

天壕环境 (300332.SZ)

燃气量价齐升，期待陕西段投运

核心观点：

- **燃气需求旺盛，上半年业绩符合预期。**公司上半年公司实现营收 16.92 亿元（同比+127.1%），实现归母净利润 2.04 亿元（同比+416.4%）。神安线山西-河北段于 2021H2 通气并持续稳定供应，带动公司上半年燃气业务收入大幅增加，实现营收 15.95 亿元（同比+153%，收入占比达 94.3%）。燃气业务亦带动公司毛利率同比增长 3.1pct 至 24.4%，净利率大幅提升 6.7pct 达 12.0%，摊薄 ROE 同比增长 4.2pct 至 5.3%。
- **2021H1 年实现售气量 5.86 亿方（同比+108%），期待神安线陕西段投运。**公司燃气业务包括传统城燃及神安线投运后河北分销等，神安线投产后，公司 2022H1 售气量达 5.86 亿方，同比增长 107.8%。此外，公司 2022H1 燃气单位售价提升至 2.6 元，量价提升共同带动燃气业务收入大幅增长。公司凭借气源优势，未来将积极开拓河北下游终端市场，有望带动市场份额持续提升。年报提及神安线陕西段预计 2022 年 9 月底具备通气条件，投产后公司获取气源优势将有望进一步加强。
- **燃气量价齐升，股权激励彰显长期发展信心。**海外局势影响国际天然气供需格局紧张，亦导致 8 月 18 日国内 LNG 到岸价同比增长 231%。国内持续强化燃气供应，财政部及山西省均推动非常规天然气增储上产。若燃气价格持续高企，或将带动公司燃气销售业务规模进一步放量。此外，公司 2021 年限制性股票激励计划考核目标为 2021-23 年归母净利润 2.0、3.5、5.0 亿元，彰显长期发展动能。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-24 年归母净利润分别为 4.1/6.0/7.8 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 32.3/21.9/16.9 倍。神安线陕西段预计于明年进入业绩快速释放期，带动公司业绩增速高于同业，给予 2023 年 30 倍 PE，对应合理价值 20.53 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**下游销量增长缓慢，气量释放不达预期，购气成本增加。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,694	2,052	4,155	6,042	7,924
增长率（%）	-6.3	21.2	102.5	45.4	31.1
EBITDA（百万元）	496	470	752	958	1,153
归母净利润（百万元）	56	204	408	604	782
增长率（%）	18.3	265.4	100.3	47.8	29.6
EPS（元/股）	0.06	0.23	0.46	0.68	0.89
市盈率（x）	76.17	48.41	32.33	21.87	16.88
ROE（%）	1.6	5.6	10.0	12.7	13.9
EV/EBITDA（x）	8.89	21.40	17.82	13.78	11.05

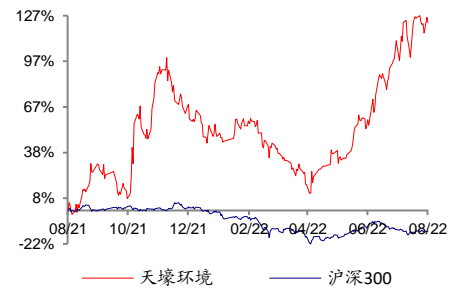
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.97 元
合理价值	20.53 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-23

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

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

天壕环境 (300332.SZ) :神	2022-05-04
安线投运带动燃气销量同比	
+48%，期待陕西段投运	
天壕环境 (300332.SZ) :预	2022-01-17
告全年业绩同比	
+267%~348%，被低估的燃	
气分销商	

目录索引

一、上半年业绩符合预期，神安线通气带动盈利改善	4
二、上半年售气量同比+108%，燃气业务乃中流砥柱	5
三、公司聚焦主业战略清晰，期待陕西段如期投运	7
四、被低估的燃气分销商，维持“买入”评级	8
五、风险提示	9

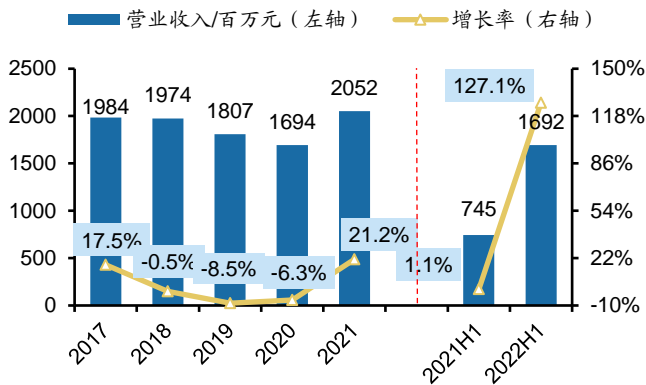
图表索引

图 1: 2022H1 公司营业收入同比增长 127.1%	4
图 2: 燃气业务增长带动业绩同比+416.4%.....	4
图 3: 公司 2022H1 净利率同比+6.7pct.....	4
图 4: 2022H1 公司 ROE 同比提升 4.2pct 至 5.3%.....	4
图 5: 公司近年期间费用情况	5
图 6: 公司期间费率相比 2021H1 大幅降至 7.9%.....	5
图 7: 2022H1 公司经营性现金流净额为-0.13 亿元.....	5
图 8: 2022H1 公司投资性现金支出减少	5
图 9: 公司燃气业务收入高速增长	6
图 10: 2022H1 公司燃气业务收入占比增至 94.3%.....	6
图 11: 公司燃气业务毛利润占比高达 90.8%	6
图 12: 2022H1 公司燃气业务毛利率为 23.5%	6
图 13: 2022H1 公司燃气销量同比提升 107.8%	7
图 14: 公司 2022H1 燃气单位售价提升至 2.6 元.....	7
图 15: 公司神安线管道线路图	7
表 1: 公司 2021 年股权激励对应业绩考核目标	8
表 2: 天壕环境主要业务营收拆分 (单位: 百万元)	8
表 3: 天壕环境同业估值对比 (对应最新收盘价日期: 2022/08/23)	9

一、上半年业绩符合预期，神安线通气带动盈利改善

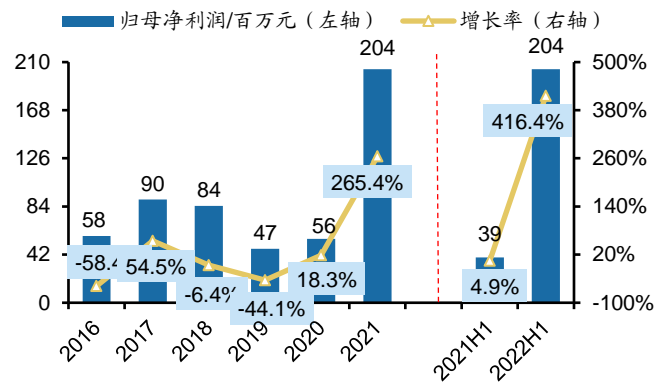
燃气需求旺盛，上半年业绩符合预期。公司发布2022年半年报，上半年公司实现营业收入16.92亿元（同比+127.1%），实现归母净利润2.04亿元（同比+416.4%）。业绩高速增长及财务指标改善主要系神安线上游气源产出量增加，山西-河北段通气并持续稳定供应，燃气业务收入大幅增加，推动公司收入利润体量整体大幅增长。公司2022H1毛利率同比增长3.1pct至24.4%，净利率大幅提升6.7pct达12.0%，摊薄ROE同比增长4.2pct至5.3%，燃气业务高速增长，公司财务指标显著改善。

图 1：2022H1公司营业收入同比增长127.1%



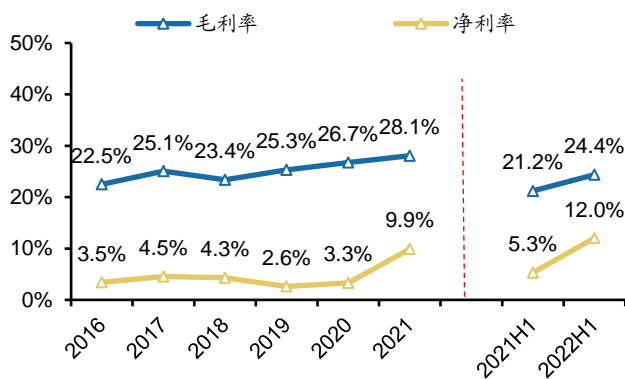
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 2：燃气业务增长带动业绩同比+416.4%



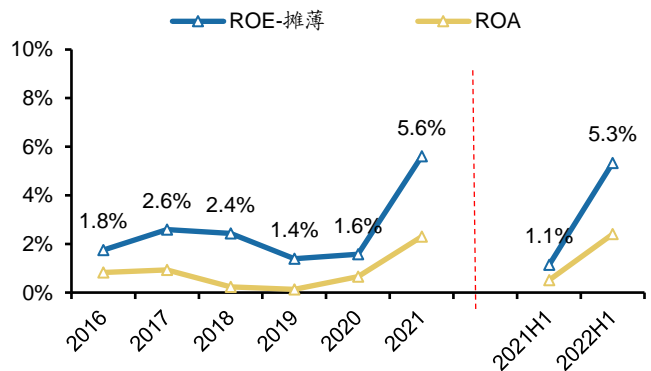
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 3：公司2022H1净利率同比+6.7pct



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

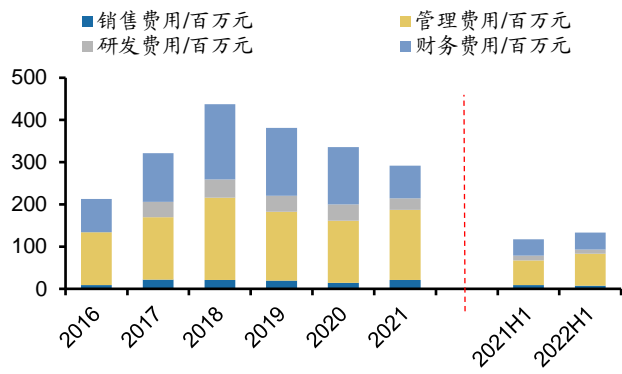
图 4：2022H1公司ROE同比提升4.2pct至5.3%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

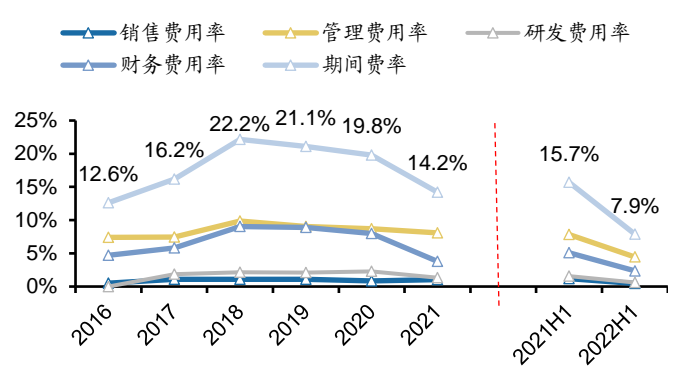
公司费用管控能力优秀，期间费用率显著降低。受益于公司收入大幅增长，同时偿还贷款带动债务规模下降，公司2022H1期间费率大幅降至7.9%，同比下降7.8pct；分项来看，公司2022H1管理费率为4.44%（同比-3.4pct），财务费率下降至2.37%（同比-2.7pct）。

图 5: 公司近年期间费用情况



数据来源: 定期报告、广发证券发展研究中心

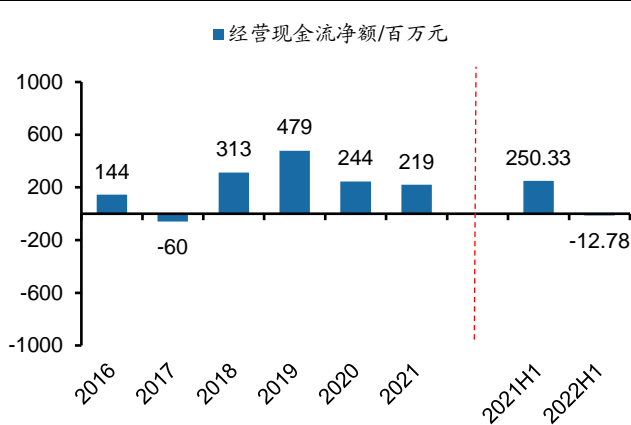
图 6: 公司期间费率相比2021H1大幅降至7.9%



数据来源: 定期报告、广发证券发展研究中心

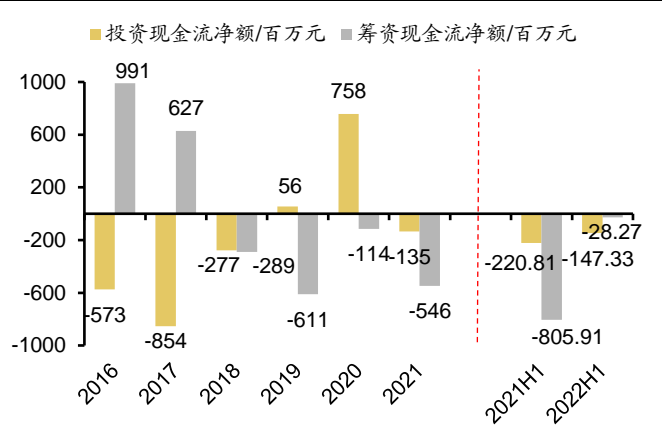
受清偿前期气款影响, 公司2022H1经营性现金流净额为-0.13亿元。从现金流情况来看, 2022H1公司经营性现金流净额为-0.13亿元, 同比-105.1%, 主要系清偿前期气款、支付2021年末税费及票据保证金所致。2022H1公司投资性现金流净额为-1.47亿元, 主要系燃气板块购建资产支出减少所致。

图 7: 2022H1公司经营性现金流净额为-0.13亿元



数据来源: 定期报告、广发证券发展研究中心

图 8: 2022H1公司投资性现金支出减少

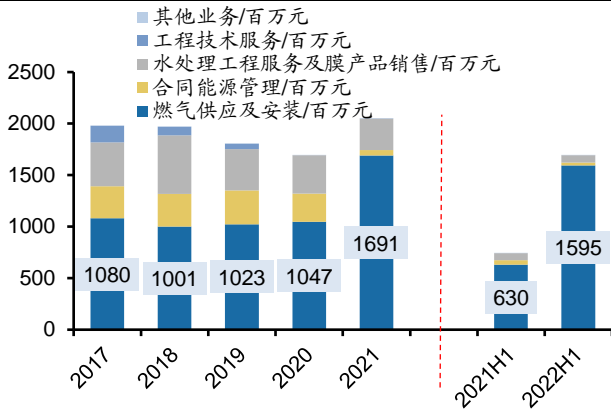


数据来源: 定期报告、广发证券发展研究中心

二、上半年售气量同比+108%，燃气业务乃中流砥柱

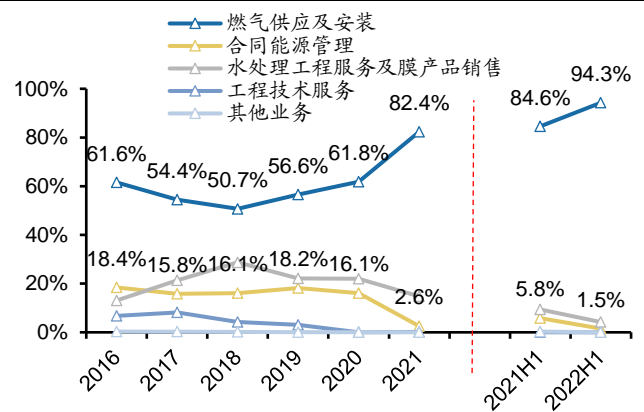
燃气供应及安装业务营收15.95亿元, 同比+153%, 占主营业务收入94.3%。2022H1公司燃气供应及安装业务实现营收15.95亿元(同比+153%), 系上游气源产出量增加, 神安线山西-河北段通气且持续稳定供应, 带动燃气供应及安装业务高速增长。2022H1公司合同能源管理业务实现营收0.26亿元(同比-40.8%), 系公司剥离合同能源管理业务所致。此外, 公司水处理工程服务及膜产品销售业务实现营收0.7亿元(同比+2.3%)。

图 9：公司燃气业务收入高速增长



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

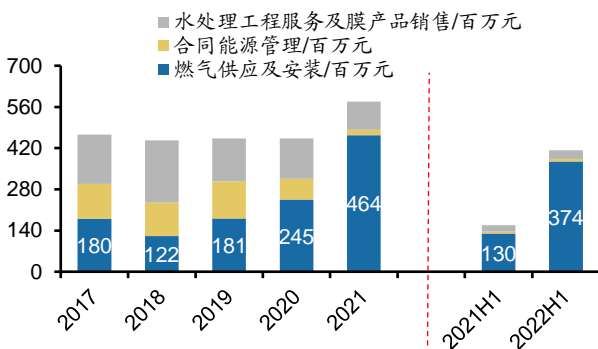
图 10：2022H1公司燃气业务收入占比增至94.3%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

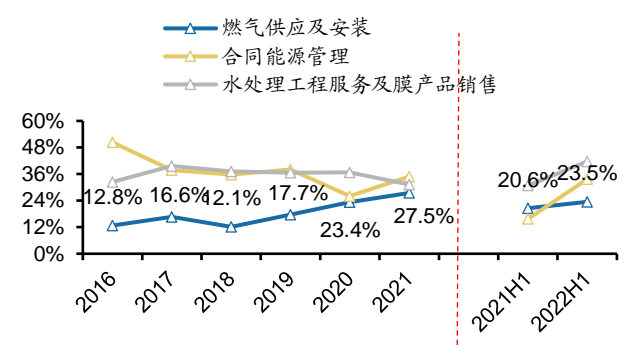
2022H1公司燃气业务毛利率为23.5%，毛利率稳定在20%以上。从毛利润角度来看，2022H1公司燃气供应及安装业务实现毛利3.74亿元（同比+188.3%），占总毛利润比重为90.8%（前值为82.1%），毛利率增长至23.5%（同比上升2.9pct）。此外，公司2022H1水处理工程服务及膜产品销售业务毛利率高达41.7%（同比+10.8pct），毛利润占总毛利润的7.2%；合同能源管理业务毛利率为33.7%（同比+18pct），毛利润占总毛利润的2.1%。

图 11：公司燃气业务毛利润占比高达90.8%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

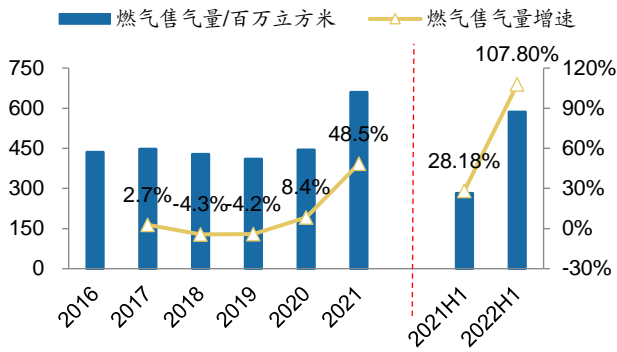
图 12：2022H1公司燃气业务毛利率为23.5%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

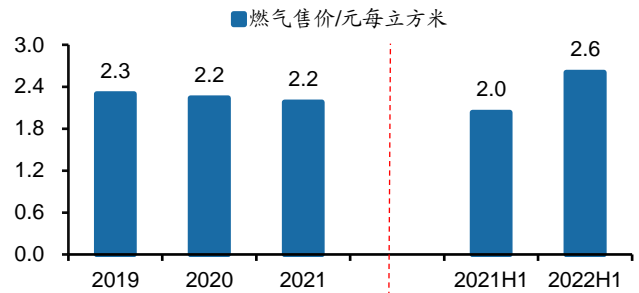
2022H1公司售气量达5.86亿方，量价齐升带动燃气业务收入大幅增长，期待公司积极拓张下游带动燃气销量持续提升。公司燃气业务包括传统城燃及神安线投运后河北分销等，神安线投产后，公司2022H1售气量达5.86亿方，同比增长107.8%。此外，公司2022H1燃气单位售价提升至2.6元，量价提升共同带动燃气业务收入大幅增长。公司业务所处山西、河北等地天然气需求持续提升，公司未来将持续开发工商业用户，在神安线管道沿线积极开拓下游终端市场，有望带动市场份额和业务规模持续提升。

图 13: 2022H1公司燃气销量同比提升107.8%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 14: 公司2022H1燃气单位售价提升至2.6元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

三、公司聚焦主业战略清晰, 期待陕西段如期投运

神安线河北段投产业绩超出预期, 期待陕西段投运后燃气全产业链业务进一步增长。2021年公司神安线山西-河北段正式投运后将上游低成本煤层气沿线拓展下游河北省市场, 销售气量快速增长, 带动业绩快速增长, 燃气业务发展步入快车道。公司神安线(陕西-山西段)已于2022年3月正式开工, 为全长72.2公里的黄河穿越工程, 预计2022年9月底完成物理连接。陕西段若如期投产, 公司获取上游企业气源优势将进一步加强, 有望推动燃气全产业链业务高速增长。此外, 公司于6月21日公告的投资者交流纪要中提到公司规划2023年将膜业务子公司赛诺膜拆分上市。综合来看, 公司聚焦燃气主业战略清晰, 期待燃气业绩进一步增长。

图 15: 公司神安线管道线路图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司2021年限制性股权激励计划第一个归属期条件成就, 长期发展具备潜力。公司于2021年6月推出限制性股票激励计划, 授予公司董事、高管等31人2138万股限制性股票, 授予价格为3.62元/股, 考核目标为2021-2023年归母净利润2.0、3.5、5.0

亿元。2021年公司实现归母净利润2.04亿元，达成股权激励业绩考核目标，2022年7月公司公告归属股票数量427.6万股，占总股本0.48%。公司股权激励计划绑定员工利益，激发员工内生动力，公司长期发展具备潜力。

表 1：公司2021年股权激励对应业绩考核目标

考核年度	净利润 (A)	
	目标值 (Am)	触发值 (An)
2021 年	2.00 亿元	1.60 亿元
2022 年	3.50 亿元	2.80 亿元
2023 年	5.00 亿元	4.00 亿元
考核指标	完成度	公司层面归属比例 (X)
净利润 (A)	$A \geq Am$	$X=100\%$
	$An \leq A < Am$	$X=A/Am$
	$A < An$	$X=0$

数据来源：公司股权激励公告，Wind，广发证券发展研究中心

四、被低估的燃气分销商，维持“买入”评级

收入拆分：（1）公司2021年实现燃气业务收入16.91亿元，毛利率为27.5%。2021年神安线通气后，公司将燃气业务进一步拓张至下游分销，神安线管输负荷量为50亿方/年。预计公司2022年至2024年持续提升神安线负荷率，实现气量持续提升，同时，此外，若2022年9月神安线陕西段通气，则公司有望购入价格更低的陕西气。价格方面，2021年气价涨幅较大，假设未来气价波动相对平稳，对应测算2022-2024年毛利率分别为23.6%、22.3%、21.5%；

（2）水务业务分为工程业务和膜产品销售，2021年实现收入3.03亿元，公司近年来水务业务有所下滑，主要受工程下降影响，预计公司2022年水务业务收入仍将持续下滑，未来保持稳定，对应2022-2024年收入增速分别为-12.4%、0.9%、3.8%，毛利率维持30%；

（3）公司节能环保业务2021年实现收入0.58亿元，主要系公司剥离余热利用项目导致，不考虑公司现有项目继续剥离，预计公司2022-2024年收入增速保持5%，毛利率保持25%。

表 2：天壕环境主要业务营收拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
	合计				
收入	1693.67	2051.99	4155.01	6042.13	7923.70
增长率	-6.3%	21.2%	102.5%	45.4%	31.1%
成本	1240.97	1476.17	3155.40	4670.08	6195.04
毛利	452.70	575.82	999.61	1372.05	1728.66
毛利率 (%)	26.7%	28.1%	24.1%	22.7%	21.8%
	燃气业务				

收入	1046.87	1690.57	3828.30	5710.02	7578.27
增长率	2.3%	61.5%	126.5%	49.2%	32.7%
成本	802.20	1226.39	2923.67	4434.41	5949.88
毛利	244.67	464.18	904.63	1275.60	1628.38
毛利率 (%)	23.4%	27.5%	23.6%	22.3%	21.5%
水处理业务					
收入	372.00	303.72	265.92	268.28	278.42
增长率	-6.9%	-18.4%	-12.4%	0.9%	3.8%
成本	235.19	208.70	186.15	187.80	194.89
毛利	136.81	95.02	79.78	80.49	83.53
毛利率 (%)	36.8%	31.3%	30.0%	30.0%	30.0%
节能环保					
收入	274.48	57.70	60.79	63.83	67.02
增长率	-28.6%	-79.0%	5.4%	5.0%	5.0%
成本	203.58	43.08	45.59	47.87	50.26
毛利	70.91	14.62	15.20	15.96	16.75
毛利率 (%)	25.8%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计2022-24年归母净利润分别为4.1/6.0/7.8亿元，按最新收盘价对应PE分别为32.3/21.9/16.9倍。神安线陕西段预计于2023年进入业绩快速释放期，带动公司业绩增速高于同业，因此给予2023年30倍PE，对应合理价值20.53元/股，维持“买入”评级。

表 3：天壕环境同业估值对比（对应最新收盘价日期：2022/08/23）

代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE/倍				归母净利润（亿元）			
				2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E
601139.SH	深圳燃气	238.77	8.30	15.76	18.76	16.24	13.42	13.21	13.54	14.70	17.79
600803.SH	新奥股份	623.76	20.13	16.77	12.74	12.91	10.89	21.07	41.02	48.33	57.26
600256.SH	广汇能源	892.94	13.60	14.30	8.58	8.10	5.85	13.36	50.03	110.24	152.51

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心 备注：同业可比公司盈利预测来自于Wind一致预期

五、风险提示

下游销量增长缓慢：公司目前正积极拓张河北销气下游，若下游拓张不顺利或销量增长不及预期，将对公司业绩增长产生影响；

气量释放不达预期：年内国家及山西政府均提出扩大非常规天然气产量，但若相关企业产能释放不及预期，或导致公司销气量增速放缓；

购气成本增加：受燃气供需影响，若购气成本大幅提升，或影响公司盈利能力。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,823	2,495	2,863	4,097	4,787	经营活动现金流	244	219	425	604	819
货币资金	1,322	924	893	1,404	1,597	净利润	54	193	389	575	745
应收及预付	726	843	1,174	1,719	2,041	折旧摊销	244	169	206	223	241
存货	76	114	130	154	170	营运资金变动	-215	-240	-249	-231	-175
其他流动资产	1,699	613	666	821	979	其它	160	97	79	37	8
非流动资产	4,663	5,783	6,047	6,294	6,523	投资活动现金流	758	-135	-403	-344	-307
长期股权投资	260	642	842	1,042	1,242	资本支出	852	292	-140	-54	12
固定资产	1,668	1,757	1,962	2,127	2,261	投资变动	-96	-345	-200	-200	-200
在建工程	360	418	328	264	220	其他	2	-83	-62	-91	-119
无形资产	1,013	1,463	1,443	1,418	1,388	筹资活动现金流	-114	-546	-53	251	-320
其他长期资产	1,362	1,502	1,472	1,442	1,412	银行借款	1,302	537	-6	306	-263
资产总计	8,486	8,277	8,910	10,391	11,310	股权融资	0	5	0	0	0
流动负债	3,999	3,330	3,414	4,209	4,287	其他	-1,416	-1,088	-48	-56	-57
短期借款	706	520	414	670	377	现金净增加额	888	-463	-31	511	193
应付及预收	1,998	1,951	1,815	2,060	2,156	期初现金余额	50	938	924	893	1,404
其他流动负债	1,294	860	1,185	1,479	1,755	期末现金余额	938	476	893	1,404	1,597
非流动负债	840	1,179	1,279	1,329	1,359						
长期借款	127	30	130	180	210						
应付债券	339	350	350	350	350						
其他非流动负债	375	799	799	799	799						
负债合计	4,839	4,509	4,694	5,538	5,647						
股本	880	881	882	882	882						
资本公积	1,834	1,856	1,856	1,856	1,856						
留存收益	723	904	1,372	2,037	2,884						
归属母公司股东权益	3,535	3,633	4,101	4,767	5,614						
少数股东权益	112	135	115	87	49						
负债和股东权益	8,486	8,277	8,910	10,391	11,310						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,694	2,052	4,155	6,042	7,924
营业成本	1,241	1,476	3,155	4,670	6,195
营业税金及附加	14	18	35	51	67
销售费用	14	21	46	60	79
管理费用	147	166	328	465	594
研发费用	39	27	44	60	75
财务费用	135	77	43	50	49
资产减值损失	-62	-56	-59	-62	-65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-91	-28	-62	-91	-119
营业利润	51	213	475	705	915
营业外收支	-2	22	5	5	5
利润总额	49	235	480	710	920
所得税	-4	42	91	135	175
净利润	54	193	389	575	745
少数股东损益	-2	-11	-19	-29	-37
归属母公司净利润	56	204	408	604	782
EBITDA	496	470	752	958	1,153
EPS (元)	0.06	0.23	0.46	0.68	0.89

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-6.3%	21.2%	102.5%	45.4%	31.1%
营业利润增长	58.9%	314.9%	123.2%	48.3%	29.8%
归母净利润增长	18.3%	265.4%	100.3%	47.8%	29.6%
获利能力					
毛利率	26.7%	28.1%	24.1%	22.7%	21.8%
净利率	3.2%	9.4%	9.4%	9.5%	9.4%
ROE	1.6%	5.6%	10.0%	12.7%	13.9%
ROIC	5.3%	5.1%	8.3%	9.5%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	57.0%	54.5%	52.7%	53.3%	49.9%
净负债比率	132.7%	119.7%	111.3%	114.1%	99.7%
流动比率	0.96	0.75	0.84	0.97	1.12
速动比率	0.59	0.56	0.60	0.73	0.83
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.25	0.47	0.58	0.70
应收账款周转率	2.95	3.05	4.77	4.72	5.39
存货周转率	22.23	17.96	32.04	39.35	46.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.06	0.23	0.46	0.68	0.89
每股经营现金流	0	0	0	1	1
每股净资产	4.02	4.12	4.65	5.41	6.37
估值比率					
P/E	76.17	48.41	32.33	21.87	16.88
P/B	1.20	2.72	3.22	2.77	2.35
EV/EBITDA	8.89	21.40	17.82	13.78	11.05

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：联席首席分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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：高级研究员，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。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 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。