

# 兴蓉环境 (000598.SZ)

## 水务+环保启发力，稳健成长属性不改

### 核心观点:

- **业绩保持稳健增长，经营性现金流净额同比增长 62%。**公司发布 2022 年半年报，上半年实现营业收入 31.60 亿元（同比+12.7%）、归母净利润 8.38 亿元（同比+18.3%），业绩增长主要受益于污水+环保产能放量、污水处理均价上提等多因素所致，其中污水处理和环保业务收入分别同比增长 35.9%和 27.1%，是业绩增长的核心驱动板块。此外 H1 实现经营性现金流净额 12.44 亿元（同比+61.6%），造血能力出众。水务业务保持稳健扩张，量价齐升下成长属性依旧出众。2022 年 H1 公司实现自来水供应收入 13.00 亿元（同比-6.14%）；实现污水处理收入 11.92 亿元（同比+35.88%），污水新投产项目放量以及 2021 年末水价上提是收入大幅增长的核心原因。截至 2022 年上半年末公司运营、在建和拟建的供排水项目规模逾 850 万吨/日，中水利用项目规模逾 100 万吨/日，规模位居西部首位、全国前列。
- **环保产业增添成长活力，股权激励彰显发展决心。**（1）垃圾焚烧业务实现收入 2.12 亿元（同比+12.79%），在运产能达 6900 吨/日，仍拥有 7500 吨/日产能尚未投运；（2）渗滤液及污泥处置业务依靠产能爬坡亦保持高增长，分别实现收入 2.41 亿元和 1.40 亿元，同比增长 49.2%和 39.6%，环保业务已成为公司又一重要增长极。此外公司向 556 名高管及核心骨干授予 1699 万股限制性股票，2022 至 2024 年营业收入业绩考核目标达 71/80/90 亿元。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 17.32/19.92/22.74 亿元，对应 PE 为 8.73/7.59/6.65 倍。公司为水务龙头，现有运营项目盈利稳健，并借助行业东风积极扩充环保业务，股权激励目标彰显发展决心。参考公司增长及同业估值给予公司 2022 年 12 倍 PE 估值，合理价值 6.96 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**产能释放不达预期，利率上行，异地拓张进度不及预期。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,373	6,732	7,480	8,395	9,379
增长率 (%)	11.1	25.3	11.1	12.2	11.7
EBITDA (百万元)	2,484	3,036	3,665	4,047	4,461
归母净利润 (百万元)	1,298	1,494	1,732	1,992	2,274
增长率 (%)	20.1	15.1	15.9	15.0	14.2
EPS (元/股)	0.43	0.50	0.58	0.67	0.76
市盈率 (P/E)	11.04	12.63	8.73	7.59	6.65
ROE (%)	10.5	11.1	11.4	11.6	11.7
EV/EBITDA	7.36	8.07	5.38	4.49	3.65

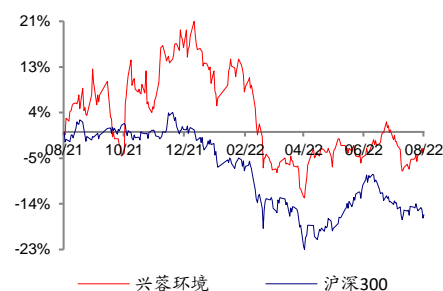
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	5.06 元
合理价值	6.96 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-26

### 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:

兴蓉环境 (000598.SZ):稳健 2022-04-24

 成长水务龙头，环保业务进入  
放量期

兴蓉环境 (000598.SZ):单三 2021-10-26

 季度业绩同比增长 39%，环保  
业务增添成长潜力

### 联系人:

陈龙 021-38003623

shchenlong@gf.com.cn

## 目录索引

一、上半年业绩同增 18.3%，业务模式保障充裕现金流 .....	4
二、水务仍为业绩贡献主力，环保业务提供成长新赛道 .....	6
三、盈利预测和投资建议 .....	7
四、风险提示 .....	8

## 图表索引

图 1: 2022 年上半年公司营业收入同比增长 13.8%.....	4
图 2: 2022 年上半年公司归母净利润同比增长 18.5%.....	4
图 3: 公司毛利率、净利率水平较为稳定 .....	4
图 4: 公司近年期间费用整体金额 .....	5
图 5: 公司 2022H1 期间费用率略有下降 .....	5
图 6: 公司经营性现金流净额保持稳定 .....	5
图 7: 公司历年各项经营性现金流情况 .....	5
图 8: 公司近年资产负债率略有上升, 截至 2022 年上半年末达 59.4% .....	5
图 9: 2022 年上半年营业收入业务构成 .....	6
图 10: 公司分业务营收情况 (单位: 百万元) .....	6
图 11: 公司 2022 年上半年分业务毛利率情况 .....	6
表 1: 公司 2022 年限制性股票激励计划方案 .....	7
表 2: 可比公司盈利预测及估值 (收盘价日期: 2022/08/25) .....	7

## 一、上半年业绩同增 18.3%，业务模式保障充裕现金流

上半年业绩同比增长18.3%，“水务+环保”双效应逐步显现。2022年上半年公司实现营业收入31.60亿元（同比+12.7%），归母净利润8.38亿元（同比+18.3%），业绩增速高于营收增速主要系公司在建项目投运，营业收入增速高于营业成本。后疫情期间公司保持稳健经营效率及造血能力，毛利率和净利率分别达44.4%和26.5%，与去年基本持平。

图 1：2022年上半年公司营业收入同比增长13.8%

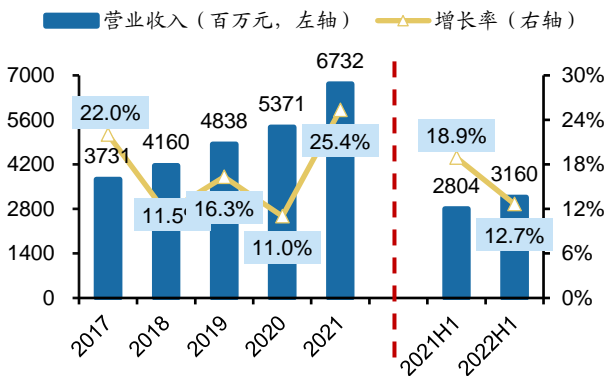
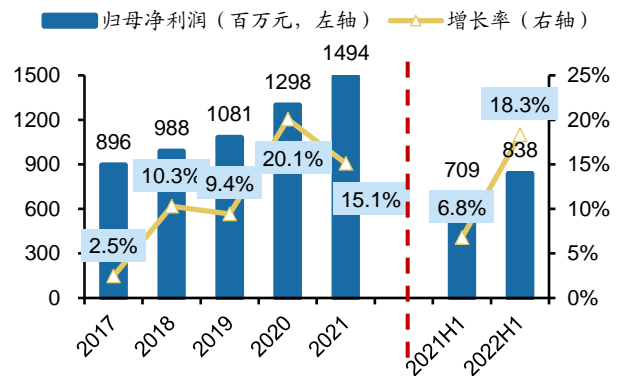


图 2：2022年上半年公司归母净利润同比增长18.5%



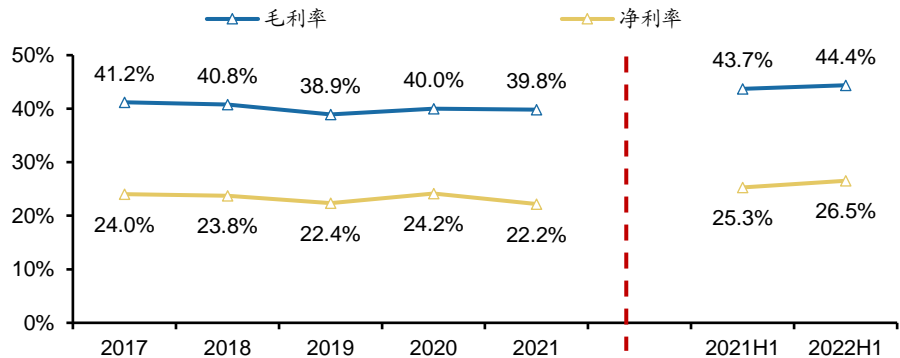
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

备注：2021H1 营业收入为根据 15 号准则调整后营业收入

数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

备注：2021H1 归母净利润为根据 15 号准则调整后业绩

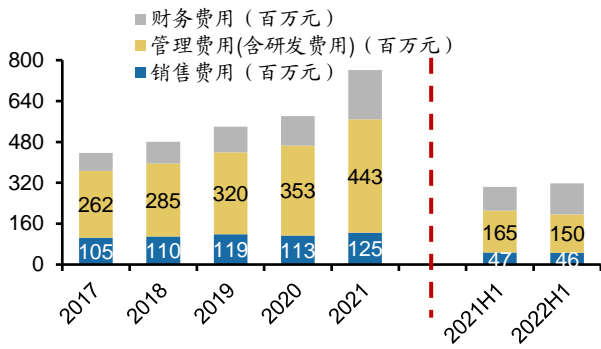
图 3：公司毛利率、净利率水平较为稳定



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

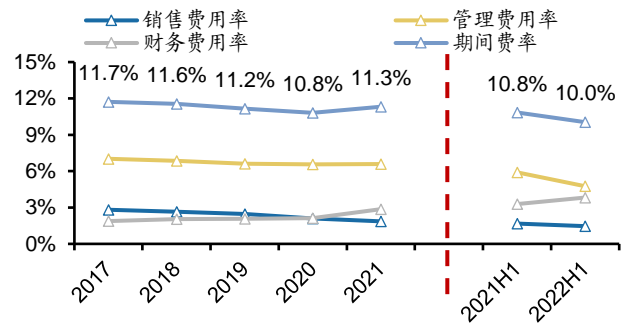
控费能力提升，2022年上半年期间费用率为10.0%，同比下降1pct。公司2022年上半年支出销售费用0.46亿元（同比-0.95%）、管理费用（含研发费用）1.50亿元（同比-8.99%）、财务费用1.21亿元（同比+34.38%）。销售费用和管理费用（含研发费用）的降低带动期间费用率下降至10.0%（同比-1pct）。财务费用增加主要系本报告期内的长期负债同比增加，在将项目投运后利息停止资本化，利息费用同比增加所致。

图 4: 公司近年期间费用整体金额



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

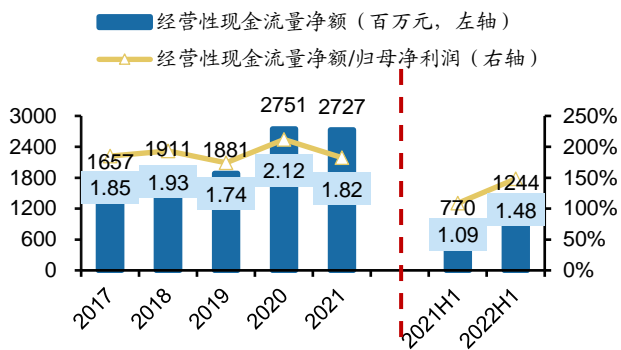
图 5: 公司2022H1期间费用率略有下降



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

业务模式保障充裕现金流, 2022年上半年实现经营性现金净流入12.44亿元。公司自来水制售、污水处理业务多为现金流稳定的运营类项目, 经营性现金流净额整体保持增长态势。2022年上半年经营性现金流净额达到12.44亿元(同比+61.62%), 处于行业较高水平, 为公司持续发展提供充足现金流。随着公司不断利用融资扩大经营规模, 近年资产负债率呈一定的上升趋势, 截至2022年上半年末达59.4%。

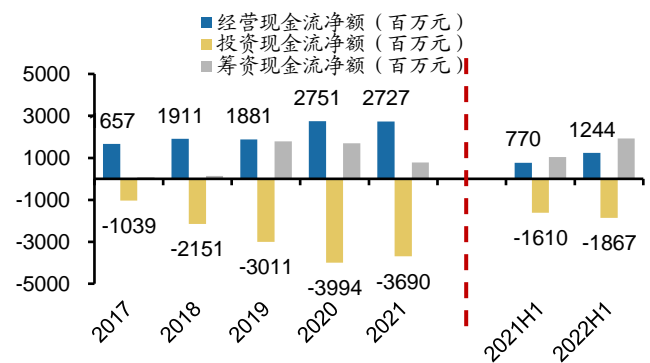
图 6: 公司经营性现金流净额保持稳定



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

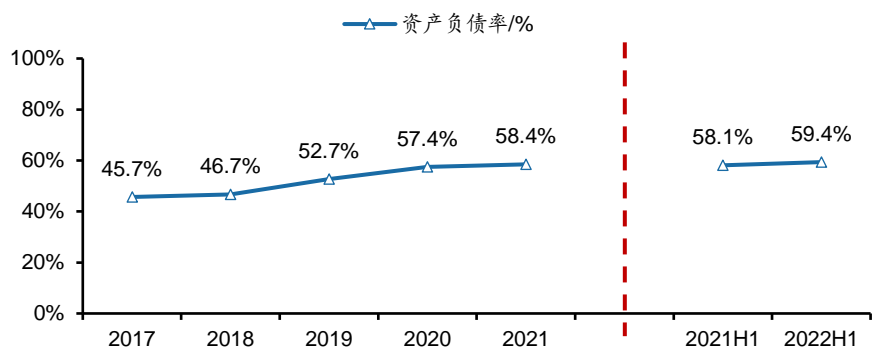
备注: 2021H1经营性现金流净额为根据15号准则调整后经营性现金流净额, 下同

图 7: 公司历年各项经营性现金流情况



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 公司近年资产负债率略有上升, 截至2022年上半年末达59.4%

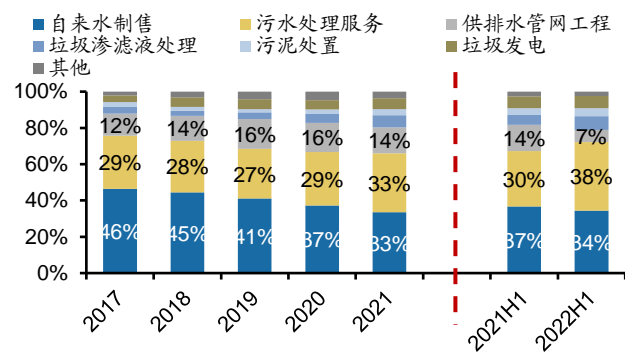


数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、水务仍为业绩贡献主力，环保业务提供成长新赛道

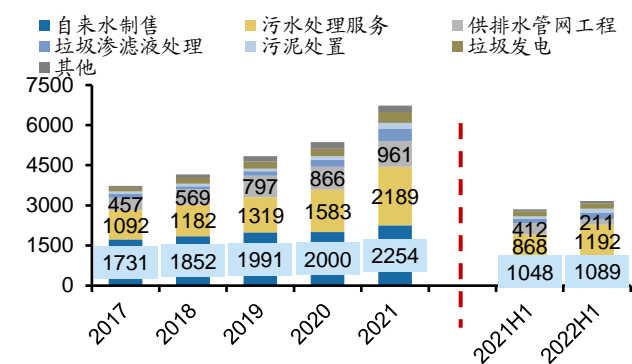
供水业务保持稳健运营，污水、环保营收增速达35.88%和27.08%。2022年上半年自来水和污水处理业务实现营业收入24.92亿元，占总收入比重为78.88%；实现毛利10.48亿元，占总毛利润比重为74.8%，自来水制售业务和污水处理业务依旧为公司利润贡献的主力军。其中依靠污水处理量提升，污水处理业务实现收入11.92亿元（同比+35.88%），实现毛利5.00亿元（同比+41.23%）。环保业务收入6.16亿元（同比+27.08%），其中渗滤液及焚烧营收增速分别达49.24%和5.12%，“污水+环保”双驱动效应逐渐显现。

图 9：2022年上半年营业收入业务构成



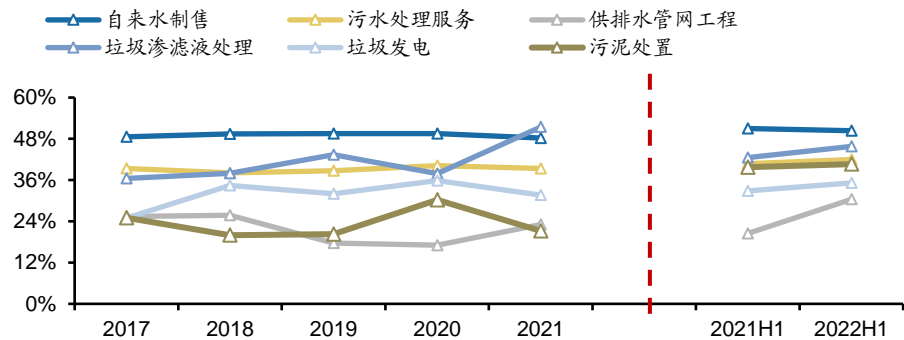
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 10：公司分业务营收情况（单位：百万元）



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 11：公司2022年上半年分业务毛利率情况



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

公司在建及拟建项目储备丰富，有望保障未来几年内业绩稳定增长。截至2022年上边年末，公司运营、在建及拟建供排水总规模约为850万吨/日、中水利用项目规模逾100万吨/日。此外公司亦强化环保领域布局，现在手垃圾焚烧项目14400吨/日、污泥处置项目3400吨/日、垃圾渗滤液8230吨/日。公司水务及环保储备项目未来两年将逐步投产，业绩增长有保障。

公司拟开启新一轮股权激励计划，彰显长期快速增长信心。公司公布2022年限制性股票激励计划方案，拟授予共556名公司董事、高管和核心骨干员工等共计1699万股限制性股票，授予价格3.03元/股，业绩考核基准条件为：2022-2024年营收

不低于 71/80/90 亿元，每股收益不低于 0.5349/0.5884/0.6531 元，资产负债率均不高于 65%。进行股权激励有助于充分调动公司核心团队的积极性和创造性，彰显公司长期发展的信心。

**表 1：公司 2022 年限制性股票激励计划方案**

激励对象	公司董事、高级管理人员及核心骨干员工共计 556 人
标的股票来源	从二级市场回购的本公司 A 股普通股
标的股票数量	本激励计划拟授予的限制性股票数量不超过 1699 万股，约占公司当前股本总额 298,621.8602 万股的 0.59%。无预留授予权益。
激励计划有效期	自限制性股票授予登记完成之日起至激励对象获授的限制性股票全部解除限售或回购注销之日止，最长不超过 72 个月。
限制性股票的授予价格	每股 3.03 元
解除限售条件	<p>第一个解除限售期：                      (1) 2022 年度每股收益不低于 0.5349 元/股，且不低于同行业均值；(2) 2022 年度营业收入不低于 71 亿元，且不低于同行业均值；(3) 2022 年度资产负债率不高于 65%。</p> <p>第二个解除限售期：                      (1) 2023 年度每股收益不低于 0.5884 元/股，且不低于同行业均值；(2) 2023 年度营业收入不低于 80 亿元，且不低于同行业均值；(3) 2023 年度资产负债率不高于 65%。</p> <p>第三个解除限售期：                      (1) 2024 年度每股收益不低于 0.6531 元/股，且不低于同行业均值；(2) 2024 年度营业收入不低于 90 亿元，且不低于同行业均值；(3) 2024 年度资产负债率不高于 65%。</p>

数据来源：关于 2022 年限制性股票激励计划授予限制性股票登记完成的公告，广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测和投资建议

“水务+环保”双驱动正效应显现，融资保障储备项目如期释放，维持“买入”评级。预计公司 2022-2024 年归母净利润为 17.32/19.92/22.74 亿元，对应 PE 为 8.73/7.59/6.65 倍。公司现有运营项目盈利稳健，并借助行业东风积极扩充环保业务，股权激励目标彰显发展决心。综合考虑可比公司估值和业绩增速，给予 2022 年 12 倍 PE，合理价值 6.96 元/股，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司盈利预测及估值（收盘价日期：2022/08/25）**

公司代码	公司名称	市值 /亿元	最新收盘价 元/股	PE 倍			归母净利润/亿元		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000598.SZ	兴蓉环境	151.10	5.06	12.63	8.83	7.87	14.94	17.11	19.20
601158.SH	重庆水务	255.36	5.32	14.81	10.87	9.58	20.78	23.50	26.66
600461.SH	洪城水业	78.78	7.58	9.47	7.46	6.43	8.20	10.56	12.26

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：上述盈利预测除兴蓉环境外均为 Wind 一致预测

## 四、风险提示

**产能释放不达预期:** 公司主要经营供排水和垃圾焚烧BOO、BOT项目, 目前公司在手待运营产能充足。但倘若公司未来工程进度不及预期, 产能无法如期释放, 将直接影响公司业绩。

**利率大幅上行:** 目前公司资产负债率较高, 利息费用超1.87亿。随着公司规模扩大, 有息负债规模未来可能也会扩张, 利率大幅上行则可能给公司控费带来压力, 影响公司业绩。

**异地拓张进度不及预期:** 目前公司主要营收来源在西南地区, 供排水规模已经是西南地区首位; 为了开拓市场空间公司也在积极寻求在其他地区的业务拓张。但是如果异地业务拓张进度放缓, 则市场空间无法有效开拓, 对公司营收和业绩增速会有不利影响。

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>6,024</b>	<b>6,177</b>	<b>7,709</b>	<b>9,619</b>	<b>11,895</b>
货币资金	3,418	3,208	4,315	5,865	7,752
应收及预付	1,280	1,807	2,082	2,337	2,611
存货	399	203	247	278	311
其他流动资产	927	959	1,064	1,140	1,221
<b>非流动资产</b>	<b>25,178</b>	<b>28,335</b>	<b>29,438</b>	<b>30,551</b>	<b>31,664</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8,667	9,475	9,638	9,751	9,814
在建工程	6,007	4,846	4,346	3,946	3,646
无形资产	7,403	10,739	12,179	13,579	14,929
其他长期资产	3,101	3,274	3,274	3,274	3,274
<b>资产总计</b>	<b>31,202</b>	<b>34,512</b>	<b>37,146</b>	<b>40,170</b>	<b>43,559</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,513</b>	<b>8,283</b>	<b>9,166</b>	<b>10,175</b>	<b>11,264</b>
短期借款	300	436	500	510	520
应付及预收	4,995	5,290	5,892	6,626	7,419
其他流动负债	3,218	2,558	2,775	3,039	3,325
<b>非流动负债</b>	<b>9,480</b>	<b>11,884</b>	<b>11,884</b>	<b>11,884</b>	<b>11,884</b>
长期借款	2,005	3,049	3,049	3,049	3,049
应付债券	3,698	4,819	4,819	4,819	4,819
其他非流动负债	3,777	4,016	4,016	4,016	4,016
<b>负债合计</b>	<b>17,993</b>	<b>20,168</b>	<b>21,051</b>	<b>22,059</b>	<b>23,149</b>
股本	2,986	2,986	2,986	2,986	2,986
资本公积	1,845	1,773	1,773	1,773	1,773
留存收益	7,575	8,767	10,498	12,490	14,764
归属母公司股东权益	12,340	13,458	15,190	17,182	19,455
少数股东权益	869	886	906	928	954
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,202</b>	<b>34,512</b>	<b>37,146</b>	<b>40,170</b>	<b>43,559</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,749</b>	<b>2,727</b>	<b>3,795</b>	<b>4,391</b>	<b>4,830</b>
净利润	1,323	1,512	1,752	2,014	2,300
折旧摊销	810	1,072	1,397	1,487	1,587
营运资金变动	459	-161	395	638	691
其它	157	304	251	252	253
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,249</b>	<b>-3,690</b>	<b>-2,500</b>	<b>-2,600</b>	<b>-2,700</b>
资本支出	-4,227	-3,745	-2,500	-2,600	-2,700
投资变动	-122	17	0	0	0
其他	100	38	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,944</b>	<b>775</b>	<b>-188</b>	<b>-242</b>	<b>-243</b>
银行借款	4,168	3,734	64	10	10
股权融资	108	44	0	0	0
其他	-2,332	-3,003	-251	-252	-253
<b>现金净增加额</b>	<b>444</b>	<b>-188</b>	<b>1,108</b>	<b>1,549</b>	<b>1,888</b>
期初现金余额	2,927	3,371	3,208	4,315	5,865
期末现金余额	3,371	3,183	4,315	5,865	7,752

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	11.1%	25.3%	11.1%	12.2%	11.7%
营业利润增长	19.8%	13.4%	16.1%	14.6%	13.8%
归母净利润增长	20.1%	15.1%	15.9%	15.0%	14.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.0%	39.8%	39.7%	39.6%	39.4%
净利率	24.6%	22.5%	23.4%	24.0%	24.5%
ROE	10.5%	11.1%	11.4%	11.6%	11.7%
ROIC	6.9%	7.2%	7.7%	8.1%	8.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.7%	58.4%	56.7%	54.9%	53.1%
净负债比率	136.2%	140.6%	130.8%	121.8%	113.4%
流动比率	0.71	0.75	0.84	0.95	1.06
速动比率	0.62	0.67	0.76	0.86	0.97
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.17	0.20	0.20	0.21	0.22
应收账款周转率	4.28	3.78	3.65	3.65	3.65
存货周转率	13.48	33.19	30.26	30.20	30.13
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.43	0.50	0.58	0.67	0.76
每股经营现金流	1	1	1	1	2
每股净资产	4.13	4.51	5.09	5.75	6.52
<b>估值比率</b>					
P/E	11.04	12.63	8.73	7.59	6.65
P/B	1.16	1.40	0.99	0.88	0.78
EV/EBITDA	7.36	8.07	5.38	4.49	3.65

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,373</b>	<b>6,732</b>	<b>7,480</b>	<b>8,395</b>	<b>9,379</b>
营业成本	3,225	4,050	4,512	5,074	5,681
营业税金及附加	55	65	72	81	90
销售费用	113	125	139	151	159
管理费用	353	443	492	546	600
研发费用	3	3	3	3	4
财务费用	114	193	232	227	219
资产减值损失	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,562</b>	<b>1,771</b>	<b>2,056</b>	<b>2,356</b>	<b>2,682</b>
营业外收支	5	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,566</b>	<b>1,774</b>	<b>2,056</b>	<b>2,356</b>	<b>2,682</b>
所得税	243	262	304	342	382
<b>净利润</b>	<b>1,323</b>	<b>1,512</b>	<b>1,752</b>	<b>2,014</b>	<b>2,300</b>
少数股东损益	25	17	20	23	26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,298</b>	<b>1,494</b>	<b>1,732</b>	<b>1,992</b>	<b>2,274</b>
EBITDA	2,484	3,036	3,665	4,047	4,461
EPS (元)	0.43	0.50	0.58	0.67	0.76

## 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。