

01811.HK 中广核新能源

港股通（沪、深）

无评级

稳步成长的绿电运营商

2022年12月10日

## 市场数据

日期	2022.12.9
收盘价(港元)	2.61
总股本(百万股)	4,291
流通股本(百万股)	4,291
总市值(百万港元)	11,199
流通市值(百万港元)	11,199
归母净资产(百万美元)	1,382
总资产(百万美元)	8,522
每股净资产(美元)	0.32

数据来源: Wind

## 相关报告

## 海外能源、公用事业行业研究

兴业证券经济与金融研究院

分析师:

余小丽

[yuxiaoli@xyzq.com.cn](mailto:yuxiaoli@xyzq.com.cn)

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

李静云

[lijingyun@xyzq.com.cn](mailto:lijingyun@xyzq.com.cn)

SAC: S0190522120001

请注意: 李静云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。

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019	2020	2021
营业收入(百万美元)	1,359	1,276	1,150	1,695
同比增长	22.6%	-6.1%	-9.9%	47.3%
归母净利润(百万美元)	88	111	162	185
同比增长	42.5%	26.1%	45.8%	14.0%
净利润率	6.5%	8.7%	14.1%	10.9%
净资产收益率	9.24%	11.02%	12.49%	12.87%
核心每股收益(美仙)	2.06	2.59	3.78	4.31

数据来源: 公司业绩公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **2022年上半年, 公司业绩符合预期。**2022年上半年, 公司实现营业收入11.34亿美元, 同比增长35.5%; 实现EBITDA 5.03亿美元, 同比增长25.4%; 实现归母净利润1.78亿美元, 同比减少3.8%; 实现每股收益4.15美分, 同比减少3.9%。如不计追溯重列的影响, 则公司收入、归母净利润和每股收益的同比增速将分别达到42.3%、9.6%和9.6%。
- **2022年上半年, 公司共新增风电装机111MW, 进度略低于预期。**截止2022年6月30日, 公司拥有风电权益装机3960.4MW(其中, 2022年上半年新增111MW, 2021年下半年新增714.4MW), 同比增长26.3%; 太阳能权益装机1136.8MW, 比去年同期增长0.9%。水电权益装机则同比减少31.5%达到94.1MW, 主要是由于公司位于广西壮族自治区左江水电站项目与当地合作届满, 水电站已移交当地合作方运营管理。公司还拥有气电权益装机1655.0MW, 生物质权益装机109.5MW, 燃煤权益装机989.8MW, 燃油权益装机507.0MW和热电联产装机63MW, 共计拥有权益装机8515.6MW。
- **2022年上半年, 公司风电和太阳能实现归母净利润1.97亿美元, 同比提升14.4%。**期内, 公司实现风电收入3.650亿美元, 同比提升34.7%; 归母净利润1.699亿美元, 同比提升15.3%, 度电归母净利润达到0.04美元/度, 即0.23元/度。公司实现光伏收入0.718亿美元, 同比提升5.6%; 归母净利润0.271亿美元, 同比提升8.8%, 度电归母净利润达到0.03美元/度, 即0.21元/度。
- **2022年上半年, 公司风电和太阳能实现电价均有小幅提升。**期内, 公司实现风电发电量4800.1GWh, 同比增加26.4%; 风电实现利用小时数1148小时, 同比减少48小时; 风电实现电价0.59元/度, 同比增加11.3%; 公司实现太阳能发电量841.8GWh, 同比增长4.8%; 太阳能实现利用小时数684小时, 同比减少18小时; 太阳能实现电价0.66元/度, 同比增加1.5%。
- **2022年上半年, 公司其他业务板块发电量有一定程度下降。**公司热电联产及燃气项目实现发电量148.6GWh, 同比减少36.6%, 主要由于位于湖北省的一个燃气项目2022年有机组进行检修, 以及位于江苏省的一个热电联产项目由于当地需求下降而减少了发电量; 水电项目实现发电量284.9GWh, 同比减少19.3%; 韩国项目实现发电量3441.6GWh, 同比减少14.9%, 其发电量减少主要是2022年上半年的电网调度负荷减少及有机组进行检修, 令栗村一期电力项目及栗村二期电力项目的发电量下降所致。
- **我们的观点:**我们认为, 受益于经济复苏及中国特色估值体系构建, 2023年优质央企国企港股有望价值重估。中广核集团是“五大四小”中优秀的电力央企集团, 中广核新能源为集团旗下唯一非核清洁能源上市平台, 在“十四五”期间将稳扎稳打稳步发展新能源, 其资产质量具有行业领军优势, 估值水平有望得到进一步提升。

风险提示: 用电量增长不及预期; 新增风电投产不及预期

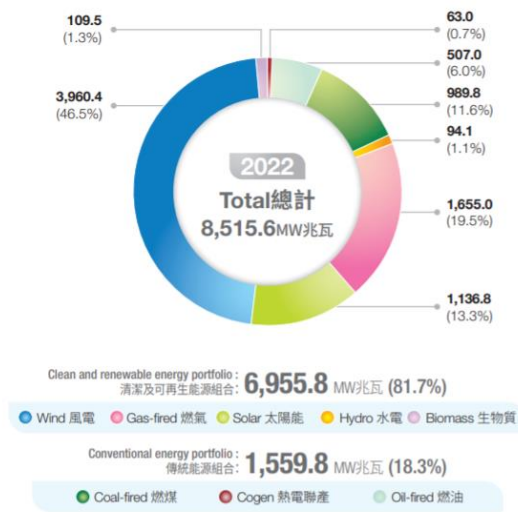
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 报告正文

**2022年上半年，公司业绩符合预期。**2022年上半年，公司实现营业收入11.34亿美元，同比增长35.5%；实现EBITDA 5.03亿美元，同比增长25.4%；实现归母净利润1.78亿美元，同比减少3.8%；实现每股收益4.15美分，同比减少3.9%。如不计追溯重列的影响，则公司收入、归母净利润和每股收益的同比增速将分别达到42.3%、9.6%和9.6%。

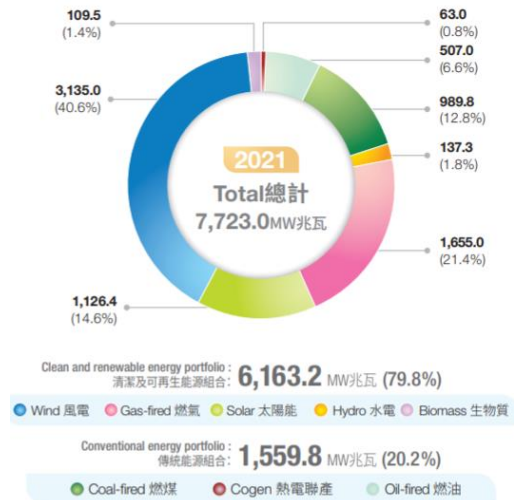
**2022年上半年，公司共新增风电装机111MW，进度略低于预期。**截止2022年6月30日，公司拥有风电权益装机3960.4MW（其中，2022年上半年新增111MW，2021年下半年新增714.4MW），同比增长26.3%；太阳能权益装机1136.8MW，比去年同期增长0.9%。水电权益装机则同比减少31.5%达到94.1MW，主要是由于公司位于广西壮族自治区左江水电项目与当地合作届满，水电站已移交当地合作方运营管理。公司还拥有气电权益装机1655.0MW，生物质权益装机109.5MW，燃煤权益装机989.8MW，燃油权益装机507.0MW和热电联产装机63MW，共计拥有权益装机8515.6MW。

图1、2022年H1公司装机结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2021年H1公司装机结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**2022年上半年，公司风电和太阳能实现归母净利润1.97亿美元，同比提升14.4%。**期内，公司实现风电收入3.650亿美元，同比提升34.7%；归母净利润1.699亿美元，同比提升15.3%，度电归母净利润达到0.04美元/度，即0.23元/度。公司实现光伏收入0.718亿美元，同比提升5.6%；归母净利润0.271亿美元，同比提升8.8%，度电归母净利润达到0.03美元/度，即0.21元/度。

**2022年上半年，公司风电和太阳能实现电价均有小幅提升。**期内，公司实现风电发电量4800.1GWh，同比增加26.4%；风电实现利用小时数1148小时，同比减少48小时；风电实现电价0.59元/度，同比增加11.3%；公司实现太阳能发电量

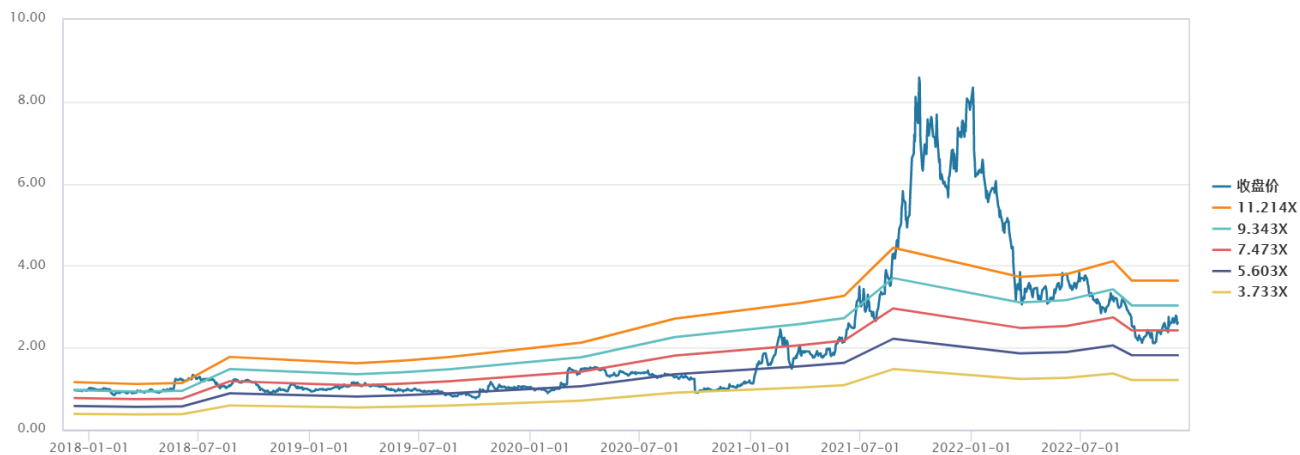
841.8GWh，同比增长 4.8%；太阳能实现利用小时数 684 小时，同比减少 18 小时；太阳能实现电价 0.66 元/度，同比增加 1.5%。

**2022 年上半年，公司其他业务板块发电量有一定程度下降。**公司热电联产及燃气项目实现发电量 148.6GWh，同比减少 36.6%，主要由于位于湖北省的一个燃气项目 2022 年有机组进行检修，以及位于江苏省的一个热电联储项目由于当地需求下降而减少了发电量；水电项目实现发电量 284.9GWh，同比减少 19.3%；韩国项目实现发电量 3441.6GWh，同比减少 14.9%，其发电量减少主要是 2022 年上半年的电网调度负荷减少及有机组进行检修，令栗村一期电力项目及栗村二期电力项目的发电量下降所致。

**我们的观点：**我们认为，受益于经济复苏及中国特色估值体系构建，2023 年优质央企国企港股将有望价值重估。中广核集团是“五大四小”中优秀的电力央企集团，中广核新能源为集团旗下唯一非核清洁能源上市平台，在“十四五”期间将稳扎稳打稳步发展新能源，其资产质量具有行业领军优势，估值水平有望得到进一步提升。

- **风险提示：**用电量增长不及预期；新增风电投产不及预期。

图3、公司历年 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

资产负债表					利润表				
	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A		FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A
单位: 千美元					单位: 千美元				
现金	246,786	384,141	398,850	374,999	收入	1,358,487	1,276,281	1,149,892	1,694,658
应收账款及其他应收款项	474,390	404,250	522,219	867,612	销售成本	1,159,306	1,044,663	862,425	1,274,744
存货	31,474	28,583	24,445	54,209	毛利	199,181	231,618	287,467	419,914
其他流动资产	221,702	178,190	289,441	362,591	其它收入	41,337	23,157	26,318	41,307
<b>流动资产</b>	974,352	995,164	1,234,955	1,659,411	其他经营净收益	-22,141	-24,545	7,046	44
物业厂房及设备	2,676,298	3,491,680	4,747,312	6,195,027	财务费用	-110,158	-122,120	-145,005	-188,216
其他非流动资产	488,418	892,323	994,265	819,220	应占联营公司业绩	16,819	32,807	29,342	-37,551
<b>非流动资产</b>	3,164,716	4,384,003	5,741,577	7,014,247	<b>税前利润</b>	125,038	140,917	205,168	235,498
<b>总资产</b>	4,139,068	5,379,167	6,976,532	8,673,658	所得税	-33,767	-41,564	-37,533	-33,774
应付账款及其它应付款项	386,577	575,470	468,728	744,086	<b>净利润</b>	91,271	99,353	167,635	201,724
短期借款	347,345	576,214	721,579	763,503	少数股东权益	3,060	-11,854	5,548	16,962
其他流动负债	71,591	407,712	849,129	1,297,555	<b>归母净利润</b>	88,211	111,207	162,087	184,762
<b>流动负债</b>	805,513	1,559,396	2,039,436	2,805,144					
长期借款	1,617,600	2,021,683	2,889,265	3,482,388	<b>主要财务比率</b>				
其他非流动负债	761,671	788,641	750,450	950,930	成长性				
<b>非流动负债</b>	2,379,271	2,810,324	3,639,715	4,433,318	营业收入增长率	22.5%	-6.1%	-9.9%	47.4%
<b>总负债</b>	3,184,784	4,369,720	5,679,151	7,238,462	毛利增长率	23.0%	-9.9%	-17.4%	47.8%
<b>股东权益合计</b>	954,284	1,009,447	1,297,381	1,435,196	净利润增长率	19.8%	16.3%	24.1%	46.1%
					归母净利润增长率	42.6%	26.1%	45.8%	14.0%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	14.7%	18.1%	25.0%	24.8%
					归属股东净利率	6.5%	8.7%	14.1%	10.9%
					ROA	9.6%	9.8%	12.9%	14.1%
					ROE	2.2%	1.8%	2.4%	2.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	130.0%	123.1%	122.8%	119.8%
					流动比率	121.0%	63.8%	60.6%	59.2%
					速动比率	3.5%	1.8%	1.2%	1.9%
					<b>运营能力(次)</b>				
					资产周转率	0.34	0.27	0.19	0.22
					存货周转率	35.56	34.79	32.53	32.41
					<b>每股资料</b>				
					EPS-基本(美仙)	2.06	2.59	3.78	4.31
					每股归母净资产(美仙)	20.18	21.68	28.27	30.61
					每股经营性现金流(美仙)	7.19	6.74	5.99	6.66
					每股股利(美仙)	0.52	-	1.59	0.86
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	16.67	13.22	9.07	7.96
					PB	1.70	1.58	1.21	1.12

现金流量表				
	FY2018A	FY2019A	FY2020A	FY2021A
单位: 千美元				
经营活动产生现金流量	308,593	289,376	256,880	285,642
投资活动产生现金流量	-555,002	-1,109,326	-1,268,332	-1,221,640
融资活动产生现金流量	255,926	962,641	1,003,256	906,389
现金净变动	9,517	142,691	-8,196	-29,609
汇率影响	-5,556	-5,336	22,905	5,758
现金的期初余额	242,825	246,786	384,141	398,850
现金的期末余额	246,786	384,141	398,850	374,999

附表 1、新能源与电力行业公司估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)				净利润 (亿元)				PE	PB	股息率 (%)
			2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E	2022E	2022E	近 12 个月
港股上市企业													
00916.HK	龙源电力	681.8	345.1	418.6	465.5	527.8	58.8	74.5	93.3	111.7	10.7	1.0	1.9
00836.HK	华润电力	606.3	678.5	940.8	1000.8	1061.5	67.9	90.9	116.8	137.4	202.9	0.8	1.8
00902.HK	华能国际电力	468.6	1,909.1	2,305.1	2357.5	2408.9	-77.4	33.6	81.7	99.9	-2.8	0.5	-
02380.HK	中国电力	317.3	330.7	424.6	494.3	565.6	18.4	24.4	38.4	52.8	-21.8	0.8	2.0
03868.HK	信义能源	163.6	16.5	24.3	29.4	35.3	9.2	13.8	16.7	19.6	14.6	1.5	7.2
01811.HK	中广核新能源	102.4	89.4	-	-	-	14.2	0.0	-	-	8.1	1.0	2.6
01798.HK	大唐新能源	142.4	112.7	-	-	-	13.9	0.0	-	-	7.6	0.9	1.6
00956.HK	新天绿色能源	119.8	148.9	178.1	217.8	262.5	21.0	23.0	27.7	31.5	5.4	0.6	6.2
00182.HK	协合新能源	55.4	19.9	26.6	36.3	45.1	7.0	9.1	12.1	14.9	6.5	0.7	4.3
01083.HK	港华智慧能源	112.1	125.5	178.3	200.0	-	13.7	14.8	16.6	-	7.5	0.5	4.2
00579.HK	京能清洁能源	132.6	186.1	197.4	226.3	267.2	23.8	28.2	34.0	41.2	4.2	0.4	4.9
<b>平均</b>		<b>263.8</b>	<b>360.2</b>	<b>521.5</b>	<b>558.6</b>	<b>646.7</b>	<b>15.5</b>	<b>28.4</b>	<b>48.6</b>	<b>63.6</b>	<b>22.1</b>	<b>0.8</b>	<b>3.7</b>
A 股上市企业													
001289.SZ	龙源电力	1606.8	345.1	418.6	465.5	527.8	58.8	74.5	93.3	111.7	26.7	2.6	-
600795.SH	国电电力	729.5	1531.6	1894.2	1950.2	2048.8	43.6	61.0	75.2	90.9	173.5	1.7	-
600905.SH	三峡能源	1625.6	143.6	243.8	301.6	364.3	52.3	84.3	102.7	122.3	23.0	2.2	0.4
600011.SH	华能国际	1100.4	1926.2	2347.3	2408.6	2461.7	-46.8	-8.4	91.5	120.3	-6.7	2.3	-
600021.SH	上海电力	276.0	281.6	341.1	380.4	433.7	9.7	10.5	17.5	22.2	-13.7	1.8	-
600642.SH	申能股份	274.1	237.8	274.8	297.3	319.2	32.5	24.5	32.7	38.4	-431.2	0.9	3.5
600023.SH	浙能电力	473.3	652.0	845.2	867.3	874.7	26.9	9.3	24.0	26.5	-16.0	0.7	-
600163.SH	中闽能源	106.4	15.9	19.0	24.5	28.9	7.3	8.5	11.0	12.4	15.4	2.0	-
603693.SH	江苏新能	118.2	17.2	21.8	25.5	33.3	2.3	6.5	8.0	10.6	41.5	2.0	0.6
000875.SZ	吉电股份	171.6	121.6	154.9	176.0	196.7	10.7	8.9	11.7	15.8	31.5	1.5	-
600863.SH	内蒙华电	235.6	172.5	232.2	249.7	260.7	-5.2	24.9	32.4	36.7	14.1	1.7	2.6
000537.SZ	广宇发展	171.6	121.6	154.9	176.0	196.7	10.7	8.9	11.7	15.8	31.5	1.5	-
601985.SH	中国核电	1180.0	614.6	723.2	768.3	827.9	137.3	104.4	114.5	125.4	12.5	1.4	2.4
<b>平均</b>		<b>620.7</b>	<b>475.5</b>	<b>590.1</b>	<b>622.4</b>	<b>659.6</b>	<b>26.2</b>	<b>32.1</b>	<b>48.2</b>	<b>57.6</b>	<b>-7.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院 (按照 2022 年 12 月 9 日收盘价计算)

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与华立大学集团有限公司、旷世控股有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、建发物业发展集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、堃博医疗控股有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、和誉开曼有限责任公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、环龙控股有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、交运燃气有限公司、镇江国有投资控股集团集团有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、珠海华发实业股份有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、淮安市投资控股集团集团有限公司、周口市城建投资发展集团有限公司、丹阳投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、珠海华发集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、中原证券股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、江苏腾海投资控股集团集团有限公司、集友银行有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发（集团）有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、南洋商业银行有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、岳阳市城市建设投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、淮安市交通控股集团集团有限公司、四海国际投资有限公司、无锡恒廷实业有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、太原国有投资集团有限公司、山东高速集团有限公司、Coastal Emerald Limited、新奥能源控股有限公司、新奥天然气股份有限公司、湖州燃气股份有限公司、溧源国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、香港国际（青岛）有限公司、西安市灞桥投资控股集团集团有限公司、山东仙境控股有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、恒源国际发展有限公司、济南高新控股集团集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、江苏句容投资集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、Higher Key Management Limited、镇江交通产业集团有限公司、天津滨海新区建设投资集团有限公司、兆海投资（BVI）有限公司、漳州圆山发展有限公司、山海（香港）国际投资有限公司、连云港港口集团、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、郑州地产集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、润歌互动有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团集团有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、多想云控股有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、长沙先导投资控股集团集团有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、龙口市城乡建设投资发展集团有限公司、XL（BVI）

INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、中国国际金融（国际）有限公司、中国国际金融股份有限公司、上饶投资控股国际有限公司、上饶投资控股集团有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、国晶资本 bvi 有限公司、中国国新控股有限责任公司、国贸控股（香港）投资有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、交银租赁管理香港有限公司、交银金融租赁有限责任公司、台州市黄岩经济开发集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、平度市城市开发集团有限公司有投资银行业务关系。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk