

瀚蓝环境 (600323.SH)

优质现金流支撑高质量增长，产业链一体化势头强劲

核心观点:

- 公司 2021 年 H1 业绩同比增长 36%，经营性现金流净额同比增长 95%。公司发布 2021 年半年度报告，上半年实现营业收入 45.51 亿元（同比+45.11%）、归母净利润 6.27 亿元（同比+36.02%），主要系垃圾焚烧项目持续投产放量以及能源、水务业务复苏所致。2021H1 经营性现金流净额达 10.74 亿元（同比+94.55%），公司业绩增长及造血能力优异。
- 焚烧在运产能已达 2.30 万吨/日，“焚烧+”布局拓宽成长赛道。2021H1 公司固废业务收入 24.04 亿元（同比+44.25%），仍为核心增长驱动力；此外燃气和水务分别实现收入 13.97 和 6.66 亿元。截至 2021H1，公司在运产能已达 2.30 万吨/日，试运营+在建+筹建产能合计 1.12 万吨/日。从“焚烧+”布局来看：环卫已签合同总金额 3.7 亿元（报告期内新增年化金额 9100 万元），佛山危废项目已经投产，2920 吨/日转运项目、1120 吨/日有机垃圾项目（含餐厨）等产能也将于今年陆续投产，进一步夯实大固废布局。
- 职业经理人制度持续优化公司治理，融资畅通保障项目如期落地。公司于 2020 年 5 月 15 日公告通过高管转换为职业经理人议案，公司治理持续优化。公司融资优势显著，2021 年至今公司已滚动发行 35.4 亿元超短融债券，发行利率仅 2.5~2.9%。公司预计 2021 年资本开支约 50 亿元，上半年投资性现金流出 16.33 亿元（与前两年基本持平）。融资畅通保障充裕项目投产，持续保障公司未来成长性。
- 盈利预测与投资建议：布局固废产业全链条，融资优势保障业绩增长，维持“买入”评级。预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.58、1.91 和 2.29 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 13.96、11.59、9.65 倍。公司处于产能集中建设投产期，预期 2021-2023 业绩仍将保持 20%+ 成长，给予 2021 年 20 倍 PE 估值，对应 31.66 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- 风险提示。固废项目建设进度不达预期；新建项目资产回报率下滑。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,160	7,481	8,863	10,009	11,205
增长率 (%)	27.0	21.5	18.5	12.9	12.0
EBITDA (百万元)	1,912	2,450	2,914	3,464	3,944
归母净利润 (百万元)	913	1,057	1,291	1,555	1,868
增长率 (%)	4.5	15.9	22.1	20.4	20.1
EPS (元/股)	1.19	1.38	1.58	1.91	2.29
市盈率 (P/E)	14.73	17.99	13.96	11.59	9.65
ROE (%)	13.9	14.0	14.5	14.9	15.2
EV/EBITDA	10.52	11.37	10.25	8.47	6.79

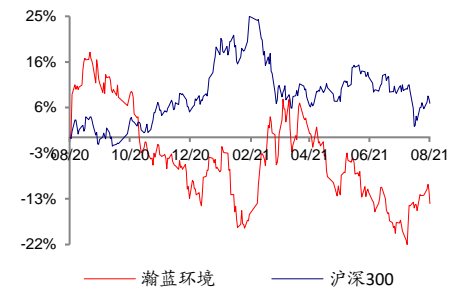
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	22.10 元
合理价值	31.66 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-13

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

- 瀚蓝环境 (600323.SH): 上半年 2021-07-21
业绩预增 30~38%，高成长
的低估值固废龙头
- 瀚蓝环境 (600323.SH): 一季 2021-04-27
度业绩同比增长 78%，产能投
产进度符合预期
- 瀚蓝环境 (600323.SH): 扣非 2021-03-31
业绩同比增长 17.6%，产能投
产成长渐入佳境

联系人:

陈龙 021-38003624

shchenlong@gf.com.cn

目录索引

一、业绩同比增长 36%，盈利及造血能力出众.....	4
二、固废仍为核心增长驱动，加速夯实大固废布局.....	6
三、职业经理人完善公司治理，国企融资便利持续发生	8
四、盈利预测和投资建议.....	9
五、风险提示	10

图表索引

图 1: 公司 2021H1 营收同比增长 45.11%	4
图 2: 公司 2021H1 扣非归母净利润同比增长 34.90%.....	4
图 3: 2021H1 公司毛利率及净利率水平分别达 28.84%和 13.78%.....	4
图 4: 2021H1 公司管理费用 (含研发) 达 3.64 亿元	5
图 5: 2021H1 公司期间费率同比下降 1.1 个 pct	5
图 6: 2021H1 公司经营性现金流净额/净利润为 1.71	5
图 7: 2021H1 应收账款+合同资产规模达 17.29 亿元.....	5
图 8: 运营业务提供稳定现金流, 公司预计 2021 年资本开支将达 50 亿元.....	6
图 9: 2021H1 公司分部业务营收情况 (单位: 百万元)	6
图 10: 2021H1 焚烧业务收入占比下降 1%	6
图 11: 2021H1 公司分部业务毛利率情况 (单位: %)	7
图 12: 2021H1 固废工程子公司收入达 5.61 亿元	7
图 13: 业务持续高速外延扩张, 公司垃圾焚烧项目战略布局情况 (截至 2021 年上半年)	8
表 1: 公司 2021 年一季度投产 5700 吨/日, 氨仍有 1600 吨/日项目正处试运营 .	7
表 2: 公司滚动发行多期低利率超短融	8
表 3: 公司发行可转债募投项目概况	9
表 4: 瀚蓝环境同业对比 (收盘价 2021/8/12)	9

一、业绩同比增长 36%，盈利及造血能力出众

公司2021年H1业绩同比增长36%，产能投产增厚业绩。公司发布2021年半年度报告，上半年实现营业收入45.51亿元（同比+45.11%）、归母净利润6.27亿元（同比+36.02%），主要系垃圾焚烧项目持续投产放量以及能源、水务业务复苏所致。从利润率水平来看，2021H1公司毛利率及净利率水平分别达28.84%和13.78%，整体保持稳健。公司业绩表现优异下，2021年PE仅14.0x（对应8月12日收盘价）。

图 1：公司2021H1营收同比增长45.11%

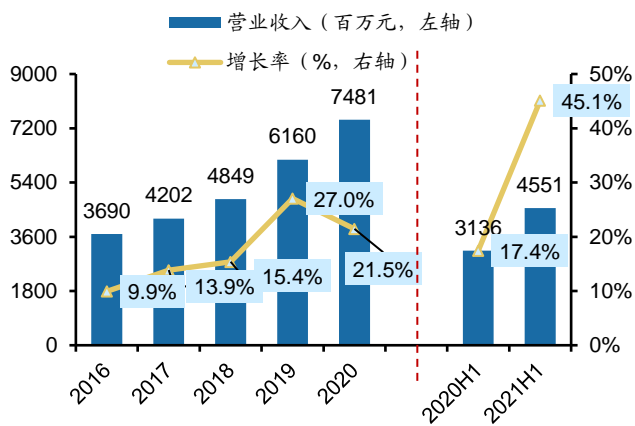
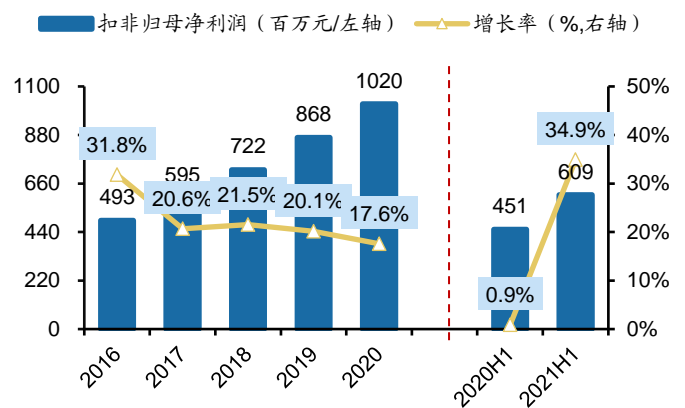


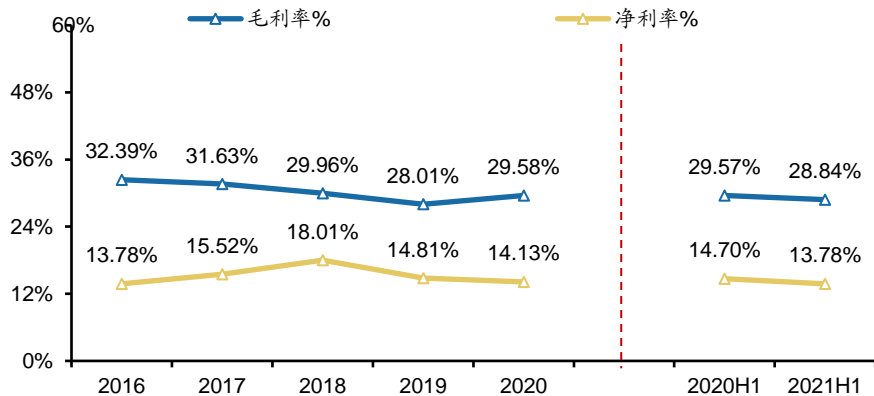
图 2：公司2021H1扣非归母净利润同比增长34.90%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

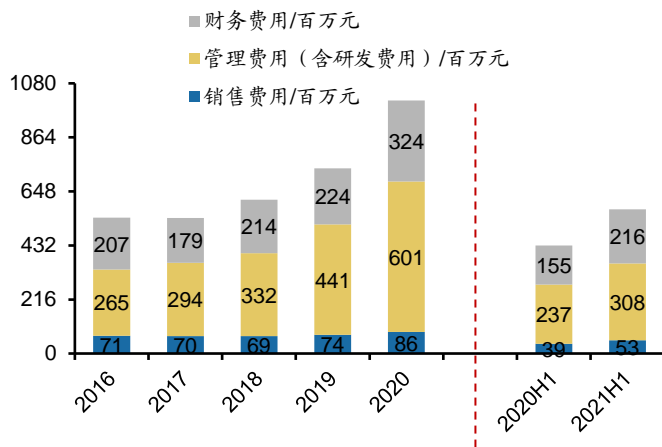
图 3：2021H1公司毛利率及净利率水平分别达28.84%和13.78%



数据来源：公司定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

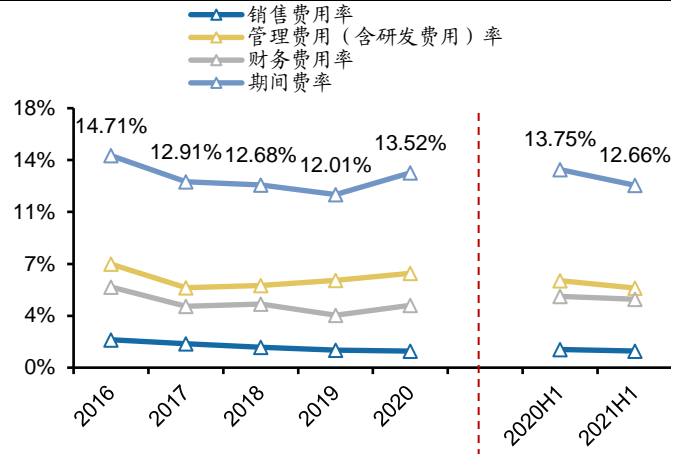
2021年上半年期间费用率12.7%同比下降1.1个pct。公司2021年上半年管理费用率（含研发费用）达5.5%（同比-0.5个pct），其中管理费用达2.51亿元（同比+32.9%）、研发费用达0.56亿元（同比+17.5%），均低于营业收入增速，公司管理及研发费用控制得当；此外新项目投产，融资规模扩张以及部分固废项目相继转固、相关利息支出增加的影响，公司2021年财务费用率达4.8%（财务费用达2.16亿元，同比+39.4%）；2021年销售费率达1.2%（与上季度基本相当）。

图 4: 2021H1公司管理费用(含研发)达3.64亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

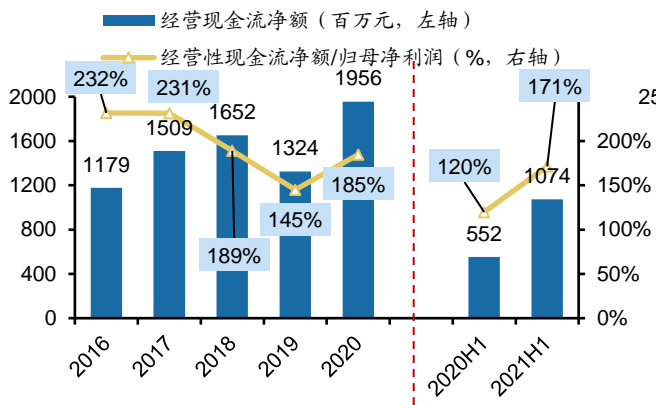
图 5: 2021H1公司期间费率同比下降1.1个pct



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

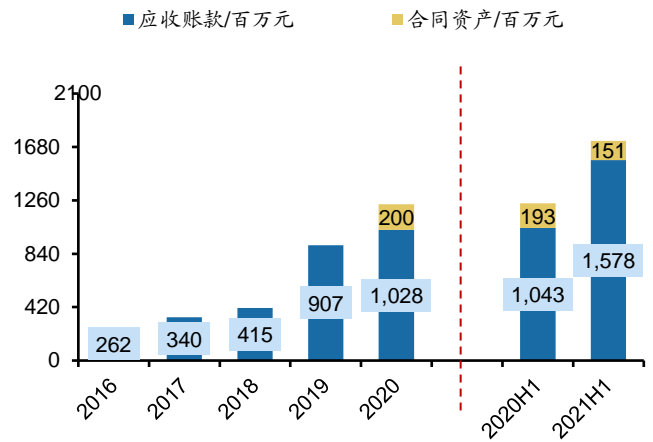
运营业务提供稳定现金流, 公司预计2021年资本开支将达50亿元。受益于公司固废、燃气、水务业务在运营期能够提供稳定的现金流, 公司2021年上半年经营性现金流净额达10.74亿元, 同比增加94.5%, 经营性现金流净额/净利润为1.71。截至2021年上半年, 公司应收账款+合同资产规模达17.29亿元, 主要系收入增加带动应收账款相应增加、部分可再生能源补贴尚未收回及政府结算进度延后。此外公司2021年上半年投资性现金流净额达15.93亿元(与2020年同期规模相当), 并且公司预计2021年资本开支仍将达50亿元。

图 6: 2021H1公司经营性现金流净额/净利润为1.71



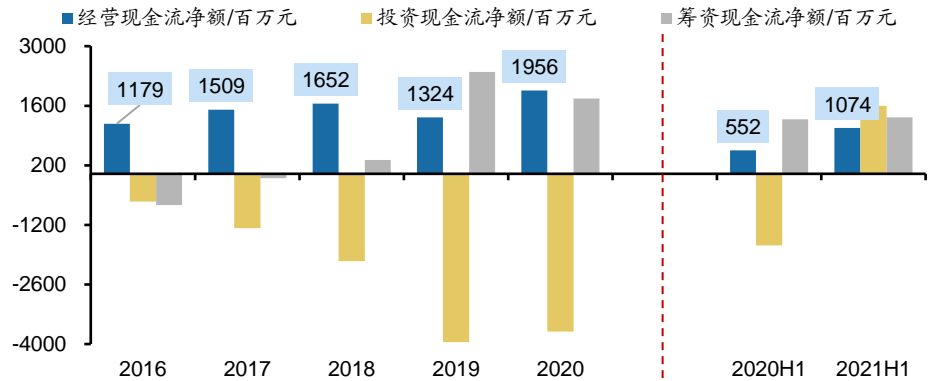
数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 2021H1应收账款+合同资产规模达17.29亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 运营业务提供稳定现金流, 公司预计2021年资本开支将达50亿元

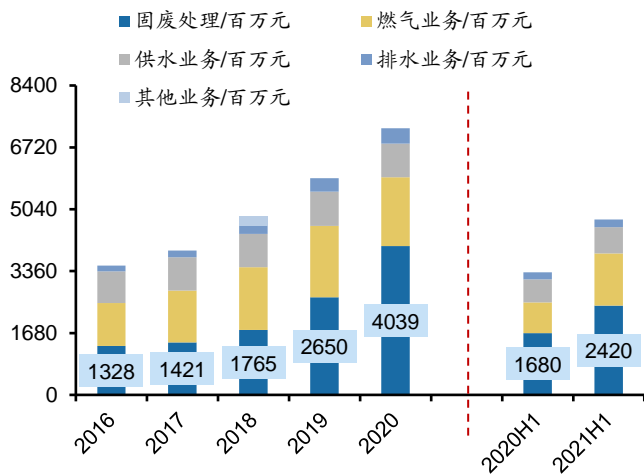


数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

二、固废仍为核心增长驱动, 加速夯实大固废布局

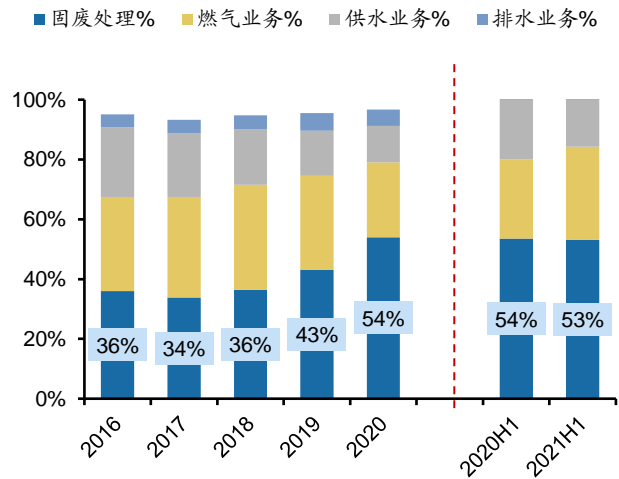
固废业务仍为核心增长驱动, 2021年上半年营收同比增长45.5%。分业务看, 固废业务实现营收24.04亿元(同比+44.25%)表现亮眼, 主要系处理量增长及项目投产所致, 其中固废工程子公司实现工程收入5.61亿元(同比+19%); 燃气业务实现收入13.97亿元(同比+71.21%), 收入下降主要系天然气配气价格下降所致; 污水业务实现收入2.08亿元, 受益于增值税下调, 营收同比增长7.06%; 供水业务实现收入4.58亿元, 同比增长14.15%, 疫情影响逐步消散, 公司业务回归正轨。

图 9: 2021H1公司分部业务营收情况(单位: 百万元)



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 2021H1焚烧业务收入占比下降1%



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 2021H1公司分部业务毛利率情况 (单位: %)

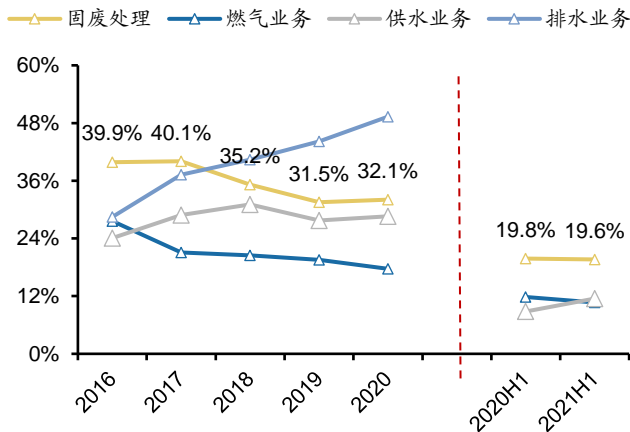
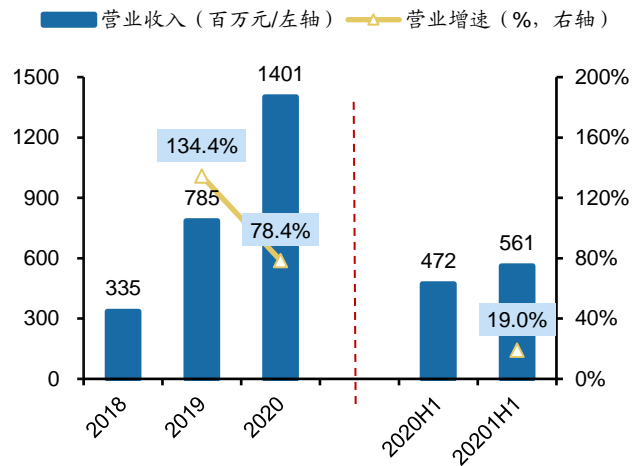


图 12: 2021H1固废工程子公司收入达5.61亿元



数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

焚烧产能加速释放推动业绩增长, “焚烧+”布局拓宽成长赛道。2021年H1公司固废业务收入24.04亿元(同比+44.25%), 仍为核心增长驱动力; 此外燃气和水务分别实现收入13.97和6.66亿元。截至2021H1, 公司在运产能已达2.30万吨/日, 试运营+在建+筹建产能合计1.12万吨/日。从焚烧+布局来看, 环卫已签合同总金额3.7亿元, 佛山危废项目已经投产, 2920吨/日转运项目、1120吨/日有机垃圾项目(含餐厨)等产能也将于今年陆续投产, 进一步夯实大固废布局。

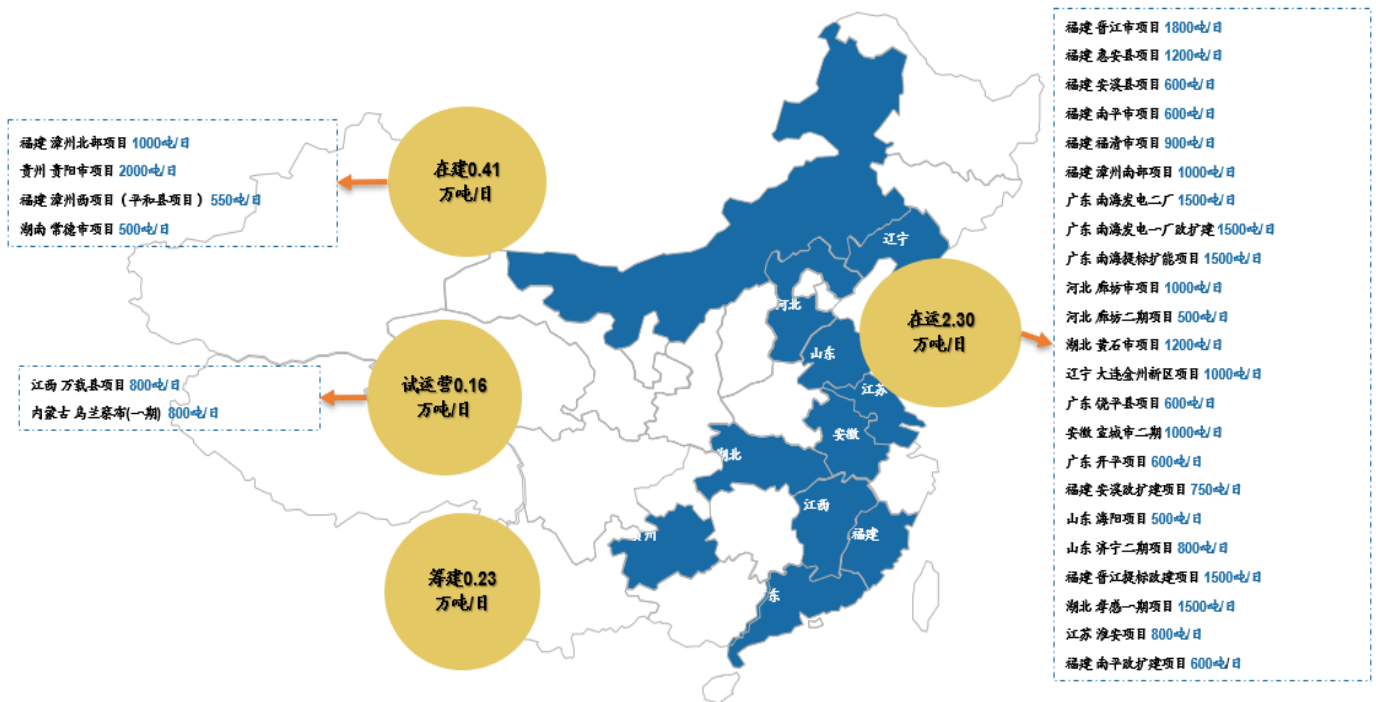
表 1: 公司 2021 年一季度投产 5700 吨/日, 氨仍有 1600 吨/日项目正处试运营

运营				
序号	业务	项目名称	项目规模 (吨/日)	正式投产时间
1	生活垃圾焚烧发电	海阳项目	500	2021 年 1 季度
2	生活垃圾焚烧发电	济宁二期项目	800	2021 年 1 季度
3	生活垃圾焚烧发电	晋江提标改建项目	1,500	2021 年 1 季度
4	生活垃圾焚烧发电	孝感一期项目	1,500	2021 年 1 季度
5	生活垃圾焚烧发电	淮安项目	800	2021 年 1 季度
6	生活垃圾焚烧发电	南平改扩建项目	600	2021 年 1 季度
合计			5700	
试运营				
序号	业务	项目名称	项目规模 (吨/日)	正式投产时间
1	生活垃圾焚烧发电	万载项目	800	
2	生活垃圾焚烧发电	乌兰察布项目一期	800	
合计			1600	
在建				
序号	业务	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	生活垃圾焚烧发电	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目一期	1000	2021 年上半年
2	生活垃圾焚烧发电	常德项目一期	500	2021 年底
3	生活垃圾焚烧发电	平和项目一期	550	2022 年上半年

4	生活垃圾焚烧发电	贵阳项目	2,000	2022 年上半年
合计		—	4050	
筹建				
序号	业务	项目名称	项目规模 (吨/日)	预计建成时间
1	生活垃圾焚烧发电	大连项目一期扩建	650	待定
2	生活垃圾焚烧发电	福清改扩建项目	800	待定
3	生活垃圾焚烧发电	桂平一期项目	800	待定
合计		—	2250	

数据来源：定期报告，公司官网等，广发证券发展研究中心

图 13: 业务持续高速外延扩张，公司垃圾焚烧项目战略布局情况（截至2021年上半年）



数据来源：公司定期报告，公司官网等，广发证券发展研究中心

三、职业经理人完善公司治理，国企融资便利持续发生

国有企业融资便利持续发生，可转债发行保障项目推进。公司年内已滚动发行多期超短融，票面利率仅2.5%-2.9%，合计已募集资金额达**35.4亿元**，国企背景及优质经营背景下融资优势显著。此外公司9.9亿可转债已于2020年4月发行，用于南海三期、安溪扩建项目、漳州南部发电项目等焚烧项目建设，并于2021年4月赎回暨摘牌。融资保障工程项目稳步推进，伴随在建工程不断转化为运营资产，公司固废板块成长的确信性及持续性将得到有效保障。

表 2: 公司滚动发行多期低利率超短融

债券简称	期限/天	起息日	兑付日	发行总额/亿元	票面利率
19 瀚蓝 SCP001	90	2019/10/18	2020/1/16	5.0	2.96%

19 瀚蓝 SCP002	90	2019/11/27	2020/2/25	5.0	2.80%
20 瀚蓝 SCP001	60	2020/1/10	2020/3/10	5.0	2.75%
20 瀚蓝 SCP002	90	2020/2/21	2020/5/21	5.0	2.70%
20 瀚蓝 (疫情防控债) SCP003	30	2020/3/2	2020/4/1	5.6	2.40%
20 瀚蓝 SCP004	30	2020/3/27	2020/4/26	5.6	2.39%
20 瀚蓝 SCP005	90	2020/4/22	2020/7/21	5.6	1.95%
20 瀚蓝 SCP006	90	2020/5/19	2020/8/17	5.0	1.80%
20 瀚蓝 SCP007	90	2020/7/17	2020/10/15	5.6	2.15%
20 瀚蓝 SCP008	90	2020/8/13	2020/11/11	5.0	2.05%
20 瀚蓝 SCP009	88	2020/10/12	2021/01/08	5.6	2.15%
20 瀚蓝 SCP010	165	2020/11/9	2021/4/23	5.0	3.10%
21 瀚蓝 SCP001	79	2021/1/6	2021/3/26	5.6	2.90%
21 瀚蓝 SCP002	80	2021/3/23	2021/6/11	5.6	2.90%

数据来源：公司债券发行公告，广发证券发展研究中心

表 3：公司发行可转债募投项目概况

项目名称	日处理能力/万吨	项目投资总额/	拟投入募集资金/亿
		亿元	元
南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程项目	1500	7.69	5.50
厂改扩建项目		4.62	2.50
漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目	1000	4.84	1.92
合计	3250	17.15	9.92

数据来源：公开发行可转换公司债券募集说明书，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

布局固废产业全链条，融资优势保障业绩增长，维持“买入”评级。预计公司2021-2023年EPS分别为1.58、1.91和2.29元/股，按最新收盘价对应PE分别为13.96、11.59、9.65倍。公司处于产能集中建设投产期，预期2021-2023业绩仍将保持20%+成长，给予2021年20倍PE估值，对应31.66元/股合理价值，维持“买入”评级。

表 4：瀚蓝环境同业对比（收盘价 2021/8/12）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	EPS 元/股			PE 倍		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600323.SH	瀚蓝环境	185.82	22.10	CNY	1.38	1.58	1.91	17.99	13.96	11.59
603568.SH	伟明环保	337.38	26.85	CNY	1.00	1.29	1.58	18.92	21.62	17.58
601330.SH	绿色动力	98.69	8.76	CNY	0.36	0.53	0.66	23.89	16.63	13.37
601827.SH	三峰环境	151.38	9.02	CNY	0.43	0.71	0.75	19.28	12.61	11.92
002034.SZ	旺能环境	69.06	16.39	CNY	1.24	1.55	1.89	12.85	10.66	8.71

数据来源：A股同业公司盈利预测来自Wind一致预测，Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

固废项目建设进度不达预期；新建项目资产回报率下滑。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,265	3,711	4,620	5,119	8,093
货币资金	993	1,017	1,240	1,350	3,945
应收及预付	1,325	1,262	1,528	1,585	1,621
存货	355	554	688	770	861
其他流动资产	592	878	1,163	1,414	1,666
非流动资产	17,805	21,218	24,997	26,123	25,567
长期股权投资	442	499	549	589	619
固定资产	4,589	5,596	6,193	6,541	6,548
在建工程	4,239	4,071	4,771	4,271	3,271
无形资产	7,589	10,138	12,539	13,748	14,125
其他长期资产	946	914	944	974	1,004
资产总计	21,071	24,929	29,616	31,242	33,660
流动负债	6,696	7,793	10,141	9,711	9,761
短期借款	1,272	1,158	3,398	2,485	2,000
应付及预收	2,315	2,724	2,582	2,890	3,231
其他流动负债	3,108	3,912	4,160	4,336	4,530
非流动负债	7,244	8,965	9,965	10,465	10,965
长期借款	4,521	6,144	7,144	7,644	8,144
应付债券	1,005	919	919	919	919
其他非流动负债	1,718	1,902	1,902	1,902	1,902
负债合计	13,940	16,758	20,106	20,177	20,726
股本	766				
资本公积	1,479	1,488	1,488	1,488	1,488
留存收益	4,260	5,147	6,438	7,992	9,860
归属母公司股东权益	6,558	7,557	8,897	10,452	12,319
少数股东权益	573	613	613	614	614
负债和股东权益	21,071	24,929	29,616	31,242	33,660

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,324	1,956	2,192	3,387	3,953
净利润	904	1,058	1,291	1,555	1,868
折旧摊销	744	976	1,202	1,444	1,616
营运资金变动	-479	-374	-608	74	121
其它	156	297	307	314	348
投资活动现金流	-3,955	-3,709	-4,872	-2,426	-936
资本支出	-3,651	-3,564	-4,880	-2,477	-977
投资变动	-345	-174	-70	-60	-50
其他	41	28	79	110	91
筹资活动现金流	2,393	1,767	2,903	-851	-422
银行借款	5,158	10,287	3,240	-413	15
股权融资	18	130	49	0	0
其他	-2,783	-8,649	-386	-437	-437
现金净增加额	-237	14	223	110	2,595
期初现金余额	1,226	989	1,017	1,240	1,350
期末现金余额	989	1,002	1,240	1,350	3,945

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	27.0%	21.5%	18.5%	12.9%	12.0%
营业利润增长	-3.2%	21.7%	21.2%	20.5%	20.4%
归母净利润增长	4.5%	15.9%	22.1%	20.4%	20.1%
获利能力					
毛利率	28.0%	29.6%	29.1%	29.8%	29.9%
净利率	14.7%	14.1%	14.6%	15.5%	16.7%
ROE	13.9%	14.0%	14.5%	14.9%	15.2%
ROIC	6.4%	6.7%	6.1%	6.9%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	66.2%	67.2%	67.9%	64.6%	61.6%
净负债比率	195.5%	205.1%	211.4%	182.3%	160.3%
流动比率	0.49	0.48	0.46	0.53	0.83
速动比率	0.35	0.35	0.33	0.38	0.67
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.30	0.30	0.32	0.33
应收账款周转率	6.79	7.28	7.30	8.11	9.13
存货周转率	17.36	13.52	12.88	13.00	13.01
每股指标 (元)					
每股收益	1.19	1.38	1.58	1.91	2.29
每股经营现金流	1.73	2.55	2.69	4.15	4.85
每股净资产	8.56	9.86	10.91	12.82	15.11
估值比率					
P/E	14.73	17.99	13.96	11.59	9.65
P/B	2.05	2.52	2.03	1.72	1.46
EV/EBITDA	10.52	11.37	10.25	8.47	6.79

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,160	7,481	8,863	10,009	11,205
营业成本	4,435	5,268	6,279	7,027	7,858
营业税金及附加	42	52	62	70	67
销售费用	74	86	97	110	112
管理费用	374	490	579	631	684
研发费用	68	111	133	150	157
财务费用	224	324	375	424	391
资产减值损失	-20	-26	-29	-20	-35
公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
投资净收益	56	80	89	120	101
营业利润	1,066	1,297	1,573	1,895	2,281
营业外收支	50	1	21	25	25
利润总额	1,116	1,299	1,594	1,920	2,306
所得税	212	241	303	365	438
净利润	904	1,058	1,291	1,555	1,868
少数股东损益	-9	0	0	0	1
归属母公司净利润	913	1,057	1,291	1,555	1,868
EBITDA	1,912	2,450	2,914	3,464	3,944
EPS (元)	1.19	1.38	1.58	1.91	2.29

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。
- 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 淼：高级分析师，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。
- 陈 龙：研究助理，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 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				

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。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。

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。