

电力行业三季报总结

静待各地基准电价落地，或存在预期修复机会

核心观点：

● 火电：煤价持续回落，前三季度盈利增长 61%

剔除国电电力由于统计口径变化造成的差异，2019 年 1-9 月火电板块收入 5297 亿元，同比增长 4%；扣非净利润 281 亿元，同比增长 61%。尽管 2019 年 1-9 月火电利用小时同比下滑 101 小时，但 2019 年三季度燃料成本继续保持低位，根据 Wind 数据，三季度秦皇岛动力煤价格和全国电煤指数分别同比下跌 47 元/吨和 37 元/吨，环比分别下跌 23 元/吨和 7 元/吨，火电板块盈利大幅提高。2019 年第三季度火电板块收入增长 5.1%，增速较第二季度有所提升，主要是第三季度发电量同比增速回升、增值税率下调所致。2019 年第三季度归母净利润增长 82%，增速高于第二季度，主要是动力煤价格同比下跌幅度更大所致。

● 水电：来水偏枯导致业绩增速放缓，前三季度盈利增长 12%

2019 年前三季度水电板块收入 1465 亿元，同比增长 16%。扣非归母净利润 357 亿元，同比增长 12%，增速放缓，主要由于第三季度长江流域较往年来水偏枯，发电量同比增速下滑所致。其中，第三季度水电板块收入同比增长 18%，扣非净利润同比增长 4.9%，均较前一季度水平有所下降。

● 关注各地基准电价明晰，或将存在预期修复机会

火电方面，受益于煤价下跌，火电行业盈利已经较前期盈利底部（2017 年）有较大提升，2019 年前三季度 SW 火电板块扣非 ROE 为 5.0%，年化 ROE 为 6.6%。但截至 2019 年 10 月 31 日，SW 火电板块 PB 为 0.90 倍，已经创下火电板块 10 年来新低，主要原因是市场对于未来上网电价下调幅度不确定性的担忧。同样受制于对上网电价的担忧，水电板块三季度也出现回调。根据国家发改委《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，各地细化电价方案经省级人民政府批准后将于 2019 年 11 月 15 日前上报发改委备案，届时市场或将对电价调整幅度有更明确的预期，电力板块或将迎来估值修复的机会。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，且同样存在上网电价预期修复机会，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

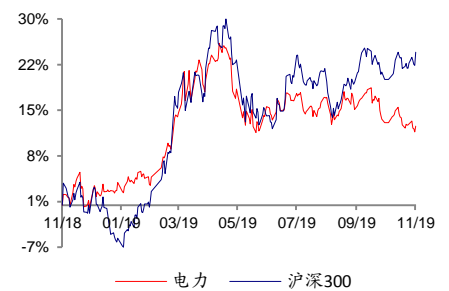
前次评级

买入

报告日期

2019-11-04

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 9 月月报：用电需求提振&水电增速转负，火电出力大幅改善 2019-10-20
- 电力行业 8 月月报：二产用电回暖&水电出力回落，火电增速降幅收窄 2019-09-22
- 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 2019-09-03

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
华电国际	600027.SH	CNY	3.54	2019/8/26	买入	6.5	0.36	0.47	9.79	7.59	5.76	5.24	7.2%	9.7%
华电国际 电力股份	01071.HK	HKD	2.95	2019/8/26	买入	4.2	0.36	0.47	6.97	5.41	5.84	5.31	7.2%	9.7%
华能国际	600011.SH	CNY	5.72	2019/7/31	买入	8.5	0.34	0.48	16.95	12.01	7.13	6.28	6.0%	7.8%
华能国际 电力股份	00902.HK	HKD	3.72	2019/7/31	买入	6.6	0.34	0.48	9.43	6.68	6.75	5.95	6.0%	7.8%
皖能电力	000543.SZ	CNY	4.72	2019/8/5	买入	5.59	0.38	0.54	12.44	8.74	7.46	7.10	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, 港股公司 EPS 单位为人民币/股

目录索引

股价表现：水电跑赢大盘，火电跑输较多	6
股价表现：前 10 月水电略跑赢沪深 300，火电跑输较多	6
个股表现：华能华电前 10 月涨幅靠后	7
火电：煤价持续回落，前三季度扣非净利润同比增长 61%	8
火电板块：煤价持续回落，火电公司盈利持续提升	8
水电：前三季度扣非净利润增长 12%，三季度来水偏枯发电量同比增速下降	13
水电板块：1-9 月水电发电量同比增长 8%，来水偏枯导致收益增速放缓	13
关注各地基准电价明晰，或将存在预期修复机会	17

图表索引

图 1: 2019 年前 10 月电力板块跑输沪深 300 13 个百分点	6
图 2: 2019 年前 10 月水电跑赢沪深 300 2 个百分点	6
图 3: 2019 年前 10 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 10 月涨幅前十五	7
图 5: 2019 年前 10 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 年前三季度收入增长 4% (亿元)	9
图 12: 火电板块 19 年前三季度扣非归母净利润增长 61% (亿元)	9
图 13: 火电板块 19 年 Q3 收入增 5.1% (亿元)	10
图 14: 火电板块 19 年 Q3 扣非归母净利润增长 82% (亿元)	10
图 15: 火电发电量情况	10
图 16: 2019 年 1-9 火电利用小时同比减少 101 小时	10
图 17: 全国电煤指数 (元/吨)	10
图 18: 火电板块前三季度毛利率 15%	11
图 19: 火电板块前三季度经营活动现金流同比增长 24% (亿元)	11
图 20: 火电板块前三季度资本开支同比减少 21% (亿元)	11
图 21: 火电板块前三季度筹资活动现金流为负的 505 亿元 (单位: 亿元)	11
图 22: 火电板块前三季度资产负债率同比下降 2.3 个百分点	11
图 23: 火电板块前三季度财务费用率同比不变	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: 重点火电公司前三季度发电量及同比	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 1-9 月各地电煤指数同比变化 (元/吨)	13
图 30: 水电板块 2019 年前三季度收入同比增长 16% (亿元)	14
图 31: 水电板块 2019 年前三季度扣非归母净利润增长 12% (亿元)	14
图 32: 水电板块 2019 年 Q3 收入同比增长 18% (亿元)	14
图 33: 水电板块 2019 年 Q3 扣非归母净利润增长 4.9% (亿元)	14
图 34: 水电发电量情况	14
图 35: 19 年 1-9 月水电利用小时同比增加 187 小时 (小时)	14
图 36: 水电前三季度毛利率同比降低 2.2 个百分点	15
图 37: 水电前三季度经营现金流同比增长 8% (亿元)	15
图 38: 水电前三季度投资现金流净流出额同比下降 46% (亿元)	15
图 39: 水电前三季度筹资活动现金流为负的 486 亿元 (单位: 亿元)	15

图 40: 水电前三季度资产负债率同比下滑 3 个百分点.....	16
图 41: 水电前三季度财务费用率同比下滑 1.7 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 1-9 月发电量及同比 (亿千瓦时)	16
图 45: 电力板块年化 ROE	17
图 46: 电力板块 PB	17

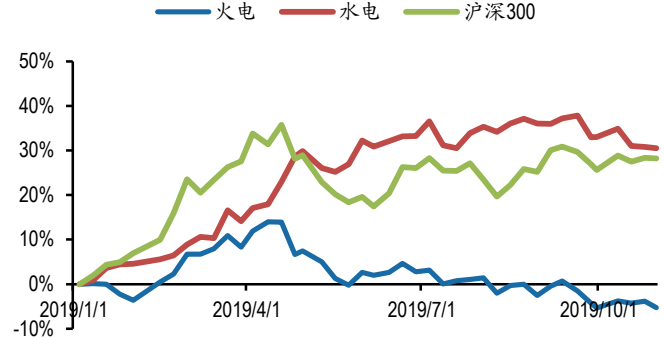
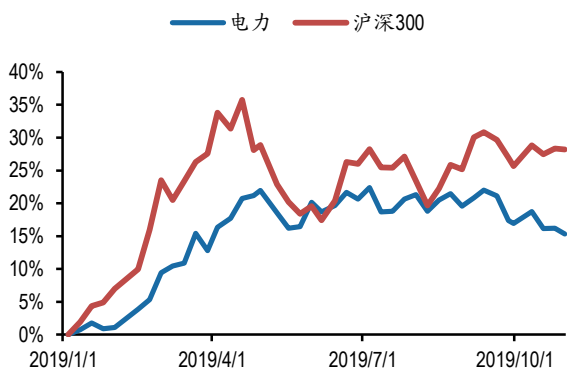
股价表现：水电跑赢大盘，火电跑输较多

股价表现：前10月水电略跑赢沪深300，火电跑输较多

2019年1-10月SW电力板块上涨15%，跑输沪深300 13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5%，跑输沪深300 33个百分点；SW水电板块上涨30%，跑赢沪深300 2个百分点。9月26日，国务院常务会议召开，决定取消煤电价格联动机制，将现行标杆上网电价机制，改为“基准价+上下浮动”的市场化机制，浮动范围为上浮不超过10%、下浮原则上不超过15%，明年暂不上浮，特别要确保一般工商业平均电价只降不升。市场担心水电和火电上网电价下调幅度的不确定性，水电和火电板块9-10月股价出现明显回调。

图1：2019年前10月电力板块跑输沪深300 13个百分点

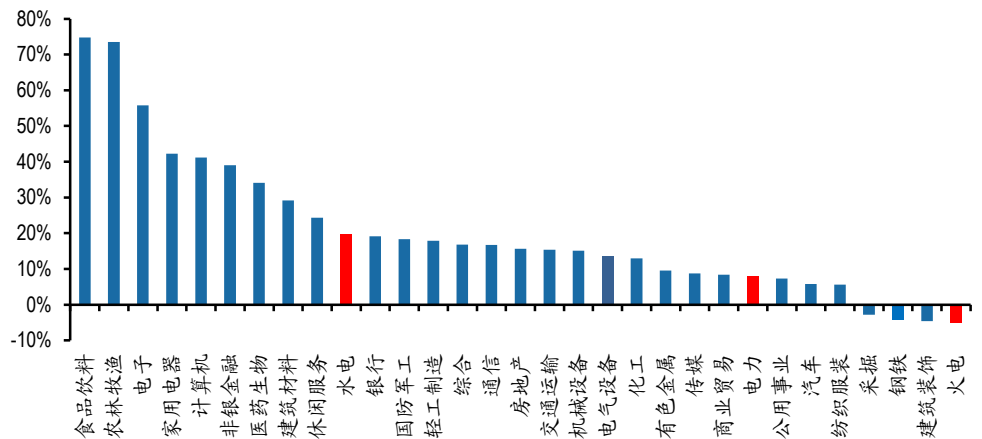
图2：2019年前10月水电跑赢沪深300 2个百分点



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10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10月涨幅靠后

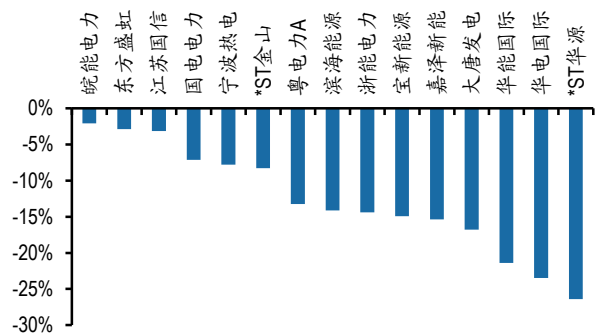
个股方面，在2019年前10月整体市场上涨的情况下，电力板块涨幅靠前的主要是岷江水电（涨幅266%）、东方能源（涨幅90%）等资产重组的股票、业绩弹性较大的区域性电力公司如韶能电力（上涨82%）、华能水电（上涨49%）、长源电力（上涨37%）等。而火电龙头公司华能国际、华电国际表现较差，分别下跌21%和23%。水电龙头长江电力上涨17%。

图5：2019年前10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10月涨幅后十五



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

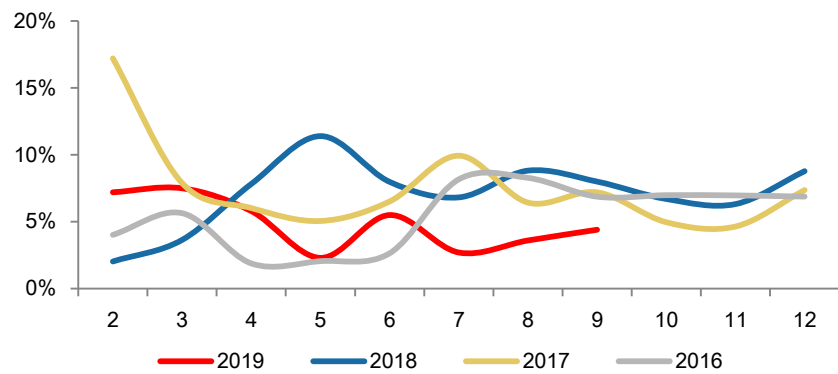
火电：煤价持续回落，前三季度扣非净利润同比增长61%

火电板块：煤价持续回落，火电公司盈利持续提升

根据国家统计局数据，我国1-9月全社会用电量53442亿千瓦时，同比增长4.40%，增幅较去年同期下降4.5个百分点。分产业看，1-9月第二产业用电量增长3%，第三产业用电量增长8.7%，城乡居民生活用电量增长6.3%，第一产业增长4.7%，增速分别较去年同期-4.30/-4.80/-5.20/-5.10个百分点。

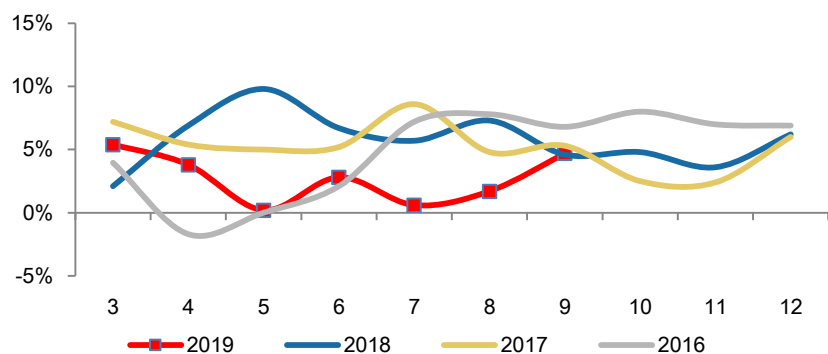
1-9月发电52967亿千瓦时，同比增长3.0%，增幅较去年同期下降4.4个百分点同比增速回落较多主要受经济增速下行、当期气温偏低、同期基数较高等因素影响。其中，1-9月份火电发电量同比增长0.5%，相较于1-6月份累计同比增速0.2%略有上升。

图7：全社会用电量当月同比增长情况



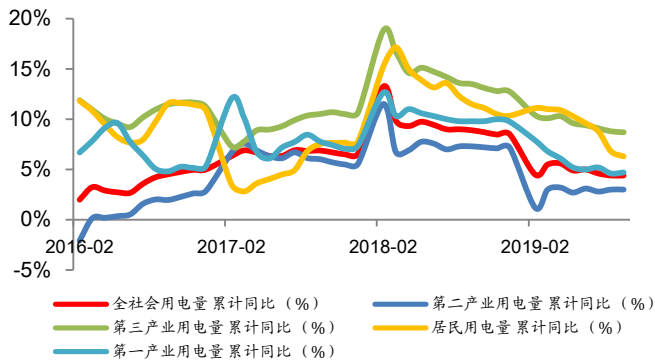
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：全国发电量当月同比增长情况



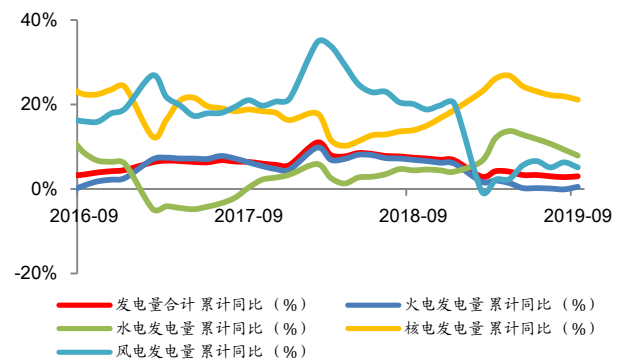
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

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

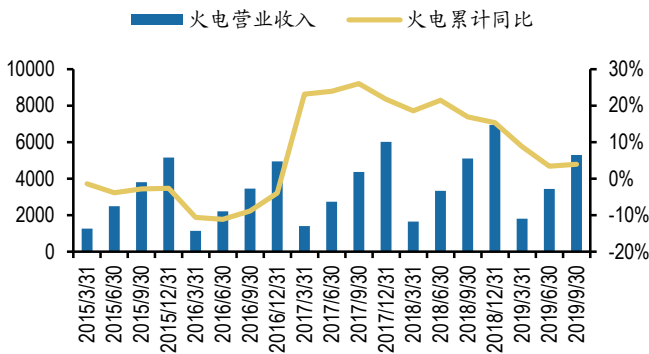
图10: 分类型发电量情况累计同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

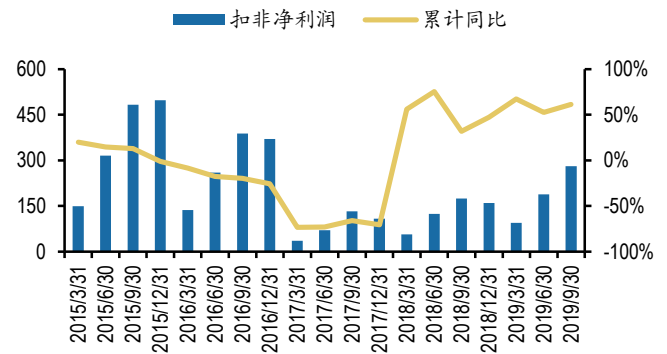
剔除国电电力由于统计口径变化造成的差异，2019年1-9月火电板块收入5297亿元，同比增长4%。扣非净利润281亿元，同比增长61%。尽管2019年1-9月火电利用小时同比下滑101小时，降幅较上半年有所扩大（1-6月利用小时降幅为60小时），但2019年三季度燃料成本继续保持低位，根据Wind数据，三季度，秦皇岛动力煤价格和全国电煤指数分别同比下跌47元/吨和37元/吨，环比分别下跌23元/吨和7元/吨，火电板块盈利大幅提高。2019年第三季度火电板块收入增长5.1%，增速较第二季度有所提升，主要是第三季度发电量同比增速回升、增值税率下调所致。2019年第三季度归母净利润增长82%，增速高于第二季度，主要是动力煤价格同比下跌幅度更大所致。

图11: 火电板块19年前三季度收入增长4% (亿元)



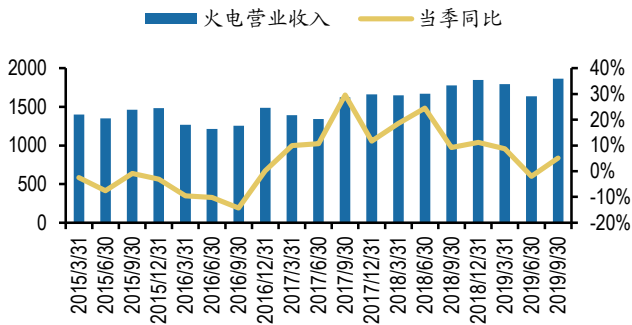
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 火电板块19年前三季度扣非归母净利润增长61% (亿元)



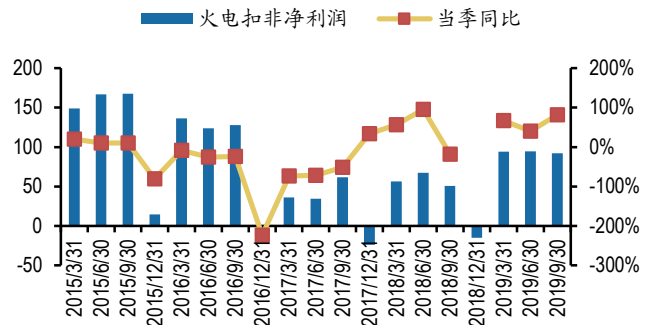
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 火电板块19年Q3收入增5.1% (亿元)



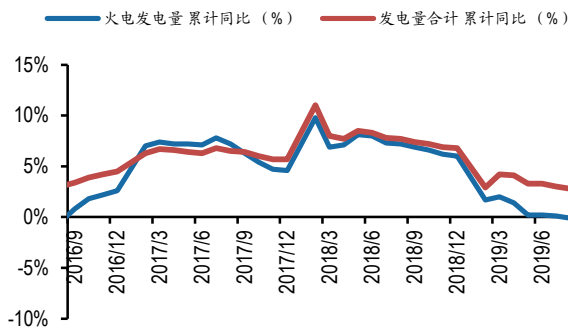
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 火电板块19年Q3扣非归母净利润增长82% (亿元)



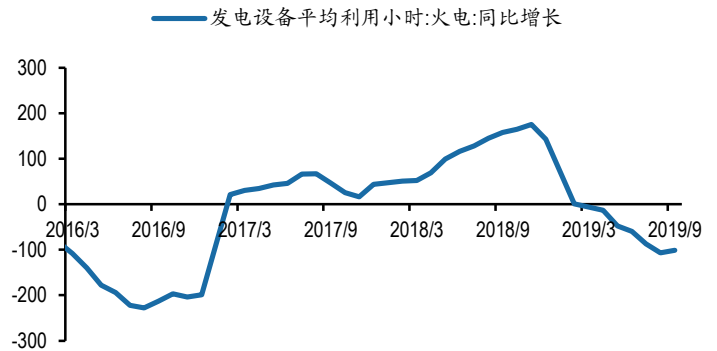
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 火电发电量情况



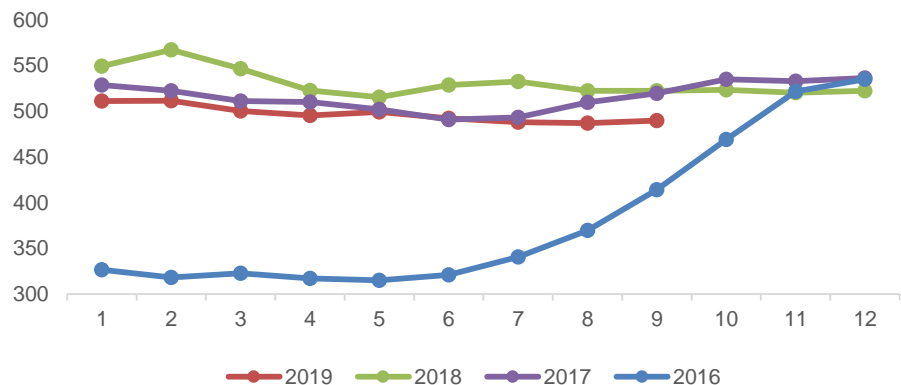
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 2019年1-9火电利用小时同比减少101小时



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)

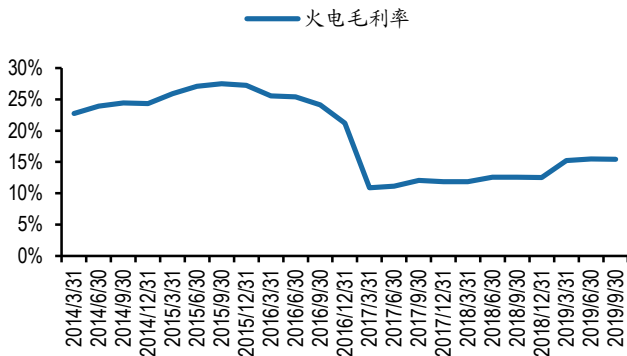


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

第三季度煤价继续保持下跌趋势, 火电板块2019年前三季度毛利率为15%, 同比提升2个百分点。前三季度经营活动现金流1372亿元, 同比增长24%, 同时投资活动现金流净流出额750亿元, 同比减少21%, 火电公司前三季度筹资活动现金流为负的

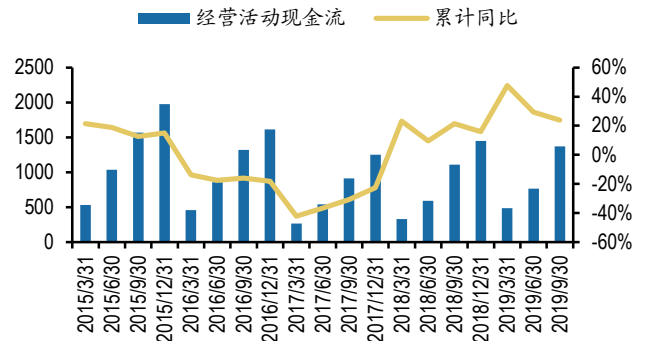
505亿元，资产负债率同比下降2.3个百分点，财务费用率同比持平。

图18: 火电板块前三季度毛利率15%



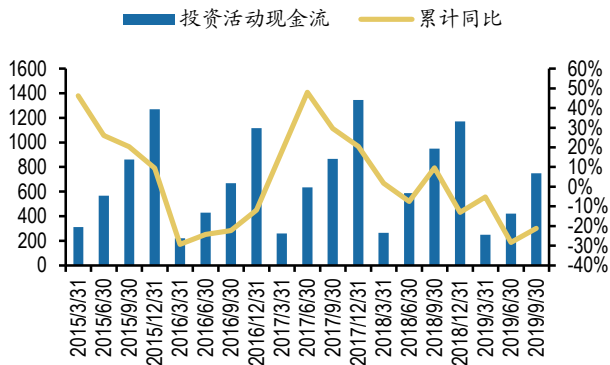
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 火电板块前三季度经营活动现金流同比增长24% (亿元)



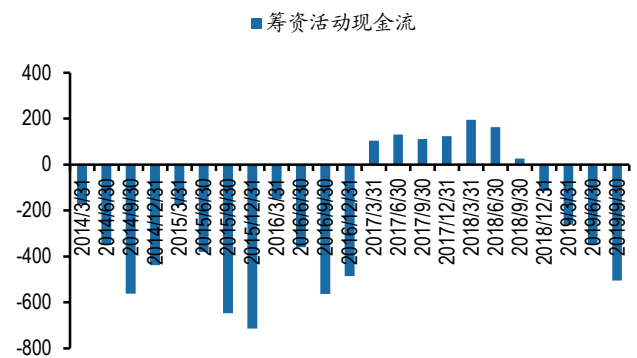
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图20: 火电板块前三季度资本开支同比减少21% (亿元)



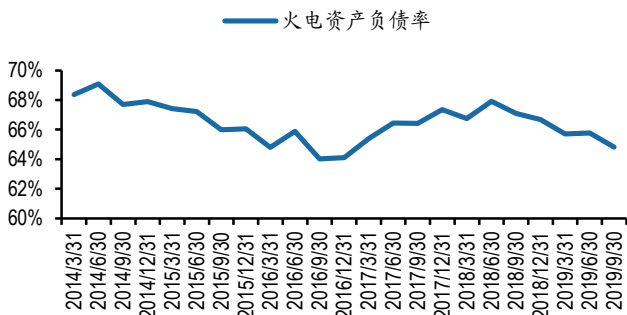
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图21: 火电板块前三季度筹资活动现金流为负的505亿元 (单位: 亿元)



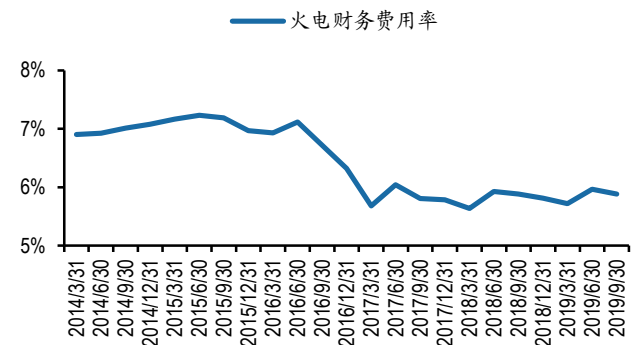
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 火电板块前三季度资产负债率同比下降2.3个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

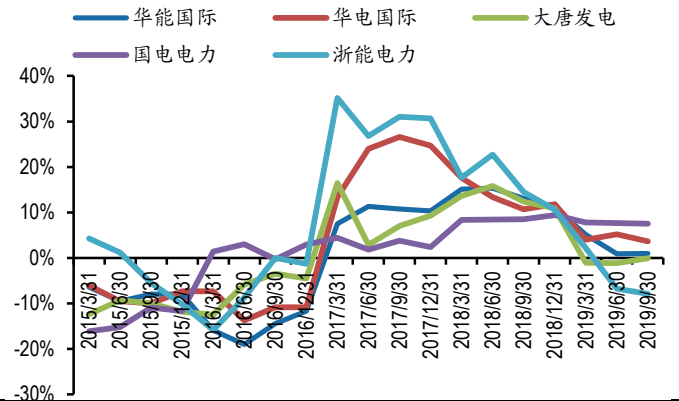
图23: 火电板块前三季度财务费用率同比不变



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

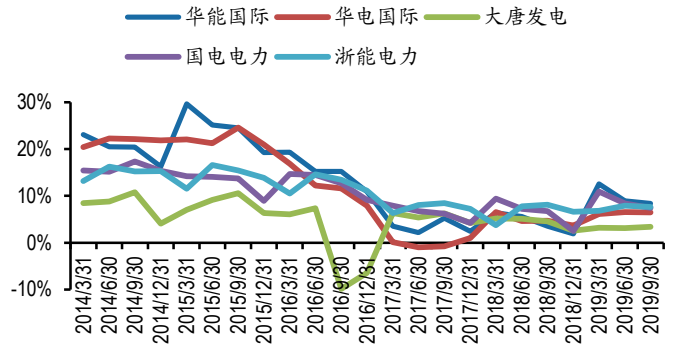
2019年前三季度华能国际、华电国际、国电电力、大唐发电收入增速在0-10%，主要是电价同比提升和（或）发电量增速回升所致。浙能电力收入同比下降8%，降幅较大，主要是发电量同比下滑所致。从上网电价看，华能国际含税电价同比持平，华电国际含税电价同比增长2%。前三季度全国电煤指数同比下跌6.9%，重点火电公司除大唐发电外，扣非归母净利润均有提升，华能国际、华电国际、国电电力、浙能电力前三季度扣非归母净利润分别提高173%、63%、4.7%、3.6%。

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

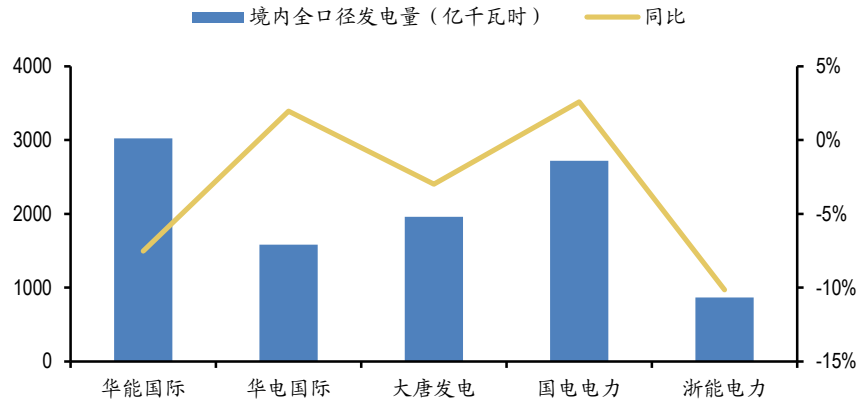
图25：重点火电公司年化ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

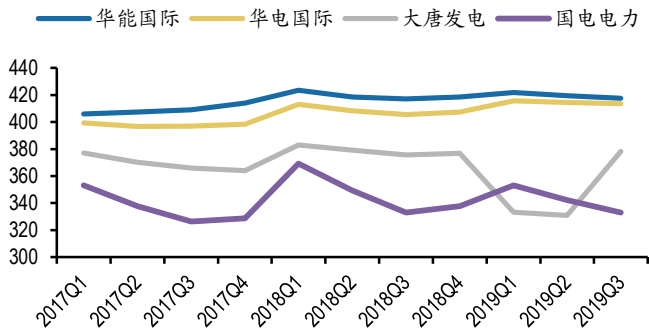
注：年化 ROE 为一二三季度累计 ROE 分别乘以 3、2、4/3、1。

图26：重点火电公司前三季度发电量及同比



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)

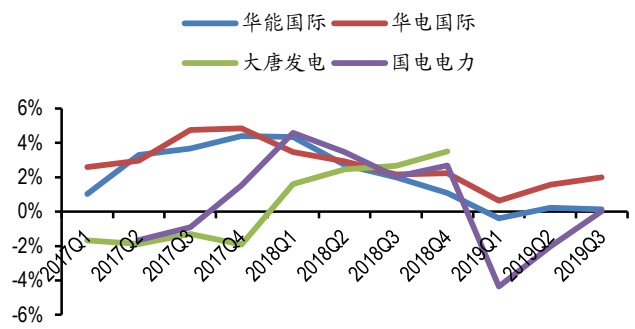


数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

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

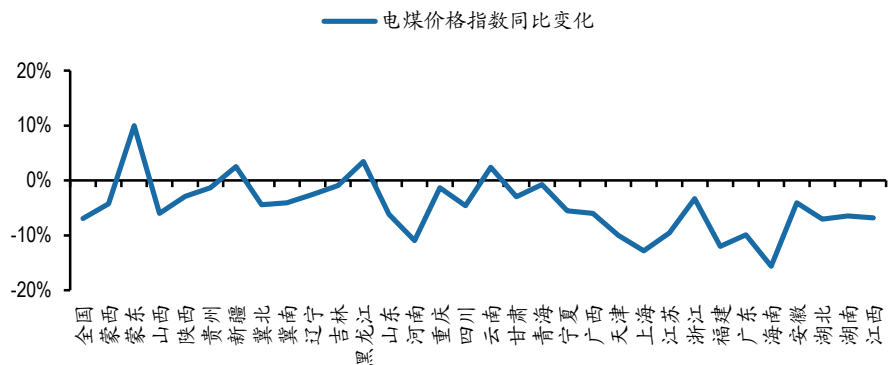
2019年调整为扣税电价, 国电电力电价为扣税电价。

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

图29: 2019年1-9月各地电煤指数同比变化 (元/吨)

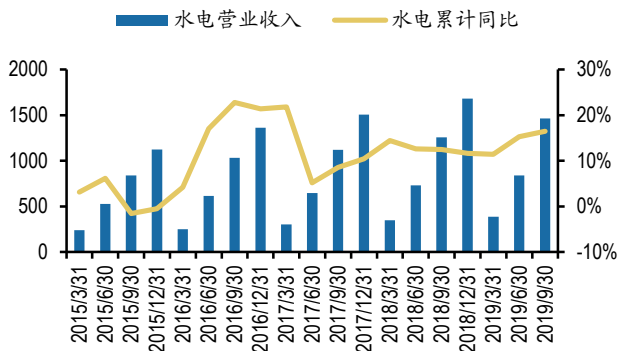


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

水电: 前三季度扣非净利润增长 12%, 三季度来水偏枯发电量同比增速下降

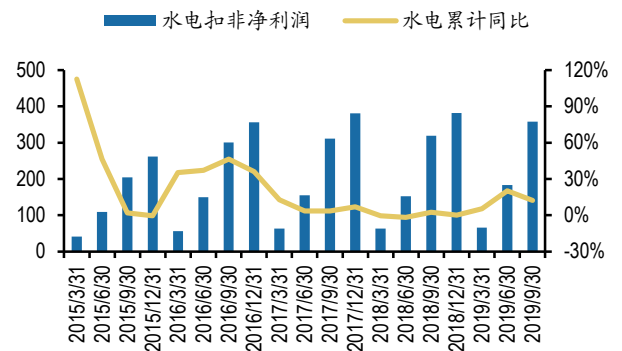
水电板块: 1-9月水电发电量同比增长 8%, 来水偏枯导致收益增速放缓
 根据国家统计局数据, 2019年1-9月水电发电量同比增长8%, 比1-6月累计同比增速回落3.9个百分点; 1-9月利用小时数同比增加187小时, 比1-6月份利用小时同比增幅增加18小时; 2019年前三季度水电板块收入1465亿元, 同比增长16%。扣非归母净利润357亿元, 同比增长12%, 利润增速放缓, 主要由于第三季度长江流域较往年来水偏枯, 发电量同比增速下滑所致。其中, 第三季度水电板块收入同比增长18%, 扣非净利润同比增长4.9%, 均较前三季度水平有所下降。

图30: 水电板块2019年前三季度收入同比增长16%(亿元)



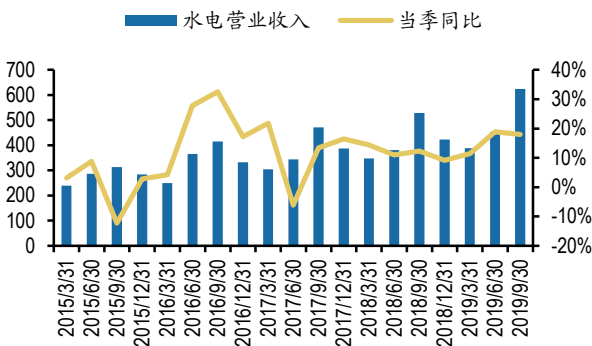
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 水电板块2019年前三季度扣非归母净利润增长12%(亿元)



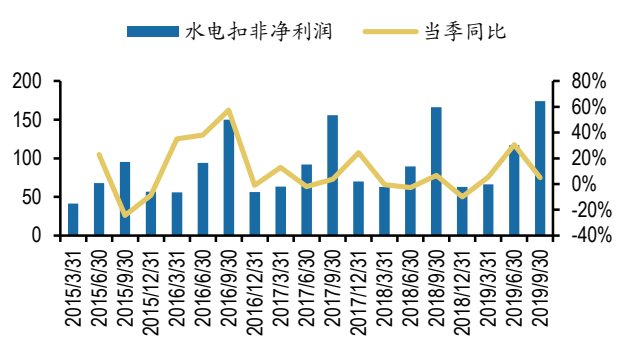
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 水电板块2019年Q3收入同比增长18%(亿元)



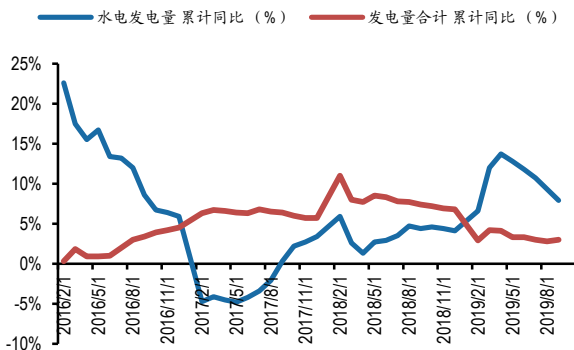
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 水电板块2019年Q3扣非归母净利润增长4.9%(亿元)



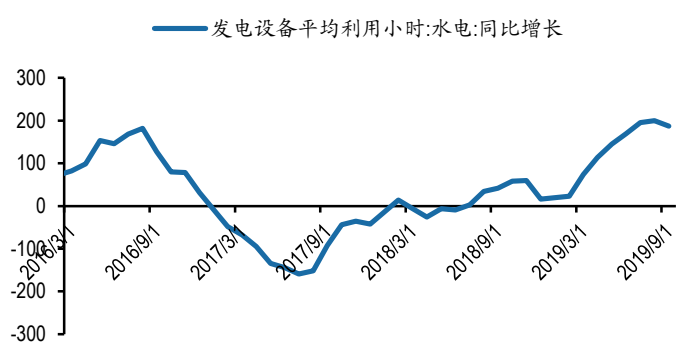
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

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1-9月水电利用小时同比增加187小时(小时)

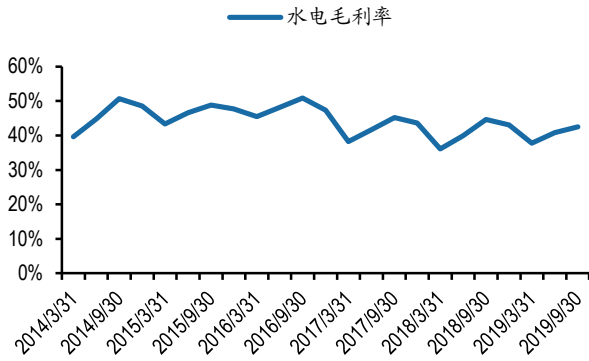


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

前三季度水电板块毛利率42%，同比减少2.2个百分点，主要是发电量同比降低所致；

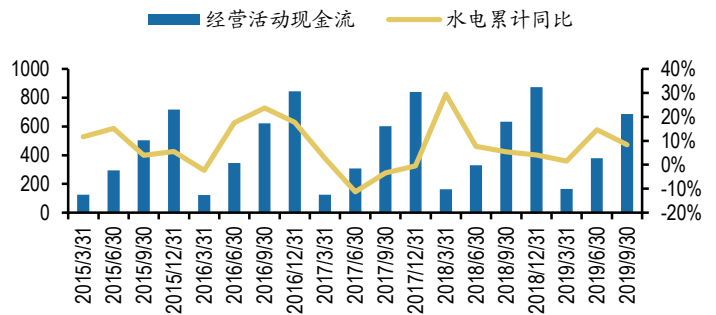
经营活动现金流686亿元，同比增长8%；投资活动现金流净流出额159亿元，同比减少46%；资产负债率58%，同比下滑3个百分点，财务费用率9.5%，同比下降1.7个百分点。

图36: 水电前三季度毛利率同比降低2.2个百分点



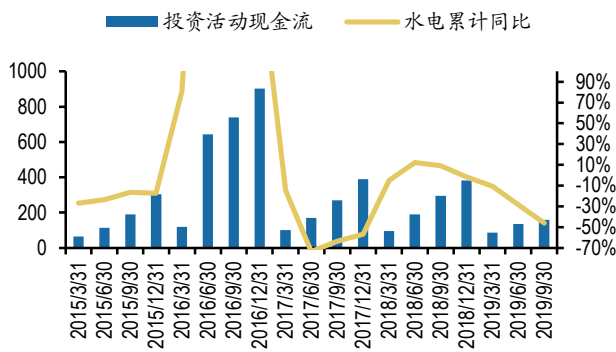
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图37: 水电前三季度经营现金流同比增长8% (亿元)



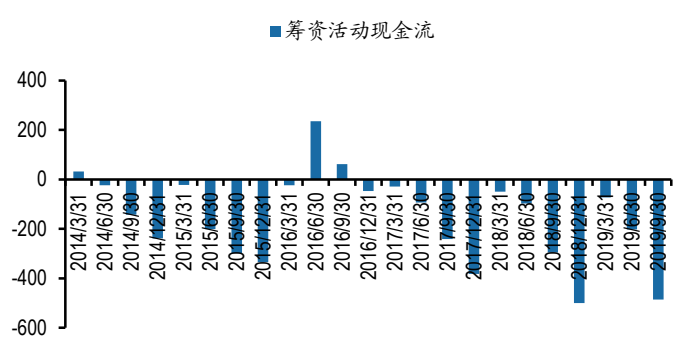
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 水电前三季度投资现金流净流出额同比下降46% (亿元)



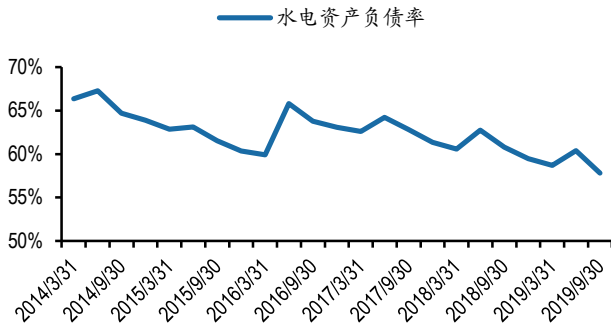
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 水电前三季度筹资活动现金流为负的486亿元 (单位: 亿元)



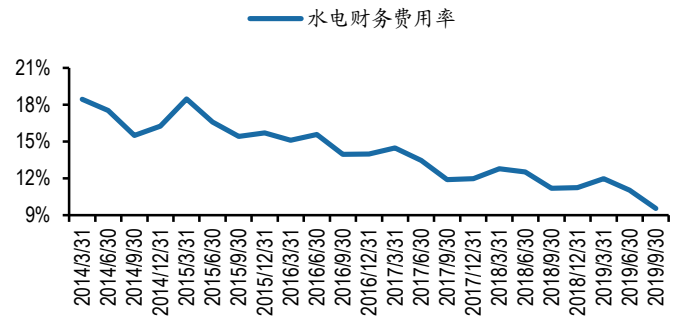
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 水电前三季度资产负债率同比下滑3个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

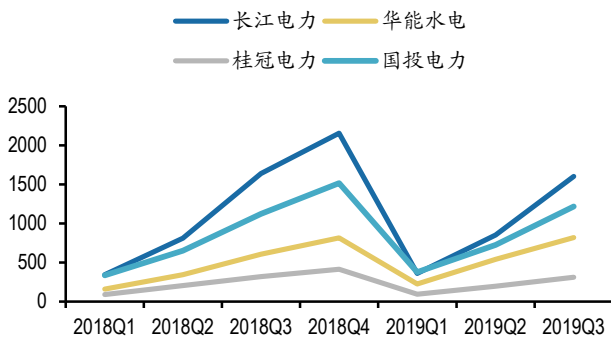
图41: 水电前三季度财务费用率同比下滑1.7个百分点



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

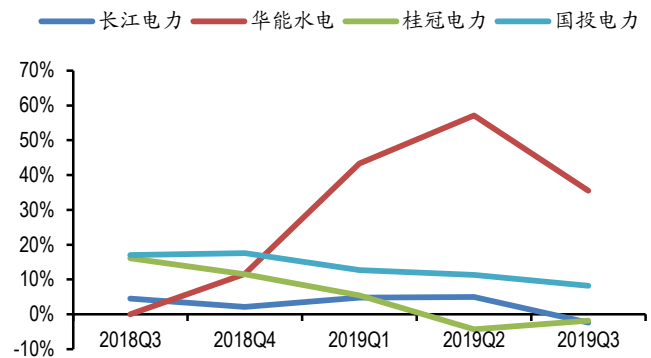
水电龙头公司表现各异: 2019年前三季度水电公司长江电力、华能水电、桂冠电力、国投电力发电量分别增长-2%/36%/-2%/8%, 由于来水偏枯, 长江电力、华能水电、国投电力发电量增速均较前一季度有所下滑, 桂冠电力业绩好转是由于控股火电厂发电量同比增幅继续提高, 水电发电量同比降幅收窄所致。

图42: 重点水电公司发电量 (亿千瓦时)



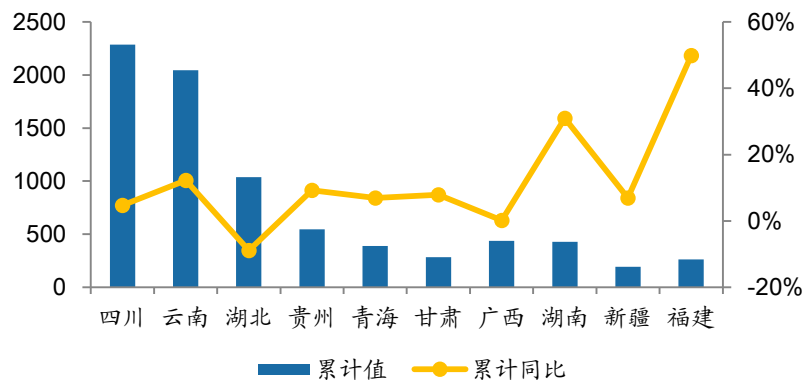
数据来源: 公司定期报告, 广发证券发展研究中心

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

图44: 水电大省水电1-9月发电量及同比 (亿千瓦时)

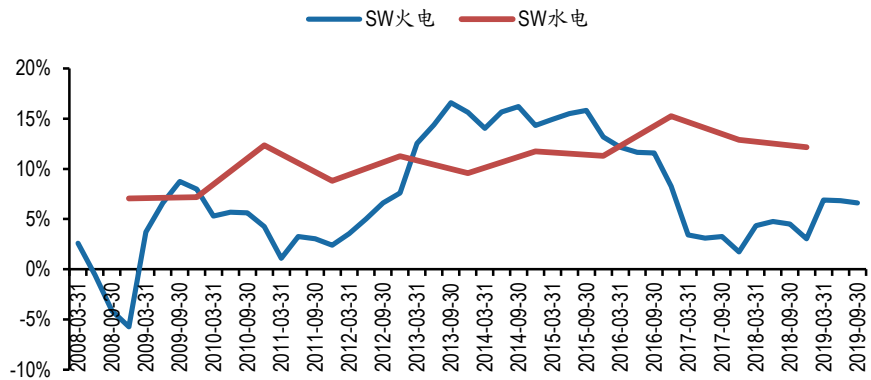


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

关注各地基准电价明晰，或将存在预期修复机会

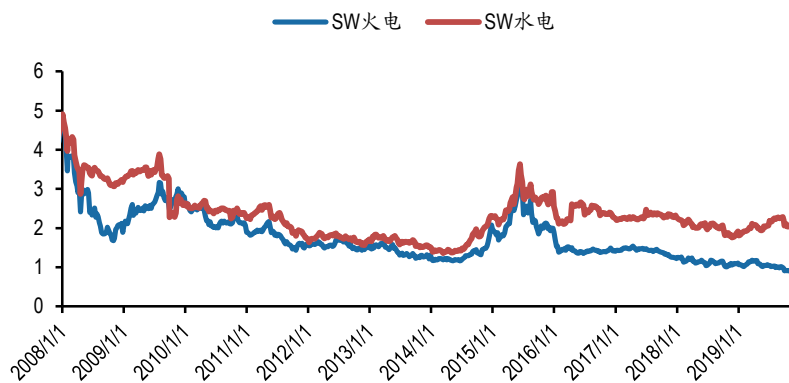
火电方面，受益于煤价下跌，火电行业盈利已经较前期盈利底部（2017年）有较大提升，2019年前三季度SW火电板块扣非ROE为5.0%，年化ROE为6.6%（前三季度ROE*4/3）。但截至2019年10月31日，SW火电板块PB为0.90，已经创下火电板块10年来新低，主要原因是市场对于未来上网电价下调幅度不确定性的担忧。同样受制于对上网电价的担忧，水电板块三季度也出现回调。根据国家发改委《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》，各地细化电价方案经省级人民政府批准后将于2019年11月15日前上报发改委备案，届时市场或将对电价调整幅度有更明确的预期，电力板块或将迎来估值修复的机会。建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。

图45：电力板块年化ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图46：电力板块PB



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

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。