|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  | | --- | | [Table\_Title] | | **主标题，如：周期终归来** | | **副标题，如：市值小，业务转型助力** |  |  | | --- | | [Table\_Summary] | | **报告摘要：**   * **逃不开的经济周期，究竟是什么在驱动？**在一段经济周期中，走出衰退无非两条路径：创造新的需求或需求自然回升。驱动需求自然回升的核心因素是价格：当经济衰退时，价格往往也会大幅下行，而随着价格的不断回落，最终能够达到一个新的供需均衡点，使需求最终出现回升。因此价格的回落意味着两个阶段——需求回落和市场出清。 * **2011年的中国经济，周期特征极弱。**不同于往年的大起大落，2011年的中国经济十分平稳，全年工业增加值同比增速在12%-15%的区间内窄幅波动，而另一方面物价却屡创新高。这种增长的与通胀的组合，很难判断是一种过热还是一种滞胀，因此缺乏周期特征。 * **进入2012年，周期特征开始明显化。**2012年，“量”（以工业增加值和发电量为表征）开始先行大幅回落，而“价”（以食品、大宗商品价格为表征）也开始滞后回落，周期的力量开始显现。 * **周期终归来，目前处于价格下行的第一阶段。**在2011年一度“失踪”的周期特征在2012年终于再度归来。这意味着去年失效的周期分析框架和行业轮动逻辑有可能会“重出江湖”。在接下来的一个季度中，价格下行的两阶段（量价齐跌🡪量升价跌）将会先后出现，两阶段转换的时点取决于价格下行的速度以及经济刺激政策推进的节奏，我们判断目前还处于量价齐跌的第一阶段。 * **行业配置建议：白色家电、食品加工。**量价齐跌阶段大部分行业的盈利将会下降，但成本导向型或者低经营杠杆型的行业盈利能力可能回升，这在08年四季度的案例中可得到证实。但在当前的新环境下，很多成本导向型行业的库存水平较高（如金属制品、渔业、饲料、农产品加工、电子制造）。 * **核心假设风险。**刺激政策超预期。 | | |  | | --- | | **图：xxxxx** | | 数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心 |  |  |  | | --- | --- | | **表：xxxxx** | | | 表头 | 表头 | | 正文 | 100 | | 正文 | 1.8 | | 正文 | 70 | | 正文 | 70 | | 数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心 | |  |  |  | | --- | --- | | [Table\_Author] | | | **分析师：** | 陈原文 | |  | SAC 执证号：S0260517080003 | |  | 0755-82797057 | |  | chenyuanwen@gf.com.cn | | **分析师：** | 罗军 | |  | SAC 执证号：S0260511010004 | |  | 020-66335128 | |  | luojun@gf.com.cn | | **分析师：** | 安宁宁 | |  | SAC 执证号：S0260512020003  SFC CE No. BNW179 | |  | 0755-23948352 | |  | anningning@gf.com.cn | | 请注意，陈原文,罗军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。 | |  |  |  | | --- | --- | | [Table\_DocReport] | | | **相关研究：** | | | 当前市场估值水平如何 | 2021-01-02 | | 基于个股羊群效应的选股因子研究:高频数据因子研究系列三 | 2020-05-05 |  |  |  | | --- | --- | | [Table\_Contacts] | | |  |  | |  |  | |

**目录索引**

一、稳健发展的全球手工具龙头企业 4

二、由消费级向专业/工业级再发展，泛工具前景广阔 5

（一）泛工具市场广阔，国际巨头侧重专业级/工业级领域 5

（二）内生加并购创造持续增长 5

三、盈利预测和投资建议 6

四、风险提示 9

**图表索引**

[图 1：全球工具及存储产品市场结构（按产品分类） 4](#_Toc34809096)

[图 2：全球工具及存储产品市场结构（按市场分类） 4](#_Toc34809097)

[图 3：巨星科技营业收入（百万元） 4](#_Toc34809098)

[图 4：韩国电池企业商业模式 5](#_Toc34809099)

[图 5：工业机器人11月产量同比增速转正 6](#_Toc34809100)

[表 1：各类型三元正极材料渗透率假设 5](#_Toc34809104)

[表 2：中金环境营收拆分（单位：百万元） 7](#_Toc34809105)

[表 3：中南建设每股NAV规模相对wacc及房价涨幅的敏感性分析 8](#_Toc34809106)

[表 4：巨星科技可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2019.06.11收盘） 8](#_Toc34809107)

# 一、稳健发展的全球手工具龙头企业

公司业务主要包括五金工具、智能产品两类。在五金工具领域，公司提供各类手工具及电动工具产品，是世界级的手工具企业之一，公司客户主要为劳氏、家得宝等大型家居建材连锁超市以及沃尔玛、家乐福等综合零售商，凭借在五金工具领域积累的研发、渠道、品牌、国际化等优势，公司在手工具领域继续做大做强，稳居世界手工具行业龙头企业；同时近年来加速发展激光测量、物流机器人、智能家居在内的智能产品，逐步培育智能产品业务。2017年公司实现营业收入42.81亿元，同比增长18.8%，其中手工具及手持式电工工具收入占比89%、智能产品收入占比11%。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 图 1：全球工具及存储产品市场结构（按产品分类） |  | 图 2：全球工具及存储产品市场结构（按市场分类） |
|  |  |  |
| 数据来源：Stanley presentation，广发证券发展研究中心 |  | 数据来源：Stanley presentation，广发证券发展研究中心 |

|  |
| --- |
| 图 3：巨星科技营业收入（百万元） |
|  |
| 数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 |

|  |
| --- |
| 图 4：韩国电池企业商业模式 |
| **C:\Users\成炜\AppData\Local\Temp\1520261639(1).png** |
| 数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心 |

# 二、由消费级向专业/工业级再发展，泛工具前景广阔

## （一）泛工具市场广阔，国际巨头侧重专业级/工业级领域

**全球市场空间广阔。**根据Stanley相关资料，2017年全球工具及存储产品市场规模达到590亿美元左右；其中包括专业级产品、消费级产品、户外产品、配件等，电工工具市场达到440亿美元，而手工具及存储产品市场则在120亿美元左右。从全球市场来看，北美及欧洲是最主要的消费市场，2017年北美市场占34%、欧洲市场占30%。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表 1：各类型三元正极材料渗透率假设 | | | | | | | | | |
|  | **比容量（mAh/g）** | **碳酸锂用量（kg/kWh）** | **钴用量（kg/kWh）** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018E** | **2019E** | **2020E** |
| **NCM111** | 140 | 0.13 | 0.392 | 90% | 40% | 30% | 10% | 0% | 0% |
| **NCM523** | 150 | 0.14 | 0.220 | 10% | 60% | 45% | 20% | 0% | 0% |
| **NCM622** | 160 | 0.13 | 0.221 | 0% | 0% | 25% | 50% | 50% | 20% |
| **NCM811** | 180 | 0.13 | 0.098 | 0% | 0% | 0% | 10% | 25% | 40% |
| **NCA** | 180 | 0.12 | 0.149 | 0% | 0% | 0% | 10% | 25% | 40% |
| 数据来源：CNKI、广发证券发展研究中心 | | | | | | | | | |

## （二）内生加并购创造持续增长

史丹利百得（Stanley Black & Decker）是全球最大的五金工具公司，其前身是The Stanley Works，2010年与电动工具商百得公司（Black & Decker）合并后改名史丹利百得。史丹利主要包含3块业务：（1）工具及存储产品，包括专业级产品、消费级产品、电动工具配件、存储产品等；（2）工业设备，主要为工程紧固件等；（3）安全产品，包括报警和火警监控、医疗解决方案、自动门等。其中，工具及存储产品是公司最大的业务，2017年占比达到70%。

**1.工业机器人产量单月转正，通用设备景气度值得跟踪**

根据国家统计局最新数据，我国10月工业机器人产量为14369台/套，产量同比增速经历近一年下滑后首次转正至1.7%；1-10月累计产量为151079台/套，累计同比缩窄至-8.8%。从通用设备两大下游汽车和电子行业盈利状况看，目前通用自动化需求低位徘徊。2020年随着汽车、电子产业的利润变化和投资企稳，我们认为通用自动化装备的需求降幅有可能收窄，建议跟踪相关企业利润率是否企稳。在需求弱复苏的背景下，利润率将更多体现企业供给端的调整效应。

|  |
| --- |
| **图 5：工业机器人11月产量同比增速转正** |
|  |
| 数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心 |

**2.下游需求短期承压，激光器实现逆势进口替代**

在整个通用自动化行业需求疲软的环境下，锐科激光作为国内光纤激光器的龙头企业，不断推出更高功率、更高技术的光纤激光器产品，以积极的价格策略推动下游渗透率和公司市场份额提升。2019年上半年，公司营业收入同比增长35%，归母净利润同比下滑15%。同时，公司与全球光纤激光器龙头IPG中国地区业务收入的比例进一步缩小，19年上半年锐科激光营收/IPG中国地区收入比例已经接近50%，而2017年该比例仅23%。随着价格策略助力公司站稳市场份额后，光纤激光器段价格竞争开始呈现结构性放缓，尤其是中低功率激光器竞争趋缓，未来随着需求探底回升，锐科激光毛利率有望企稳抬升。

# 三、盈利预测和投资建议

公司坚守零售本质，掌控“进、销、调、存”的整个供应链环节，自营能力较强，品牌资源丰富，已成为500多家品牌的区域总代。同时自有物业占比较高，控费能力出色，2017年以10.9%的ROE处于行业领先水平。民营体制下，激励充分，管理层持股超过30%，且利群集团为上市公司的发展提供了品牌背书和业务协同。

公司扎根青岛，辐射山东，位于山东零售军团第一梯队，基本盘扎实。2018年5月拟低价收购乐天华东区超市，加速跨区扩张，同时丰富的品牌资源和强大的供应链保障体系将保证原乐天门店重启的成功率。我们看好利群借助此次契机迈出全国扩张步伐，预计未来三年将迎来收入扩张提速和净利率提升的持续改善周期。具体来看：

（1）百货业态预计保持每年1-2家的门店扩张（不包含并购预期，且以自有物业为主），随着门店成熟和同店经营的改善，预计2018-2020年百货收入同比增长3.2%/4.8%/5.0%。随着自营业务规模增长，议价能力增强，未来三年的毛利率预计分别为17.0%/17.3%/17.6%。

（2）超市卖场业务预计保持每年2-3家的门店扩张（不包含并购业务），未来主力超市将脱离百货独立快速发展，同时随福记农场生鲜社区店渐成规模并贡献收入，预计2018-2020年超市收入同比增长7.1%/12.3%/13.7%。随着超市业务运营效率提升，未来三年的毛利率预计分别为15.5%/15.8%/16.1%。

（3）电器业务预计保持每年1-2家的门店扩张（伴随百货业态同步扩张），预计2018-2020年电器收入同比增长3.8%/4.8%/5.0%。毛利率保持相对平稳。其他业务（商铺租赁费、便利店加盟费等）预计随门店数量稳步扩张，预计2018-2020年的收入增速分别为6.4%/7.4%/8.3%。

（4）费用率方面，预计近两年公司的人工成本和租金成本仍将保持增长，结合公司营收增长情况，预计2018-2020年管理销售费用率分别14.0%/14.1%/14.1%，财务费用率分别为0.0%/-0.3%/-0.5%。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 表 2：中金环境营收拆分（单位：百万元） | | | | |
|  | **2017** | **2018E** | **2019E** | **2020E** |
| **水泵业务** | |  |  |  |
| **收入** | 2344 | 2696 | 3100 | 3565 |
| **增长率** | 28% | 15% | 15% | 15% |
| **成本** | 1188 | 1375 | 1581 | 1818 |
| **毛利** | 1156 | 1321 | 1519 | 1747 |
| **毛利率(%)** | 49% | 49% | 49% | 49% |
| **中咨华宇** | |  |  |  |
| **收入** | 664 | 1550 | 2115 | 2809 |
| **增长率** | - | 133% | 36% | 33% |
| **成本** | 320 | 906 | 1222 | 1679 |
| **毛利** | 344 | 644 | 894 | 1130 |
| **毛利率(%)** | 52% | 42% | 42% | 40% |
| **污水污泥处理（2018年考虑金山剥离）** | |  |  |  |
| **收入** |  | 207 | 248 | 298 |
| **成本** |  | 117 | 140 | 168 |
| **毛利** |  | 90 | 108 | 129 |
| **毛利率(%)** |  | 44% | 44% | 44% |
| **金泰莱（2018年开始并表）** | |  |  |  |
| **收入** |  | 411 | 487 | 580 |
| **增长率** |  | - | 19% | 19% |
| **成本** |  | 190 | 225 | 271 |
| **毛利** |  | 221 | 262 | 309 |
| **毛利率(%)** |  | 54% | 54% | 53% |
| **合计** | | | | |
| **收入** | **3815** | **4863** | **5950** | **7251** |
| **增长率** | 37% | 27% | 22% | 22% |
| **成本** | 2111 | 2588 | 3167 | 3768 |
| **毛利** | 1704 | 2275 | 2783 | 3483 |
| **毛利率** | 45% | 47% | 47% | 48% |
| 数据来源：wind，广发证券发展研究中心 | | | | |

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表 3：中南建设每股NAV规模相对wacc及房价涨幅的敏感性分析 | | | | | | |
| **NAV** | | **Wacc变化** | | | | |
| **4.5%** | **6.5%** | **8.5%** | **10.5%** | **12.5%** |
| **销售均价涨幅** | **0.0%** | ¥15.83 | ¥15.30 | ¥14.80 | ¥14.34 | ¥13.91 |
| **3.0%** | ¥17.37 | ¥16.73 | ¥16.14 | ¥15.59 | ¥15.08 |
| **5.0%** | ¥18.40 | ¥17.69 | ¥17.04 | ¥16.43 | ¥15.86 |
| **7.0%** | ¥19.45 | ¥18.67 | ¥17.94 | ¥17.28 | ¥16.66 |
| **10.0%** | ¥21.02 | ¥20.13 | ¥19.31 | ¥18.55 | ¥17.85 |
| 数据来源：广发证券发展研究中心 | | | | | | |

综上，暂不考虑拟收购的乐天72家门店并表，预计2018-2020年，利群股份收入分别为110.8/119.5/130.0亿元，同比增长5.0%/7.9%/8.8%；归母净利润4.6/5.3/5.9亿元，同比增长17.2%/13.6%/11.5%；对应18年18.5XPE，19年16.3XPE；对应18年0.77XPS，19年0.72XPS。

若考虑拟收购乐天门店的并表（预计7月份交割完成，自下半年起贡献收入，由于新门店重启仍处培育期，收入端贡献领先于利润端）。预计2018-2020年公司收入分别为118.8/158.1/188.0亿元，同比增长12.5%/33.1%/18.9%；归母净利润分别为4.6/5.5/6.7亿元，同比增长17.3%/19.3%/21.7%；最新收盘价对应18年18.5XPE，19年15.5XPE

可比公司估值：在工具行业，上市公司除了巨星科技，另外主要有博深工具与通润装备，但两家公司与巨星科技销售产品应用领域不同，因而估值水平有较大差异。预计公司未来三年进入收入稳步增长和经营改善周期，我们认为适合给予公司20年14倍的PE估值，对应合理价值xx元/股，给予“买入”评级。

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 表 4：巨星科技可比公司PE估值情况可比（市值统计截止2019.06.11收盘） | | | | | | | | | |
| **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** | | |
| **2018A** | **2019E** | **2020E** | **2018A** | **2019E** | **2020E** |
| 巨星科技 | 002444 | 手工具、智能产品 | 133.44 | 549.8 | 686.8 | 785.3 | 27.9 | 18.8 | 16.5 |
| 博深工具 | 002282 | 专用工具 | 55.42 | 51.1 | 147 | 216 | 114.0 | 36.9 | 25.1 |
| 通润装备 | 002150 | 工具箱柜 | 20.07 | 70.8 | - | - | 34.8 | - | - |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：巨星科技盈利预测来自广发证券，其余来自Wind一致预测。

# 四、风险提示

**（一）汇率大幅波动风险**

由于2017年底到2018年初期间，人民币在短时间内集中升值（人民币对美元汇率18年2月1日较17年12月1日下滑4.6%），导致公司2017年有较大汇兑损失。根据公司年报，2017年公司汇兑损失达到1.34亿元，而上年同期为汇兑收益1.03亿元。汇率大幅波动将对公司利润率带来较大影响。2018年2月以来至今，人民币兑美元汇率在6.28~6.39间窄幅波动。

**（二）贸易争端演化具有不确定性的风险**

根据公司公告，此前美国公布的301征税清单中，公司涉及产品2017年对美贸易出口额为833.4万美元，占2017年公司收入的1.3%左右。当前根据新闻，中美贸易摩擦有所缓和，但未来落实演化需要进一步跟踪变化。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| [Table\_ResearchTeam] | | |
| **广发金融工程研究小组** | | |
| 罗 军 | ： | 首席分析师，华南理工大学硕士，从业14年，2010年进入广发证券发展研究中心。 |
| 安宁宁 | ： | 联席首席分析师，暨南大学硕士，从业12年，2011年进入广发证券发展研究中心。 |
| 史庆盛 | ： | 资深分析师，华南理工大学硕士，从业8年，2011年进入广发证券发展研究中心。 |
| 张 超 | ： | 资深分析师，中山大学硕士，从业7年，2012年进入广发证券发展研究中心。 |
| 文巧钧 | ： | 资深分析师，浙江大学博士，从业4年，2015年进入广发证券发展研究中心。 |
| 陈原文 | ： | 资深分析师，中山大学硕士，从业4年，2015年进入广发证券发展研究中心。 |
| 樊瑞铎 | ： | 资深分析师，南开大学硕士，从业4年，2015年进入广发证券发展研究中心。 |
| 李 豪 | ： | 资深分析师，上海交通大学硕士，从业3年，2016年进入广发证券发展研究中心。 |
| 郭圳滨 | ： | 高级分析师，中山大学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。 |
| 季燕妮 | ： | 研究助理，厦门大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。 |
| 张钰东 | ： | 研究助理，中山大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。 |
| 季俊男 | ： | 南京大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。 |

|  |  |
| --- | --- |
| [Table\_IndustryInvestDescription] | |
| **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。 |

|  |  |
| --- | --- |
| [Table\_CompanyInvestDescription] | |
| **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。 |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| [Table\_Address] | | | | | |
| **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 | | | | |

|  |
| --- |
| [Table\_LegalDisclaimer] |
| **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。 |

|  |
| --- |
| [Table\_ImportantNotices] |
| **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。 |

|  |
| --- |
| [Table\_InterestDisclosure] |
| **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。 |

|  |
| --- |
| [Table\_Copyright] |
| **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。 |