

【广发海外】创科实业 (00669.HK)

行业佼佼者之姿屹立不摇

核心观点:

- **2H20 获利超乎预期。**创科实业公告 2H20 营收为 56 亿美元 (环比+33%/同比+42%)，超出广发预测 29%，主因居家办公持续推升 DIY 市场需求以及专业用户市场需求回温。毛利率 38.5% 与广发预期大致相当，而在营收规模大幅增加的态势下，获利来到 4.69 亿美元 (EPS: 0.26 美元，环比+41%/同比+42%)，远较广发预估高。值得一提的是，公司 2H20 的营收同比增长幅度仍优于主要竞争对手史丹利百德 (Tools & Storage 部门营收 +18% YoY) 及村田 (+21%)
- **优于产业之表现预料将延续至 2021 年。**看向 2021 年，管理层对于营收成长优于产业之目标未变，对比史丹利百德对于 Tools & Storage 业务的 2021 年营收成长预估+4-8%，我们预期创科实业的电动工具业务营收增长可达 12%，成长动能来自：(1) 公司不仅是在 Milwaukee，亦在 Ryobi 等其他品牌持续推出新品 (总计新品推出将超过 800 个)；(2) 无线充电电动工具逐渐取代有线充电电动工具及气动工具等产品成为主流，而创科实业相较于其他竞争对手，已长期耕耘无线充电电动工具的电池技术，预料将在此趋势下，成为最大受惠者。另外，公司的地板护理及器具部门在地区及产品调整后，预期营收跟获利都可持续改善。我们看好公司的毛利率将在 2021 年维持过去 12 年来，每年皆扩张 0.5 个百分点的态势，主要受益于新品推出以及产品组合优化。
- **估值与投资建议。**我们上修 2021/22 年获利预估 15/19%，主要反映 2020 年的高基期以及公司的产品策略对营收及获利的助力。我们认为创科实业持续优于同业的营收成长力道以及稳健向上的获利率走势将驱使市场对其估值进一步上修，故维持“买入”评级，并上调合理价值至 139.9 港元/股 (根据 21 年每股盈余 35 倍得出)。
- **风险提示。**疫情不确定性；同业竞争。

盈利预测:

单位: 百万美元

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,021 | 7,667 | 9,812 | 10,960 | 12,224 |
| 增长率 (%) | 16 | 9 | 28 | 12 | 12 |
| 归母净利润 | 552 | 615 | 801 | 943 | 1,134 |
| 增长率 (%) | 17 | 11 | 30 | 18 | 20 |
| EPS (元) | 0.30 | 0.34 | 0.44 | 0.52 | 0.62 |
| 市盈率 (P/E) | 51.9 | 46.5 | 35.8 | 30.4 | 25.3 |
| 市净率 (P/B) | 9.4 | 8.4 | 7.3 | 6.0 | 5.2 |
| ROE (%) | 19.1 | 19.1 | 21.9 | 21.8 | 22.1 |

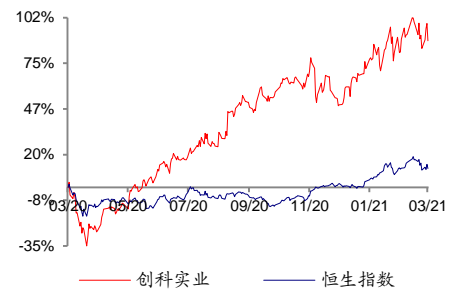
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (备注: 港币/美元汇率: 7.75)

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 121.40 港元 |
| 合理价值 | 139.9 港元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2021-03-05 |

相对市场表现



分析师:

蒲得宇



SAC 执证号: S0260519030002



SFC CE No. BNO719



852-37602085



jeffpu@gfgroup.com.hk

相关研究:

【广发海外】创科实业 2020-04-24
(00669.HK): 稳舵前行之本
在于技术

图表索引

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图 1: 电动工具 & 地板护理及器具营收同比增长趋势 | 4 |
| 图 2: 创科实业毛利率稳健扩张 | 4 |
| 图 3: 12 个月远期 P/E | 5 |
| 图 4: 12 个月远期 P/B | 5 |
| | |
| 表 1: 2H20 财报与广发预估比较 | 3 |
| 表 2: 2021 & 2022 盈利预测调整表 | 3 |
| 表 3: 半年/年度利润表 | 4 |
| 表 4: 可比同业估值 | 5 |

一、公司经营数据及盈利预测

我们预期公司积极推出新品的策略以及耕耘已久的无线充电电动工具相关技术(马达、无碳刷马达及韧体)将可使其营收成长性持续优于整体行业。据此,我们预估创科实业的电动工具业务将在2021/22年成长12%/11%。而地板业务在公司做地区及产品策略上的调整后,我们看好公司的无线充电技术亦将强化其地板业务的竞争力,故预估地板业务营收将在2021/22年成长10%/12%。

纵上,我们上修2021/22年营收达15%/17%。在毛利率稳健提升的假设下,我们并分别上调2021/22年获利达15%/19%。

表 1: 2H20财报与广发预估比较

| 百万美元 | 2H20 | HoH | YoY | 广发预估 | 差异 |
|------------|-------|----------|-----------|-------|-----------|
| 营业收入 | 5,606 | 33% | 42% | 4,342 | 29% |
| 毛利润 | 2,156 | 35% | 45% | 1,667 | 29% |
| 营业利润 | 505 | 39% | 41% | 417 | 21% |
| 税前利润 | 505 | 42% | 42% | 399 | 27% |
| 归母净利润 | 469 | 41% | 42% | 371 | 26% |
| 每股盈餘 | 0.26 | 41% | 42% | 0.20 | 26% |
| 获利率 | | | | | |
| 毛利率 | 38.5% | 0.5 ppts | 0.6 ppts | 38.4% | 0.1 ppts |
| 营业利润率 | 9.0% | 0.4 ppts | -0.1 ppts | 9.6% | -0.6 ppts |
| 税前利润率 | 9.0% | 0.5 ppts | 0.0 ppts | 9.2% | -0.2 ppts |
| 归母净利润 | 8.4% | 0.5 ppts | 0.0 ppts | 8.5% | -0.2 ppts |

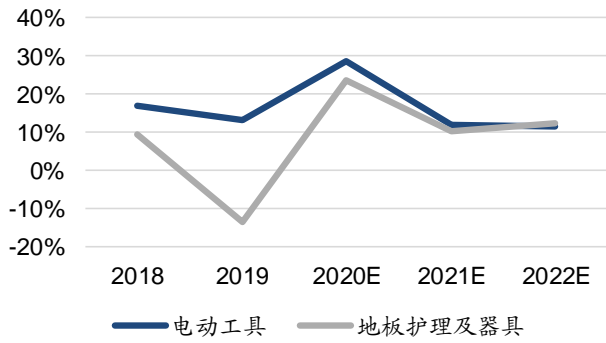
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 2021 & 2022 盈利预测调整表

| 百万美元 | 2021E | | | | | 2022E | | | | |
|------------|-------------|--------|-----------|------------|-----------|-------------|--------|----------|------------|-----------|
| | 广发预估 调整前 | 调整后 | 调幅 | 彭博一致 预期 | 差异 | 广发预估 调整前 | 调整后 | 调幅 | 彭博一致 预期 | 差异 |
| 营业收入 | 9,530 | 10,960 | 15% | 10,296 | 6% | 10,447 | 12,224 | 17% | 11,742 | 4% |
| 毛利润 | 3,685 | 4,249 | 15% | 3,981 | 7% | 4,093 | 4,802 | 17% | 4,588 | 5% |
| 营业利润 | 904 | 1,031 | 14% | 1,001 | 3% | 1,038 | 1,226 | 18% | 1,187 | 3% |
| 税前利润 | 884 | 1,015 | 15% | 989 | 3% | 1,013 | 1,220 | 20% | 1,185 | 3% |
| 归母净利润 | 822 | 943 | 15% | 920 | 3% | 942 | 1,134 | 20% | 1,102 | 3% |
| 每股盈餘 | 0.45 | 0.52 | 15% | 0.50 | 3% | 0.52 | 0.62 | 19% | 0.60 | 3% |
| 获利率 | | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 38.7% | 38.8% | 0.1 ppts | 38.7% | 0.1 ppts | 39.2% | 39.3% | 0.1 ppts | 39.1% | 0.2 ppts |
| 营业利润率 | 9.5% | 9.4% | -0.1 ppts | 9.7% | -0.3 ppts | 9.9% | 10.0% | 0.1 ppts | 10.1% | -0.1 ppts |
| 税前利润率 | 9.3% | 9.3% | 0.0 ppts | 9.6% | -0.3 ppts | 9.7% | 10.0% | 0.3 ppts | 10.1% | -0.1 ppts |
| 归母净利润 | 8.6% | 8.6% | 0.0 ppts | 8.9% | -0.3 ppts | 9.0% | 9.3% | 0.3 ppts | 9.4% | -0.1 ppts |

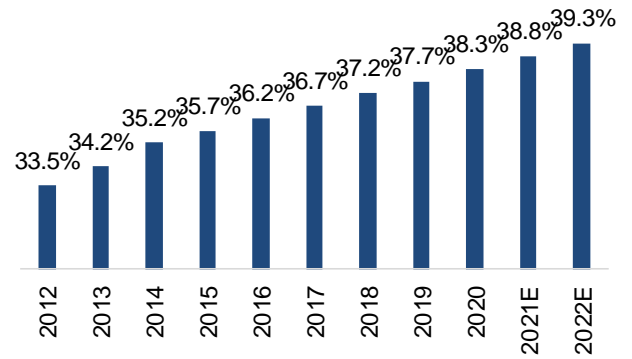
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 1: 电动工具 & 地板护理及器具营收同比增长趋势



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 创科实业毛利率稳健扩张



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 半年/年度利润表

| 百万美元 | 2019 | 1H20 | 2H20 | 2020 | 1H21E | 2H21E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,667 | 4,206 | 5,606 | 9,812 | 4,912 | 6,049 | 10,960 |
| 营业成本 | -4,774 | -2,609 | -3,450 | -6,059 | -3,015 | -3,696 | -6,711 |
| 毛利润 | 2,893 | 1,597 | 2,156 | 3,753 | 1,896 | 2,353 | 4,249 |
| 营业费用 | -2,219 | -1,234 | -1,651 | -2,885 | -1,448 | -1,770 | -3,218 |
| 营业利润 | 673 | 363 | 505 | 868 | 448 | 583 | 1,031 |
| 营业外收入 | -12 | -7 | 0 | -7 | -8 | -8 | -15 |
| 税前利润 | 661 | 356 | 505 | 861 | 440 | 575 | 1,015 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税 | -46 | -25 | -36 | -60 | -31 | -41 | -72 |
| 归母净利润 | 615 | 332 | 469 | 801 | 409 | 534 | 943 |
| 摊薄每股收益(美元) | 0.34 | 0.18 | 0.26 | 0.44 | 0.22 | 0.29 | 0.52 |
| 摊薄后股数(百万股) | 1,832 | 1,828 | 1,828 | 1,826 | 1,828 | 1,828 | 1,828 |
| 获利能力 (%) | | | | | | | |
| 毛利率 | 37.7% | 38.0% | 38.5% | 38.3% | 38.6% | 38.9% | 38.8% |
| 营业利润率 | 8.8% | 8.6% | 9.0% | 8.8% | 9.1% | 9.6% | 9.4% |
| 归母净利率 | 8.0% | 7.9% | 8.4% | 8.2% | 8.3% | 8.8% | 8.6% |
| 所得税率 | 7.0% | 6.9% | 7.1% | 7.0% | 7.1% | 7.1% | 7.1% |
| 成长能力(同比) | | | | | | | |
| 营业收入 | 9% | 13% | 42% | 28% | 17% | 8% | 12% |
| 营业利润 | 11% | 16% | 41% | 29% | 23% | 15% | 19% |
| 归母净利润 | 11% | 16% | 42% | 30% | 23% | 14% | 18% |
| 摊薄每股收益 | 12% | 16% | 42% | 30% | 23% | 14% | 18% |
| 营收拆分 (%) | | | | | | | |
| 电动工具 | 89% | 89% | 89% | 89% | 89% | 89% | 89% |
| 地板护理及器具 | 11% | 11% | 11% | 11% | 11% | 11% | 11% |

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*1H21E-2H21E 为广发预估

二、估值与投资建议

我们使用市盈率 (P/E) 估值法, 系因我们认为市场主要关注创科的获利前景。因为电动工具产业拥有稳健的终端需求, 市场多以市盈率估值法来反映股票价值。我们乐观看待创科实业在市占率持续拓展之下, 营收及获利表现将优于同业, 并驱使市场对其估值进一步上修, 故维持“买入”评级, 上调合理价值至139.9港元/股 (根据21年每股盈余35倍得出)。

表 4: 可比同业估值

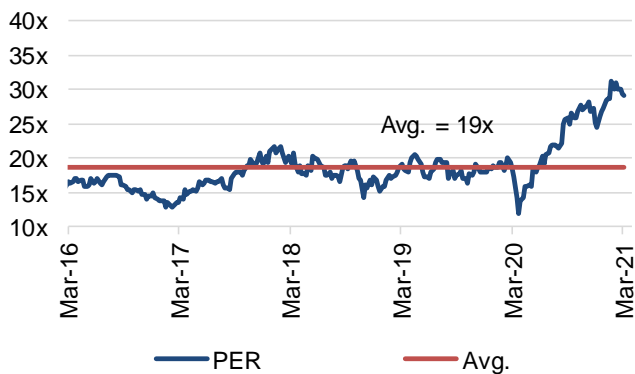
| | 股号 | 货币单位 | 股价 | 市值 (US\$ m) | EPS | | EPS YoY (%) | | P/E (倍) | | P/B (倍) | | ROE (%) | |
|-----------|----------|------|---------|-------------|--------|--------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|
| | | | | | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E |
| 创科实业 | 00669 HK | 美元 | 121.40 | 28,679 | 0.52 | 0.62 | 17.8 | 20.2 | 30.4 | 25.3 | 6.0 | 5.2 | 21.8 | 22.1 |
| 同业 | | | | | | | | | | | | | | |
| 史丹利百得 | BWA US | 美元 | 184.76 | 29,569 | 10.13 | 11.16 | 12.1 | 10.2 | 18.2 | 16.6 | 2.4 | 2.2 | 14.0 | 13.8 |
| 牧田 | HLE GY | 日元 | 4745.00 | 12,370 | 222.27 | 240.57 | 1.7 | 8.2 | 21.3 | 19.7 | 1.9 | 1.8 | 9.1 | 9.3 |
| Snap-On | 6594 JP | 美元 | 214.38 | 11,522 | 12.32 | 13.01 | 6.0 | 5.6 | 17.4 | 16.5 | 2.8 | 2.6 | 16.8 | 16.0 |
| 富世华 | 6902 JP | 瑞典币 | 106.75 | 7,243 | 5.60 | 6.27 | 5.0 | 12.0 | 19.1 | 17.0 | 3.2 | 2.9 | 17.7 | 17.9 |
| 平均 | | | | | | | 6.2 | 9.0 | 19.0 | 17.4 | 2.6 | 2.4 | 14.4 | 14.3 |

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 *股价为 2021/03/04 收盘价

*除创科实业股价单位 (港元) 与货币单位不同, 其他公司货币单位与股价单位均相同

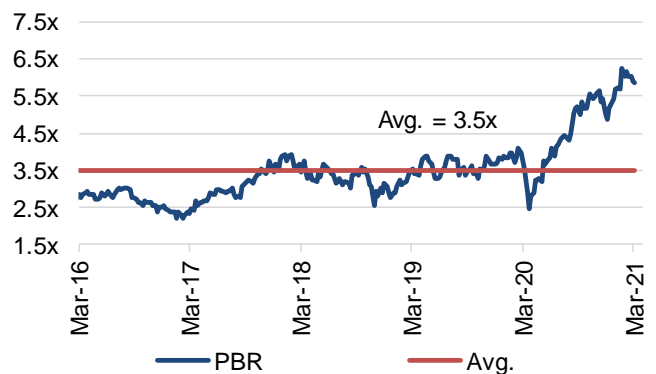
牧田 2021E/22E 取自其 FY22/23 (Apr 21 – Mar 22/ Apr 22 – Mar 23)

图 3: 12个月远期 P/E



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 4: 12个月远期 P/B



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

三、风险提示

疫情不确定性: 若疫情增温, 恐导致政府的建设活动面临再次停摆, 将导致创科的营收放缓, 不利于产品组合。

同业竞争: 假设同业的技术追赶上或是超越创科, 或导致创科失去竞争优势, 进一步失去市场份额。

| 资产负债表 | | 单位: 百万美元 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--|
| 至12月31日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 流动资产 | 4,225 | 5,024 | 6,340 | 6,341 | 7,105 | |
| 货币资金 | 1,170 | 1,461 | 1,561 | 1,811 | 2,068 | |
| 应收及预付 | 1,089 | 1,161 | 1,307 | 1,567 | 1,693 | |
| 存货 | 1,767 | 2,113 | 3,224 | 2,715 | 3,096 | |
| 其他流动资产 | 199 | 288 | 248 | 248 | 248 | |
| 非流动资产 | 2,124 | 2,674 | 3,050 | 3,389 | 3,748 | |
| 长期股权投资 | 4 | 3 | 2 | 2 | 3 | |
| 固定资产 | 791 | 1,087 | 1,333 | 1,641 | 1,968 | |
| 在建工程 | - | - | - | - | - | |
| 无形资产 | 1,202 | 1,248 | 1,242 | 1,273 | 1,303 | |
| 其他长期资产 | 127 | 337 | 473 | 473 | 473 | |
| 资产总计 | 6,349 | 7,698 | 9,390 | 9,731 | 10,853 | |
| 流动负债 | 2,616 | 3,218 | 4,081 | 3,683 | 4,054 | |
| 短期借款 | 255 | 732 | 385 | 385 | 385 | |
| 应付及预收 | 1,921 | 2,177 | 3,248 | 2,849 | 3,220 | |
| 其他流动负债 | 439 | 308 | 448 | 448 | 448 | |
| 非流动负债 | 676 | 1,086 | 1,406 | 1,406 | 1,406 | |
| 长期借款 | 540 | 755 | 940 | 940 | 940 | |
| 应付债券 | - | - | - | - | - | |
| 其他非流动负债 | 135 | 331 | 466 | 466 | 466 | |
| 负债合计 | 3,292 | 4,304 | 5,487 | 5,089 | 5,460 | |
| 股本 | 655 | 662 | 673 | 673 | 673 | |
| 资本公积/留存收益 | 2,403 | 2,732 | 3,230 | 3,969 | 4,720 | |
| 归属母公司股东权益 | 3,058 | 3,395 | 3,903 | 4,642 | 5,393 | |
| 少数股东权益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | |
| 负债和股东权益 | 6,349 | 7,698 | 9,390 | 9,731 | 10,853 | |

| 利润表 | | 单位: 百万美元 | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--|
| 至12月31日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 营业收入 | 7,021 | 7,667 | 9,812 | 10,960 | 12,224 | |
| 营业成本 | -4,407 | -4,774 | -6,059 | -6,711 | -7,422 | |
| 研发费用 | -203 | -230 | -317 | -373 | -416 | |
| 销售费用 | -1,103 | -1,195 | -1,573 | -1,744 | -1,927 | |
| 管理费用 | -708 | -805 | -1,006 | -1,113 | -1,244 | |
| 其它收入 | 7 | 11 | 11 | 11 | 11 | |
| 营业利润 | 607 | 673 | 868 | 1,031 | 1,226 | |
| 财务费用 | -13 | -12 | -7 | -16 | -7 | |
| 资产减值损失 | - | - | - | - | - | |
| 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其它营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 税前利润 | 595 | 661 | 861 | 1,015 | 1,220 | |
| 所得税 | -42 | -46 | -60 | -72 | -86 | |
| 净利润 | 553 | 615 | 801 | 943 | 1,134 | |
| 少数股东损益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 | |
| 归属母公司净利润 | 552 | 615 | 801 | 943 | 1,134 | |
| EBITDA | 849 | 1,288 | 1,669 | 1,974 | 2,360 | |
| EPS (元) | 0.30 | 0.34 | 0.44 | 0.52 | 0.62 | |

| 现金流量表 | | 单位: 百万美元 | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--|
| 至12月31日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 经营活动现金流 | 794 | 724 | 796 | 1,113 | 1,361 | |
| 净利润 | 552 | 615 | 801 | 943 | 1,134 | |
| 折旧摊销 | 242 | 325 | 278 | 319 | 363 | |
| 营运资金变动 | 65 | -162 | -186 | -150 | -136 | |
| 其它 | -66 | -54 | -96 | 0 | 0 | |
| 投资活动现金流 | -424 | -568 | -451 | -602 | -671 | |
| 资本支出 | -259 | -457 | -459 | -513 | -572 | |
| 投资变动 | -136 | -159 | -142 | -146 | -149 | |
| 其他 | -29 | 47 | 150 | 56 | 50 | |
| 筹资活动现金流 | -106 | 163 | -224 | -261 | -433 | |
| 银行借款 | -30 | 692 | -162 | 0 | 0 | |
| 债券融资 | - | - | - | - | - | |
| 股权融资 | 1 | 7 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | -77 | -536 | -62 | -261 | -433 | |
| 汇率影响数 | -24 | -11 | 0 | 0 | 0 | |
| 现金净增加额 | 240 | 308 | 122 | 250 | 257 | |
| 期初现金余额 | 864 | 1,104 | 1,412 | 1,534 | 1,784 | |
| 期末现金余额 | 1,104 | 1,412 | 1,534 | 1,784 | 2,041 | |

| 主要财务比率 | | | | | | |
|-----------------|----------|-------|----------|----------|----------|--|
| 至12月31日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 成长能力(%) | | | | | | |
| 营业收入增长 | 16 | 9 | 28 | 12 | 12 | |
| 营业利润增长 | 17 | 11 | 29 | 19 | 19 | |
| 归属母公司净利润增长 | 17 | 11 | 30 | 18 | 20 | |
| 获利能力(%) | | | | | | |
| 毛利率 | 37.2 | 37.7 | 38.3 | 38.8 | 39.3 | |
| 净利率 | 7.9 | 8.0 | 8.2 | 8.6 | 9.3 | |
| ROE | 19.1 | 19.1 | 21.9 | 22.1 | 22.6 | |
| ROIC | 15.4 | 14.8 | 16.5 | 16.9 | 17.9 | |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 资产负债率(%) | 51.8 | 55.9 | 58.4 | 52.3 | 50.3 | |
| 净负债比率(%) | Net cash | 0.8 | Net cash | Net cash | Net cash | |
| 流动比率(x) | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | |
| 速动比率(x) | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | |
| 营运能力(x) | | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | |
| 应收账款周转率 | 6.4 | 6.6 | 7.5 | 7.0 | 7.2 | |
| 存货周转率 | 2.5 | 2.3 | 1.9 | 2.5 | 2.4 | |
| 每股指标(美金) | | | | | | |
| 每股收益 | 0.30 | 0.34 | 0.44 | 0.52 | 0.62 | |
| 每股经营现金流 | 0.43 | 0.51 | 0.59 | 0.69 | 0.82 | |
| 每股净资产 | 1.67 | 1.86 | 2.13 | 2.54 | 2.95 | |
| 估值比率(x) | | | | | | |
| P/E | 51.9 | 46.5 | 35.8 | 30.4 | 25.3 | |
| P/B | 9.4 | 8.4 | 7.3 | 6.0 | 5.2 | |
| EV/EBITDA | 4.4 | 2.9 | 2.2 | 1.9 | 1.6 | |

广发海外研究小组简介

欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。

张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。

蒲得宇：CFA，海外电子行业首席分析师。

杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。

邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。

张晓飞：海外电子行业高级分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。

马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

罗捷：约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

蔡俊韬：研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进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。