



Company Report: Shanghai Electric (02727 HK)

中文版

Jun Zhu 朱俊杰
(852) 2509 7592

公司报告: 上海电气 (02727 HK)

Chinese version

junjie.zhu@gjtjas.com.hk

11 April 2019

Growth Driven By Transformation and Reform, Reiterate "Buy"

由转型和改革所推动的增长, 重申“买入”

- **2018 earnings went up YoY by 13.5%, in line with expectation.** Sales and net profit in 2018 went up YoY by 27.2% and 13.5%, respectively. Operating results in 2018 were in line with the market and our expectation. Gross margin in 2018 went down YoY by 1.7 ppt to 18.2%, mainly due to gross margin decline in 3 out of 4 business segments. Net margin in 2018 was down slightly by 0.4 ppt YoY to 2.9%.
- **New orders in 2018 went up sharply by 30.1% YoY.** New orders went up significantly by 30.1% YoY in 2018 to RMB 130.71 bn, implying that newly signed orders in the 4th quarter of 2018 jumped significantly by 66.3% YoY and reached RMB 40.41 bn. Orders on hand amounted to RMB 206.99 bn (with orders of RMB 86.21 bn not yet coming into effect) by the end of the reporting period, down YoY by 8.8%.
- **We expect newly installed power capacity in China to be approximately 118 GW in 2019, down YoY by 5.1%.** In which, thermal, hydro, nuclear, wind and solar are expected to contribute 35GW, 10GW, 8GW, 25GW and 40GW, respectively, of new power capacity additions in 2019. Non-hydro renewable energy installation is expected to be between 70GW and 80GW per year from 2019 to 2020.
- **We reiterate the "Buy" rating and raise the TP to HK\$ 3.80.** We remain confident on the outlook of Shanghai Electric given its continued reform and transformation. Our TP corresponds to 15.0x/ 12.7x/ 11.7x FY19-FY21 PER or 0.8x/ 0.8x/ 0.8x FY19-FY21 PBR.
- **2018年盈利同比增长13.5%, 符合预期。**2018年的销售和净利润分别同比增长27.2%和13.5%。2018年的业绩符合市场和我们的预期。2018年毛利率同比下降1.7个百分点至18.2%, 主要是由于4个业务板块中有3个板块的毛利率在期内出现下滑。2018年净利润率同比微降0.4个百分点至2.9%。
- **2018年新签订单同比大增30.1%。**2018年新增订单同比上升30.1%至1,307.1亿元人民币, 意味着2018年第四季度的新签订单量同比增长了66.3%并达到404.1亿元人民币。截至报告期末, 在手订单总额为2,069.9亿元人民币(其中862.1亿元人民币尚未生效), 同比下降8.8%。
- **我们预计国内于2019年的新增发电装机容量约为118吉瓦, 同比下降5.1%。**其中, 火电、水电、核电、风电和太阳能预计将分别在2019年新增35吉瓦、10吉瓦、8吉瓦、25吉瓦和40吉瓦的新增电力容量。在2019和2020年间, 非水电可再生能源的新增装机容量预计每年将在70吉瓦到80吉瓦之间。
- **我们重申“买入”的投资评级, 并上调目标价至3.80港元。**鉴于上海电气的持续改革和转型, 我们对上海电气的前景充满信心。我们的目标价相当于15.0倍/12.7倍/11.7倍的2019年-2021年市盈率或0.8倍/0.8倍/0.8倍的2019年-2021年的市净率。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$3.80

Revised from 原目标价:

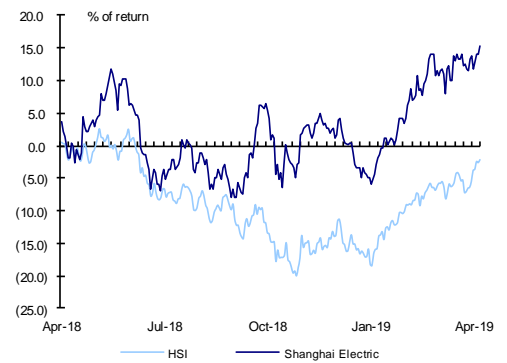
HK\$3.63

Share price 股价:

HK\$3.110

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	9.5	20.1	13.5
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	2.8	6.5	15.5
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	2.97	2.87	2.68

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End	Turnover	Net Profit	EPS	EPS	PER	BPS	PBR	DPS	Yield	ROE
年结	收入	股东净利	每股净利	每股净利变动	市盈率	每股净资产	市净率	每股股息	股息率	净资产收益率
12/31	(RMB m)	(RMB m)	(RMB)	(Δ %)	(x)	(RMB)	(x)	(RMB)	(%)	(%)
2017A	79,544	2,627	0.187	9.4	13.8	3.772	0.7	0.092	3.6	5.1
2018A	101,158	2,980	0.202	8.0	13.5	3.891	0.7	0.061	2.2	5.3
2019F	110,958	3,179	0.216	6.9	12.2	3.997	0.7	0.076	2.9	5.5
2020F	119,194	3,753	0.255	18.1	10.4	4.126	0.6	0.089	3.4	6.3
2021F	121,936	4,072	0.276	8.2	9.6	4.262	0.6	0.097	3.7	6.6

Shares in issue (m) 总股数 (m)	14,725.2	Major shareholder 大股东	SEC Group 60.9%
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)	45,795.4	Free float (%) 自由流通比率 (%)	38.2
3 month average vol. 3个月平均成交股数 ('000)	18,831.4	FY19 Net gearing (%) FY19 净负债/股东资金 (%)	Net cash
52 Weeks high/low (HK\$) 52周高/低 (HK\$)	4.260 / 3.300	FY19 EV / EBITDA (x) FY19 企业值/EBITDA (x)	7.0

Source: the Company, Guotai Junan International.

2018年盈利同比增长13.5%，符合预期。期内所有业务板块均出现收入增长，使得公司总收入于2018年同比大幅上升27.2%至人民币1,012亿元。其中，新能源及环保设备板块的收入同比上升25.9%至人民币139亿元，现代服务板块的收入同比上升24.5%至人民币170亿元，高效清洁能源设备板块的收入同比上升30.8%至人民币342亿元，而工业设备板块的收入则同比上升11.6%至人民币375亿元。高效清洁能源设备及工业设备板块仍然是上海电气的支柱业务，两者于期内贡献了超过70%的总收入。2018年毛利率同比下降1.7个百分点至18.2%，主要是由于4个业务板块中有3个板块的毛利率在期内出现下滑。只有新能源及环保设备板块的毛利率出现同比上升（同比增1.7个百分点），而现代服务板块的毛利率则同比下滑了6.8个百分点。高效清洁能源设备板块和工业设备板块的毛利率分别同比下降了0.6个百分点和1.7个百分点。综合净利润率同比微降0.4个百分点至2.9%。2018年运营业绩符合市场预期。公司2018年的业绩令人满意，主要是由于第二轮重组的完成及其母公司上海电气集团于2017年11月所注入新资产的贡献所致。我们相信上海电气将继续受益于进一步的国企改革、一带一路战略以及持续的公司转型。随着上海电气继续转型并有望逐渐发展成为区域内的工业设备巨头，我们仍对公司前景充满信心。公司是一带一路战略以及中国可再生能源抱负的直接受益者。

表-1：2018年运营业绩及同比较

(人民币百万元)	2018	2017	同比Δ	简评
收入	101,158	79,544	27.2%	所有业务板块的收入均于2018年出现不同程度的上升
销售成本	(82,708)	(63,702)	29.8%	
毛利润	18,450	15,842	16.5%	毛利率同比下降1.7个百分点
销售费用	(2,759)	(2,254)	22.4%	
一般及管理费用	(11,174)	(11,447)	-2.4%	
息税前利润	4,516	2,141	110.9%	
其它收入及收益	1,765	2,340	-24.5%	2017年录得人民币14亿元已实现投资收益
财务收入/(费用)	(940)	(458)	105.0%	由于外部投资增加总借款同比上升72%至人民币327亿元
应占联营及合营公司利润	666	1,342	-50.4%	2018年录得人民币168百万元的应占合营公司亏损
税前利润	6,008	5,365	12.0%	
所得税	(677)	(522)	29.6%	
少数股东权益	(2,351)	(2,216)	6.1%	
净利润	2,980	2,627	13.5%	
基本每股盈利(人民币)	0.2024	0.1872	8.1%	
利润率(同比)			同比百分点Δ	
毛利率	18.2%	19.9%	-1.7 ppt	由于4个业务板块中3个录得毛利率下跌
息税前利润率	4.5%	2.7%	1.8 ppt	
税前利润率	5.9%	6.7%	-0.8 ppt	
净利率	2.9%	3.3%	-0.4 ppt	

资料来源：公司、国泰君安国际。

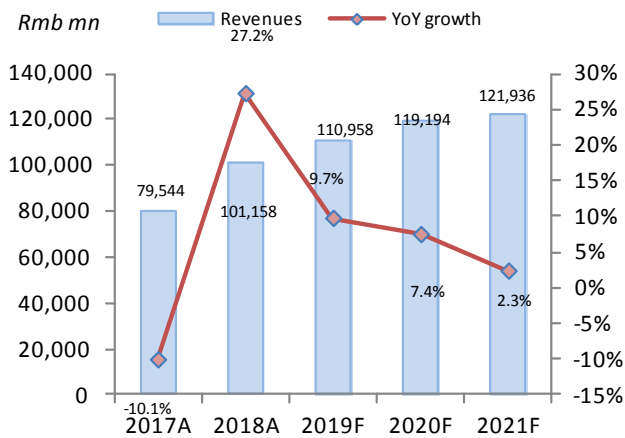
2018年新增订单达到人民币1,307.1亿元，同比大增30.1%。2018年新增订单同比上升30.1%至人民币1,307.1亿元，意味着2018年第4季度的新签订单量同比增长了66.3%并达到人民币404.1亿元。其中新能源及环保设备、高效清洁能源设备、工业设备及现代服务板块的新增订单分别占2018年总新增订单的16.4%、17.1%、34.4%及32.1%。除高效清洁能源设备的新增订单金额同比下跌9.5%以外，其它业务板块的新增订单均录得同比增长。值得注意的是期内现代服务板块的新增订单较一年前翻了一倍以上，达到人民币419.2亿元（同比增122.7%）。截至报告期末，在手订单总额为人民币2,069.9亿元（其中人民币862.1亿元尚未生效），同比下降8.8%。至2018年末时新能源及环保设备、高效清洁能源设备、工业设备及现代服务板块分别占总在手订单的18.3%、42.3%、5.7%及33.7%。2018年，上海电气签署了一份里程碑式的海外能源EPC合约，帮助其迪拜客户建造全球规模最大的光热+光伏混合式太阳能电站，总装机容量达950兆瓦，总合同额超过人民币200亿元。该项目凸显出一带一路战略的成功以及上海电气的电站工程能力。展望未来，我们预计新能源及环保设备、现代服务和海外订单将继续驱动公司新增订单的增长。

国内于 2019 年前 2 个月对发电基础设施的投资同比降 6.3%至人民币 487 亿元。根据中国电力企业联合会数据，2019 年前 2 个月全国新增发电装机容量达 11.89 吉瓦，同比下滑 49.5%或同比减少 11.67 吉瓦。2018 年前 2 个月，火电、水电、核电、风电和太阳能新增装机容量分别为 5.48 吉瓦、0.27 吉瓦、1.25 吉瓦、1.41 吉瓦和 3.48 吉瓦（-7.0%/ -60.3%/ +10.6%/ -71.7%/ -68.0%）。截至 2019 年 2 月底，全国累计发电装机容量达到 1,808 吉瓦，同比上升 6.1%。火电、水电、核电、风电及其它分别贡献了 63.0%、16.9%、2.5%、10.3%和 7.2%的累计装机容量。国内于 2018 年前 2 个月对发电基础设施的投资同比降 6.3%至人民币 487 亿元。其中，对电源工程的投资同比下降 3.6%至人民币 243 亿元，对电网的投资则同比减少 6.3%至人民币 244 亿元。火电、核电及风电投资于 2019 年前 2 个月分别同比下跌 42.1%、31.4%和 23.3%，但水电投资却同比攀升了 107.5%。对发电基础设施的投资于前 2 个月有所下跌，但我们预计进入 2019 年第二季度后投资将会加快。展望 2019 年，我们预计国内对发电基础设施的投资约为人民币 2,800 亿元，而对电网的投资将不低于人民币 5,000 亿元。

我们预计国内于 2019 年的新增发电装机容量约为 118 吉瓦，同比下降 5.1%。其中，火电、水电、核电、风电和太阳能预计将分别在 2019 年新增 35 吉瓦、10 吉瓦、8 吉瓦、25 吉瓦和 40 吉瓦的发电装机容量。在 2019 和 2020 年间，非水可再生能源的新增装机容量预计每年将在 70 吉瓦到 80 吉瓦之间。我们预计全国于 2019 年至 2020 年的火电新增装机每年将低于 40 吉瓦，非水电可再生能源（即风电、太阳能、核电）的新增装机容量则预计每年将在 70 吉瓦到 80 吉瓦之间。我们相信太阳能和风电将于期内引领国内的可再生能源投资，于 2019 年至 2020 年每年贡献不低于 60 吉瓦的总装机量。我们预计国内风电投资有望于 2019 年加快，并在 2018 年 20.6 吉瓦装机的基础上录得不低于 20%的新增风电装机同比增长。同时，为实现 2020 年拥有 58 吉瓦运营装机容量和 30 吉瓦在建核电项目的目标，核电投资也预计将于 2019 年和 2020 年被加快。值得注意的是 2018 年上海电气在国内海上风电设备市场排名第一且位列国内陆上风电设备市场前五。

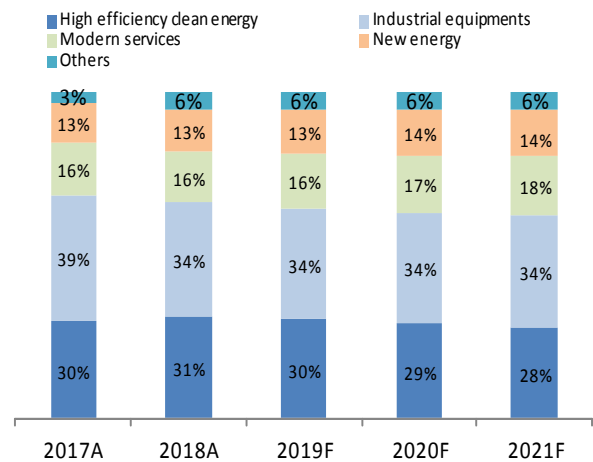
我们重申“买入”的投资评级，并上调目标价至 3.80 港元。我们预计上海电气将受益于持续的国企改革、第二轮重组后母公司所注入新资产的盈利贡献增加以及国内市场日益严格的环保要求。鉴于上海电气的持续转型，我们预计在接下来的几年中公司的基本面将维持稳健。我们对 2019 至 2021 年的每股盈利预测分别为人民币 0.2159 元、人民币 0.2549 元以及人民币 0.2756 元。鉴于我们对上海电气的前景充满信心，我们重申“买入”的投资评级并进一步上调目标价至 3.80 港元。我们的目标价相当于 15.0 倍/12.8 倍/11.7 倍的 2019 年-2021 年市盈率或 0.8 倍/0.8 倍/0.8 倍的 2019 年-2021 年市净率。

图-1: 历史及预测收入



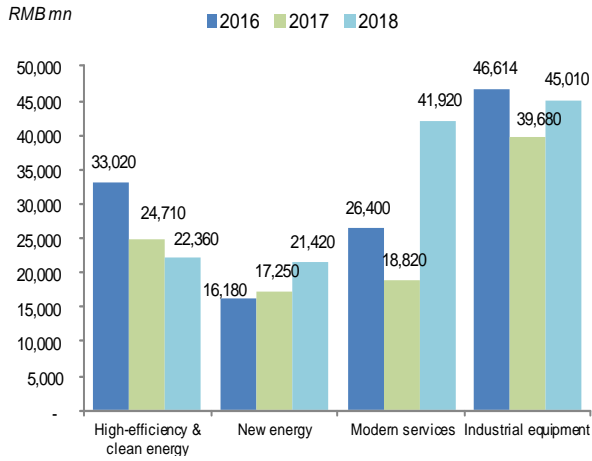
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-2: 历史及预测收入构成



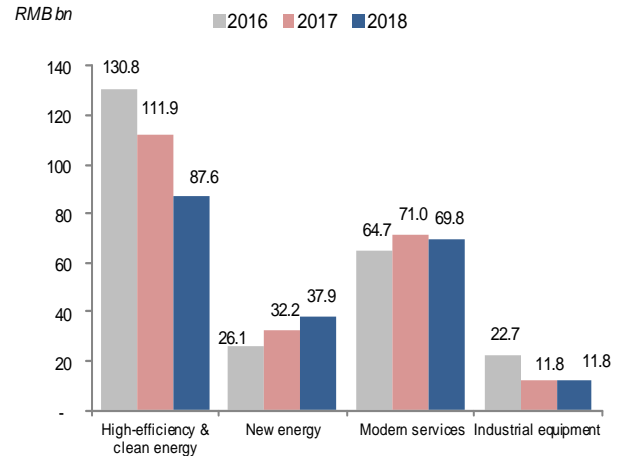
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-3: 历史新增订单构成



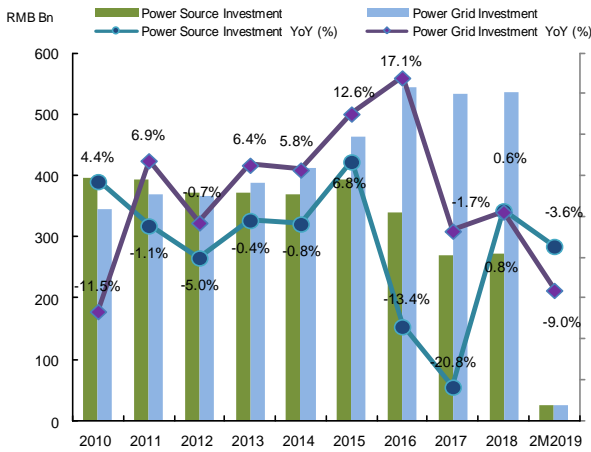
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-4: 历史在手订单构成



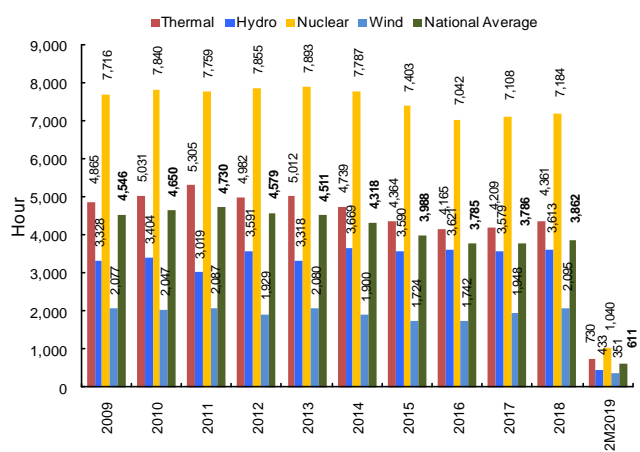
资料来源: 公司、国泰君安国际。

图-5: 国内电力板块历史投资



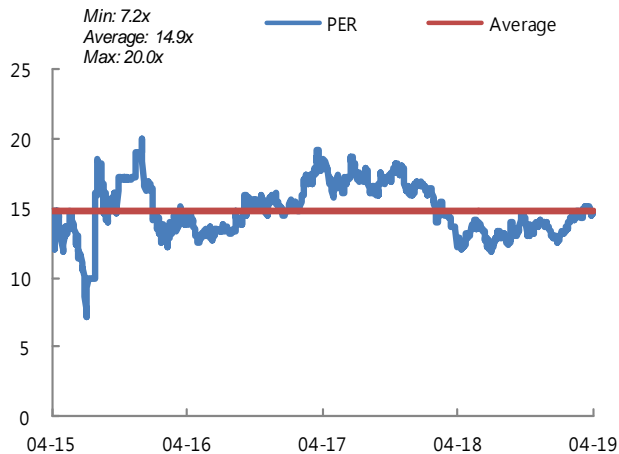
资料来源: 中国能源局、国泰君安国际。

图-6: 国内历史电力利用小时



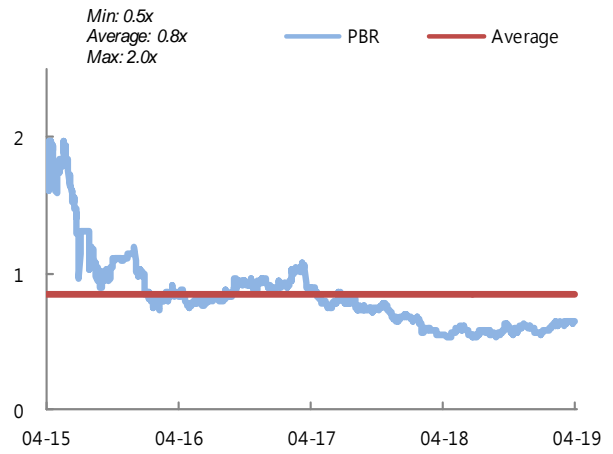
资料来源: 中国能源局、国泰君安国际。

图-7: 上海电气预测市盈率



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

图-8: 上海电气预测市净率



资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。

表-2: 同业比较

公司名称	股票代码	币种	收市价 (当地货币)	市盈率(财年)				市净率(财年)				ROE (%)	D/Y (%)	市值 百万港元
				18A	19F	20F	21F	18A	19F	20F	21F			
香港上市同业														
东方电气-H 股	01072 HK	HKD	7.10	16.2	14.6	13.3	11.6	0.7	0.6	0.6	0.6	4.7	1.7	40,127
哈尔滨电气	01133 HK	HKD	4.09	n.a.	21.9	20.7	20.7	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0	0.3	6,980
上海电气-H 股	02727 HK	HKD	3.11	13.0	15.1	14.8	12.5	0.7	0.7	0.7	0.6	4.6	2.0	99,614
金风科技	02208 HK	HKD	10.02	10.0	10.8	8.9	7.5	1.3	1.1	1.0	0.9	10.8	2.2	62,844
简单平均				13.1	15.6	14.4	13.1	0.8	0.7	0.7	0.6	5.3	1.6	
加权平均				12.7	13.9	12.9	11.1	0.9	0.8	0.7	0.7	6.4	2.0	
海外上市同业														
Alstom	ALO.FP	EUR	39.66	18.4	16.6	18.4	16.5	2.2	2.1	1.9	1.8	13.3	1.1	78,384
Bharat Heavy Electricals	BHEL	INR	72.20	n.a.	18.4	19.7	16.2	0.8	0.8	0.8	0.8	3.3	2.6	28,491
Doosan Heavy Industries	034020 KS	KRW	7,200.00	n.a.	10.1	7.4	10.3	0.4	0.4	0.4	0.4	3.9	6.4	6,773
General Electric	GE US	USD	9.22	n.a.	16.8	14.4	10.2	2.6	2.4	3.1	1.9	11.9	0.4	629,438
Hyundai Heavy Industries	009540 KS	KRW	119,500.00	n.a.	n.a.	22.2	42.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.3	0.5	58,233
Mitsubishi Heavy Industries	7011 JT	JPY	4,661.00	22.2	17.3	15.5	12.9	0.9	1.0	1.0	0.9	5.4	2.8	110,850
Siemens Ag	SIE GY	EUR	101.40	14.2	14.9	13.0	11.6	1.8	1.7	1.6	1.6	11.7	3.7	761,923
Wartsila Oyj Abp	WRT1V FH	EUR	14.84	22.8	16.6	14.6	14.0	3.6	3.3	3.0	2.9	20.3	3.5	77,626
简单平均				19.4	15.8	15.6	16.8	1.6	1.6	1.6	1.4	8.8	2.6	
加权平均				16.1	15.9	14.3	12.6	2.1	2.0	2.2	1.7	11.3	2.2	

资料来源: Bloomberg、国泰君安国际。股价截至2019年4月10日。

财务报表和比率

损益表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Total Revenue	79,544	101,158	110,958	119,194	121,936
COGS	(63,702)	(82,708)	(91,635)	(97,791)	(99,462)
Gross profit	15,842	18,450	19,323	21,404	22,474
Selling expense	(2,254)	(2,759)	(2,774)	(3,039)	(3,231)
Admin expense	(11,447)	(11,174)	(11,484)	(12,515)	(12,925)
Operating Profit	2,141	4,516	5,065	5,849	6,317
Other income	2,340	1,765	1,854	1,891	1,919
Gain from affiliates & JVs	1,342	666	699	745	805
Finance income	(458)	(940)	(882)	(894)	(975)
Profit Before Tax	5,365	6,008	6,736	7,591	8,066
Income Tax	(522)	(677)	(1,088)	(1,221)	(1,208)
Profit After Tax	4,843	5,331	5,648	6,370	6,858
Non-controlling Interest	(2,216)	(2,351)	(2,468)	(2,616)	(2,786)
Shareholders' Profit / Loss	2,627	2,980	3,179	3,753	4,072
Basic EPS (RMB)	0.187	0.202	0.216	0.255	0.276
DPS (RMB)	0.092	0.061	0.076	0.089	0.097

现金流量表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Operating activities					
Net income	2,627	2,980	3,179	3,753	4,072
D&A	2,249	2,184	2,358	2,552	2,769
Change in working capital	(11,904)	102	(1,083)	(588)	(1,670)
Others	(496)	(4,317)	1,711	1,820	1,948
Cash from Operating Activities	(7,525)	949	6,166	7,537	7,118
Investing activities					
Capital expenditure	(5,511)	(3,374)	(3,884)	(4,172)	(4,268)
Others	1,184	567	(1,767)	(2,077)	(1,778)
Cash from Investing Activities	(4,327)	(2,807)	(5,650)	(6,249)	(6,046)
Financing activities					
Debt raised / (repaid)	2,516	10,972	(4,975)	3,565	439
Dividend paid	0	(1,354)	(905)	(1,113)	(1,314)
Bonds issued / (repaid)	(1,090)	2,691	1,500	500	500
Others	1,772	(1,162)	(2,213)	284	180
Cash from Financing Activities	3,198	11,147	(6,592)	3,236	(195)
Net Changes in Cash	(8,655)	9,289	(6,076)	4,523	877
Adjustments	1,129	(3,485)	0	0	0
Cash at Beg of Year	40,917	33,391	39,195	33,119	37,642
Cash at End of Year	33,391	39,195	33,119	37,642	38,519

资料来源: 公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (RMB m)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
PPE	16,469	16,179	17,826	19,535	21,077
Investment in affiliates	10,705	13,563	14,242	15,096	16,153
Intangible & goodwill	4,042	6,333	5,960	5,591	5,239
Other non-current assets	23,773	30,719	32,276	34,022	35,319
Total Non-current Assets	54,988	66,794	70,303	74,245	77,787
Cash & Cash Equivalents	33,391	39,195	33,119	37,642	38,519
Inventories	29,057	27,929	28,407	30,804	31,331
Trade receivable	49,148	24,644	27,739	28,607	29,265
Other current assets	32,761	59,960	60,810	62,458	64,464
Total Current Assets	144,357	151,728	150,075	159,511	163,579
Total Assets	199,346	218,522	220,379	233,756	241,366
Short-term debts	3,224	10,351	2,877	4,941	4,380
Bonds, ST	1,600	0	0	0	0
Trade payable	40,885	45,268	45,818	46,940	46,747
Advances & deposits	47,425	16,847	14,535	15,614	15,974
Others	18,186	47,157	50,047	52,454	53,987
Total Current Liabilities	111,320	119,623	113,277	119,949	121,088
Long-term debts	4,144	9,589	12,089	13,589	14,589
Corporate bond	10,058	12,749	14,249	14,749	15,249
Others	3,102	2,924	3,093	3,275	3,462
Total Non-current Liabilities	17,304	25,262	29,431	31,613	33,300
Total Liabilities	128,624	144,885	142,708	151,562	154,388
Total Shareholders' Equity	55,537	57,290	58,856	60,762	62,761
Minority Interest	15,185	16,346	18,815	21,431	24,218
Total Equity	70,722	73,637	77,671	82,194	86,979
BPS (RMB)	3.772	3.891	3.997	4.126	4.262

财务比率					
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
Gross margin(%)	19.9%	18.2%	17.4%	18.0%	18.4%
EBIT margin (%)	2.7%	4.5%	4.6%	4.9%	5.2%
EBITDA margin (%)	5.5%	6.6%	6.7%	7.0%	7.5%
Net margin(%)	3.3%	2.9%	2.9%	3.1%	3.3%
ROE(%)	5.1%	5.3%	5.5%	6.3%	6.6%
ROA(%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.7%	1.7%
Net gearing(%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Inventory turnover (day)	144.8	124.0	111.6	113.4	113.4
AR turnover (day)	210.9	131.3	90.0	86.4	86.4
AP turnover (day)	224.4	187.5	180.0	172.8	169.2
EV/EBITDA(x)	8.7	7.1	7.0	6.5	6.3
Quick ratio (x)	0.8	0.5	0.5	0.6	0.6
Current ratio (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除佳兆业集团(01638 HK)、国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、甘肃银行(02139 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)、价值中国A股(03095 HK)、华夏港股通小型股(03157 HK)、西安海天(08227 HK)、南方东英MSCI-R(83149 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk