

增持 (首次)

01381.HK 粤丰环保

港股通 (沪)

目标价: 4.90 港元

现价: 4.10 港元

产能爬坡影响运营, 预计 23 年现金流打平

2023 年 5 月 4 日

预期升幅: 19.4%

## 市场数据

日期	20230503
收盘价(港元)	4.10
总股本(亿股)	24
流通股本(亿股)	24
净资产(亿港元)	87
总资产(亿港元)	258
每股净资产(港元)	3.57

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

## 海外原材料研究

分析师: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

## 投资要点

**事件: 粤丰环保披露 2022 年业绩:** 全年营收同比增长 21.4%至 82.5 亿港元; 毛利同比增长; 经营利润同比增长; 归母净利润同比增长 0.8%至 13.3 亿港元。全年每股拟派息 10.9 港仙, 派息比率为 20%。

**点评:** 全年售电及垃圾处置/项目建设服务/环境卫生及其他服务/服务特许经营权的财务收入增速分别为 +16.3%/+24.1%/+35.8%/+49.8%, 占比分别为 42%/53%/3%/2%, 毛利率同比分别 -3.6ppt/+2.1ppt/+12.8ppt/持平至 46.3%/15.2%/34.3%/100%。

——新项目陆续投产, 截至期末, 公司运营中的每日处理能力新增 6650 吨至 4.2 万吨。期内新获取 3 个项目, 已签订产能新增 5750 吨至 5.7 万吨。

——全年垃圾处置量同比增长 26.4%, 垃圾处理费收入同比+23.8%, 售电收入同比+13.2%, 期内爬坡产能较多, 且疫情影响新项目爬坡速度, 营运效率略有影响, 全年吨发电量同比下降 19 度至 375 度, 运营毛利率亦受到影响。

——期内国补发放力度加大, 估计期内收回 2.7 亿港元国补。

——公司积极探索“焚烧+”业务, 上下游轻资产业务稳步发展, 全年环境卫生及其他服务收入全年营收同比+35.8%至 2.3 亿港元, 全年毛利率改善 12.8ppt 至 34.3%。

**财务负担略有增加。**吨管理费用同比下降 5 港元至 41 港元; 吨财务费用同比增长 6 港元至 43 港元, 期末负债率同比提升 1.5ppt 至 65%, 有息债务净增加、外币债务资金成本上升, 推升财务负担略有增加。

全年计提 1.1 亿港元的汇兑损失, 若剔除汇兑损失的影响, 全年净利润同比+13.9%至 14.7 亿港元。

2022 年项目经营现金流同比增加 25.7%至 22.1 亿港元, 资本开支 39 亿港元, 预计 2023 年资本开支降至 13-15 亿港元, 2023 年有望首年实现现金流打平。

**我们的观点:** 环保主业将进入运营转型阶段, 预计 2023 年资本开支节奏放缓, 负债率将步入下降通道, 经营质量将迎来飞跃, 派息率有进一步提高可能。同时, 公司亦持续拓展轻资产为主的“焚烧+”产业布局, 加强产业一体化协同优势, 挖掘第二增长点。我们首次给予公司“增持”评级, 预计公司 23/24/25 年收入分别为 72.3/65.1/61.5 亿港元, 同比分别 -12.3%/10.0%/-5.5%; 归母净利润分别为 15.6/16.0/16.2 亿港元, 同比增速分别为+17.0%/+2.4%/+1.6%, 目标价 4.90 港元。

● **风险提示:** 政府支付能力下降风险、新业务发展不及预期。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	8,247	7,230	6,508	6,153
同比增长	21.4%	-12.3%	-10.0%	-5.5%
归母净利润(百万港元)	1,333	1,560	1,597	1,624
同比增长	0.8%	17.0%	2.4%	1.6%
毛利率	30.7%	36.6%	41.3%	44.2%
ROE	14.8%	15.2%	13.8%	12.6%
每股收益(港元)	0.55	0.64	0.65	0.67
市盈率	7.5	6.4	6.3	6.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**报告正文**

**事件：粤丰环保披露 2022 年业绩：**全年营收同比增长 21.4%至 82.5 亿港元；毛利同比增长 19.9%至 25.3 亿港元；经营利润同比增长 24.9%至 20.6 亿港元；归母净利润同比增长 0.8%至 13.3 亿港元。全年每股拟派息 10.9 港仙，派息比率为 20%。

**单看 H2，**营收同比增长 0.8%至 41.4 亿港元；毛利同比增长 12.4%至 12.8 亿港元；经营利润同比增长 23.5%至 9.7 亿港元；归母净利润同比下降 20.8%至 5.6 亿港元。

**我们点评如下：**

全年营收同比增长 21.4%至 82.5 亿港元，毛利率同比略下滑 0.4ppt 至 30.7%。售电及垃圾处置/项目建设服务/环境卫生及其他服务/服务特许经营权的财务收入增速分别为+16.3%/+24.1%/+35.8%/+49.8%，占比分别为 42%/53%/3%/2%，毛利率同比分别-3.6ppt/+2.1ppt/+12.8ppt/持平至 46.3%/15.2%/34.3%/100%。

**新项目陆续投产，全年垃圾处置量同比增长 26.4%；**但疫情延长新投产项目产能爬坡时间，营运效率略有影响，全年吨发电量同比下降 19 度至 375 度，运营毛利率有所下滑。

——**新项目陆续投产，保持优质项目获取：**期内新投产 4 个项目，上海宝山（3800 t/d）、四川达州一期（1200 t/d）、江苏泰州（850 t/d）、山西临汾一期（800 t/d）4 个项目开始试营运，截至期末，公司营运中的每日处理能力新增 6650 吨至 4.2 万吨。期内新获取河北曲阳（1050 t/d）、广西百色（1200 t/d）、广东惠东（1500 t/d）3 个项目，以及完成收购四川达州佳境全部股权，新获取二期（800 t/d）产能，已签订项目总量达到 38 个，在手产能新增 5750 吨/日至 5.7 万吨/日。

——**新项目投产带动运营收入稳健增长，全年垃圾处置量同比增长 26.4%。**全年售电&垃圾处置费收入同比增长 16.3%至 34.9 亿港元，其中售电收入同比增长 13.2%至 24.0 亿港元，售电价下降 0.03 港元/度至 0.53 港元/度；垃圾处理费收入同比增长 23.8%至 10.9 亿港元，平均吨垃圾处理费基本稳定在 78 港元。

——**营运效率受新投产项目影响有所下滑：**全年吨发电量同比下降 19 度至 375 度，其中广东地区（发电量占比 67%）吨发电量同比下降 24 度至 395 度，厂用电率提高 0.5ppt 至 13.7%，吨上网电量同比下降 19 度至 324 度。

——**期内国补发放力度加大，估计期内收回 2.7 亿港元国补。**

——**公司积极探索收入渠道扩张，**期内亦开始探索蒸汽销售。

**公司重视“焚烧+”产业链延伸布局，上下游轻资产业务稳步发展，全年环境卫生及其他服务收入全年营收同比增长 35.8%至 2.3 亿港元，全年毛利率改善 12.8ppt 至 34.3%。**毛利率改善主要系增加填埋场整治业务的影响。

——**上游与政府合作延拓一体化环卫服务，**加强垃圾收集转运的协同效应，期内在河北省、四川省等地取得多个环卫承包合同，截至期末，公司共营运 18 个环卫一体化项目；

——下游再布局后端废物处理，扩充飞灰填埋、炉渣处理规模，并加大填埋场综合整治签约力度，期内在广东省、贵州省取得填埋场整治项目，截至期末，公司已签约 5 个填埋场修复项目。

——此外，公司亦积极拓展综合智慧城市管理业务，2022 年智慧停车业务服务停车位增加 3.1 万至超过 4.5 万个车位，覆盖范围包括广东省、河北省及安徽省。

图 1、“焚烧+”产业链布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**财务负担略有增加。**吨管理费用同比下降 5 港元至 41 港元。吨财务费用同比增长 6 港元至 43 港元，期末负债率同比提升 1.5ppt 至 65%，有息债务净增加、外币债务资金成本上升，推升财务负担略有增加。

全年计提 1.1 亿港元的汇兑损失，若剔除汇兑损失的影响，全年净利润同比增长 13.9%至 14.7 亿港元。

**2022 年项目经营现金流同比增加 25.7%至 22.1 亿港元，资本开支 39 亿港元，预计 2023 年资本开支降至 13-15 亿港元，2023 年有望首年实现现金流打平。**

### 我们的观点：

环保主业将进入运营转型阶段，预计 2023 年资本开支节奏放缓，负债率将步入下降通道，经营质量将迎来飞跃，派息率有进一步提高可能。同时，公司亦持续拓展轻资产为主的“焚烧+”产业布局，加强产业一体化协同优势，挖掘第二增长点。我们首次给予公司“增持”评级，预计公司 23/24/25 年收入分别为 72.3/65.1/61.5 亿港元，同比分别-12.3%/10.0%/-5.5%；归母净利润分别为 15.6/16.0/16.2 亿港元，同比增速分别为+17.0%/+2.4%/+1.6%，目标价 4.90 港元。

**风险提示：政府支付能力下降风险、新业务发展不及预期**

资产负债表		单位:百万港元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>4,479</b>	<b>3,686</b>	<b>3,652</b>	<b>3,819</b>	
现金及现金等价物	1,832	984	1,155	1,421	
应收账款及应收票据	1,316	1,315	1,302	1,231	
预付款及其他应收款	877	877	639	574	
服务特许经营安排之应收款	267	325	369	406	
其他	186	186	186	186	
<b>非流动资产</b>	<b>21,341</b>	<b>23,600</b>	<b>24,671</b>	<b>25,193</b>	
无形资产	14,570	15,933	16,390	16,303	
物业厂房设备	1,159	1,159	1,159	1,159	
长期按金及预付款项	432	432	315	283	
服务特许经营安排之应收款	3,243	3,948	4,490	4,941	
于联营及合营公司投资	1,462	1,652	1,842	2,032	
其他	908	908	791	759	
<b>资产总计</b>	<b>25,820</b>	<b>27,286</b>	<b>28,323</b>	<b>29,012</b>	
<b>流动负债</b>	<b>3,836</b>	<b>3,699</b>	<b>3,351</b>	<b>3,102</b>	
短期借款	1,744	1,630	1,614	1,533	
应付款项	2,015	1,992	1,660	1,492	
其他	78	78	78	78	
<b>非流动负债</b>	<b>12,980</b>	<b>13,306</b>	<b>13,387</b>	<b>12,999</b>	
长期借款	11,839	11,952	11,833	11,241	
其他	1,142	1,353	1,554	1,758	
<b>负债总计</b>	<b>16,816</b>	<b>17,005</b>	<b>16,738</b>	<b>16,101</b>	
归母权益	8,703	9,953	11,231	12,530	
少数股东权益	301	328	354	381	
<b>股东权益合计</b>	<b>9,004</b>	<b>10,281</b>	<b>11,585</b>	<b>12,911</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>25,820</b>	<b>27,286</b>	<b>28,323</b>	<b>29,012</b>	

现金流量表		单位:百万港元			
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E	
除税前利润	1,647	1,889	1,911	1,942	
折旧和摊销	825	881	950	992	
营运资金的变动	1,372	-21	35	-0	
<b>经营活动现金流</b>	<b>-248</b>	<b>233</b>	<b>1,395</b>	<b>2,012</b>	
投资活动现金流	-298	-137	-137	-137	
融资活动现金流	809	-945	-1,087	-1,610	
现金净变动	263	-849	172	266	
现金的期末余额	1,810	961	1,133	1,399	

利润表		单位:百万港元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业收入</b>	<b>8,247</b>	<b>7,230</b>	<b>6,508</b>	<b>6,153</b>	
营业成本	-5,718	-4,581	-3,817	-3,431	
<b>毛利</b>	<b>2,529</b>	<b>2,649</b>	<b>2,691</b>	<b>2,722</b>	
管理费用	-580	-615	-651	-677	
其他收入	108	285	298	305	
<b>经营溢利</b>	<b>2,057</b>	<b>2,319</b>	<b>2,338</b>	<b>2,350</b>	
财务费用	-600	-620	-617	-598	
<b>税前利润</b>	<b>1,647</b>	<b>1,889</b>	<b>1,911</b>	<b>1,942</b>	
所得税	-287	-302	-287	-291	
<b>净利润</b>	<b>1,359</b>	<b>1,587</b>	<b>1,624</b>	<b>1,650</b>	
<b>归母净利润</b>	<b>1,333</b>	<b>1,560</b>	<b>1,597</b>	<b>1,624</b>	

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	21.4%	-12.3%	-10.0%	-5.5%	
毛利增长率	19.9%	4.7%	1.6%	1.2%	
归母净利润增长率	0.8%	17.0%	2.4%	1.6%	
<b>盈利能力</b>					
毛利率	30.7%	36.6%	41.3%	44.2%	
净利率	16.5%	21.9%	25.0%	26.8%	
ROE	14.8%	15.2%	13.8%	12.6%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.1%	62.3%	59.1%	55.5%	
流动比率	1.17	1.00	1.09	1.23	
<b>营运能力(次)</b>					
资产周转率	0.33	0.27	0.23	0.21	
<b>每股资料(港元)</b>					
每股收益	0.55	0.64	0.65	0.67	
每股净资产	3.58	4.08	4.60	5.14	
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	7.47	6.41	6.26	6.16	
PB	1.14	1.00	0.89	0.80	



## 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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.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JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市城市建设投资开发集团有限责任公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、高邮市建设投资发展集团有限公司、Gaoyou Construction Investment Development (BVI) Co.,Ltd、南洋商业银行有限公司、平安国际融资租赁有限公司、上海银行杭州分行、湖州南浔振浔污水处理有限公司、杭州银行绍兴分行、新昌县交通投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、北京银行股份有限公司杭州分行、台州市黄岩经济开发集团有限公司、湖州吴兴交通旅游投资发展集团有限公司、江苏银行扬州分行、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、温州名城建设投资集团有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、民生银行、南京银行南通分行、如皋市经济贸易开发有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、四川港荣投资发展集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限责任公司、香港一联科技有限公司、交银金融租赁有限责任公司、交银租赁管理香港有限公司、平度市城市开发集团有限公司、德阳发展控股集团有限责任公司、泰兴市中兴国有资产经营投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、东台市国有资产经营集团有限公司、厦门国贸控股集团有限责任公司、国贸控股（香港）投资有限公司、澳门国际银行股份有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、上饶投资控股集团国际有限公司、中国国际金融股份有限公司、中国国际金融（国际）有限公司、CICC Hong Kong Finance 2016 MTN Limited、嵊州市交通投资发展集团有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、Zhejiang Kunpeng (BVI) Company Limited、杭州上城区国有资本运营集团有限公司、多想云控股有限公司、长沙先导投资控股集团国际有限公司、XL (BVI) INTERNATIONAL DEVELOPMENT LIMITED、龙口市城乡建设投资发展有限公司、集友银行有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团国际有限公司、政金金融国际（BVI）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团国际有限公司、江苏中关村控股集团（国际）有限公司、济南历城控股集团国际有限公司、历城国际发展有限公司、郑州地产集团有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、香港象屿投资有限公司、厦门象屿集团有限公司、江苏腾海投资控股集团国际有限公司、连云港港口集团、山海（香港）国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、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、镇江交通产业集团有限公司、晋城市国有资本投资运营有限公司、镇江文化旅游产业集团有限责任公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、郑州城建集团投资集团有限公司、常德市城市建设投资集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、江苏腾海投资控股集团国际有限公司、江苏句容投资集团有限公司、淮安市交通控股集团国际有限公司、邵东市城市发展集团有限公司、济南高新控股集团国际有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、恒源国际发展有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、Shandong Wonderland Holding Limited、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、广州开发区投资集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、建发国际集团、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、西安市灞桥投资控股集团国际有限公司、香港国际（青岛）有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、成都经开产业投资集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、临沂城市发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、商丘市发展投资集团有限公

司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、China Great Wall International Holdings VI Limited、泰兴市襟江投资有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、珠海华发集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、兴业银行、兴业银行股份有限公司香港分行、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国景大教育集团控股有限公司、建发物业发展集团有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、尚晋国际控股有限公司、旷世控股有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营(集团)有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、泰州医药城控股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

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 北京

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：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

#### 香港(兴证国际)

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
传真：(852) 35095929  
邮箱：ir@xyzq.com.hk