

【广发汽车&海外】英恒科技(01760.HK)

23 年 H1 点评：营收增速亮眼，域控新品打开成长空间

核心观点：

- **受益于汽车新能源、智能化，23H1 公司收入同比+26.5%。**根据财报，23H1 公司实现营收 26.3 亿元，同比+26.5%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+1.3%，收入高速增长主要受益于新能源汽车销量高速增长，根据中汽协统计，23H1 新能源汽车销量同比+44.1%，渗透率提升至 28.3%。分业务来看，新能源/车身系统/安全系统/动力系统/智驾网联/云服务/服务收入及其他分别实现收入为 12.5/4.2/3.9/2.2/2.0/0.9/0.6 亿元，分别同比为 58.1%/-3.2%/43.1%/41.0%/117.7%/-71.1%/95.4%。
- **持续高研发投入，盈利能力短期承压。**根据财报，23H1 公司实现毛利率为 20.6%，同比-1.0pct/环比-0.9pct，净利率为 5.9%，同比-1.5pct/环比-3.6pct，毛利率同比下降主要系收入结构调整；期间费用率为 14.2%，同比+1.4pct/环比+3.0pct，其中销售/管理（包含研发）/财务费用率分别为 2.0%/10.4%/1.8%，同比-0.3/+0.7/+1.0pct，管理费用率增加主要系公司加大对智能化研发投入，扩大了人员招聘，增加了软件和设备的资本支出，使得研发费用率增加为 8.9%，同比+1.8pct。
- **新能源化、智能化齐头并进，产品量价齐升。**23H1 公司推出面向 L2+ 和 L2++ 等级智驾场景的 MAD3.5 域控制器，实现功能安全、信息安全、舱驾一体全面升级。此外，公司还推出了两款基于英飞凌多核处理器的高端前后区域控制器解决方案。
- **盈利预测与投资建议：**公司定位轻资产、重研发的汽车电子解决方案提供商，受益于汽车新能源&智能化，产品升级+品类扩张驱动业务持续向上。预计公司 23-25 年 EPS 为 0.33/0.41/0.50 元/股，考虑公司独特的商业模式、历史估值及可比估值，给予 23 年 15xPE，对应 5.45 港元/股（汇率 1 港元=0.92 元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济不及预期；原材料价格波动；技术迭代风险。

盈利预测：

单位/百万	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3176.16	4829.94	6065.13	7436.51	8789.48
增长率（%）	59.4%	52.1%	25.6%	22.6%	18.2%
EBITDA（百万元）	294.95	580.32	602.28	710.43	834.31
归母净利润（百万元）	200.61	414.96	364.22	444.31	542.86
增长率（%）	111.6%	106.9%	-12.2%	22.0%	22.2%
EPS（元/股）	0.19	0.38	0.33	0.41	0.50
市盈率（x）	18.47	8.09	6.87	5.90	4.95
ROE（%）	19.4%	19.4%	14.6%	15.1%	15.6%
EV/EBITDA（x）	18.47	8.09	6.87	5.90	4.95

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-H

当前价格

3.27 港元

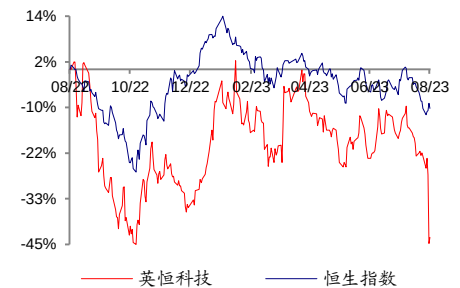
合理价值

5.45 港元

报告日期

2023-08-27

相对市场表现



分析师：

周伟



SAC 执证号：S0260522090001



021-38003684



gfzhwei@gf.com.cn

分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

张乐



SAC 执证号：S0260512030010



021-38003686



gfzhangle@gf.com.cn

分析师：

邓崇静



SAC 执证号：S0260518020005



SFC CE No. BEY953



020-66335145



dengchongjing@gf.com.cn

请注意，周伟、闫俊刚、张乐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、受益于汽车电动化、智能化，23H1 公司收入同比+26.5%	4
二、持续高研发投入，盈利能力短期承压	5
三、新能源化、智能化齐头并进，产品量价齐升	5
四、盈利预测和投资建议	9
五、风险提示	11

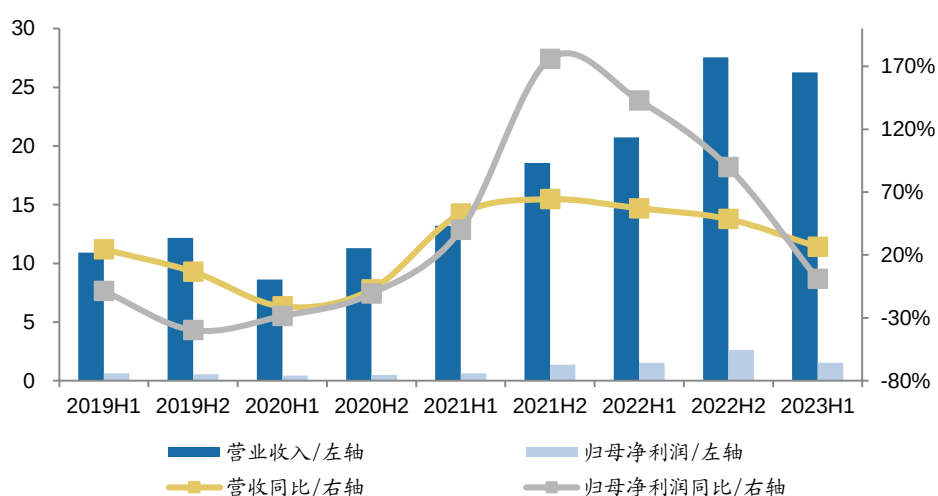
图表索引

图 1: 2019-2023H1 分半年度公司营收、归母净利润（亿元）及同比增速（%）	4
图 2: 2019-2023H1 分半年度公司分业务结构	4
图 3: 公司半年度口径毛利率、净利率及期间费用率	5
图 4: 公司半年度口径销售、管理及财务费用率	5
图 5: 2014-2023M1-M7 新能源乘用车销量快速增长	6
图 6: 2022 年至今新能源乘用车月度销量情况（辆）	6
图 7: 中国 BMS 市场规模（亿元）快速攀升	6
图 8: 公司的新能源汽车解决方案	7
图 9: 标配 L2 车型、L2+硬件能力车型渗透率	7
图 10: 公司的智驾网联解决方案	8
图 11: 公司定位轻资产、重研发的汽车电子解决方案提供商	8
图 12: 公司历史 PE TTM 估值变化情况（倍）	10
表 1: 公司主要业务拆分表	9
表 2: 可比公司估值（2021、2022 年对应年末最后一个交易日收盘价，2023、2024 年对应 2023 年 8/25 日收盘价）	10

一、受益于汽车电动化、智能化，23H1 公司收入同比+26.5%

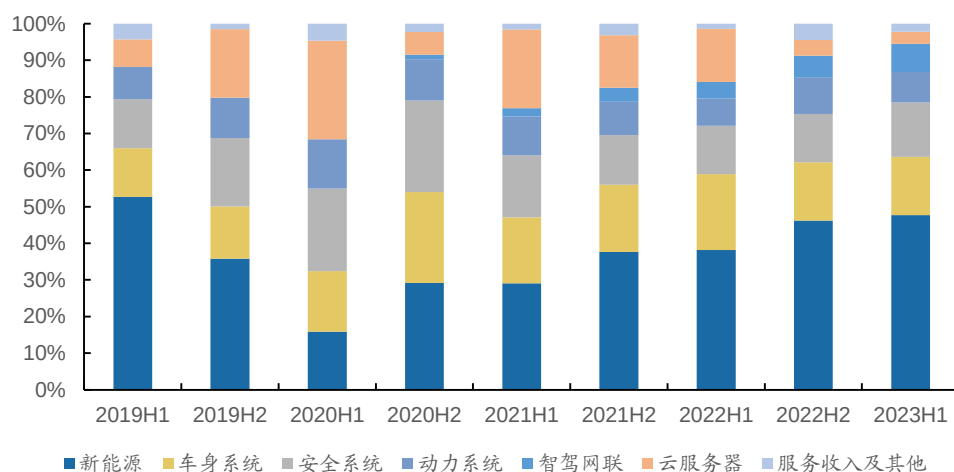
根据财报，23H1公司实现营收26.3亿元，同比+26.5%；扣非归母净利润1.5亿元，同比+1.3%，收入高速增长主要受益于新能源汽车销量高速增长，根据中汽协统计，23H1国内汽车销量同比+9.8%，其中，新能源汽车同比+44.1%，渗透率提升至28.3%。分业务来看，新能源/车身系统/安全系统/动力系统/智驾网联/云服务/服务收入及其他分别实现收入为12.5/4.2/3.9/2.2/2.0/0.9/0.6亿元，分别同比为58.1%/-3.2%/43.1%/41.0%/117.7%/-71.1%/95.4%。

图 1：2019-2023H1分半年度公司营收、归母净利润（亿元）及同比增速（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2019-2023H1分半年度公司分业务结构

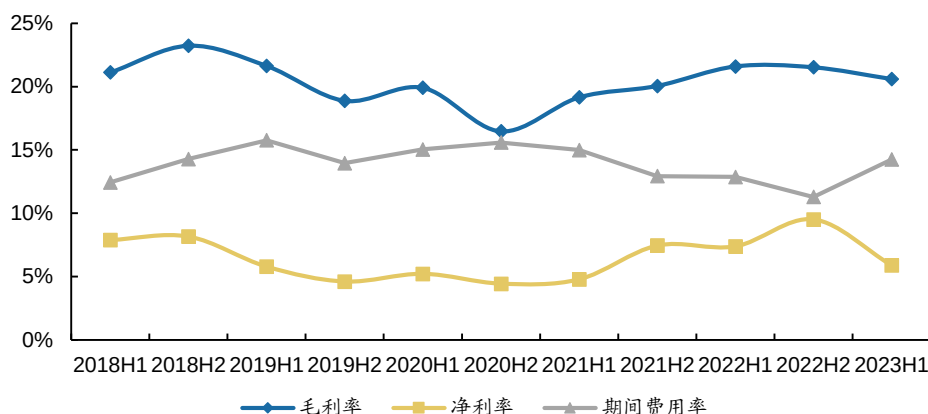


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、持续高研发投入，盈利能力短期承压

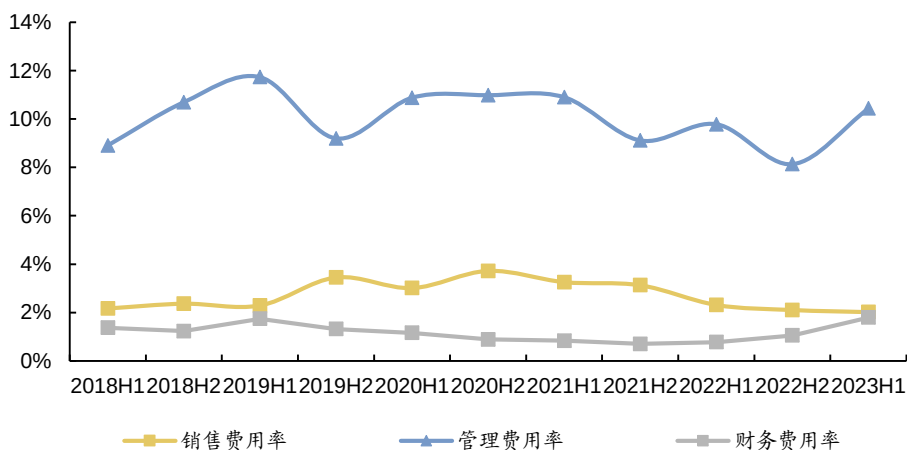
根据财报，23H1公司实现毛利率为20.6%，同比-1.0pct/环比-0.9pct，净利率为5.9%，同比-1.5pct/环比-3.6pct，主要系收入结构调整和汇率影响；期间费用率为14.2%，同比+1.4pct/环比+3.0pct，其中销售/管理（包含研发）/财务费用率分别为2.0%/10.4%/1.8%，同比-0.3/+0.7/+1.0pct，管理费用率增加主要系公司加大对智能化研发投入，扩大了人员招聘，增加了软件和设备的资本支出，使得研发费用率增加为8.9%，同比+1.8pct。

图 3：公司半年度口径毛利率、净利率及期间费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：公司半年度口径销售、管理及财务费用率



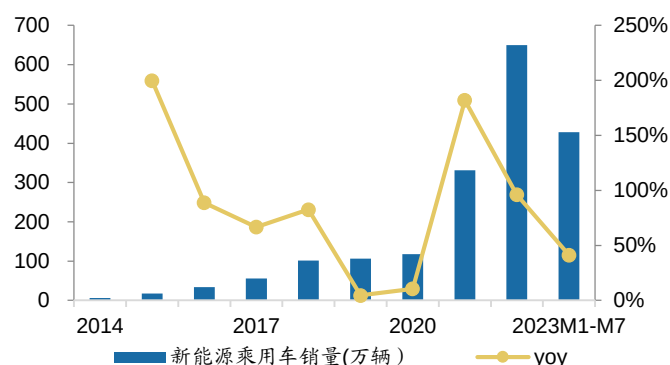
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、新能源化、智能化齐头并进，产品量价齐升

新能源汽车渗透率持续提升，驱动汽车新能源电子产品行业市场规模持续增长。

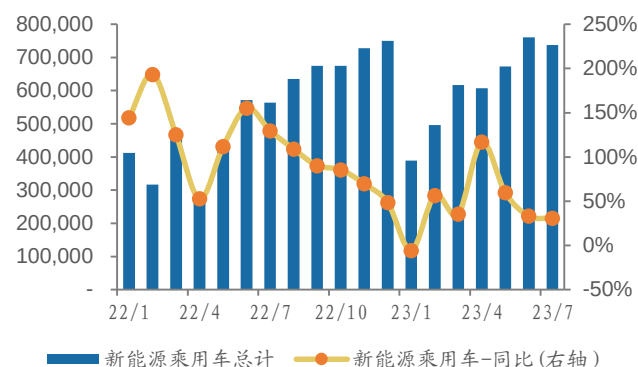
根据乘联会数据统计，随着新能源汽车渗透率持续提升，2022年国内新能源乘用车销量已达649万辆，同比+96.1%。从月度口径来看，23年7月渗透率（乘联会口径）已达35%。随着汽车新能源化推动电池热管理系统（BMS）、电控系统等产品持续升级，渗透率不断提升。

图 5：2014-2023M1-M7新能源乘用车销量快速增长



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

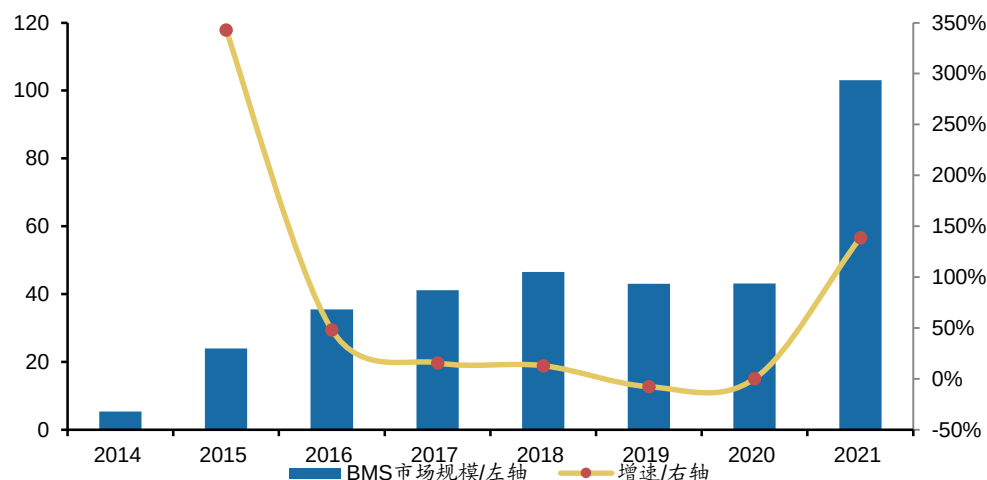
图 6：2022年至今新能源乘用车月度销量情况（辆）



数据来源：乘联会、广发证券发展研究中心

以BMS市场为例，根据华经产业研究院数据，2014-2021年中国BMS市场规模由5.4亿增长至103.1亿，CAGR达到52.4%。

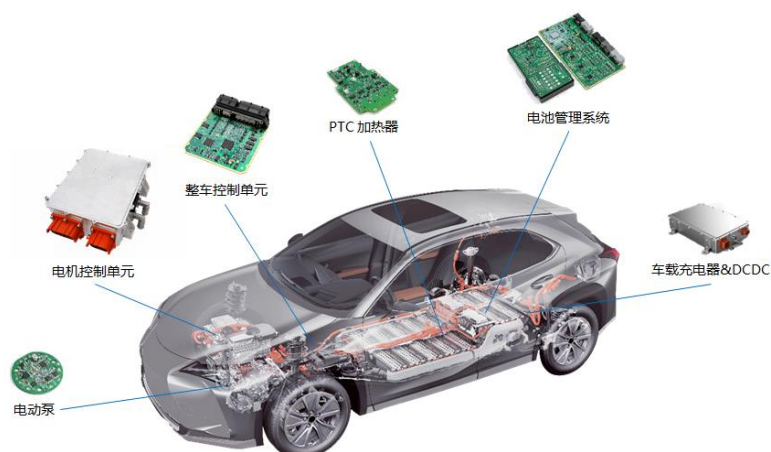
图 7：中国BMS市场规模（亿元）快速攀升



数据来源：华经产业研究院、广发证券发展研究中心

公司是新能源汽车解决方案提供商，产品矩阵丰富。公司自2008年进入新能源汽车领域后，致力于研究关键电控核心技术包括功率电子、嵌入式软件、功能安全及系统集成等，持续拓品类发展，产品包括电池管理系统、电机控制器及整车控制器等，产品已覆盖新能源头部零部件供应商及主机厂。根据财报，2022年新能源业务表现突出，实现业务收入20.7亿元，同比+91.0%，占营业收入比重达42.8%。

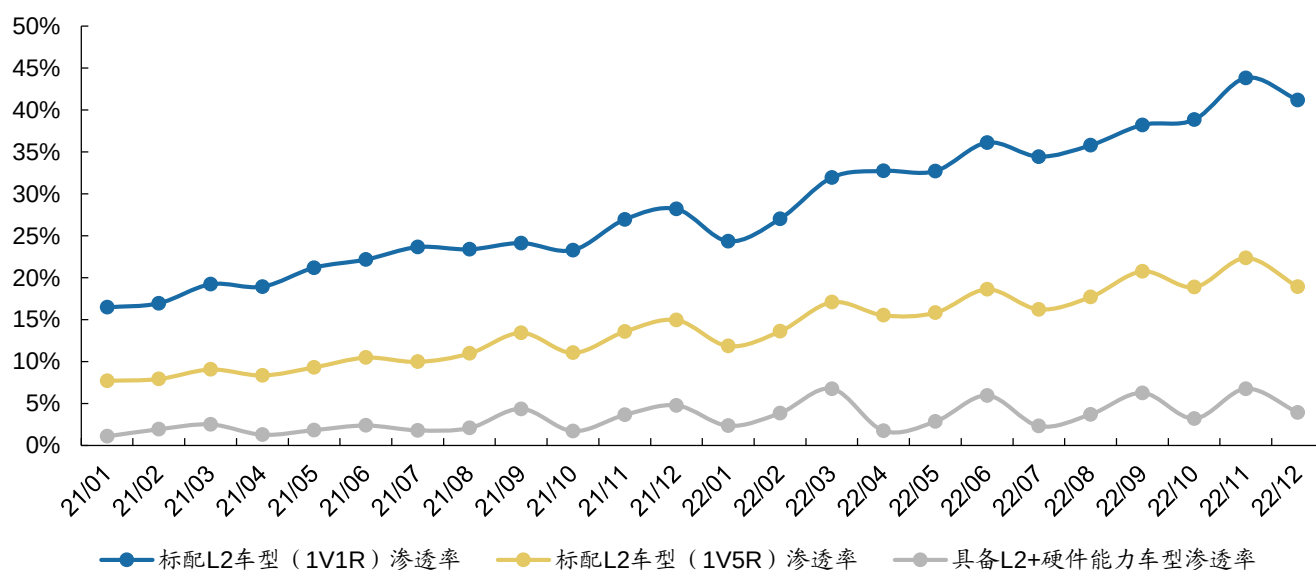
图 8: 公司的新能源汽车解决方案



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

随着汽车智能化不断升级, L2车型与L2+硬件能力车型渗透率持续提升, 智能化零部件市场不断扩容。我们根据汽车之家车型配置统计, 2022年12月标配L2车型 (1V1R) 的渗透率达到41.2%, 标配L2车型 (1V5R) 渗透率18.9%, 具备L2+硬件能力车型渗透率达到3.9%, 同比分别+14.1pct、+7.3pct和+1.9pct。

图 9: 标配L2车型、L2+硬件能力车型渗透率

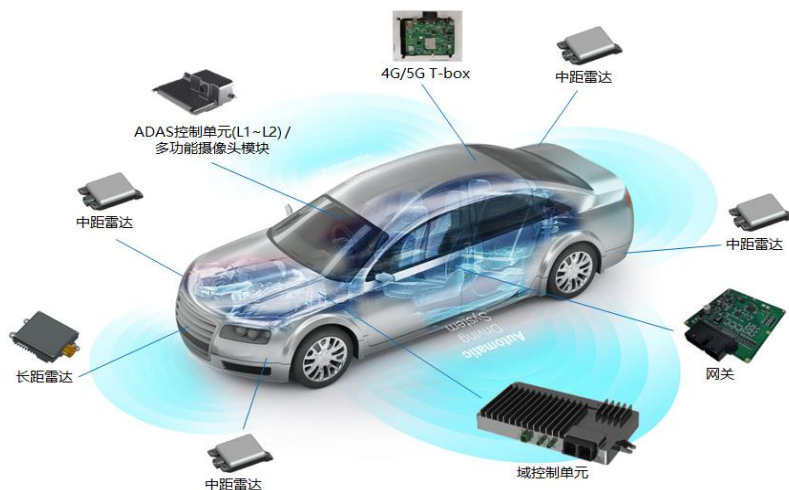


数据来源: 汽车之家、交强险、广发证券发展研究中心

公司自2016年起前瞻布局智能汽车领域, 是智驾网联解决方案提供商。公司自2016年进入智能汽车领域, 覆盖产品包括自动驾驶域控、智能网关、激光雷达、高精度传感器模组等。公司于2020年与中国智驾芯片企业地平线建立合作伙伴关系, 并基于地平线第三代车规级AI芯片征程5推出首个面向市场的自动驾驶域控MADC2, 可满足智驾在行车、泊车或座舱方面的需求。并于今年上半年, 公司推出面向L2+和L2++等级智驾场景的MADC3.5域控制器, 实现功能安全、信息安全、舱驾一体全面升级。此外, 公司还推出了两款基于英飞凌第3代AURIX™ TC4x系列多核处理器的

高端前后区域控制器解决方案。根据财报，2022年新能源业务表现突出，实现业务收入2.6亿元，同比+151.3%，占营业收入比重达5.2%。

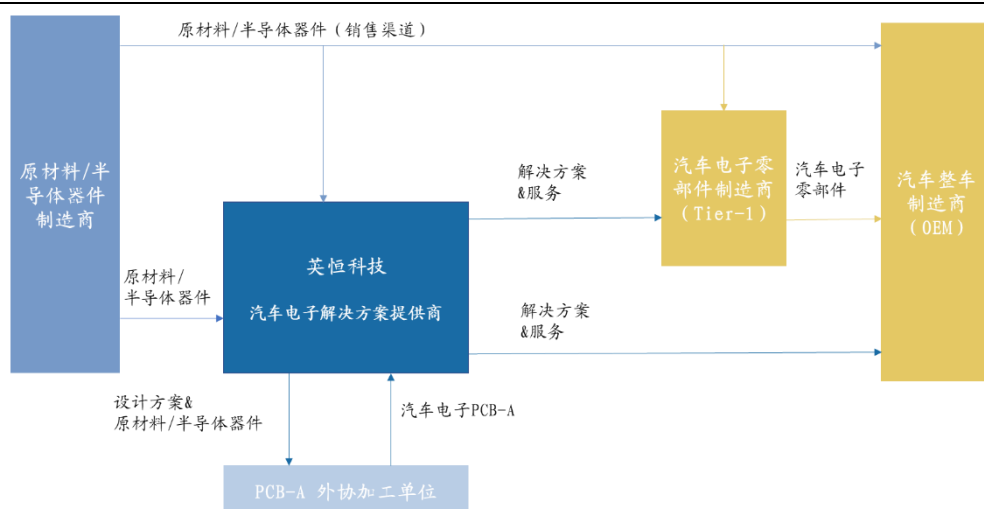
图 10: 公司的智驾网联解决方案



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司定位轻资产、重研发的汽车电子解决方案提供商，是半导体和汽车电子零部件厂商及车企之间的桥梁。公司的产业链地位比较独特，作为汽车电子产业服务平台，由于多年深耕汽车电子领域，对各类芯片有深厚的理解，并为下游汽车电子零部件Tier 1和车企提供个性化的解决方案。

图 11: 公司定位轻资产、重研发的汽车电子解决方案提供商



数据来源：公司业绩发布会、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

公司定位轻资产、重研发的汽车电子解决方案提供商，是半导体和汽车电子零部件厂商及车企之间的桥梁，受益于汽车新能源&智能化，产品升级+品类扩张驱动业务持续向上。**主营业务核心假设：**

(1) 新能源业务：受益于新能源汽车渗透率持续提升，公司持续拓品类发展，预计公司2023-2025年新能源业务实现收入29.56、36.94、44.33亿元，分别同比+43.0%、+25.0%、+20.0%。

(2) 车身系统业务：受益于汽车智能化，公司车身系统继续拓品类发展，短期收入受客户库存影响，中长期业务继续稳步发展，预计公司2023-2025年车身系统实现收入8.42、9.26、10.00亿元，分别同比-3.0%、+10.0%、+8.0%；

(3) 安全系统&动力系统业务：由于公司和传统外资巨头企业相比具备服务响应速度快，持续演绎国产替代逻辑，此外，受益于产品升级带来市场规模持续扩容，预计安全系统实现收入8.52、10.23、11.86亿元，分别同比+34%、+20.0%、+16.0%；动力系统实现收入5.70、6.84、7.87亿元，分别同比+32.0%、+20.0%、+15.0%。

(4) 智驾网联业务：受益汽车智能化带来产品渗透率提升以及产品不断升级，预计公司2023-2025年智驾网联业务实现收入4.84、7.26、9.80亿元，分别同比+90.0%、+50.0%、+35.0%。

由于公司定位为成本加成的汽车电子服务商，公司毛利率整体保持基本稳定，预计2023-2025年毛利率为20.2%、19.7%、19.6%。

表 1：公司主要业务拆分表

单位：百万元/CNY	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,017	2,309	1,993	3,176	4,830	6,065	7,437	8,789
YOY	36.9%	14.5%	-13.7%	59.4%	52.1%	25.6%	22.6%	18.2%
分业务								
新能源	713	1,012	467	1,082	2,067	2,956	3,694	4,433
YOY	102.0%	41.8%	-53.8%	131.7%	91.0%	43.0%	25.0%	20.0%
车身系统	381	318	422	579	868	842	926	1,000
YOY	8.9%	-17.0%	32.7%	37.1%	50.0%	-3.0%	10.0%	8.0%
安全系统	362	374	478	476	636	852	1,023	1,186
YOY	4.3%	3.0%	27.9%	-0.4%	33.5%	34.0%	20.0%	16.0%
动力系统	219	230	244	309	432	570	684	787
YOY	19.0%	5.0%	6.0%	26.6%	39.9%	32.0%	20.0%	15.0%
智驾网联			13	101	255	484	726	980
YOY				679.8%	151.3%	90.0%	50.0%	35.0%
云服务器	232	311	303	550	420	168	151	136
YOY	65.0%	34.2%	-2.5%	81.5%	-23.5%	-60.0%	-10.0%	-10.0%

服务收入及其他	108	65	66	79	152	193	232	266
YOY	9.8%	-40.5%	2.3%	20.0%	91.8%	27.0%	20.0%	15.0%
毛利	450	466	358	625	1,041	1,225	1,465	1,723
毛利率	22.3%	20.2%	18.0%	19.7%	21.6%	20.2%	19.70%	19.6%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

与可比公司相比，公司是国内少数实现同时受益于汽车智能化、新能源化带来赛道的汽车电子企业，紧跟汽车行业发展趋势，业务结构良好。公司定位轻资产、重研发的汽车电子解决方案提供商，商业模式比较独特。新能源业务继续快速增长，车身&安全&动力稳步增长，价值量大的智驾域控有望打开成长空间，我们认为公司具有良好的持续成长能力。

我们预计公司23-25年EPS为0.33/0.41/0.50元/股，考虑公司定位轻资产、重研发的独特商业模式、历史估值及可比估值，给予23年15xPE，对应5.45港元/股（汇率1港元=0.92元人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（2021、2022年对应年末最后一个交易日收盘价，2023、2024年对应2023年8/25日收盘价）

可比公司	每股净收益（元/股）				PE/倍			
	2021A	2022A	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
002920.SZ 德赛西威	1.50	2.13	2.77	3.87	94.3	49.5	50.1	35.8
603786.SH 科博达	0.97	1.11	1.59	2.1	82.8	59.3	46.5	35.6
002402.SZ 和而泰	0.61	0.48	0.69	1.0	45.0	30.4	20.1	14.4

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

可比公司盈利预测德赛西威来自 Wind 一致预期，科博达、和而泰来自广发证券预测

图 12：公司历史PE TTM估值变化情况（倍）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

宏观经济不及预期：汽车行业与宏观经济关联度较高，全球经济和国内宏观经济的周期性波动都将对我国汽车生产和消费带来影响。

原材料价格波动：公司生产的汽车电子产品所用的原材料为主要包括电子元器件（电阻、电感、电容、IC、芯片、晶振等）、PCB等各类结构件，原材料价格的波动将会直接影响公司的生产成本。

技术迭代不及市场的风险：汽车行业新技术加速迭代，电动化、智能化、网联化技术甚至带来行业颠覆性变革，若公司在自身的创新改善、新品开发等方面不达预期，则对公司的经营业绩、核心竞争力和未来发展产生不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,294	3,351	4,891	6,110	7,525
货币资金	572	337	985	1,582	2,409
应收及预付	1,163	1,698	2,022	2,376	2,686
存货	498	1,086	1,613	1,825	2,061
其他	33	231	271	327	369
非流动资产	565	724	861	942	1,014
长期股权投资	11	13	15	17	19
固定资产	170	195	203	218	238
无形资产	257	358	411	463	510
其他	138	170	246	260	265
资产总计	2,859	4,075	5,752	7,052	8,539
流动负债	1,097	1,907	3,025	3,579	4,122
短期借款	632	950	1,650	2,000	2,370
应付及预收	237	331	484	547	628
其他	228	626	891	1,031	1,123
非流动负债	19	20	213	513	913
长期债务	0	0	200	500	900
其他	19	20	13	13	13
负债合计	1,116	1,926	3,238	4,092	5,035
股本	9	9	9	9	9
归属母公司股东权益	1,743	2,138	2,502	2,947	3,489
少数股东权益	1	11	12	13	15
负债和股东权益	2,859	4,075	5,752	7,052	8,539

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,176	4,830	6,065	7,437	8,789
营业成本	2,551	3,789	4,840	5,972	7,067
销售费用	101	106	133	164	193
管理费用	313	427	594	714	835
研发费用	206	332	485	580	668
财务费用	-5	40	99	100	97
所得税	17	44	41	50	60
净利润	200	411	365	446	544
少数股东损益	0	-4	1	2	2
归属母公司净利润	201	415	364	444	543
EBIT	235	495	505	595	702
EBITDA	295	580	602	710	834
EPS (元)	0.19	0.38	0.33	0.41	0.50

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-15	-293	86	255	382
净利润	201	415	364	444	543
折旧摊销	0	-4	1	2	2
营运资金变动	60	85	97	115	132
其它	10	4	98	111	122
投资活动现金流	-222	-194	-232	-188	-196
资本支出	-159	-200	-158	-182	-199
投资变动	-64	4	-13	-14	-5
其他	0	1	-64	6	6
筹资活动现金流	428	205	794	530	641
银行借款	192	249	900	650	770
股权融资	261	6	0	0	0
其他	4	13	0	0	0
现金净增加额	183	-235	648	598	827
期初现金余额	388	572	337	985	1,582
期末现金余额	572	337	985	1,582	2,409

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长	59.4%	52.1%	25.6%	22.6%	18.2%
归母净利润增长	111.6%	106.9%	-12.2%	22.0%	22.2%
获利能力					
毛利率	19.7%	21.5%	20.2%	19.7%	19.6%
净利率	6.3%	8.6%	6.0%	6.0%	6.2%
ROE	19.4%	19.4%	14.6%	15.1%	15.6%
ROIC	14.4%	14.4%	10.4%	9.8%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	39.0%	47.3%	56.3%	58.0%	59.0%
净负债比率	3.4%	28.5%	34.4%	31.0%	24.6%
流动比率	2.09	1.76	1.62	1.71	1.83
速动比率	1.61	1.16	1.06	1.18	1.30
每股指标 (元)					
每股收益	0.19	0.38	0.33	0.41	0.50
每股经营现金流	-0.01	-0.27	0.08	0.23	0.35
每股净资产	1.61	1.97	2.30	2.71	3.21
估值比率					
P/E	18.47	8.09	6.87	5.90	4.95
P/B	3.09	1.91	1.31	1.11	0.94
EV/EBITDA	18.47	8.09	6.87	5.90	4.95

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。

周 伟：资深分析师，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：高级研究员，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：高级研究员，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 47 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。