

德邦股份 (603056.SH)

费用管控成效凸显，等待融合作用发挥

核心观点：

- **经营和财务数据：**公司发布 2023 年年报，23 年，公司实现营收 362.79 亿元，同比+15.57%，其中快运业务营收为 322.80 亿元，同比+18.19%，快递业务营收为 27.28 亿元，同比-11.22%。公司毛利率为 8.57%，同比下降 1.63ppts。23 年，公司实现归母净利润 7.46 亿元，同比+13.32%，扣非归母净利润 5.68 亿元，同比+76.77%。
- **费用管控成效凸显，等待融合作用发挥。**23 年，公司期间费用 23.86 亿元，同比-13.71%，期间费用占收入比下降 2.23ppts。其中，销售费用 4.80 亿元，同比+13.76%，占收入比同比基本持平，主要为公司强化销售能力建设，增加销售人员投入，助力营业收入增长；管理费用 15.60 亿元，同比-19.75%，占收入比同比下降 1.89ppts，主要为公司持续推进科技赋能、流程优化，促进管理效率不断提升，职能组织持续扁平化，实现了管理费用有质量的下降。费用率的下降有效冲抵了公司为推进网络融合项目、各成本上升导致的毛利率下降，最终归母净利率同比保持稳定。向后展望，公司与京东物流持续中转、运输环节的网络融合。据德邦股份公告，24 年公司预计向京东集团提供的劳务提升至 78 亿元，体量同比增长 114%，体量进一步加大，等待融合作用发挥。
- **盈利预测与投资建议。**德邦为中国直营快运头部企业，规模、盈利处于领先地位，当前行业格局改善、公司与京东物流整合持续推进的背景下，公司的增长中枢与盈利水平有望迎来提升，我们预计 24-26 年 EPS 分别为 1.07、1.39、1.60 元/股，参考可比公司，给予公司 24 年 18 倍 PE 估值，对应合理价值 19.26 元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示。**行业需求增长不及预期、行业价格竞争再度恶化、并购整合协同不及预期、宏观环境承压等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	31392	36279	44739	51164	56130
增长率（%）	0.1%	15.6%	23.3%	14.4%	9.7%
EBITDA（百万元）	3708	3601	3657	3975	4272
归母净利润（百万元）	658	746	1104	1424	1642
增长率（%）	345.4%	13.3%	48.0%	29.0%	15.3%
EPS（元/股）	0.65	0.74	1.07	1.39	1.60
市盈率（P/E）	32.05	19.55	15.17	11.75	10.20
ROE（%）	9.5%	9.7%	12.8%	14.3%	14.3%
EV/EBITDA	6.30	4.43	4.39	3.70	3.06

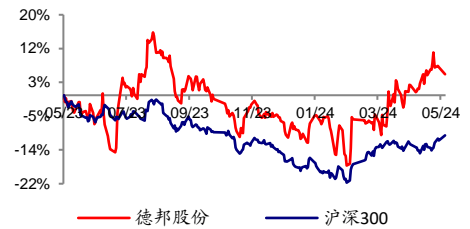
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	16.37 元
合理价值	19.26 元
报告日期	2024-05-08

相对市场表现



分析师：

许可



SAC 执证号：S0260523120004



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师：

周延宇



SAC 执证号：S0260523120008



0755-82534236



zhouyanyu@gf.com.cn

分析师：

钟文海



SAC 执证号：S0260523120011



zhongwenhai@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，许可、周延宇、钟文海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、立足中高端赛道，直营快运龙头企业	4
二、盈利水平修复，等待导流作用持续兑现.....	5
三、盈利预测和投资建议.....	8
四、风险提示	9

图表索引

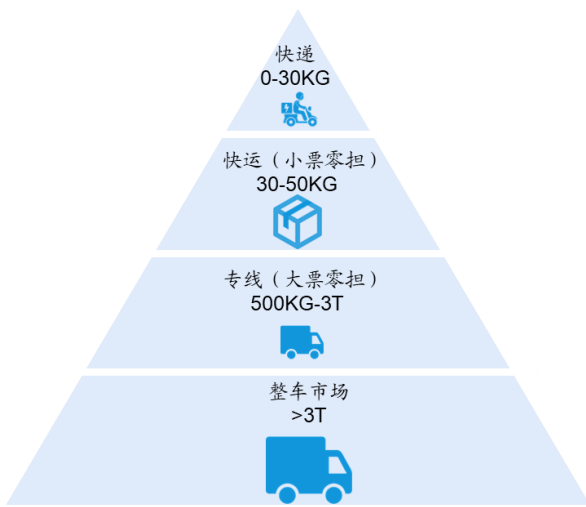
图 1: 公路货运行业可分为快递、快运、专线与整车	4
图 2: 快运行业可分为中高端和中低端两大赛道	4
图 3: 与快递一样, 快运中高端与中低端品牌特征不同	5
图 4: 快运市场竞争三大要素为价格、时效和服务	5
图 5: 23 年德邦调整了业务口径, 快运成为主要业务板块	6
图 6: 因网络融合项目, 公司成本有所上升	7
图 7: 公司毛利率有所下滑	7
图 8: 公司期间费用率有所优化	7
图 9: 公司归母净利润实现持续增长	7
图 10: 京东物流导流体量逐步加大	8
表 1: 直营快运已基本形成双寡头的竞争格局 (口径为营收: 亿元)	5
表 2: 德邦股份盈利预测表 (单位: 百万元)	9
表 3: 可比公司估值	9

一、立足中高端赛道，直营快运龙头企业

根据货物重量的差异，公路货运行业可细分为快递、快运、专线与整车。从快递到整车，单票重量逐步上升，利润率逐步下降，市场规模逐步增大。其中快运（小票零担，30-50KG）与专线（大票零担，500KG-3T）共同组成零担货运行业。

快运行业内部，根据运输货品及业务模式的不同，可细分为中高端和中低端两大赛道。其中，安能物流、中通快运、韵达快运、百世快运、壹米滴答、顺心捷达等占据中低端赛道，京东物流（德邦股份+京东快运+跨越速运）、顺丰快运占据中高端赛道。

图 1：公路货运行业可分为快递、快运、专线与整车



数据来源：广发证券发展研究中心

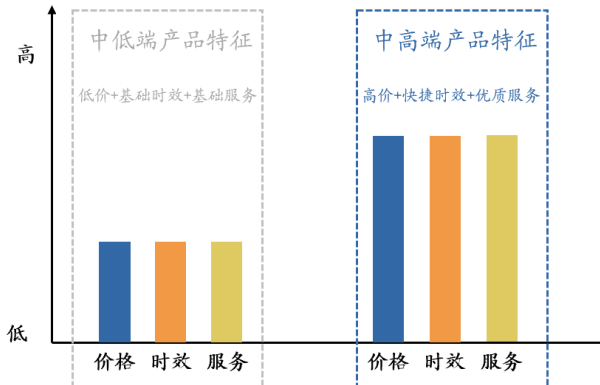
图 2：快运行业可分为中高端和中低端两大赛道



数据来源：广发证券发展研究中心

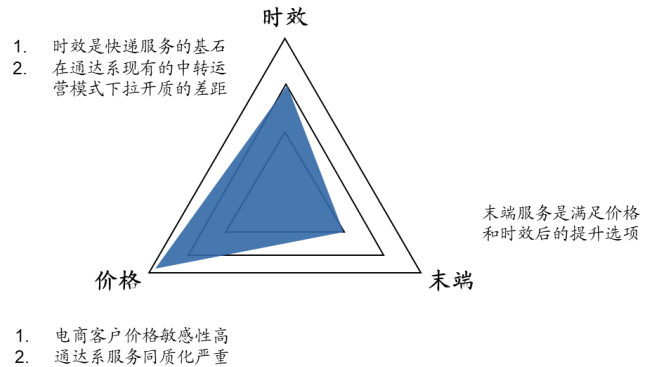
与快递行业相同，企业在快运市场中竞争的三大要素包括价格、时效和服务。市场上，中高端快递产品的主要特征为“高价+快捷时效+优质服务”，而中低端快递产品的主要特征为“低价+基础时效+基础服务”。

图 3: 与快递一样, 快运中高端与中低端品牌特征不同



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 4: 快运市场竞争三大要素为价格、时效和服务



数据来源: 广发证券发展研究中心

顺丰并购新邦物流后, 组成直营制与加盟制双品牌运营; 京东物流20年收购跨越速运、22年收购德邦股份后, 直营快运赛道当前已基本形成双寡头的竞争格局, 其余尾部玩家收入体量已较小。

表 1: 直营快运已基本形成双寡头的竞争格局 (口径为营收: 亿元)

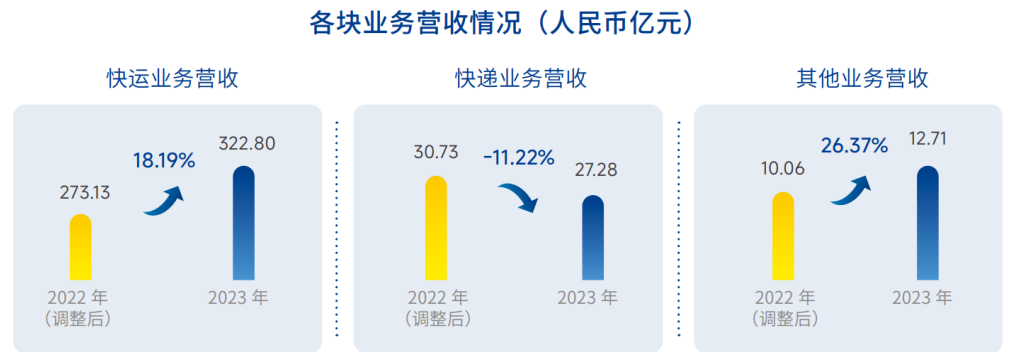
	现状	2020	2021	2022
顺丰快运	营收体量行业第一	207.76	302.3	339.3
新邦物流	18年被顺丰收购改名顺心捷达	-	-	42.4
德邦股份	22年3月被京东物流收购	106.5	106.8	96.0
京东快运	京东物流快运业务	10	67.0	68.0
跨越速运	20年8月被京东物流收购	-	113.0	139.7
天地华宇	体量已较小	14.5	13.0	-

数据来源: 运联智库, 京东物流公告, 亿欧网, 广发证券发展研究中心

二、盈利水平修复, 等待导流作用持续兑现

23年, 公司实现营收362.79亿元, 同比+15.57%, 其中快运业务营收为322.80亿元, 同比+18.19%, 快递业务营收为27.28亿元, 同比-11.22%。公司于23年调整了产品分类, 将“标准快递”、“特快专递”等票均重量较低的产品分类为快递业务, 将其他票均重量较高的“大件快递3.60”、“航空大件”等产品分类为快运业务。

图 5: 23年德邦调整了业务口径, 快运成为主要业务板块

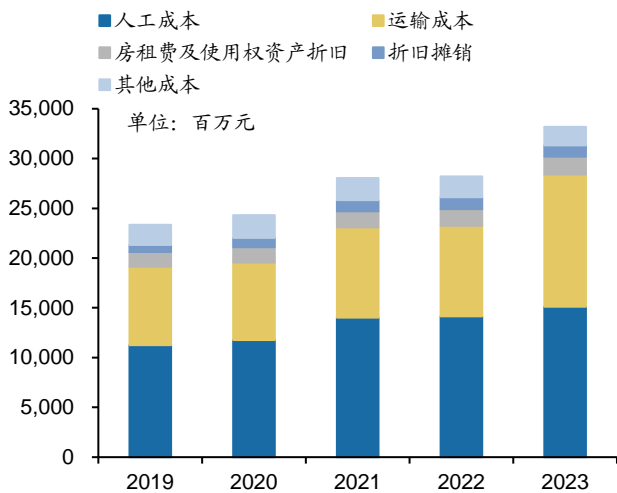


数据来源: 德邦股份2023年年报, 广发证券发展研究中心

成本方面, 23年公司营业成本为331.72亿元, 同比+17.66%, 拆分来看, 人工成本为151.07亿元, 同比+6.79%, 占收入比同比下降3.42ppts, 公司通过调整网点区位、优化人员布局、提升收派人员四轮车占比、提升自动化设备占比等精益管理举措的推进, 实现更趋精准化的人员投放, 促进收派、分拣等业务环节操作效率的持续提升; 运输成本为132.88亿元, 同比+45.74%, 占收入比同比上升7.58ppts, 主要系随着网络融合项目的推进, 以及以运输成本为主的整拼车业务体量提升, 运输成本占收入比同比上升。同时, 为提升客户体验, 增强产品竞争力, 公司主动增加运输资源投入, 保障运输时效、质量的稳定性, 扩大标准派送范围; 房租费及使用权资产折旧为17.97亿元, 同比+8.78%, 占收入比同比下降0.31ppt, 主要为随着对网络融合项目83个转运场的全面接管, 公司分拨中心数量、租赁面积增加; 折旧摊销为11.27亿元, 同比-4.58%, 占收入比同比下降0.66ppt, 主要为公司长期资产布局于2022年已基本完成, 后续主要进行维稳性支出; 其他成本18.52亿元, 同比-11.58%, 占收入比同比下降1.57ppts。

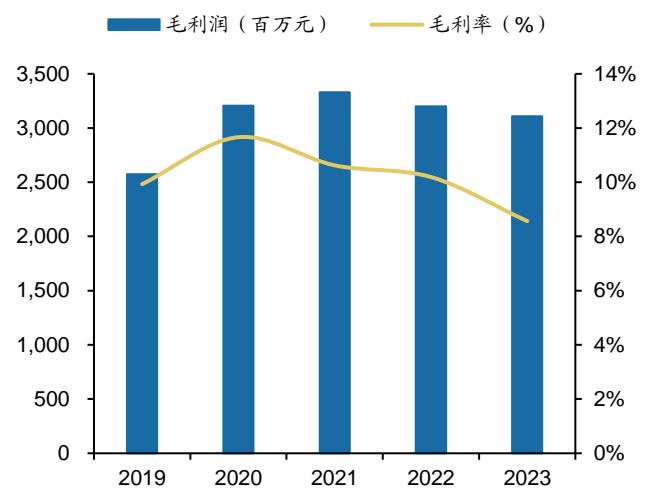
毛利方面, 由于公司推行网络融合项目, 承接京东物流的快运业务, 需要一定的前置投入以及整合时间, 因此在23年, 公司毛利率有所下滑, 同比下降1.63ppts至8.57%。

图 6: 因网络融合项目, 公司成本有所上升



数据来源: 德邦股份年报, 广发证券发展研究中心

图 7: 公司毛利率有所下滑

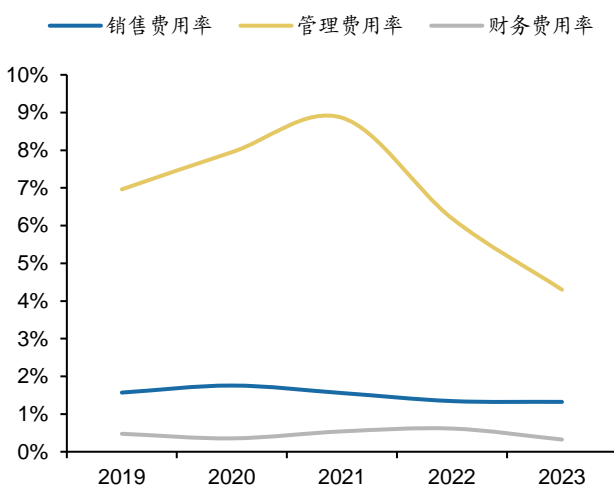


数据来源: 德邦股份年报, 广发证券发展研究中心

23年, 公司期间费用23.86亿元, 同比-13.71%, 期间费用占收入比下降2.23ppts。其中, 销售费用4.80亿元, 同比+13.76%, 占收入比同比基本持平, 主要为公司强化销售能力建设, 增加销售人员投入, 助力营业收入增长; 管理费用15.60亿元, 同比-19.75%, 占收入比同比下降1.89ppts, 主要为公司持续推进科技赋能、流程优化, 促进管理效率不断提升, 职能组织持续扁平化, 实现了管理费用有质量的下降。

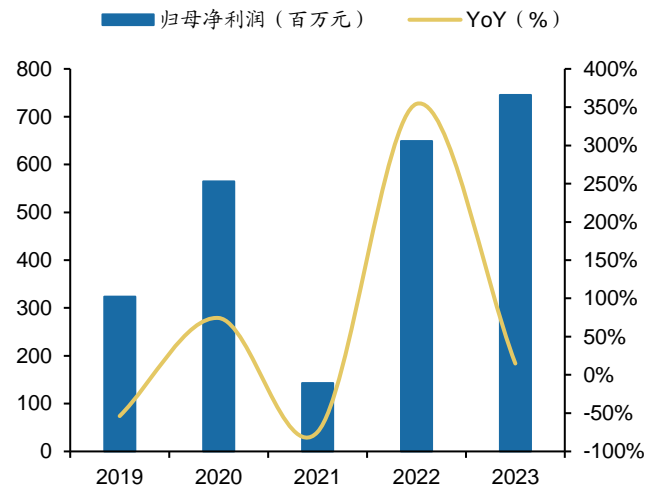
综合来看, 公司收入端受益于京东物流导流、网络融合推进, 迎来持续增长, 同时费用持续优化, 23年公司实现归母净利润7.46亿元, 同比+13.32%, 扣非归母净利润5.68亿元, 同比+76.77%。

图 8: 公司期间费用率有所优化



数据来源: 德邦股份年报, 广发证券发展研究中心

图 9: 公司归母净利润实现持续增长

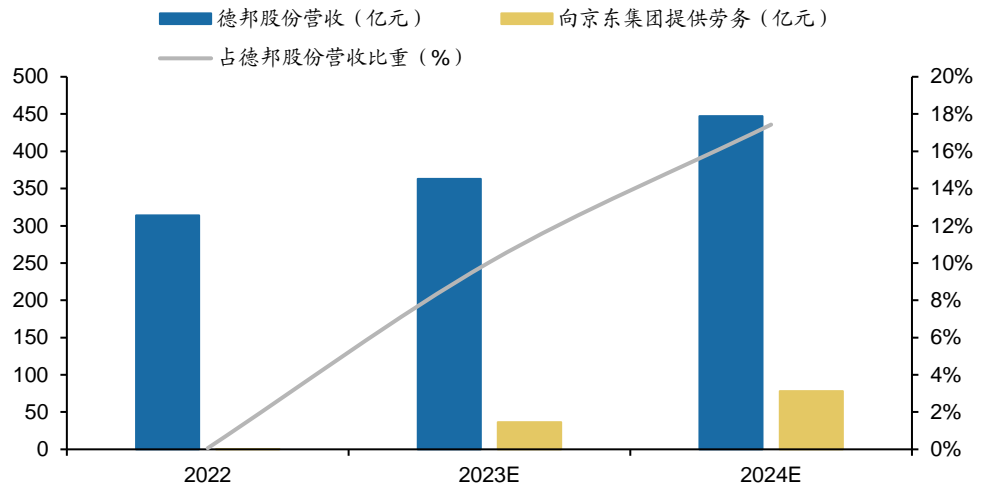


数据来源: 德邦股份年报, 广发证券发展研究中心

向后展望, 公司被京东物流收购后, 承接了京东物流的快运业务, 并推进两方中转、运输环节的网络融合。据德邦股份公告, 24年公司预计向京东集团提供的劳务

继续提升至78亿元，体量同比增长114%，如果按德邦23年的营收来看，占比达到21.5%，体量逐步加大，等待导流作用持续兑现。

图 10: 京东物流导流体量逐步加大



数据来源：德邦股份公告，Wind，广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

公司进行业务口径调整后，营收的主要来源变为快运业务，原有的产品大部分划分为快运业务。在京东物流与公司推进网络融合项目以及持续导流的背景下，公司快运业务有望保持不错的增长态势，预计24-26年公司快运业务营收同比分别增长25%/15%/10%。快递业务方面，公司涉及少量小件快递业务，主要为满足部分客户“大小件齐发”的需求，因此未来发展预计保持平稳，预计24-26年公司快递业务营收同比分别增长5%/5%/5%。公司其他业务主要是仓储和供应链服务，基于客户需求和战略布局需要，公司在业务量较大的区域开展仓储供应链服务，随着业务规模的持续扩大，以及所控制转运中心、仓库面积的增加，仓储供应链业务有望持续增长，预计24-26年公司其他业务营收同比分别增长20%/15%/10%。

整体而言，随着融合项目的逐渐成熟，公司成本管控也将优化，预计24-26年公司毛利率分别为8.5%/8.9%/9.1%。我们预计德邦股份24-26年营收分别为447/512/561亿元，同比分别增长23%/14%/10%，归母净利润分别为11/14/16亿元，同比分别增长48%/29%/15%。

表 2: 德邦股份盈利预测表 (单位: 百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
快运业务				
收入	32280	40350	46402	51042
增长率	18%	25%	15%	10%
快递业务				
收入	2728	2865	3008	3158
增长率	-11%	5%	5%	5%
其他业务				
收入	1271	1525	1754	1929
增长率	26%	20%	15%	10%
合计				
收入	36,279	44,739	51,164	56,130
增长率	16%	23%	14%	10%
成本	33,172	40,933	46,594	51,001
毛利	3,107	3,807	4,570	5,129
毛利率	8.6%	8.5%	8.9%	9.1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

同业对比来看, 德邦为中国直营快运头部企业, 规模、盈利处于领先地位, 当前行业格局改善、公司与京东物流整合持续推进的背景下, 公司的增长中枢与盈利水平均有望迎来提升, 我们预计24-26年EPS分别为1.07、1.39、1.60元/股, 给予公司24年18倍PE估值, 对应合理价值19.26元/股, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 3: 可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
安能物流	09956.HK	加盟快运	53.82	392	554	719	13.73	9.71	7.49
ODFL	ODFL.O	零担货运	2820.88	8783	10018	11440	32.12	28.16	24.66
SAIA	SAIA.O	零担货运	810.13	2515	3171	3878	32.21	25.55	20.89
ArcBest	ARCB.O	零担货运	213.59	1385	1669	2096	15.42	12.80	10.19

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 安能物流盈利预测来自广发证券, 其余来自 Bloomberg 一致预测。数据截至 2024.4.26。

四、风险提示

(一) 行业需求增长不及预期

若行业需求增长不及预期, 公司业务量增长将受到冲击, 公司成长性受限的同时,

公司产能利用率也会受到影响，进而降低公司盈利能力。

（二）行业价格竞争再度恶化

若行业再度进入无序或恶性的价格竞争当中，行业整体单位收入将再度下行，公司盈利能力会受到影响。

（三）并购整合协同不及预期

公司与京东物流推行网络融合项目，承接来自京东的快运业务，若整合协同不及预期，会影响公司经营的盈利水平。

（四）宏观环境承压

快运行业的整体运行与生产、消费等宏观因子息息相关，若整体宏观环境承压，快运行业的供给与需求均会受到一定影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,030	9,381	10,065	11,882	14,798
货币资金	1,477	2,853	3,822	4,738	6,845
应收及预付	2,634	4,218	4,146	4,995	5,733
存货	31	23	35	41	41
其他流动资产	1,888	2,286	2,062	2,107	2,178
非流动资产	9,004	8,197	8,314	8,382	8,203
长期股权投资	202	154	154	154	154
固定资产	4,262	3,828	3,827	3,763	3,548
在建工程	159	256	242	234	331
无形资产	572	500	540	580	620
其他长期资产	3,810	3,458	3,551	3,651	3,551
资产总计	15,035	17,577	18,379	20,264	23,001
流动负债	6,241	8,125	8,378	9,258	10,202
短期借款	1,151	1,301	1,101	1,001	1,151
应付及预收	2,548	3,510	4,024	4,574	5,139
其他流动负债	2,543	3,315	3,253	3,683	3,912
非流动负债	1,860	1,752	1,328	1,028	1,328
长期借款	37	0	0	0	0
应付债券	300	0	0	0	0
其他非流动负债	1,523	1,752	1,328	1,028	1,328
负债合计	8,101	9,877	9,706	10,286	11,530
股本	1,027	1,027	1,027	1,027	1,027
资本公积	915	850	856	856	856
留存收益	4,682	5,726	6,719	8,024	9,515
归属母公司股东权益	6,935	7,684	8,656	9,960	11,452
少数股东权益	-1	16	17	18	19
负债和股东权益	15,035	17,577	18,379	20,264	23,001

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31392	36279	44739	51164	56130
营业成本	28192	33172	40933	46594	51001
营业税金及附加	78	75	89	102	112
销售费用	422	480	537	614	674
管理费用	1944	1560	1924	2200	2414
研发费用	207	229	224	256	281
财务费用	193	118	19	-14	-32
资产减值损失	-36	-5	0	0	0
公允价值变动收益	-13	-95	0	0	0
投资净收益	91	19	30	30	30
营业利润	780	925	1362	1756	2025
营业外收支	4	-2	0	1	1
利润总额	785	923	1362	1757	2026
所得税	126	174	257	332	383
净利润	659	749	1105	1425	1643
少数股东损益	0	3	1	1	1
归属母公司净利润	658	746	1104	1424	1642
EBITDA	3708	3601	3657	3975	4272
EPS (元)	0.65	0.74	1.07	1.39	1.60

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,600	3,268	4,386	3,753	3,925
净利润	659	749	1,105	1,425	1,643
折旧摊销	2,777	2,505	2,276	2,232	2,279
营运资金变动	25	-194	1,082	79	-14
其它	140	208	-76	17	18
投资活动现金流	-719	-775	-2,282	-2,255	-2,055
资本支出	-1,522	-1,243	-2,081	-2,085	-2,085
投资变动	622	558	-200	-200	0
其他	181	-90	-1	30	30
筹资活动现金流	-2,707	-1,125	-1,124	-582	237
银行借款	3,557	2,600	-200	-100	150
股权融资	0	15	6	0	0
其他	-6,264	-3,739	-930	-482	87
现金净增加额	173	1,366	979	916	2,107
期初现金余额	1,140	1,313	2,679	3,658	4,574
期末现金余额	1,313	2,679	3,658	4,574	6,681

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	0.1%	15.6%	23.3%	14.4%	9.7%
营业利润	361.6%	18.5%	47.3%	29.0%	15.3%
归母净利润	345.4%	13.3%	48.0%	29.0%	15.3%
获利能力					
毛利率	10.2%	8.6%	8.5%	8.9%	9.1%
净利率	2.1%	2.1%	2.5%	2.8%	2.9%
ROE	9.5%	9.7%	12.8%	14.3%	14.3%
ROIC	7.5%	7.6%	9.5%	11.1%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	53.9%	56.2%	52.8%	50.8%	50.1%
净负债比率	116.8%	128.3%	111.9%	103.1%	100.5%
流动比率	0.97	1.15	1.20	1.28	1.45
速动比率	0.65	0.87	0.95	1.05	1.23
营运能力					
总资产周转率	2.03	2.22	2.49	2.65	2.59
应收账款周转率	14.05	11.75	11.78	12.47	11.59
存货周转率	1067.23	1219.75	1409.96	1221.49	1232.53
每股指标 (元)					
每股收益	0.65	0.74	1.07	1.39	1.60
每股经营现金流	3.51	3.18	4.27	3.65	3.82
每股净资产	6.75	7.48	8.43	9.70	11.15
估值比率					
P/E	32.05	19.55	15.17	11.75	10.20
P/B	3.08	1.93	1.93	1.68	1.46
EV/EBITDA	6.30	4.43	4.39	3.70	3.06

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 李瀚明：高级研究员，8年行业从业经验，兼任多家民航院校客座教授，主攻航空和机场板块。
- 钟文海：高级分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

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	香港湾仔骆克道81号广发大厦27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。