

# 华阳股份 (600348.SH)

钠离子电芯生产线出品, 化学储能项目稳步推进

## 核心观点:

- **钠离子电芯生产线出品, 化学储能项目稳步推进。**公司近期发布公告, 公司全资孙公司山西华钠芯能科技有限责任公司投资建设的钠离子电芯生产线设备安装调试已完成, 公司于 2022 年 9 月 30 日在阳泉市高新区高端制造产业园区举办钠离子电芯生产线出品仪式。钠离子电芯生产线主要生产圆柱钢壳和方形铝壳电芯, 项目满产后, 钠离子电池将实现从中试到量产的关键转换, 同时将有效推动公司打造国内首条钠离子电池全产业链。而根据公司此前中报, 钠离子电池正、负极材料千吨级生产项目于 3 月末试投产后尚处于产能爬坡阶段。此次电芯厂顺利投产, 之后经过 PACK 电池生产线组装, 预计一期成品电池 (约 1GWh) 有望加快投产。公司其他新能源项目包括高效光伏组件制造、飞轮储能等项目也已相继投产, 未来关注商业化应用及量产进展。
- **在建煤矿产能 1000 万吨, 未来 2 年有望建成投产。**公司主产无烟煤, 根据公司发债募集说明书, 目前总核定产能 4270 万吨/年, 其中在建矿井包括泊里和七元煤矿, 产能均为 500 万吨/年, 预计将于 2023 和 2024 年建成投产, 中长期贡献煤炭增量。目前公司整体长协比例高, 成本控制能力较强, 整体盈利能力稳健性提升。
- **盈利预测与投资建议: 煤炭主业产能和盈利稳健增长, 新能源项目落地量产有望提升估值。**公司煤炭主业长协占比高, 21 年进行资产处置后大额非经常性损益因素减少, 未来 2 年随着七元和泊里煤矿建成投产, 公司煤矿产能和盈利有望进一步增加。此外, 21 年以来公司在新能源领域布局力度加大, 各项目相继投产出品, 中长期也有望拓展发展空间并提升公司估值。预计公司 22-24 年 EPS 分别为 2.70、2.76 和 2.95 元/股, 参考可比公司平均估值, 给予公司 23 年 9 倍 PE, 对应合理价值为 24.82 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**煤价超预期下跌, 公司新建煤矿项目建设进展低预期等。

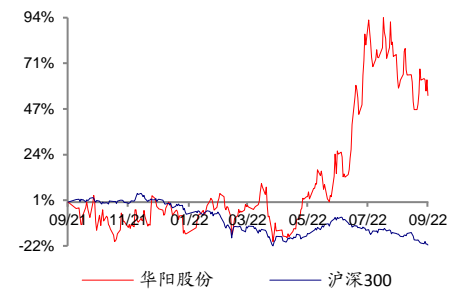
## 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	31,181	38,007	37,654	38,265	40,289
增长率 (%)	-4.5	21.9	-0.9	1.6	5.3
EBITDA (百万元)	4,079	11,682	14,536	14,928	15,766
归母净利润 (百万元)	1,505	3,534	6,484	6,633	7,102
增长率 (%)	-11.5	134.8	83.5	2.3	7.1
EPS (元/股)	0.63	1.47	2.70	2.76	2.95
市盈率 (x)	8.96	8.06	6.78	6.62	6.19
ROE (%)	6.4	16.5	25.7	22.6	21.0
EV/EBITDA (x)	4.13	2.74	3.13	2.82	2.36

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	18.27 元
合理价值	24.82 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-10

## 相对市场表现



分析师:	安鹏
	SAC 执证号: S0260512030008
	SFC CE No. BNW176
	021-38003693
	anpeng@gf.com.cn
分析师:	宋炜
	SAC 执证号: S0260518050002
	SFC CE No. BMV636
	021-38003691
	songwei@gf.com.cn

## 相关研究:

华阳股份 (600348.SH) :Q4 2022-01-30  
扣非净利环比增 117%  
176%, 静待新能源项目投产

## 目录索引

一、钠离子电芯生产线出品，化学储能项目稳步推进.....	3
二、其他新能源项目已相继投产，关注商业化应用及量产进展.....	3
三、在建煤矿产能 1000 万吨，未来 2 年有望建成投产.....	4
四、盈利预测和投资建议.....	5
（一）核心盈利预测假设.....	5
（二）可比公司估值分析.....	6
五、风险提示.....	7

## 一、钠离子电芯生产线出品，化学储能项目稳步推进

公司近期发布公告，公司全资孙公司山西华钠芯能科技有限责任公司投资建设的钠离子电芯生产线设备安装调试已完成，公司于2022年9月30日在阳泉市高新区高端制造产业园区举办钠离子电芯生产线出品仪式。公司钠离子电芯的出品，为钠离子电池产业高质量发展奠定了坚实基础。

钠离子电芯生产线主要生产圆柱钢壳和方形铝壳电芯，项目满产后，钠离子电池将实现从中试到量产的关键转换，同时将有效推动公司打造国内首条钠离子电池全产业链。而根据公司此前中报，钠离子电池正、负极材料千吨级生产项目于3月末试投产后尚处于产能爬坡阶段。此次电芯厂顺利投产，之后经过PACK电池生产线组装，预计一期成品电池（约1GWh）有望加快投产。

## 二、其他新能源项目已相继投产，关注商业化应用及量产进展

根据公司年报和中报，除钠电池储能项目外，公司近年来布局的其他新能源领域还包括：

**1. 高效光伏组件制造项目：**实施主体为公司全资孙公司山西华储光电有限公司（山西新阳清洁能源有限公司占股100%）。项目落地于阳泉市郊区苇泊工业园区，占地356亩，用于生产单晶高效光伏组件。项目估算总投资106975万元，截止2021年12月31日累计完成投资29461万元。第一条0.5GWh生产线已于2022年1月22日投产，第二条生产线进入单班产能爬坡阶段。截止2022年7月31日，4条生产线具备生产能力，根据订单量按需生产。

**2. 飞轮储能项目：**实施主体为阳泉奇峰聚能科技有限公司（北京奇峰聚能科技有限公司持股51%，山西新阳清洁能源有限公司持股49%）。项目落地于阳泉市矿区，建设年产200套飞轮储能系统生产装配线，满足飞轮储能装置生产需要。项目总投资10000万元。截止2022年3月末，共生产完成飞轮储能装置20套，其中QFFL200/60s型飞轮储能完成2套，飞轮车间光伏+飞轮+钠离子电池微网系统在用1台，另1台用于太原综改区光储网充示范项目；QFFL600/30s型飞轮储能装置完成18套，自留1套；深圳地铁七号线车公庙交付2套，已全面调试完成；河北三河电厂和华能山东莱芜电厂调频项目15套，正在调试中。

### 三、在建煤矿产能 1000 万吨，未来 2 年有望建成投产

公司煤炭业务收入和毛利润占比在90%以上，其他业务主要包括少量的供电、供热等。

**产能：**公司主产无烟煤，根据公司发债募集说明书，公司目前拥有9座生产矿井和2座主要在建矿井，总核定产能4270万吨/年。其中在建矿井包括泊里和七元煤矿，产能均为500万吨/年，预计将于2023和2024年建成投产。

**产品结构&产销量：**公司煤炭产品包括洗块煤、洗粉煤、洗末煤和煤泥，2021年销量结构占比分别为8%、4%、84%和4%。公司2021年之前煤炭销量中约50%为自产煤炭，其余来自于采购集团（为避免同业竞争，华阳新材料集团生产的煤炭全部由公司按照市场价格收购）。不过随着集团公司专业化重组完成，相关煤炭资产划转至晋能控股集团，21年下半年开始公司采购集团煤炭的数量相应减少，22年开始公司煤炭产销量平衡，上半年实现产量和销量分别为2334和2373万吨，其中产量同比下降约2%。

**销售模式：**公司主要煤炭产品中洗块煤和洗粉煤主要采取市场化销售，而洗末煤主要用于发电供热，与下游签订长协合同，需要执行产地长协定价政策（例如山西5500大卡长协煤价合理区间为370-570元/吨）。由于长协比例高，公司成本控制能力也较强，整体盈利能力稳健性提升。

表 1：华阳股份主要煤矿概况（截至2021年底）

矿井名称	煤种	资源量(亿吨)	可采储量(亿吨)	核定年产能(万吨)
一矿	无烟煤	7.4	4.42	850
二矿	无烟煤	3.8	1.62	810
开元矿	贫瘦煤	2.87	1.2	300
景福矿	无烟煤	0.6	0.38	90
新景矿	无烟煤	8.35	5.03	450
平舒矿	贫煤、无烟煤	3.21	1.68	500(90)
兴裕	无烟煤	0.49	0.06	90
裕泰(停产)	无烟煤	0.61	0.06	60
榆树坡	焦煤、气煤	3.76	1.09	120
泊里(建设期)	贫煤、无烟煤	-	-	500
七元(建设期)	无烟煤	-	-	500
合计	-	31.1	15.52	4,270

数据来源：公司发债募集说明书，广发证券发展研究中心

注：公司下属平舒煤矿核定产能为500万吨/年，平舒500万吨环评报告获得国家生态环境部批复，目前正在办理新的采矿权证。目前榆树坡300万吨增能取得能源局核定批复。

表 2：华阳股份煤炭业务经营概况

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022H1
自产煤量(万吨)	3,250	3,545	3,854	4,101	4,322	4,610	2,334

煤炭销量 (万吨)	6,583	6,687	7,128	7,549	8,192	5,971	2,373
煤炭综合售价 (元/吨)	259	400	437	406	357	605	726
煤炭综合成本 (元/吨)	201	313	353	331	297	379	424
<b>洗块煤</b>							
洗块煤销量 (万吨)	443	479	478	485	437	507	241
销量占比	7%	7%	7%	6%	5%	8%	10%
吨煤单价 (元/吨)	430	589	636	618	592	920	1,073
吨煤成本 (元/吨)	317	449	508	491	454	547	468
毛利率	26%	24%	20%	21%	23%	41%	56%
<b>洗粉煤</b>							
洗粉煤销量 (万吨)	309	300	360	289	267	211	82
销量占比	5%	4%	5%	4%	3%	4%	3%
吨煤单价 (元/吨)	477	793	855	803	665	1,079	1,500
吨煤成本 (元/吨)	358	494	595	561	544	666	670
毛利率	25%	38%	30%	30%	18%	38%	55%
<b>洗末煤</b>							
洗末煤销量 (万吨)	5,612	5,683	6,063	6,551	7,157	5,013	1,976
销量占比	85%	85%	85%	87%	87%	84%	83%
吨煤单价 (元/吨)	240	372	406	382	342	569	665
吨煤成本 (元/吨)	191	305	340	320	277	369	424
毛利率	20%	18%	16%	16%	19%	35%	36%
<b>煤泥</b>							
煤泥销量 (万吨)	218	225	227	224	332	240	74
销量占比	3%	3%	3%	3%	4%	4%	3%
吨煤单价 (元/吨)	103	174	181	123	131	277	364

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

### (一) 核心盈利预测假设

1. 公司在建矿预计2023和2024年先后建成投产，投产之后达产仍需时间，同时随着集团公司专业化重组完成，公司采购集团煤炭的数量相应减少，预计22年公司原煤产量总体保持平稳，23-24年新矿投产后逐步贡献增量，商品煤销量由于外购煤量减少而减少。

2. 结合山西阳泉产地市场煤价变化和长协煤价综合影响，预计22-23年煤价相比较21年稳中有升。

3. 公司发电和供热业务收入占比较小，22-23年燃煤发电和供热价格有上涨的预期，

成本压力减小，预计公司发电和供热业务经营情况逐步改善，其他业务维持平稳。

4. 公司21年优化井资产结构，对部分资源枯竭矿井巷道资产计提资产减值损失，同时增加计提应收款项坏账损失，资产减值和信用价值合计影响业绩17亿元，预计22年以后该类资产报废引起的大额非经常性损益减少。

表 3：华阳股份经营业务预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>煤炭</b>							
收入	31,148	30,619	29,245	36,134	35,764	36,370	38,388
成本	25,169	24,983	24,336	22,651	20,208	20,550	21,691
毛利率	19%	18%	17%	37%	43%	43%	43%
<b>电力</b>							
收入	152	169	195	188	201	205	209
成本	121	137	137	171	171	171	171
毛利率	21%	19%	30%	9%	15%	16%	18%
<b>供热</b>							
收入	32	49	55	50	54	55	56
成本	26	51	67	87	87	87	87
毛利率	20%	-5%	-22%	-74%	-62%	-59%	-56%
<b>其他</b>							
收入	1,351	1,821	1,686	1,635	1,635	1,635	1,635
成本	1,236	1,584	1,373	1,372	1,372	1,372	1,372
<b>合计</b>							
收入	32,684	32,658	31,181	38,007	37,654	38,265	40,289
成本	26,551	26,755	25,913	24,282	21,839	22,181	23,322
毛利率	19%	18%	17%	36%	42%	42%	42%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## （二）可比公司估值分析

公司是重组之后的华阳新材料集团旗下能源资产上市平台，公司煤炭主业长协占比高，21年进行资产处置后大额非经常性损益因素减少，未来2年随着七元和泊里煤矿建成投产，公司煤矿产能和盈利有望进一步增加。此外，21年以来公司在新能源领域布局力度加大，各项目相继投产出品，中长期也有望拓展发展空间并提升公司估值。

目前可比公司估值差异较大，美锦能源、宝丰能源等在新能源领域有先发优势或成长性较好的公司享受更高的估值溢价。预计公司22-24年EPS分别为2.70、2.76和2.95元/股，参考可比公司平均估值，同时考虑到公司新能源项目落地较快，未来商业化应用取得认证和量产后，新业务增长空间也较大，给予公司23年9倍PE，对应合理价值为24.82元/股，维持“买入”评级。

表 4: 华阳股份可比公司估值分析

证券代码	证券简称	最新股价 (元/股)	EPS (元/股)			P/E			P/B (LF)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
601088.SH	中国神华	31.64	3.63	3.80	3.90	8.7	8.3	8.1	1.7
600188.SH	兖矿能源	50.17	7.03	7.64	8.28	7.1	6.6	6.1	3.6
600395.SH	盘江股份	8.48	1.07	1.19	1.31	7.9	7.1	6.5	1.7
000723.SZ	美锦能源	9.61	0.62	0.64	0.68	15.6	15.0	14.2	3.1
600989.SH	宝丰能源	13.32	1.11	1.47	1.95	12.0	9.1	6.8	3.0
	平均					10.3	9.2	8.3	2.6
<b>600348.SH</b>	<b>华阳股份</b>	<b>18.27</b>	<b>2.70</b>	<b>2.76</b>	<b>2.95</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>	<b>6.2</b>	<b>2.0</b>

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (华阳股份2022-2024年盈利预测来自广发证券, 其他可比公司盈利预测取自Wind一致预期, 最新股价为9月30日收盘价)

## 五、风险提示

- 1.下游需求增速低预期, 保供增产压力下供给超预期增长, 加速供需关系恶化, 导致煤价超预期下跌。
- 2.公司钠电池、飞轮储能等新能源项目产品, 商业化应用还需要相关认证, 其量产和销售尚需要一定周期。
- 3.公司新建煤矿项目建设投产进展低预期等。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>15,417</b>	<b>22,762</b>	<b>22,931</b>	<b>25,118</b>	<b>28,032</b>
货币资金	8,535	16,068	16,500	18,500	21,000
应收及预付	3,677	2,570	2,466	2,496	2,616
存货	681	643	538	547	575
其他流动资产	2,525	3,481	3,426	3,576	3,841
<b>非流动资产</b>	<b>42,066</b>	<b>43,463</b>	<b>42,508</b>	<b>44,764</b>	<b>46,461</b>
长期股权投资	1,052	1,217	1,717	2,217	2,717
固定资产	25,421	23,834	25,309	26,489	27,273
在建工程	5,942	7,959	8,963	9,687	10,248
无形资产	5,295	4,863	4,678	4,490	4,300
其他长期资产	4,356	5,591	1,841	1,882	1,923
<b>资产总计</b>	<b>57,483</b>	<b>66,226</b>	<b>65,438</b>	<b>69,883</b>	<b>74,493</b>
<b>流动负债</b>	<b>25,396</b>	<b>32,080</b>	<b>27,073</b>	<b>26,044</b>	<b>24,741</b>
短期借款	7,363	9,622	9,219	7,814	5,495
应付及预收	11,023	11,858	10,590	10,756	11,309
其他流动负债	7,011	10,600	7,264	7,473	7,937
<b>非流动负债</b>	<b>6,082</b>	<b>9,728</b>	<b>8,827</b>	<b>8,812</b>	<b>8,797</b>
长期借款	325	5,330	6,330	6,330	6,330
应付债券	3,993	2,183	2,168	2,153	2,138
其他非流动负债	1,763	2,215	329	329	329
<b>负债合计</b>	<b>31,478</b>	<b>41,808</b>	<b>35,900</b>	<b>34,856</b>	<b>33,538</b>
股本	2,405	2,405	2,405	2,405	2,405
资本公积	119	86	86	86	86
留存收益	13,032	15,476	20,710	24,842	29,317
归属母公司股东权益	23,684	21,388	25,182	29,314	33,790
少数股东权益	2,321	3,030	4,356	5,712	7,165
<b>负债和股东权益</b>	<b>57,483</b>	<b>66,226</b>	<b>65,438</b>	<b>69,883</b>	<b>74,493</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>31,181</b>	<b>38,007</b>	<b>37,654</b>	<b>38,265</b>	<b>40,289</b>
营业成本	25,913	24,282	21,839	22,181	23,322
营业税金及附加	1,242	2,270	2,249	2,286	2,407
销售费用	94	108	107	108	114
管理费用	1,104	1,324	1,311	1,332	1,403
研发费用	245	341	338	344	362
财务费用	413	740	719	693	586
资产减值损失	-63	-1,200	-80	-60	-40
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	570	107	106	108	114
<b>营业利润</b>	<b>1,945</b>	<b>7,531</b>	<b>11,305</b>	<b>11,560</b>	<b>12,370</b>
营业外收支	-2	-1,378	-15	-10	-5
<b>利润总额</b>	<b>1,943</b>	<b>6,153</b>	<b>11,290</b>	<b>11,550</b>	<b>12,365</b>
所得税	281	1,897	3,480	3,560	3,811
<b>净利润</b>	<b>1,662</b>	<b>4,256</b>	<b>7,810</b>	<b>7,990</b>	<b>8,554</b>
少数股东损益	157	723	1,326	1,356	1,452
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,505</b>	<b>3,534</b>	<b>6,484</b>	<b>6,633</b>	<b>7,102</b>
EBITDA	4,079	11,682	14,536	14,928	15,766
EPS (元)	0.63	1.47	2.70	2.76	2.95

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,967</b>	<b>8,464</b>	<b>9,042</b>	<b>11,922</b>	<b>12,956</b>
净利润	1,662	4,256	7,810	7,990	8,554
折旧摊销	2,228	2,322	2,726	2,914	3,084
营运资金变动	-598	-1,623	-2,173	188	603
其它	676	3,509	678	830	715
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,582</b>	<b>-2,272</b>	<b>-1,759</b>	<b>-5,133</b>	<b>-4,712</b>
资本支出	-2,143	-1,604	-5,115	-4,700	-4,285
投资变动	0	-192	-594	-549	-549
其他	-2,439	-476	3,950	116	122
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,916</b>	<b>752</b>	<b>-6,851</b>	<b>-4,789</b>	<b>-5,744</b>
银行借款	8,950	19,104	597	-1,405	-2,320
股权融资	989	0	0	0	0
其他	-7,023	-18,352	-7,448	-3,384	-3,425
<b>现金净增加额</b>	<b>2,300</b>	<b>6,943</b>	<b>432</b>	<b>2,000</b>	<b>2,500</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>5,490</b>	<b>7,789</b>	<b>16,068</b>	<b>16,500</b>	<b>18,500</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>7,789</b>	<b>14,733</b>	<b>16,500</b>	<b>18,500</b>	<b>21,000</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-4.5%	21.9%	-0.9%	1.6%	5.3%
营业利润增长	-16.2%	287.2%	50.1%	2.3%	7.0%
归母净利润增长	-11.5%	134.8%	83.5%	2.3%	7.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.9%	36.1%	42.0%	42.0%	42.1%
净利率	5.3%	11.2%	20.7%	20.9%	21.2%
ROE	6.4%	16.5%	25.7%	22.6%	21.0%
ROIC	4.2%	14.7%	17.2%	16.1%	15.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.8%	63.1%	54.9%	49.9%	45.0%
净负债比率	121.0%	171.2%	121.5%	99.5%	81.9%
流动比率	0.61	0.71	0.85	0.96	1.13
速动比率	0.57	0.68	0.82	0.94	1.10
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.54	0.57	0.58	0.55	0.54
应收账款周转率	10.16	16.20	18.25	18.25	18.25
存货周转率	45.81	59.10	69.92	69.96	70.06
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.63	1.47	2.70	2.76	2.95
每股经营现金流	2	4	4	5	5
每股净资产	9.85	8.89	10.47	12.19	14.05
<b>估值比率</b>					
P/E	8.96	8.06	6.78	6.62	6.19
P/B	0.57	1.33	1.74	1.50	1.30
EV/EBITDA	4.13	2.74	3.13	2.82	2.36

## 广发煤炭开采行业研究小组

安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士。

宋 炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。

## 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。