

# 电力行业 19 年中报总结

## 来水好&煤价跌，水电火电板块业绩双改善

### 核心观点：

#### ● 火电：上半年扣非净利润增长 53%，煤价下行推动盈利持续提升

2019 年上半年 SW 火电板块收入 3987 亿元，同比增长 9.8%，扣非净利润 189 亿元，同比增长 53%。尽管 2019 年 1-7 月整体需求不佳（1-7 月全社会用电量同比增长 4.60%，增幅较去年同期下降 4.39 个百分点），火电受水电挤占（2019 年 1-7 月水电发电量同比增长 10.7%），火电利用小时同比下滑 87 小时，但 2019 年 1-7 月燃料成本大幅下降（2019 年 1-7 月全国电煤指数同比下降 7%），叠加扣税电价同比提升，火电板块盈利大幅提升。火电板块上半年经营活动现金流 767 亿元，同比增长 29%，同时投资活动现金流净流出额 421 亿元，同比减少 28%，资产负债率同比下降 2.5 个百分点，财务费用率同比下降 0.1 个百分点。

#### ● 水电：上半年扣非净利润增长 20%，来水较丰促进电量提升

根据国家统计局数据，2019 年 1-7 月水电发电量同比增长 10.7%，利用小时数同比增加 195 小时。2019 年上半年 SW 水电板块收入 840 亿元，同比增长 15%，扣非归母净利润 183 亿元，同比增长 20%，主要是华能水电、国投电力收入及扣非归母净利润增长较快所致（华能水电售电量价齐升，收入增长 64%，扣非净利润同比增长 225%）、国投电力（新机组投运，发电量同比增长 11%，收入同比增长 10%，火电盈利同比改善，扣非净利润同比增长 44%）。

#### ● 火电关注煤炭供给，水电跟踪全球降息预期

火电方面，市场对电煤需求疲弱已有充分预期，后续煤价可能更多取决于供给端，如进口煤平控政策、国庆前后煤矿安监政策等。沿海地区和内陆地区的煤炭价格和用电需求仍将持续分化（沿海电厂需求差、用电增速低、动力煤价格跌幅大；内陆电厂需求相对较好、用电增速高、动力煤价格跌幅少），建议关注火电龙头华电国际（A 股）、华电国际电力股份（H 股）及皖能电力、京能电力、长源电力、内蒙华电等区域性火电公司。水电方面，美债等无风险利率下行将提升水电龙头的配置需求，建议关注水电龙头长江电力、国投电力。

#### ● 风险提示

电力供需形势恶化；电价下调风险；煤炭价格大幅上涨风险；来水不及预期；利率上行风险。

### 行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-09-03

### 相对市场表现



分析师：

邱长伟



SAC 执证号：S0260517080016



SFC CE No. BOE192



021-60750631



qiuchangwei@gf.com.cn

分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

### 相关研究：

电力行业：二产用电疲弱拉低 2019-08-20

电煤需求，原煤供给边际宽松

电力行业：6 月火电发电量同 2019-07-22

比增速转正，沿海和内陆电厂持续分化

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)		
			收盘价	报告日期		评级	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
华电国际	600027.SH	CNY	3.86	2019/8/26	买入	6.5	0.36	0.47	10.67	8.28	6.19	5.63	7.2%	9.7%
华电国际	01071.HK	HKD	3.07	2019/8/26	买入	4.2	0.42	0.55	7.26	5.63	5.95	5.41	7.2%	9.7%
电力股份														
华能国际	600011.SH	CNY	6.39	2019/7/31	买入	8.5	0.34	0.48	18.94	13.42	7.78	6.86	6.0%	7.8%
华能国际	00902.HK	HKD	4.25	2019/7/31	买入	6.6	0.39	0.56	10.77	7.63	7.51	6.62	6.0%	7.8%
电力股份														
皖能电力	000543.SZ	CNY	4.67	2019/8/5	买入	5.59	0.38	0.54	12.31	8.65	7.21	6.87	7.5%	9.8%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

股价表现：水电跑赢大盘，火电跑输较多 .....	6
电力板块：前 8 个月水电跑赢沪深 300，火电跑输较多 .....	6
个股表现：华能华电前 8 月涨幅靠后 .....	7
火电：上半年扣非净利润同比增长 53%，煤价下行推动火电公司盈利持续提升 .....	8
火电板块：煤价下行，推动火电公司盈利持续提升 .....	8
水电：上半年板块扣非净利润增长 20%，来水较丰促进电量提升 .....	13
水电板块：1-7 月水电发电量同比增长 11%，电量提升推动业绩增长 .....	13
火电关注煤炭供给，水电跟踪全球降息预期 .....	17

## 图表索引

图 1: 2019 年前 8 月电力板块跑输沪深 300 8 个百分点 .....	6
图 2: 2019 年前 8 月水电跑赢沪深 300 11 个百分点 .....	6
图 3: 2019 年前 8 月水电板块涨幅较多, 火电板块微跌 .....	6
图 4: 美债收益率、国债收益率和长江电力股息率走势 .....	7
图 5: 2019 年前 8 月涨幅前十五 .....	7
图 6: 2019 年前 8 月涨幅后十五 .....	7
图 7: 全社会用电量当月同比增长情况 .....	8
图 8: 全国发电量当月同比增长情况 .....	8
图 9: 用电量分行业累计同比 .....	9
图 10: 分类型发电量情况累计同比 .....	9
图 11: 火电板块 19 年 H1 收入增长 9.8% (亿元) .....	9
图 12: 火电板块 19 年 H1 扣非归母净利润增长 53% (亿元) .....	9
图 13: 火电板块 19 年 Q2 收入增长 4.6% (亿元) .....	10
图 14: 火电板块 19 年 Q2 扣非归母净利润增长 40% (亿元) .....	10
图 15: 火电发电量情况 .....	10
图 16: 2019 年 1-7 火电利用小时同比减少 87 小时 .....	10
图 17: 全国电煤指数 (元/吨) .....	10
图 18: 火电板块上半年毛利率 16% .....	11
图 19: 火电板块上半年经营活动现金流同比增长 29% (亿元) .....	11
图 20: 火电板块上半年资本开支同比减少 28% (亿元) .....	11
图 21: 火电板块上半年筹资活动现金流为负的 347 亿元 (单位: 亿元) .....	11
图 22: 火电板块上半年资产负债率同比下降 2.5 个百分点 .....	11
图 23: 火电板块上半年财务费用率同比下降 0.1 个百分点 .....	11
图 24: 重点火电公司收入增速 .....	12
图 25: 重点火电公司年化 ROE .....	12
图 26: 重点火电公司上半年发电量及同比 .....	12
图 27: 重点火电公司上网结算价格 (元/兆瓦时) .....	13
图 28: 重点火电公司上网结算价格同比增幅 .....	13
图 29: 2019 年 1-7 月各地电煤指数同比变化 .....	13
图 30: 水电板块 2019 年 H1 收入同比增长 15% (亿元) .....	14
图 31: 水电板块 2019 年 H1 扣非归母净利润增长 20% (亿元) .....	14
图 32: 水电板块 2019 年 Q2 收入同比增长 19% (亿元) .....	14
图 33: 水电板块 2019 年 Q2 扣非归母净利润增长 31% (亿元) .....	14
图 34: 水电发电量情况 .....	14
图 35: 19 年 1-7 月水电利用小时同比增加 195 小时 (小时) .....	14
图 36: 水电上半年毛利率同比提升 1 个百分点 .....	15
图 37: 水电上半年经营现金流同比增长 15% (亿元) .....	15
图 38: 水电上半年投资现金流净流出额同比下降 29% (亿元) .....	15
图 39: 水电上半年筹资活动现金流为负的 203 亿元 (单位: 亿元) .....	15

图 40: 水电上半年资产负债率同比下滑 2.4 个百分点 .....	16
图 41: 水电上半年财务费用率同比下滑 1.5 个百分点 .....	16
图 42: 重点水电公司发电量 (亿千瓦时) .....	16
图 43: 重点水电公司发电量同比.....	16
图 44: 水电大省水电发电量及同比 (亿千瓦时) .....	16

## 股价表现：水电跑赢大盘，火电跑输较多

### 电力板块：前8个月水电跑赢沪深300，火电跑输较多

2019年1-8月SW电力板块上涨18%，跑输沪深300 8个百分点，在所有行业板块中涨幅靠后。其中SW火电板块下跌2%，跑输沪深300 27个百分点；SW水电板块上涨36%，跑赢沪深300 11个百分点，主要是发电量增长、美债等无风险利率下行等。

图1：2019年前8月电力板块跑输沪深300 8个百分点

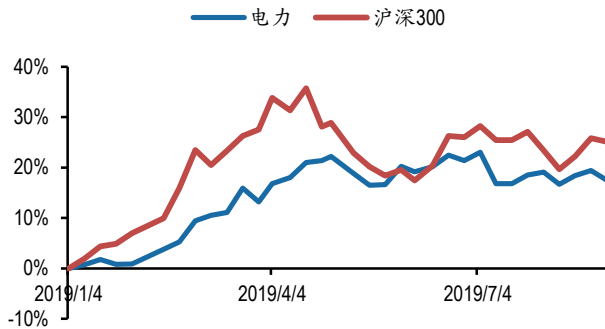
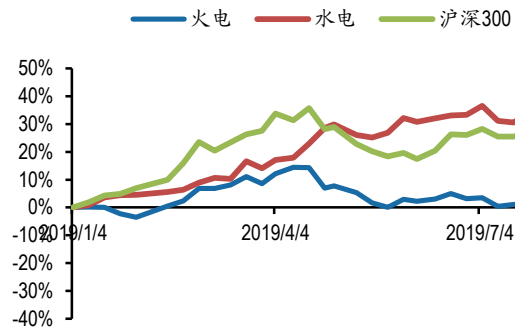


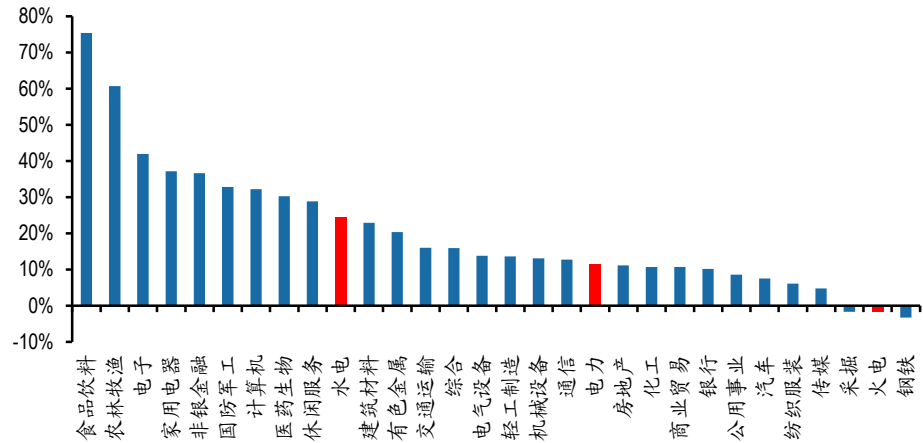
图2：2019年前8月水电跑赢沪深300 11个百分点



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：2019年前8月水电板块涨幅较多，火电板块微跌



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：区间涨跌幅（流通市值加权平均）

图4：美债收益率、国债收益率和长江电力股息率走势



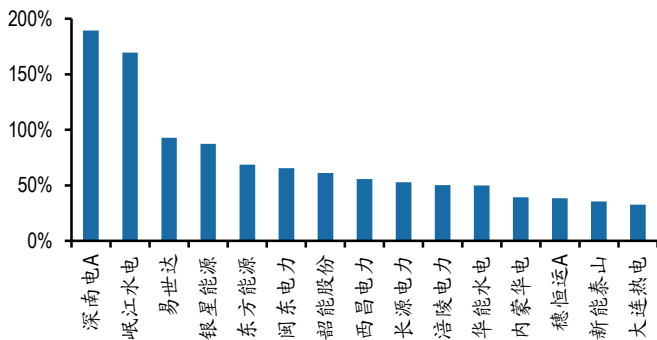
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：图中异常跳升值是由于在过去滚动的12个月周期内实施了两次现金分红。

个股表现：华能华电前8月涨幅靠后

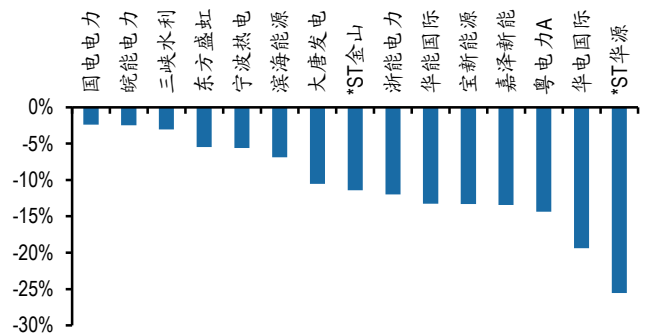
个股方面，在2019年前8月整体市场上涨的情况下，电力板块涨幅靠前的主要是岷江水电（涨幅169%）、东方能源（涨幅69%）等资产重组的股票、业绩弹性较大的区域性电力公司如长源电力（上涨53%）、华能水电（上涨50%）、内蒙华电（上涨39%）等。而火电龙头公司华能国际、华电国际表现较差，分别下跌13%和19%。水电龙头长江电力上涨22%。

图5：2019年前8月涨幅前五



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：2019年前8月涨幅后十五



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

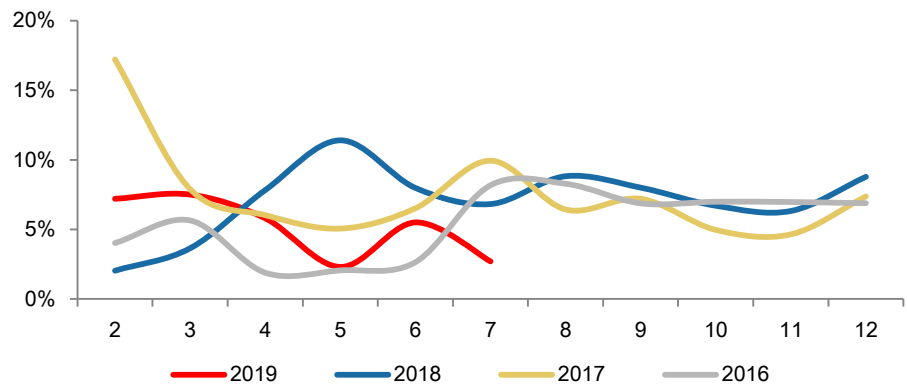
## 火电：上半年扣非净利润同比增长 53%，煤价下行推动火电公司盈利持续提升

### 火电板块：煤价下行，推动火电公司盈利持续提升

根据国家统计局数据，我国1-7月全社会用电量40652亿千瓦时，同比增长4.60%，增幅较去年同期下降4.39个百分点。分产业看，1-7月第二产业用电量增长2.80%，第三产业用电量增长9.10%，城乡居民生活用电量增长8.80%，第一产业增长5.2%，增速分别较去年同期-4.20/-5.10/-4.80/-4.80个百分点。

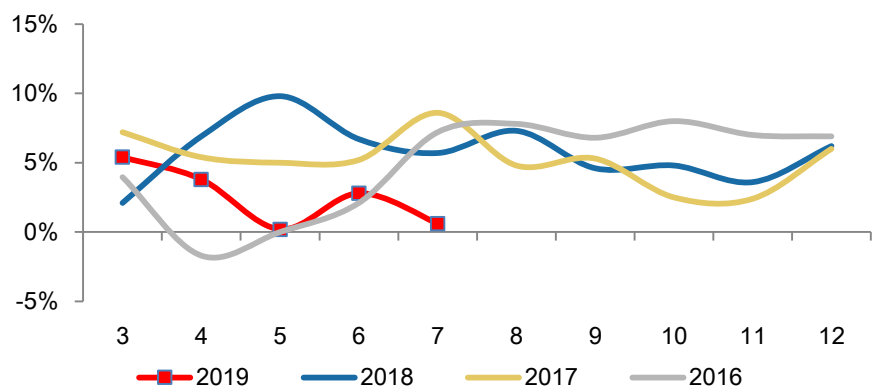
1-7月发电40300亿千瓦时，同比增长3.0%，增幅较去年同期下降4.8个百分点，同比增速回落较多主要受经济增速下行、当期气温偏低、同期基数较高等因素影响。

图7：全社会用电量当月同比增长情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

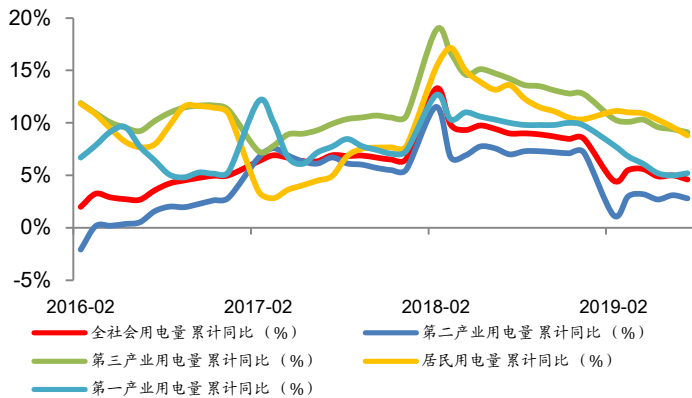
图8：全国发电量当月同比增长情况



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

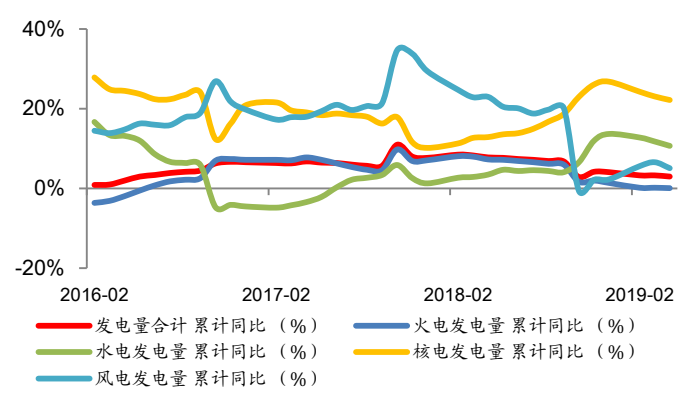


图9: 用电量分行业累计同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

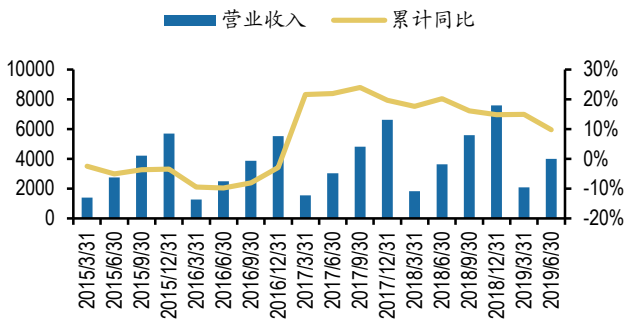
图10: 分类型发电量情况累计同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

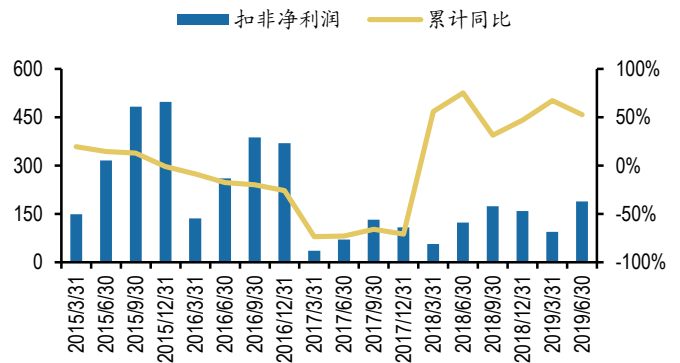
2019年上半年火电板块收入3987亿元，同比增长9.8%，扣非净利润189亿元，同比增长53%。尽管2019年1-7月火电受水电挤占，火电利用小时同比下滑87小时，但2019年1-7月燃料成本大幅下降（2019年1-7月全国电煤指数同比下降7.0%），叠加扣税电价同比提升，火电板块盈利大幅提升。2019年二季度火电板块收入增长4.6%，增速低于一季度，主要是二季度发电量增速较一季度放缓所致。2019年二季度归母净利润增长40%，增速低于一季度，主要是一季度煤价同比跌幅更大所致（2019年一季度和二季度全国电煤指数均价分别同比下跌8%和5%）。

图11: 火电板块19年H1收入增长9.8% (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

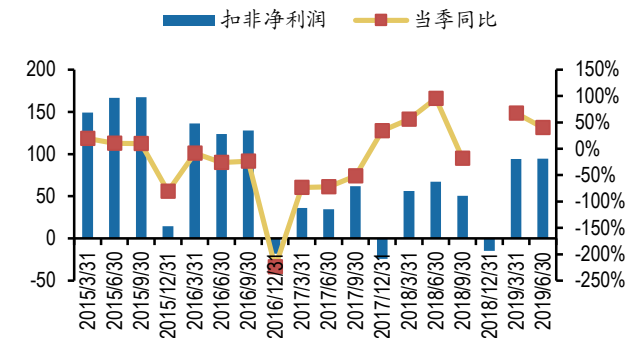
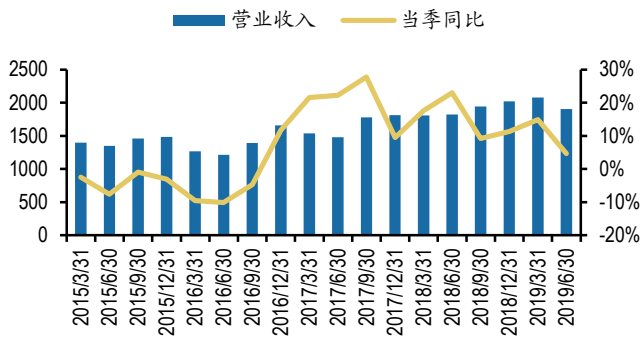
图12: 火电板块19年H1扣非归母净利润增长53% (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 火电板块19年Q2收入增长4.6% (亿元)

图14: 火电板块19年Q2扣非归母净利润增长40% (亿元)

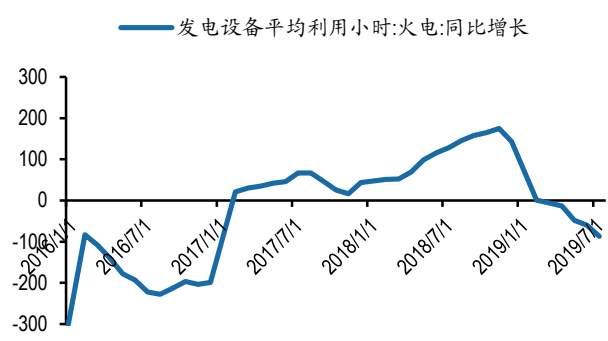
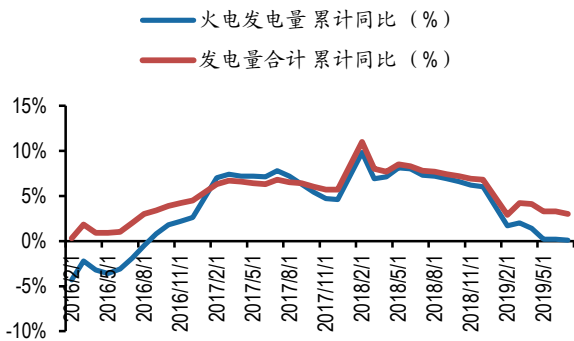


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 火电发电量情况

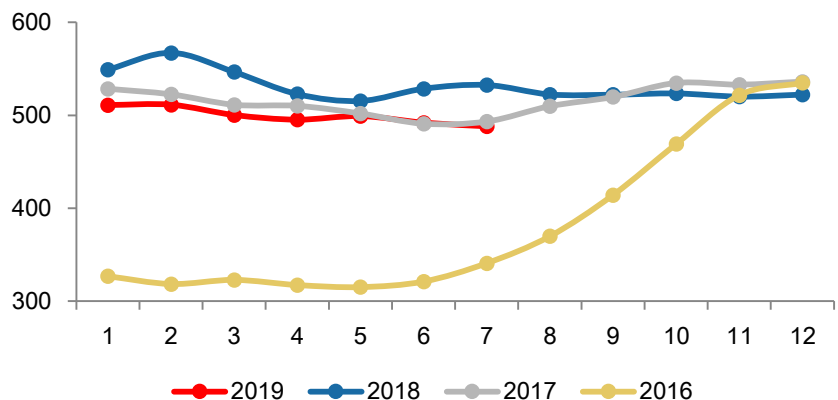
图16: 2019年1-7火电利用小时同比减少87小时



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 全国电煤指数 (元/吨)

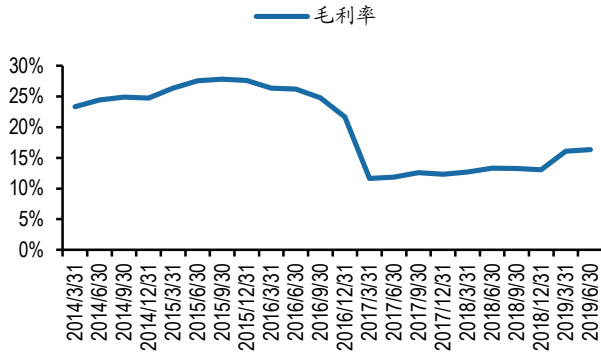


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

受益于2019年上半年的煤价下跌, 火电板块2019年上半年毛利率为16%, 相较于2017年和2018年已经有相对明显的提升。上半年经营活动现金流767亿元, 同比增长29%, 同时投资活动现金流净流出额421亿元, 同比减少28%, 火电公司偿还债务,

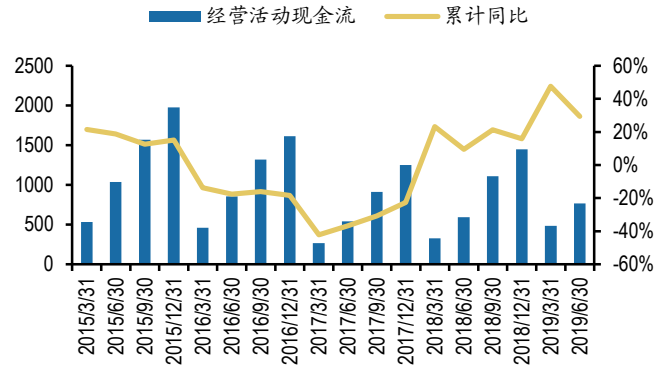
上半年筹资活动现金流为负的347亿元，资产负债率同比下降2.5个百分点，财务费用率同比下降0.1个百分点。

图18: 火电板块上半年毛利率16%



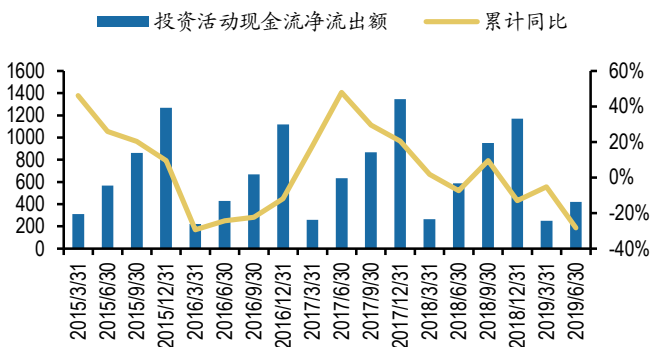
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 火电板块上半年经营活动现金流同比增长29% (亿元)



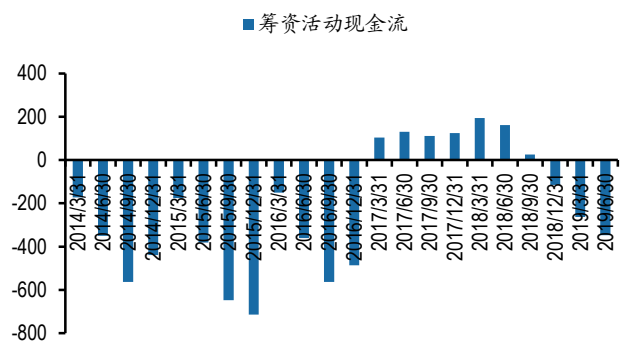
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 火电板块上半年资本开支同比减少28% (亿元)



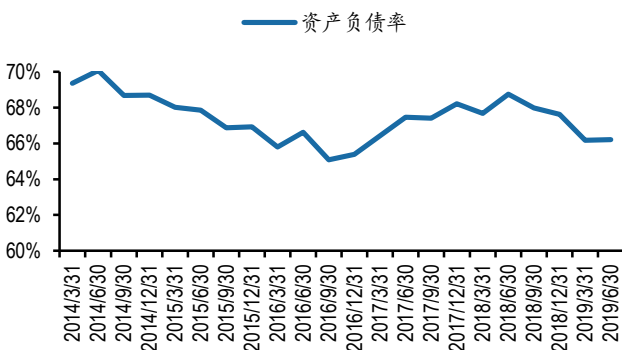
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 火电板块上半年筹资活动现金流为负的347亿元 (单位: 亿元)



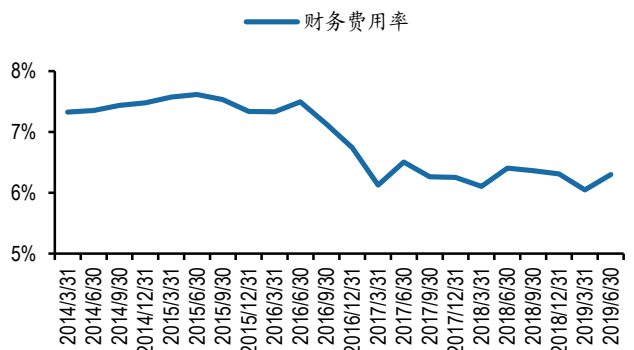
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 火电板块上半年资产负债率同比下降2.5个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

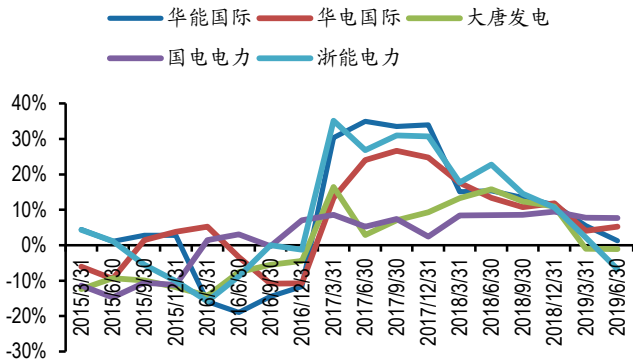
图23: 火电板块上半年财务费用率同比下降0.1个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

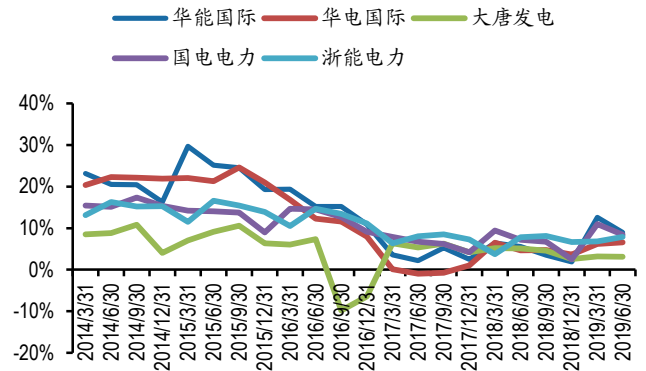
2019年上半年华能国际、华电国际、国电电力收入增速在0-10%，主要是扣税电价同比提升所致。大唐发电、浙能电力收入分别同比下降1%和7%，主要是发电量同比下滑所致，发电量分别同比下滑5%和10%。从上网电价看，华能国际和华电国际含税电价同比分别增长0.22%和1.56%，扣税电价分别同比增长1.5%和2.9%。上半年全国电煤指数同比下跌7.0%，重点火电公司除大唐发电外，扣非归母净利润均有提升，华能国际、华电国际、国电电力、浙能电力上半年扣非归母净利润分别提升80%、66%、10%、10%。

图24: 重点火电公司收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

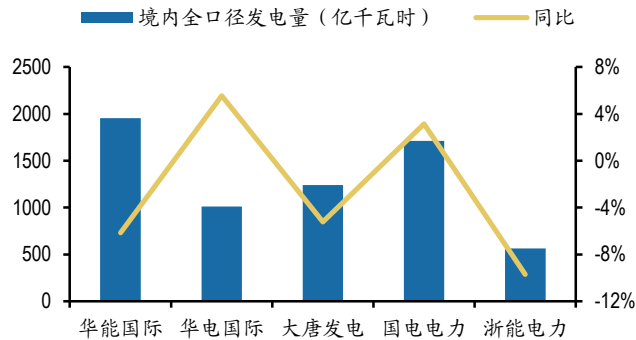
图25: 重点火电公司年化ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 年化 ROE 为一二三四季度累计 ROE 分别乘以 3、2、4/3、1。

图26: 重点火电公司上半年发电量及同比



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图27: 重点火电公司上网结算价格(元/兆瓦时)

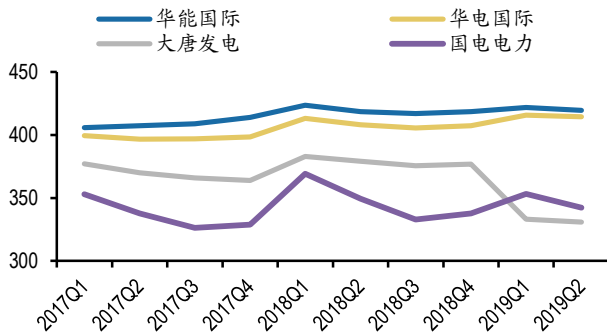
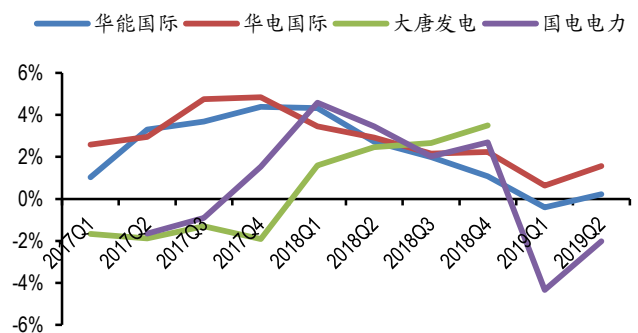


图28: 重点火电公司上网结算价格同比增幅

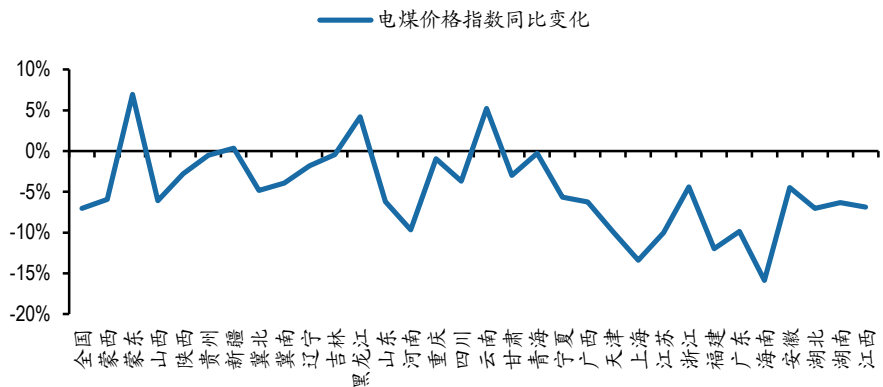


数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

注: 华能国际、华电国际电价为含税电价, 大唐发电披露电价口径 2019 年调整为扣税电价, 国电电力电价为扣税电价。

图29: 2019年1-7月各地电煤价格指数同比变化



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

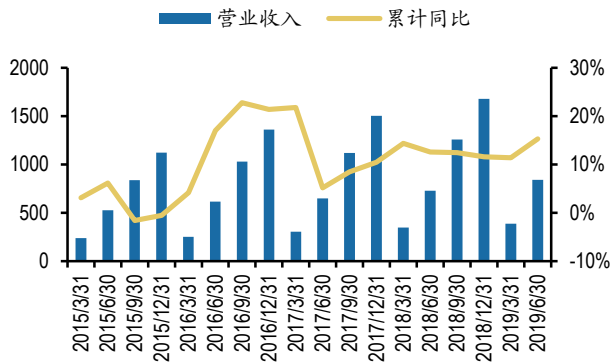
## 水电: 上半年板块扣非净利润增长 20%, 来水较丰促进电量提升

### 水电板块: 1-7 月水电发电量同比增长 11%, 电量提升推动业绩增长

根据国家统计局数据, 2019年1-7月水电发电量同比增长10.7%, 利用小时数同比增加195小时。2019年上半年水电板块收入840亿元, 同比增长15%, 扣非归母净利润183亿元, 同比增长20%, 主要是华能水电、国投电力收入及扣非归母净利润增长较快所致(华能水电售电量价齐升, 收入增长64%, 扣非净利润同比增长225%)、国投电力(新机组投运, 发电量同比增长11%, 收入同比增长10%, 火电盈利同比改善, 扣非净利润同比增长44%)。其中, 二季度水电板块收入同比增长19%, 扣非净利润同比增长31%, 相较于一季度提速, 主要是华能水电、国投电力等二季度增

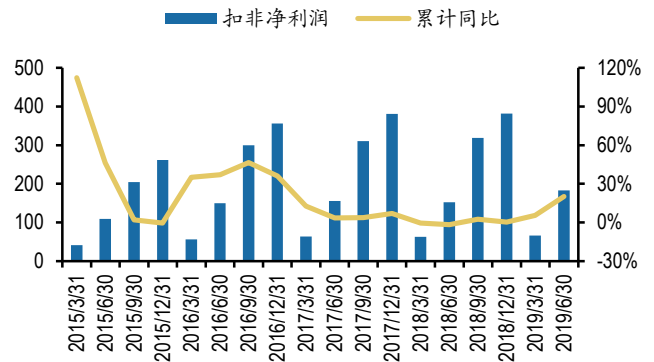
速相较于一季度提速所致。

图30: 水电板块2019年H1收入同比增长15% (亿元)



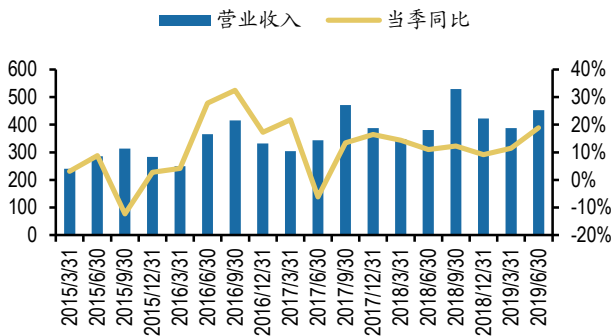
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 水电板块2019年H1扣非归母净利润增长20% (亿元)



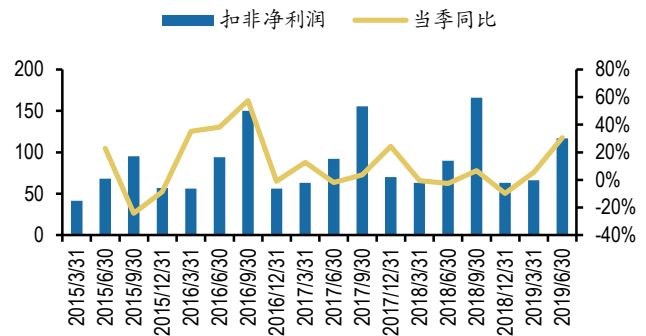
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 水电板块2019年Q2收入同比增长19% (亿元)



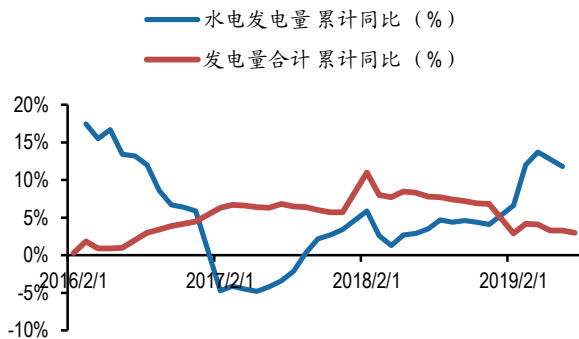
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 水电板块2019年Q2扣非归母净利润增长31% (亿元)



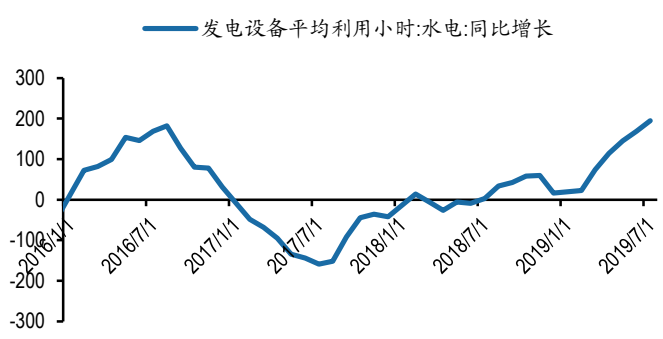
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 水电发电量情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

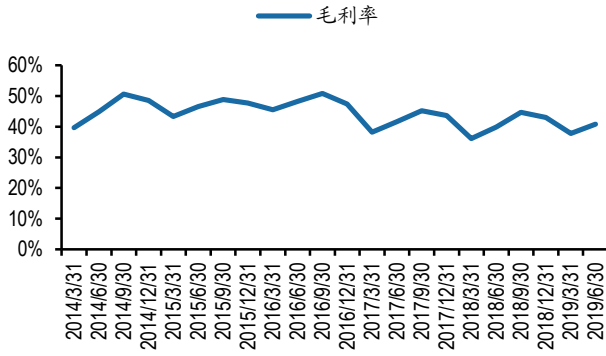
图35: 19年1-7月水电利用小时同比增加195小时 (小时)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

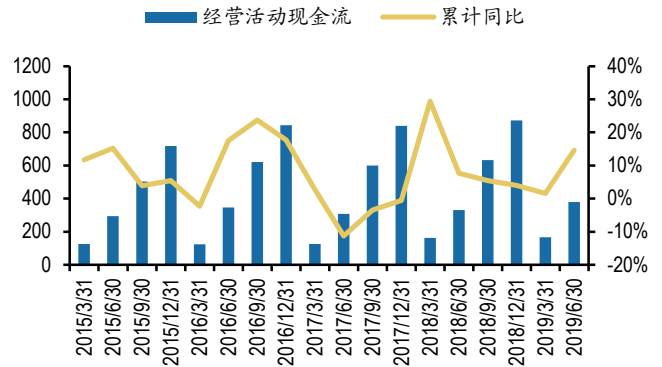
上半年水电板块毛利率41%，同比提升1.0个百分点，主要是发电量同比提升所致；经营活动现金流379亿元，同比增长15%；投资活动现金流净流出额136亿元，同比减少29%；资产负债率60%，同比下滑2.4个百分点，财务费用率11%，同比下降1.5个百分点。

图36: 水电上半年毛利率同比提升1个百分点



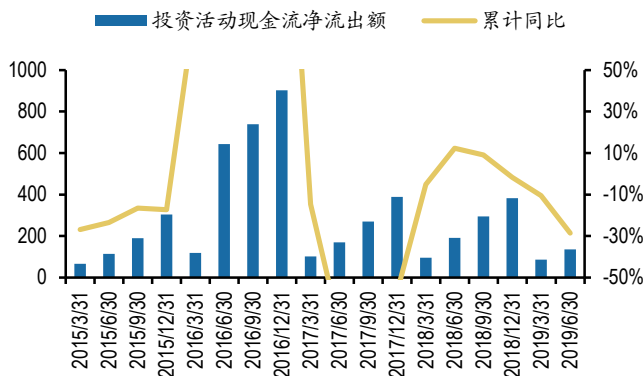
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 水电上半年经营现金流同比增长15% (亿元)



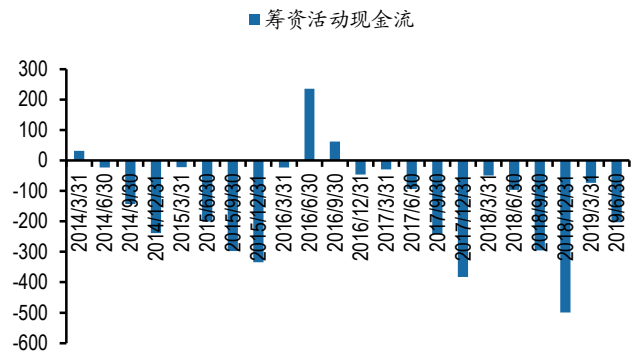
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 水电上半年投资现金流净流出额同比下降29% (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 水电上半年筹资活动现金流为负的203亿元 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 水电上半年资产负债率同比下滑2.4个百分点

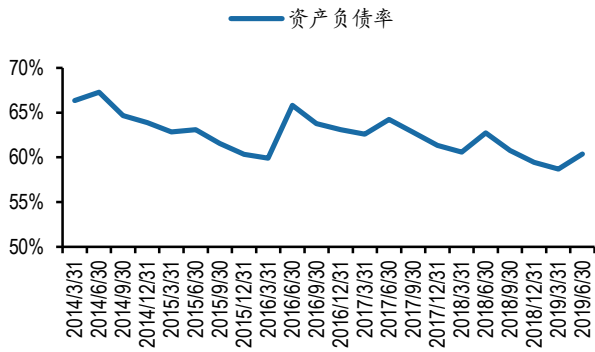
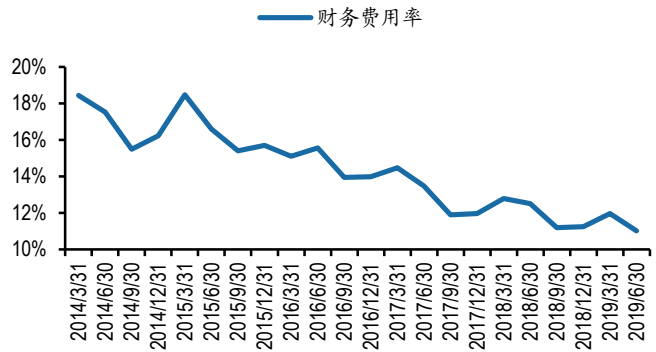


图41: 水电上半年财务费用率同比下滑1.5个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

水电龙头公司表现各异: 2019年上半年水电公司长江电力、华能水电、桂冠电力、国投电力发电量分别增长5%/57%/-4%/11%, 其中华能水电发电量增长较快主要是新增投运装机较多、来水较好所致。

图42: 重点水电公司发电量 (亿千瓦时)

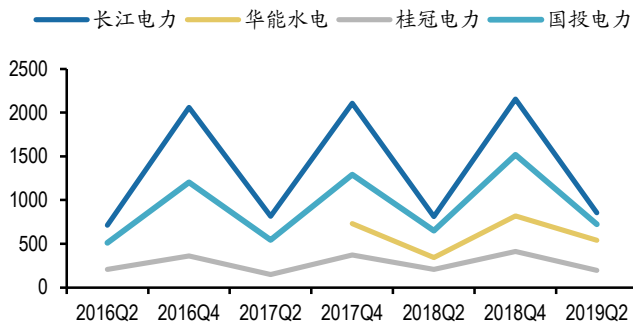
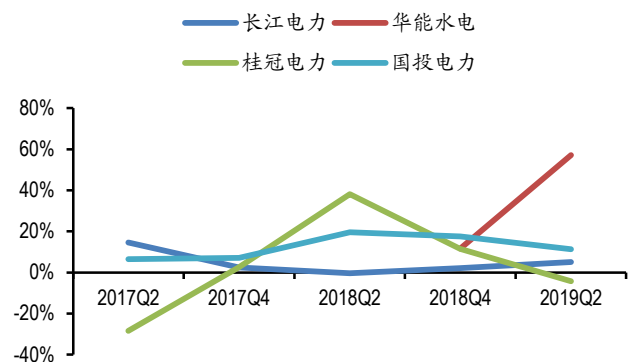


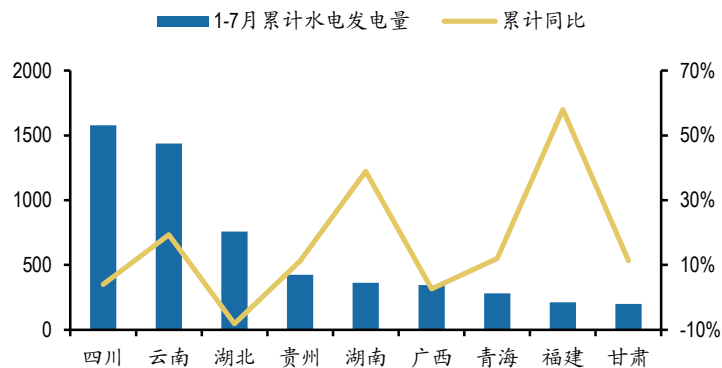
图43: 重点水电公司发电量同比



数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

图44: 水电大省水电发电量及同比 (亿千瓦时)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心



## 火电关注煤炭供给，水电跟踪全球降息预期

火电方面，市场对电煤需求疲弱已有充分预期，后续煤价可能更多取决于供给端，如进口煤平控政策、国庆前后煤矿安监政策等。沿海地区和内陆地区的煤炭价格和用电需求仍将持续分化（沿海电厂需求差、用电增速低、动力煤价格跌幅大；内陆电厂需求相对较好、用电增速高、动力煤价格跌幅少），建议关注火电龙头华电国际（A股）、华电国际电力股份（H股）及皖能电力、京能电力、长源电力、内蒙华电等区域性火电公司。水电方面，美债等无风险利率下行将提升水电龙头的配置需求，建议关注水电龙头长江电力、国投电力。

## 风险提示

电力供需形势恶化；电价下调风险；煤炭价格大幅上涨风险；来水不及预期；利率上行风险。

## 广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 浩：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。