商成本压力大，可能引发零部件成本矛盾及供货资源风险。

**行业竞争加剧。**汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>32,654</b>	<b>29,791</b>	<b>22,040</b>	<b>22,594</b>	<b>24,206</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>4,153</b>	<b>2,063</b>	<b>1,413</b>	<b>3,405</b>	<b>4,009</b>
货币资金	2,805	7,820	4,500	5,700	7,200	净利润	2,422	1,669	760	1,641	2,172
应收及预付	4,037	6,568	1,912	2,461	3,899	折旧摊销	213	234	475	515	565
存货	10,158	5,000	5,258	6,044	6,695	营运资金变动	1,417	27	3	1,127	1,159
其他流动资产	15,653	10,404	10,370	8,390	6,413	其它	101	133	174	123	113
<b>非流动资产</b>	<b>4,463</b>	<b>5,687</b>	<b>6,435</b>	<b>7,394</b>	<b>8,563</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-851</b>	<b>-450</b>	<b>-925</b>	<b>-1,053</b>	<b>-1,194</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-851	-458	-925	-1,053	-1,194
固定资产	1,188	3,222	3,536	4,010	4,643	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	1,746	918	1,368	1,868	2,418	其他	0	8	0	0	0
无形资产	898	876	861	846	831	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3,604</b>	<b>3,111</b>	<b>-3,807</b>	<b>-1,152</b>	<b>-1,315</b>
其他长期资产	631	670	670	670	670	银行借款	2,100	2,500	1,274	-249	-276
<b>资产总计</b>	<b>37,117</b>	<b>35,478</b>	<b>28,475</b>	<b>29,988</b>	<b>32,769</b>	股权融资	0	5,001	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>27,297</b>	<b>20,093</b>	<b>17,088</b>	<b>17,420</b>	<b>18,525</b>	其他	-5,704	-4,390	-5,081	-903	-1,039
短期借款	1,500	600	1,874	1,624	1,349	<b>现金净增加额</b>	<b>-302</b>	<b>4,724</b>	<b>-3,320</b>	<b>1,200</b>	<b>1,500</b>
应付及预收	20,207	13,169	11,598	12,088	13,049	<b>期初现金余额</b>	<b>2,757</b>	<b>2,455</b>	<b>7,820</b>	<b>4,500</b>	<b>5,700</b>
其他流动负债	5,590	6,323	3,616	3,708	4,127	<b>期末现金余额</b>	<b>2,455</b>	<b>7,179</b>	<b>4,500</b>	<b>5,700</b>	<b>7,200</b>
<b>非流动负债</b>	<b>373</b>	<b>410</b>	<b>410</b>	<b>410</b>	<b>410</b>						
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	373	410	410	410	410						
<b>负债合计</b>	<b>27,669</b>	<b>20,502</b>	<b>17,498</b>	<b>17,830</b>	<b>18,935</b>						
股本	671	1,175	1,175	1,175	1,175						
资本公积	432	4,930	600	600	600						
留存收益	7,379	7,847	7,966	8,688	9,755						
归属母公司股东权益	8,390	13,912	9,701	10,423	11,491						
少数股东权益	1,057	1,063	1,276	1,736	2,344						
<b>负债和股东权益</b>	<b>37,117</b>	<b>35,478</b>	<b>28,475</b>	<b>29,988</b>	<b>32,769</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>59,938</b>	<b>56,099</b>	<b>30,315</b>	<b>37,436</b>	<b>45,925</b>
营业成本	54,252	51,957	28,222	33,940	41,416
营业税金及附加	130	219	106	131	161
销售费用	988	990	376	449	551
管理费用	708	287	264	318	390
研发费用	467	602	303	475	629
财务费用	76	-46	-84	-47	-80
资产减值损失	-200	-134	-150	-100	-110
公允价值变动收益	-13	31	0	0	0
投资净收益	-8	8	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3,104</b>	<b>2,039</b>	<b>988</b>	<b>2,084</b>	<b>2,765</b>
营业外收支	85	48	25	47	56
<b>利润总额</b>	<b>3,189</b>	<b>2,087</b>	<b>1,013</b>	<b>2,131</b>	<b>2,821</b>
所得税	767	419	253	490	649
<b>净利润</b>	<b>2,422</b>	<b>1,669</b>	<b>760</b>	<b>1,641</b>	<b>2,172</b>
少数股东损益	542	631	213	459	608
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,880</b>	<b>1,038</b>	<b>547</b>	<b>1,181</b>	<b>1,564</b>
EBITDA	3,607	2,278	1,519	2,637	3,342
EPS (元)	2.80	0.88	0.47	1.01	1.33

主要财务比率					
至 12 月 31 日	999591	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	50.4%	-6.4%	-46.0%	23.5%	22.7%
营业利润增长	52.8%	-34.3%	-51.5%	110.9%	32.7%
归母净利润增长	53.7%	-44.8%	-47.3%	116.0%	32.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.5%	7.4%	6.9%	9.3%	9.8%
净利率	4.0%	3.0%	2.5%	4.4%	4.7%
ROE	22.4%	7.5%	5.6%	11.3%	13.6%
ROIC	23.5%	10.5%	6.1%	11.9%	14.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	74.5%	57.8%	61.4%	59.5%	57.8%
净负债比率	292.9%	136.9%	159.4%	146.6%	136.9%
流动比率	1.20	1.48	1.29	1.30	1.31
速动比率	0.82	1.23	0.98	0.94	0.94
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.61	1.58	1.06	1.25	1.40
应收账款周转率	16.16	9.76	16.59	15.87	12.17
存货周转率	5.90	11.22	5.77	6.19	6.86
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.80	0.88	0.47	1.01	1.33
每股经营现金流	6.19	1.76	1.20	2.90	3.41
每股净资产	12.50	11.84	8.26	8.87	9.78
<b>估值比率</b>					
P/E	11.23	19.12	28.48	13.19	9.96
P/B	2.52	1.43	1.61	1.49	1.36
EV/EBITDA	5.49	5.54	8.53	4.36	2.91

## 广发汽车行业研究小组

- 张 乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 邓崇静：资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 李 爽：资深分析师，复旦大学金融硕士，南京大学理学学士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 周 伟：高级分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：研究员，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：研究员，硕士，毕业于香港中文大学，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。