

环保行业深度跟踪

关注混改公司融资改善，响水爆炸推动危废政策升级

核心观点：

- **投资组合：国祯环保+联美控股+碧水源+龙马环卫+瀚蓝环境**
- **响水爆炸原因系危废处置不当，行业政策或将大幅升格。**本周国务院批复响水爆炸调研报告，事故直接原因为长期违法贮存危险废物。本周李克强总理在 11 月 22 日全国安全生产电视电话会议中做出重要批示，将采用最严格治理标准的治理整顿，强化危险废物监管，完善危险废物由产生到处置的各环节监管体系。近期危废行业政策频发，生态环境部对《危险废物鉴别标准通则》和《危险废物鉴别技术规范》政策进行解读，政策目标主要系完善危险废物鉴别程序；优化采样、检测等技术要求；鼓励危险废物资源化利用，促进危险废物利用处置方式多元化等。
- **股权转让类公司融资改善趋势已现，长期成长性得以修正。**2018 年以来，多家环保公司通过股权转让等方式引入国资股东，融资改善的迹象已经显现：中金环境近期发行中票、超短融的利率分别仅为 4.15%、3.64%（2017 年 6 月去杠杆政策前超短融利率为 5.95%）；东方园林、清新环境等公司债券获国资股东担保，信用条件不断改善。我们预期未来 1 个季度更多类似的融资改善案例将更多出现。

当前市场更关注于股权转让后的未来需求、合作推进、订单获取等内容，而忽视了融资条件改善以后企业自身的恢复性增长，类似中金环境大幅下降的融资成本（同比来看），是民营环保企业从未享有过的，在股权关系稳定的背景下，上述融资便利还是长期可预期的。回顾我们始终秉承的“大订单——再融资”成长逻辑，再结合当前普遍高企的资产负债率和艰难的融资现状，我们相信站在融资能力恢复的 2020 年看 2021、2022 年，市场会给予此类企业更高的成长预期和估值水平。建议重点关注国祯环保（三峡）、碧水源（中国交建）等公司。

- **板块业绩反弹趋势明显，现金流显著改善。**经历 2018Q4 业绩下滑 26.6%后，环保板块 2019 年连续三季度分别实现单季度归母净利润增速 12.7%，5.0%，8.2%，业绩持续回暖；19 年前三季度板块经营现金流大幅改善，资产负债率首次下降，负债结构上长期借款大幅增加改善。我们此前提出的对于碧水源和整个板块的三季度业绩“拐点论”引发市场更多关注：伴随股权转让+政策红利带来的融资条件改善和自身业务结构调整，我们坚信预计未来几个季度业绩增速均较为亮眼，行业景气度进一步反转是大概率事件。
- **风险提示。**融资改善政策出台、执行力度不及预期；EPC 工程结算进度低于预期，运营企业补贴无法按时到位，产能利用率不足。

行业评级

买入

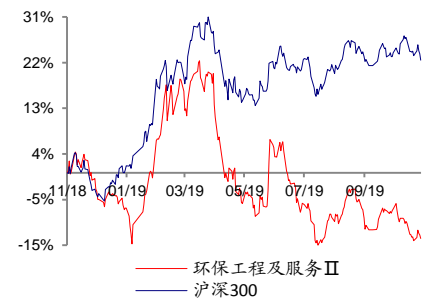
前次评级

买入

报告日期

2019-11-24

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-60750631



xujie@gf.com.cn

相关研究：

- 垃圾分类跟踪点评:住建部发布生活垃圾分类标志，垃圾分类成效显著 2019-11-18
- 环保行业深度跟踪:混改类公司融资条件改善，关注国祯、碧水源等 2019-11-17
- 环保行业事件点评:生态环保项目资本金比例可降低，融资改善持续发生 2019-11-14

联系人：

姜涛

shjiangtao@gf.com.cn

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	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
国祯环保	300388.SZ	CNY	10.00	2019.10.29	买入	11.05	0.48	0.58	20.81	17.14	14.52	13.59	9.0%	9.9%
联美控股	600167.SH	CNY	11.99	2019.10.31	买入	13.30	0.72	0.86	16.59	13.96	11.20	8.56	22.1%	21.5%
碧水源	300070.SZ	CNY	7.45	2019.9.25	增持	8.60	0.43	0.50	17.15	14.98	12.26	10.64	6.8%	7.2%
龙马环卫	603686.SH	CNY	10.17	2019.10.29	买入	13.30	0.67	0.83	15.29	12.26	7.36	6.96	10.2%	11.3%
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	16.74	2019.10.28	买入	21.52	1.20	1.44	14.00	11.63	9.97	8.61	13.6%	14.0%

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

响水爆炸原因系危废处置不当，行业政策或将大幅升格

本周国务院批复响水爆炸调查报告，事故直接原因为长期违法贮存危险废物所致。针对事故发生，调查报告指出事故防范措施建议，其中包括**强化危险废物监管，要求生态环境部门对废弃危险化学品等危废收集、贮存、处置等进行监督管理，合理规划建设危废处置设施，消除处置能力瓶颈**。同时本周李克强总理在 11 月 22 日全国安全生产电视电话会议中做出重要批示，将采用最严格治理标准的治理整顿，强化危险废物监管，完善危险废物由产生到处置的各环节监管体系。

危废行业政策频发，无废城市建设加速。自 9 月生态环境部发布《国家危险废物名录（修订稿）》（征求意见稿）以来，生态环境部已陆续发布《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》、多项危废处置标准。本周生态环境部对《危险废物鉴别标准通则》和《危险废物鉴别技术规范》政策进行解读，政策目标主要系完善危险废物鉴别程序，精准识别危险废物，有效控制环境风险；优化采样、检测等技术要求，进而缩短鉴别周期；鼓励危险废物资源化利用，促进危险废物利用处置方式多元化。

表 1：《通则》和《技术规范》修订的主要内容

	修订的主要内容
《危险废物鉴别标准通则》	完善了鉴别程序； 修改了危险废物混合后判定规则，将混合后的结果，作为判断混合后的固体废物属于危险废物的前提条件。 修改了针对具有毒性危险特性的危险废物利用过程的判定规则。
《危险废物鉴别技术规范》	扩大适用范围。增加了环境事件涉及的固废危险特性鉴别程序和技术要求，提高了固废鉴别工作的合理性。 优化技术要求。进一步细化和明确了不同情形的鉴别对象、份样数、样品检测、检测结果判断等要求，提高鉴别工作的可行性。 完善鉴别程序。样品检测过程中增加了利用过程或处置后产生的固体废物的鉴别规定。

数据来源：生态环境部，广发证券发展研究中心

回顾生态环境部发布《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》，提出到 2025 年年底，建立健全“源头严防、过程严管、后果严惩”的危险废物环境监管体系，各省和全国危险废物利用处置能力与实际需要总体平衡的总目标，并且推进长三角地区 2020 年率先实现无废城市，2022 年珠三角、京津冀和长江经济带提前实现。此前，国务院于 2019 年 1 月印发《“无废城市”建设试点工作方案》，在全国范围内选择 10 个左右城市开展“无废城市”建设试点，并已于 3 月进行筛选，**预期政策将加速区域产能供需错配地区的危废产能建设**。

表 2：《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》内容

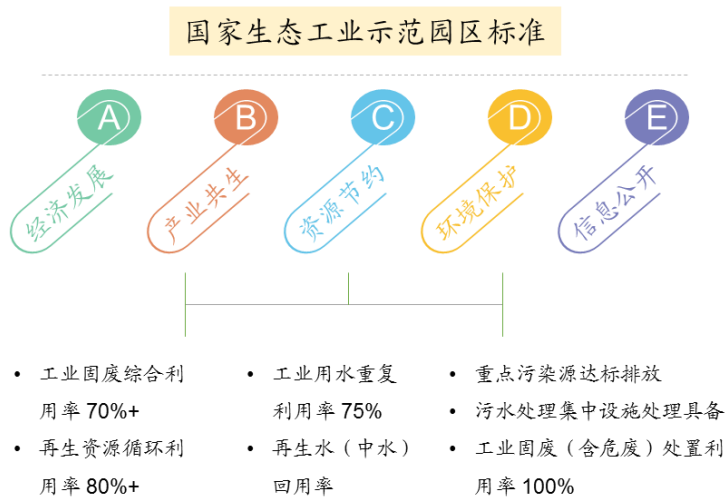
主要目标	到 2025 年年底，建立健全“源头严防、过程严管、后果严惩”的危险废物环境监管体系；各省（区、市）危险废物利用处置能力与实际需求基本匹配，全国危险废物利用处置能力与实际需要总体平衡，布局趋于合理；其中，2020 年年底，长三角地区（包括上海市、江苏省、浙江省）及“无废城市”建设试点城市率先实现；2022 年年底，珠三角、京津冀和长江经济带其他地区提前实现。
------	--

三个能力	着力强化危险废物环境监管能力	(1) 完善危险废物监管清单, 纳入全国固体废物管理信息系统; (2) 持续推进危险废物规范化环境管理, 加强危险废物环境执法检查; (3) 强化危险废物全过程环境监管, 加大涉危险废物重点行业建设项目环境影响评价文件的技术审核抽查比例; (4) 加强监管机构和人才队伍建设; (5) 提升信息化监管能力和水平, 2019 年年底前实现全国危险废物信息化管理“一张网”。
	着力强化危险废物利用处置能力	(1) 统筹危险废物处置能力建设, 推动建立“省域内能力总体匹配、省域间协同合作、特殊类别全国统筹”的危险废物处置体系; (2) 促进危险废物源头减量, 优先实行企业内部资源化利用危险废物; (3) 推进危险废物利用处置能力结构优化, 鼓励危险废物龙头企业通过兼并重组等方式做大、做强, 推行危险废物专业化、规模化利用; (4) 健全危险废物收集体系, 落实生产者责任延伸制, 推动有条件的生产企业依托销售网点回收其产品使用过程中产生的危险废物; (5) 推动医疗废物处置设施建设, 2020 年年底前设区市的医疗废物处置能力满足本地区实际需求, 2022 年 6 月底前各县(市)具有较为完善的医疗废物收集转运处置体系; (6) 规范水泥窑及工业炉窑协同处置, 将其作为危险废物利用处置能力的有益补充。
	着力强化危险废物环境风险防范能力	(1) 完善政策法规标准体系, 修订危险废物贮存、焚烧以及水泥窑协同处置等污染控制标准; (2) 着力解决危险废物鉴别难问题, 推动危险废物分级分类管理; (3) 建立区域和部门联防联控联治机制; (4) 强化化工园区环境风险防控, 深入排查化工园区环境风险隐患; (5) 提升危险废物环境应急响应能力, 深入推进跨区域、跨部门协同应急处置突发环境事件及其处理过程中产生的危险废物; (6) 严厉打击固体废物环境违法行为; (7) 加强危险废物污染防治科技支撑, 建设区域性危险废物和化学品测试分析、环境风险评估与污染控制技术实验室。

数据来源: 《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》、广发证券发展研究中心

根据生态环境部 2015 年发布的《国家生态工业园区标准(HJ 274-2015)》(2016 年 1 月 1 日起实施), 国家生态工业园区评价指标划分为 5 个大类, 共包含 32 个指标及其要求(部分可选), 其中资源节约、环境保护均单列为一类。评价指标中对工业固废(含危废)处理率(100%)等指标均提出相应要求。

图 1: 国家生态工业园区指标概览



数据来源: 《国家生态工业园区标准(HJ 274-2015)》, 广发证券发展研究中心

2019 年 10 月空气质量显著改善, 秋冬季攻坚行动初见成效

近日生态环境部公布了 2019 年 10 月重点区域空气质量情况, 京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原三个重点区域的细颗粒物(PM2.5)平均浓度分别同比下降 11.8%、2.6%、9.3%, 80 个城市总体的 PM2.5 平均浓度同比下降 7.0%, 空气质量

同比显著改善。其中 47 个城市 PM2.5 平均浓度降幅满足秋冬季改善目标进度要求 (占 59%), 秋冬季攻坚行动初见成效。

图 2: 重点区域PM2.5平均浓度显著下降

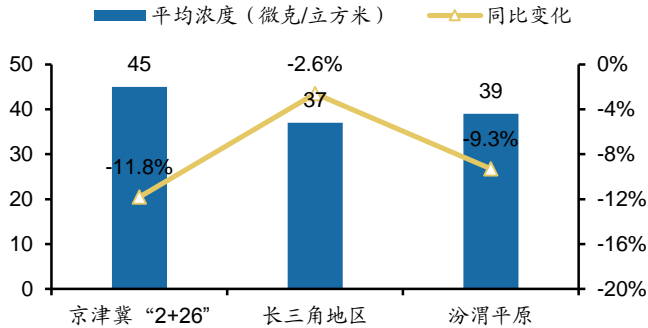
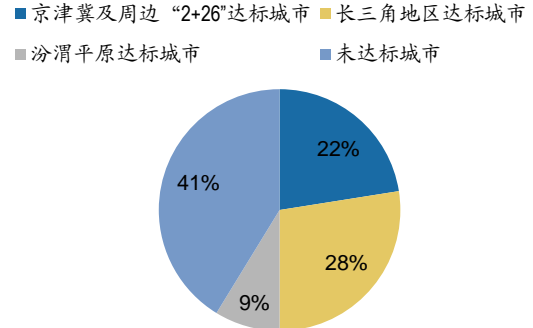


图 3: 59%的重点区域城市 PM2.5 平均浓度降幅达标



数据来源: 生态环境部, 广发证券发展研究中心

数据来源: 生态环境部, 广发证券发展研究中心

表 2: 2019 年 10 月重点区域 PM2.5 平均浓度及改善排名情况

	平均浓度最低		平均浓度最高		下降幅度最大		反弹幅度最大	
	城市	平均浓度 (µg/m³)	城市	平均浓度 (µg/m³)	城市	降幅	城市	升幅
京津冀及周边“2+26”城市	郑州	32	菏泽	53	郑州	-40.7%	济宁	+13.6%
	长治	33	唐山	52	开封	-40.3%	-	-
	开封	37	石家庄、淄博	51	濮阳	-31.0%	-	-
长三角地区	舟山	16	淮安	50	安庆	-22.0%	湖州	+24.0%
	黄山	24	徐州	49	舟山	-15.8%	金华	+20.6%
	台州	25	淮南、亳州、淮北、宿州	48	宁波	-13.3%	衢州	+17.1%
汾渭平原	吕梁	30	洛阳	55	咸阳	-31.6%	洛阳	+10.0%
	-	-	-	-	渭南	-21.7%	临汾	+10.0%
	-	-	-	-	三门峡	-21.3%	-	-

数据来源: 生态环境部, 广发证券发展研究中心

表 3: 重点区域 2019 年 10 月 PM2.5 平均浓度同比变化情况

	同比下降城市 (个)	同比持平城市 (个)	同比上升城市 (个)
京津冀及周边“2+26”城市	20	1	7
长三角地区	21	3	17
汾渭平原	7	0	4
合计	48	4	28

数据来源: 生态环境部, 广发证券发展研究中心

年初以来环保指数走势及近期重点政策梳理

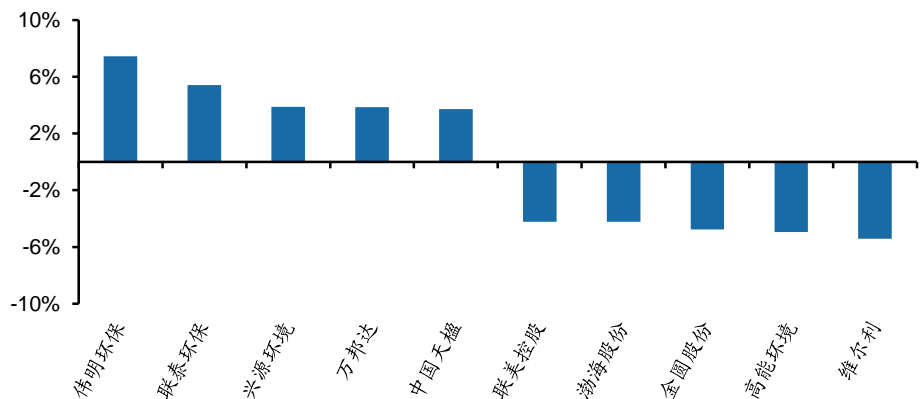
本周环保指数(11.18-11.22)下跌 0.05%，沪深 300 指数下跌 0.70%，环保板块跑赢大盘 0.65%。59 家样本公司中，37 家公司上涨，20 家公司下跌，3 家持平。

图 4：GF 环保指数及沪深300自2019年以来走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 5：一周环保个股涨跌幅情况统计



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

环保子行业一周（11.18-11.22）大事汇总

表 3：环保行业一周大事

新闻标题	具体内容
十五部门联合发文《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	意见表明，先进制造业和现代服务业融合是顺应新一轮科技革命和产业变革，增强制造业核心竞争力、培育现代产业体系、实现高质量发展的重要途径。要求提到，推动具备区位、技术等优势的钢铁、水泥等企业发展废弃物协同处置、资源循环利用、污水处理、热力供应等服务。
江西发布《江西省矿山生态修复基金管理办法》	规范矿山生态修复基金的计提、使用和监管，督促矿山企业履行矿山环境治理恢复和土地复垦义务。
安徽淮北发布开展危险废物焚烧、工业固体废物和危险废物治理等 6 个行业排污许可证申请与核发工作的公告	在全市范围内组织开展食品制造业（方便食品、食品及饲料添加剂制造）、人造板工业、工业固体废物和危险废物治理、废弃资源加工工业、无机化学工业、危险废物焚烧等 6 个行业排污许可证申请与核发工作。
生态环境部：《危险废物焚烧污染控制标准（二次征求意见稿）》发布	规定了危险废物焚烧设施的选址要求、技术要求、污染物排放控制要求、运行要求、检测要求、实施与监督等内容。
生态环境部发布《医疗废物处理处置污染控制标准》（征求意见稿）	本标准规定了医疗废物处理处置设施的选址要求、技术要求、污染物排放控制要求、运行要求、监测要求、实施与监督等内容。
河南印发《关于做好 2019 年枯水期水污染防治及应急应对工作的函》	各地要把握好枯水期水污染防治、防范跨界水污染事件作为当前的重点工作之一，加强水质预警预报、密切关注水环境质量，加大环境监管力度，做好水污染联防联控，妥善处置突发环境事件。
《广西壮族自治区水污染防治条例（草案二次审议稿）》公开征求意见	规定自治区人民政府可以根据水环境质量改善目标的需要，对环境容量小、生态环境脆弱、环境风险高的地区或者特定行业执行水污染物排放标准的特别排放限值。
国家发改委、工信部以及国家统计局联合发布《关于做好钢铁行业产能、产量调查核实工作的通知》	2019 年以来，部分地区钢铁产量快速增长，黑色冶炼及压延加工行业固定资产投资增速加快，为巩固化解钢铁过剩产能成果，三部委拟联合开展钢铁行业产能、产量及固定资产投资调查核实工作。
陕西印发《陕西省钢铁行业超低排放改造方案》	到 2022 年年底，全省钢铁企业超低排放改造取得明显进展，关中地区 4 家钢铁企业完成改造任务，陕南地区 3 家钢铁企业完成改造任务的 40%；到 2025 年年底，全省纳入改造范围的钢铁企业全部完成超低排放改造任务。
应急管理部办公厅发布《关于开展钢铁、铝加工行业安全生产执法检查工作的通知》	为坚决遏制有效防范同类事故发生，定于 2019 年 11 月下旬至 12 月中旬，对钢铁、铝加工行业开展安全生产执法检查工作。

数据来源：生态环境部、北极星环保网等、广发证券发展研究中心

本周（11.18-11.22）上市公司重要事件回顾

表 6：上市公司重要事件

公司	事项
博天环境	公司因与外贸信托借款纠纷案件被法院扣划 5133.88 万元募集资金（用于支付收购高频环境 70% 股权的现金对价）。
东江环保	公司拟以不低于 3.38 亿元转让全资子公司汇圆小贷 100% 股权。
富春环保	1) 公司拟以自有资金回购 1.7-2.2 亿元；2) 截至 2019 年 11 月 14 日，公司累计回购 521.2 万股，占公司总股本的 0.58%，成交价 4.32-6.66 元/股，回购总金额为 3154 万元，本次回购期限届满并实施完毕（计划回购 2-4 亿元）；3) 公司拟以自有资金向控股子公司铂瑞能源提供 3 亿元财务资助。
高能环境	公司参股子公司玉禾田 IPO 通过。
国祯环保	公司选举新任董事长、副董事长。
洪城水业	公司限制性股票激励计划拟激励 15 人 588.5 万股，占本激励计划草案公告时公司总股本的 0.62%。
华控赛格	公司股东赛格集团减持计划期限已届满且实施完毕，共减持 1261 万股，占公司总股本的 1.25%。
理工环科	公司董事暨大股东朱林生先生已减持 26 万股，占总股本 0.07%，目前减持计划时间已过半，计划减持不超过 136 万股。
首创股份	1) 公司拟使用不超过人民币 3.65 亿元闲置募集资金暂时补充流动资金；2) 公司拟由控股子公司淮南首创水务负责淮南市石姚湾净水厂及配套管网工程项目的投资、建设和运营，项目预估总投资 7.62 亿元；3) 公司拟成立项目公司负责金坛城乡污水处理一体化 PPP 项目的投资、建设及运营，项目预估总投资 9.56 亿元；4) 银行间交易商协会同意接受公司 30 亿元的超短期融资券注册；5) 公司组成联合体中标中山市未达标水体综合整治工程（五乡、大南联围流域）EPC+O（第 3 次）项目，中标金额 47 亿元。
天瑞仪器	公司拟以 5.10 元/股发行股份购买磐合科仪 37.03% 股权，拟募集配套资金 4150 万元用于补充流动资金。
天翔环境	作为被告被裁定冻结划拨公司、邓亲华银行存款 5025.05 万元及利息，查封拍卖全资子公司天盛华翔全部股权（出资 3 亿元）。
旺能环境	公司 2019 年限制性股票激励计划拟授予 9 人 480 万股，占本激励计划草案公告时公司总股本的 1.13%，首次授予 420 万股（授予价格 7.98 元/股），预留 60 万股。
维尔利	1) 公司及部分全资子公司和浙商银行开展总额不超过 1.5 亿元的资产池业务；2) 公司及子公司向中国银行申请 5.73 亿授信。
伟明环保	1) 伟明集团等 5% 以上股东和一致行动人累计减持 902 万股（占公司总股本的 0.96%）；陈革等 6 名董监高累计减持 32 万股（占公司总股本的 0.03%）；2) 公司大股东伟明集团等股东及一致行动人累计减持 967.89 万股，占公司总股本的 1.03%，计划减持不超过 1500 万股；3) 公司副总裁程五良累计减持 29 万股份，占公司总股本的 0.031%，累计减持数量已超过其减持股份计划公告数量的一半，减持计划尚未实施完毕。
雪迪龙	公司至今已累计回购股份 1000.42 万股，占公司总股本的 1.65%，回购金额 8108.43 万元，本次回购期限届满并实施完毕（计划回购不超过 2 亿元）。
雪浪环境	公司取得烟气净化、烟气余热利用领域共 2 项实用新型专利证书。
中电环保	1) 公司南京分布式智慧水体净化岛项目通过验收并投运；2) 公司董事周谷平提前终止股份减持计划，已实施减持股份数量合计 74.74 万股，占公司总股本的 0.1432%。
中国天楹	1) 公司成为泰州市城市道路清扫保洁项目（二标段）的中标供应商，年服务费为 1372.6 万元；2) 公司控股子公司江苏天楹将其持有民权天楹 100% 的股权转让给城发环境，交易对价为人民币 1385 万元 3) 公司与华夏保险签署《战略合作协议》，涉及资金支持、产业整合和项目建设合作。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风险提示

融资改善政策出台、执行力度不及预期；EPC 工程结算进度低于预期，运营企业补贴无法按时到位，产能利用率不足。

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 洁：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 焱：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 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

营业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。