

新集能源 (601918.SH)

“十四五”发展目标明确，中长期煤电一体化优势持续强化

核心观点：

- **Q3 扣非业绩环比增长 17%，近三年来盈利能力显著提升且稳健性增强。**公司是中煤集团旗下煤炭+电力综合能源供应商，根据 2023 年年报，煤炭和电力业务分别实现净利润 17.4 亿元和 6.7 亿元，占比分别为 72% 和 28%。由于煤炭业务长协比例高和价格中枢提升，电力业务装机规模逐步增长，公司煤电一体化、地处安徽地区电力需求增速高的区位优势显现，盈利能力明显提升。根据公司三季报，24 年前三季度实现归母净利润为 18.2 亿元，同比-5.0%。其中 Q3 扣非归母净利润为 6.5 亿元，同比+6.4%，环比+16.8%。
- **煤炭业务：长协销售为主，成本控制较好，中长期关注杨村矿核准进展。**根据公司 2024 年中报，截至 2024 年 6 月末，公司共有 5 对生产矿井，合计产能 2350 万吨/年。此外，杨村矿（500 万吨/年）的建设核准仍在进行中。公司地处淮南矿区，煤炭资源储量丰富，煤矿剩余可采年限普遍至少在 40 年以上。公司煤炭销售以长协为主，近三年来售价平稳，吨煤成本在 330-350 元/吨之间波动，成本控制能力强。
- **电力业务：目前在运行参控股火电装机达 4.6GW，我们预计未来 2 年装机规模有望倍增。**根据 2024 年中报及利辛电厂二期相关公告，截至三季度末，利辛电厂二期机组投产后，公司控股在运行发电机组达到 3.34GW，同时参股宣城电厂装机 1.29GW。未来 2 年，我们预计上饶电厂、滁州电厂和六安电厂有望逐步建成投产，公司装机规模有望倍增，煤电一体化优势将更加突出。
- **盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年公司 EPS 分别为 0.87、0.95 和 1.00 元/股。结合可比公司估值，给予公司 25 年 11 倍 PE，对应 A 股合理价值 10.50 元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示。**下游需求表现可能低预期，公司杨村煤矿核准进度可能较慢，未来 2 年融资规模及财务费用较高等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12003	12845	12938	13505	15392
增长率（%）	-3.9%	7.0%	0.7%	4.4%	14.0%
EBITDA（百万元）	5009	5110	5741	6493	7748
归母净利润（百万元）	2077	2109	2241	2473	2601
增长率（%）	-22.0%	1.6%	6.3%	10.3%	5.2%
EPS（元/股）	0.80	0.81	0.87	0.95	1.00
市盈率（P/E）	5.22	6.47	9.73	8.82	8.39
ROE（%）	18.1%	15.6%	13.4%	13.2%	12.4%
EV/EBITDA	4.53	5.08	6.56	6.53	6.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

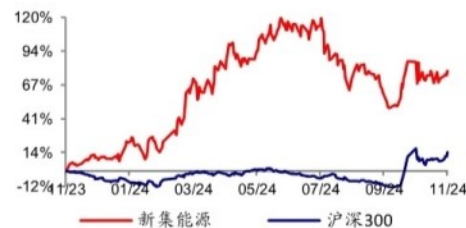
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	8.42 元
合理价值	10.50 元
报告日期	2024-11-08

相对市场表现



分析师：沈涛



SAC 执证号：S0260523030001

SFC CE No. AUS961



010-59136686



shentao@gf.com.cn

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：

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、Q3 扣非业绩环比增长 17%，近三年来盈利能力显著提升且稳健性增强	3
二、煤炭业务：长协销售为主，成本控制较好，中长期关注杨村矿核准进展	4
三、电力业务：目前在运行参控股火电装机达 4.6GW，我们预计未来 2 年装机规模有望 倍增	5
四、行业展望：煤+电产业链盈利能力维持稳健	6
五、盈利预测和投资建议	7
（一）核心盈利预测假设	7
（二）可比公司估值分析	8
六、风险提示	9

一、Q3 扣非业绩环比增长 17%，近三年来盈利能力显著提升且稳健性增强

公司发布三季报，前三季度实现归母净利润为18.2亿元，同比-5.0%；扣非归母净利润17.9亿元，同比-5.8%。其中Q3实现归母净利润为6.5亿元，同比+5.9%，环比+12.2%；扣非归母净利润为6.5亿元，同比+6.4%，环比+16.8%。

从2021年以来的历史数据来看，由于煤炭业务长协比例高和价格中枢提升，电力业务装机规模逐步增长，公司煤电一体化优势、地处安徽地区近消费市场的区位优势显现，公司盈利能力明显提升，且业绩稳健性正在增强。

表1：公司主要年度财务数据一览

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	19-23 年 复合增速	2023Q1-3	2024Q1-3	24Q1-3 同比
营业收入(亿元)	92.2	83.5	124.9	120.0	128.4	8.6%	96.9	91.9	-5.2%
利润总额(亿元)	16.1	16.5	32.9	32.4	34.4	20.9%	28.6	27.4	-4.1%
归母净利润(亿元)	5.8	8.5	24.3	20.6	21.1	38.3%	19.2	18.2	-5.0%
扣非归母净利润(亿元)	-2.9	5.4	24.0	20.7	20.5	-	19.0	17.9	-5.8%
经营性现金流量净额(亿元)	34.3	20.3	44.6	30.1	38.0	2.5%	33.7	25.4	-24.5%
毛利率(%)	40.2%	37.1%	43.0%	42.4%	39.7%		40.5%	41.9%	1.4%
ROE(%)	10.1%	13.0%	29.8%	19.8%	16.9%		15.5%	12.8%	-2.7%
资产负债率(%)	75.6%	72.9%	68.0%	63.2%	59.2%		58.4%	60.4%	2.1%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表2：公司主要季度财务数据一览

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q3 同比	24Q3 环比
营业收入(亿元)	29.0	33.6	34.3	31.5	30.6	29.3	32.0	-6.6%	9.5%
利润总额(亿元)	8.1	10.1	10.4	5.8	9.1	8.5	9.8	-5.6%	15.1%
归母净利润(亿元)	5.9	7.1	6.1	1.9	6.0	5.8	6.5	5.9%	12.2%
扣非归母净利润(亿元)	5.8	7.0	6.1	1.6	5.8	5.6	6.5	6.4%	16.8%
经营性现金流量净额(亿元)	7.0	12.6	14.1	4.3	9.8	7.8	7.9	-44.2%	1.5%
毛利率(%)	40.0%	40.0%	41.4%	37.1%	42.0%	41.5%	42.4%	1.0%	0.9%
ROE(%)	5.0%	5.7%	4.7%	1.4%	4.3%	4.0%	4.4%	-0.3%	0.4%
资产负债率(%)	61.4%	59.5%	58.4%	59.2%	59.3%	60.0%	60.4%	2.1%	0.4%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、煤炭业务：长协销售为主，成本控制较好，中长期关注杨村矿核准进展

公司主要经营以煤炭开采、煤炭洗选和火力发电为主的能源项目，对外销售煤炭和电力。根据公司2023年年报，煤炭和电力业务分别实现净利润17.4亿元和6.7亿元，占比分别为72%和28%。

根据公司2024年中报，截至2024年6月末，公司共有5对生产矿井。生产矿井核定生产能力分别为：新集一矿（180万吨/年），新集二矿（270万吨/年），刘庄煤矿（1100万吨/年），口孜东矿（500万吨/年），板集煤矿（300万吨/年），生产矿井合计产能2350万吨/年。此外，杨村矿（500万吨/年）的建设核准仍在进行中。公司地处淮南矿区，煤炭资源储量丰富，煤矿剩余可采年限普遍至少在40年以上。

根据公司近几年年报和经营数据公告，公司近三年原煤产量在2000-2300万吨之间波动，商品煤产出率提升至90%左右。24年前三季度，公司原煤产量1558万吨，同比-6.2%；商品煤产量1388万吨，同比-6.7%，主要由于今年安徽省内煤矿事故影响，安全监管形势严峻。Q3利辛二期电厂2台机组先后投产，公司对内销售煤炭量增多，前三季度整理外销煤炭量同比降幅大于商品煤产量。

价格方面，公司煤炭销售以长协为主，近三年来售价平稳，煤炭热值变化是影响煤价的重要因素。今年前三季度，在市场煤和长协煤价格中枢均有下降的背景下，公司吨煤收入同比增长3.1%，主要受益于今年开采煤层煤炭热值提升。

成本方面，近几年公司吨煤成本在330-350元/吨之间波动，季度之间成本变化有工程结算、相关人工绩效计提周期等因素影响。今年前三季度公司吨煤成本341元/吨，同比增长2.1%，较2023年平均成本仍略有下降，由于去年高基数影响，预计今年Q4成本压力减小。

表3：公司煤炭业务经营业绩概况

		2021A	2022A	2023A	23Q1-3	24Q1-3	24Q1-3 同比
原煤产量	万吨	2011	2224	2140	1660	1558	-6.2%
商品煤产量	万吨	1696	1842	1937	1489	1388	-6.7%
商品煤销量	万吨	1690	1811	1969	1523	1379	-9.5%
其中：对外销量	万吨	1363	1340	1501	1194	997	-16.5%
煤炭主营销售收入	亿元	105	100	109	83	77	-6.7%
其中：对外销售收入	亿元	85	73	83	65	56	-13.8%
煤炭主营销售成本	亿元	56	61	69	51	47	-7.6%
煤炭销售毛利	亿元	49	39	39	32	30	-5.2%
吨煤收入	元/吨	623	550	551	545	562	3.1%
其中：对外吨煤收入	元/吨	627	547	552	543	561	3.2%
吨煤成本	元/吨	334	334	351	334	341	2.1%
吨煤毛利	元/吨	289	216	200	211	221	4.8%

数据来源：公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

三、电力业务：目前在运行参控股火电装机达 4.6GW，我们预计未来 2 年装机规模有望倍增

根据公司2024年中报，公司控股煤电装机规模798万千瓦，包括在运利辛电厂一期（2*1000MW），在建利辛电厂二期（2*660MW）、上饶电厂（2*1000MW）、滁州电厂（2*660MW）、六安电厂（2*660MW），拥有新集一矿、二矿两个低热值煤电厂（24MW）。公司参股宣城电厂（1*660MW,1*630MW）。根据公司10月10日公告，利辛电厂二期两台机组分别于2024年8月31日，2024年9月30日完成168小时满负荷试运行，转入商业化运营。

根据公司经营数据公告，公司前三季度实现发电量86亿千瓦时，同比+16.1%；售电量81亿千瓦时，同比+16.2%；平均上网电价0.41元/千瓦时，同比-0.9%。发电量同比增速较高主要受益于安徽省内电力需求快速增长，同时利辛电厂二期机组投产后，公司控股在运行发电机组增长至3.34GW。未来2年，我们预计上饶电厂、滁州电厂和六安电厂有望逐步建成投产，公司煤电一体化优势有望更加突出。

表4：公司电力业务经营业绩概况

		2021A	2022A	2023A	23Q1-3	24Q1-3	24Q1-3 同比
发电量	亿千瓦时	105	108	105	74	86	16.1%
上网电量	亿千瓦时	99	102	99	70	81	16.2%
平均上网电价（不含税）	元/千瓦时	0.34	0.41	0.41	0.41	0.41	-0.9%
电力收入	亿元	34	42	41			
电力成本	亿元	32	32	31			
度电收入	元/千瓦时	0.34	0.41	0.41			
度电成本	元/千瓦时	0.32	0.32	0.32			
度电毛利	元/千瓦时	0.02	0.09	0.09			

数据来源：公司财报、公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

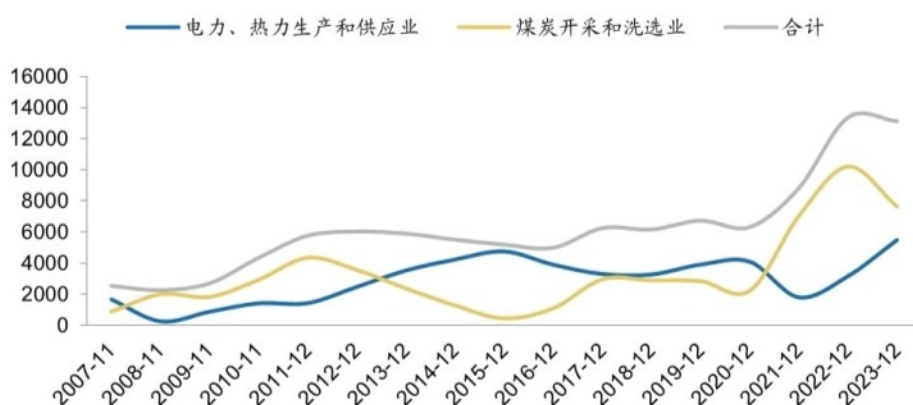
四、行业展望：煤+电产业链盈利能力维持稳健

过去十二年看，由于煤炭和火电是产业链的上下游，利润往往呈现负相关的关系，尤其在煤价波动加大的阶段，利润波动较为明显。但22年以来由于国内煤炭长协比例提升，煤炭和火电利润波动有所减弱，同时部分公司布局煤炭+电力一体化业务，盈利稳定性进一步增强。

根据国家统计局数据，22年煤炭开采和电力热力生产和供应业，利润总额分别为10202亿元和3154亿元，23年电力业务盈利进一步增长至5488亿元，而煤炭利润回落至7429亿元，其中利润变化的主要原因是：（1）国际能源矛盾缓解，煤价下行；（2）煤炭长协比例提升；（3）火电增速较快；（4）煤电上浮20%的价格政策。

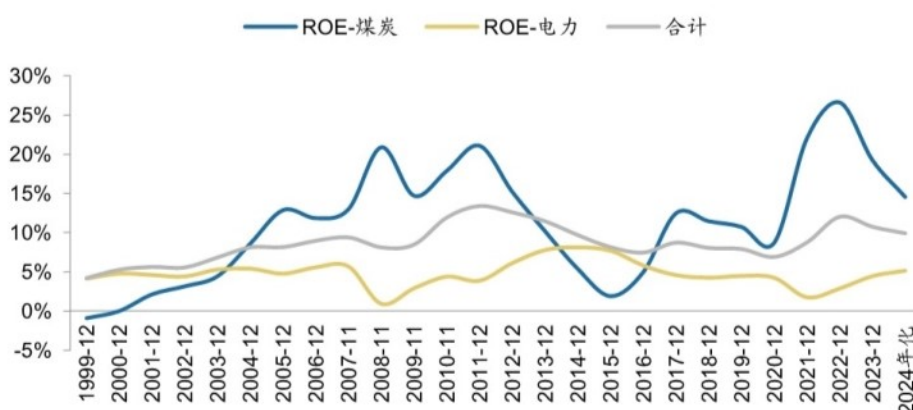
虽然煤炭和电力行业利润分别受到成本和价格的影响盈利有一定波动，但煤炭电力产业链合计利润总体稳中上行。尤其是从ROE角度看，煤炭和电力合计ROE过去二十年均处于8-13%的水平，盈利稳健性较强。

图 1：电力和煤炭行业利润总额及合计利润总额（单位：亿元）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 2：煤炭、电力ROE(TTM)测算



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

（一）核心盈利预测假设

1. 今年受煤矿事故及安徽省内安监力度加大影响，公司前三季度煤炭产量小幅下滑，4季度及明年有望逐步恢复正常。由于杨村煤矿还在核准过程中，除杨村煤矿外，公司未来2年产量增长主要来自既有生产煤矿产能利用率提升，预计2024-2026年公司原煤产量同比分别下降3.5%、增长3.0%和3.0%。
2. 公司煤炭销售以长协为主，今年受煤层热值提升影响售价也有上涨，预计随着热值趋于平稳，公司2025-2026年煤价也有望维持平稳，公司成本管控能力较强，预计2024年吨煤成本小幅下降，2025-2026年变化不大。
3. 公司电力业务在建装机规模较大，2024-2025年发售电量增长主要来自利辛电厂二期，2026年发售电量增长主要来自其他电厂建成投产，上网电价2024年小幅下降后，2025-2026年维持平稳。

表5：新集能源经营业务预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入							
煤炭	7,126	11,070	10,455	11,435	11,150	11,484	11,829
电力	3,050	3,409	4,183	4,060	4,835	6,769	10,636
内部抵销	-1,821	-1,990	-2,635	-2,650	-3,047	-4,748	-7,073
总计	8,355	12,489	12,003	12,845	12,938	13,505	15,392
营业成本							
煤炭	4,854	6,668	6,415	7,361	6,922	7,130	7,344
电力	2,338	3,163	3,234	3,039	3,655	5,117	8,042
内部抵销	-1,934	-2,717	-2,737	-2,650	-3,047	-4,748	-7,073
总计	5,257	7,113	6,913	7,750	7,531	7,499	8,313
毛利							
煤炭	2,272	4,402	4,040	4,073	4,228	4,354	4,485
电力	712	246	949	1,021	1,179	1,651	2,595
总计	3,098	5,375	5,090	5,095	5,407	6,006	7,080

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）可比公司估值分析

公司是中煤集团旗下煤炭+电力综合能源供应商，地处安徽淮南矿区，煤炭资源储备丰富，近三年来盈利稳健性提升，中长期煤炭增量来自生产矿井产能利用率提升以及杨村煤矿。此外，根据公司2024年中报及利辛电厂二期相关公告，公司近年来电力业务规模逐步提升，目前在运行参控股火电装机合计达4.6GW。未来2年，上饶电厂、滁州电厂和六安电厂有望逐步建成投产，公司装机规模有望倍增，煤电一体化优势将更加突出。

根据公司“十四五”发展规划（中期调整）纲要，到2025年，建成多能互补、绿色低碳、智慧高效、治理现代的能源示范企业。

（1）经济效益稳步增长。企业规模保持合理增长，资产规模达550亿元，年营收达150亿元，年利润超40亿元。质量效益显著提升，资产负债率控制在65%以内。

（2）产业结构更加优化。“煤炭-煤电-新能源”产业发展格局初步建成。煤炭产业：生产矿井全部实现安全高效稳产，煤炭产能保持2350万吨/年；煤电产业：煤电控股装机达798.4万千瓦；新能源产业：新能源装机规模达103万千瓦。

我们选取中国神华、陕西能源、苏能股份作为可比公司，以上公司均为煤电一体化的典型代表，与公司业务模式一致。其中中国神华是煤电一体化行业龙头，陕西能源、苏能股份在煤炭和电力规模上与公司接近。

预计24-26年公司EPS分别为0.87、0.95和1.00元/股。结合可比公司估值，给予公司25年11倍PE，对应A股合理价值10.50元/股，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表6：新集能源可比公司估值分析

证券代码	证券简称	最新股价	EPS（元/股）			P/E			P/B（LF）
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
601088.SH	中国神华	40.81	3.04	3.11	3.18	13.4	13.1	12.8	2.0
001286.SZ	陕西能源	9.99	0.80	0.89	1.01	12.5	11.2	9.9	1.5
600925.SH	苏能股份	5.57	0.32	0.35	0.39	17.3	15.8	14.0	2.4
可比公司平均						14.4	13.4	12.3	2.0
601918.SH	新集能源	8.42	0.87	0.95	1.00	9.7	8.8	8.4	1.5

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（新集能源2024-2026年以来预测来自广发证券，可比公司盈利预测取自Wind一致预期，最新股价为11月7日收盘价）

六、风险提示

1. 下游需求表现可能低预期，煤价超预期下跌。
2. 由于目前煤矿审批程序复杂，公司杨村煤矿核准进度可能较慢。
3. 公司电力在建项目投资规模较大，未来2年融资规模及财务费用较高。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,317	3,137	3,819	4,506	4,508
货币资金	1,406	1,635	2,308	2,769	2,657
应收及预付	1,209	887	768	973	1,003
存货	344	298	267	296	328
其他流动资产	359	317	477	468	520
非流动资产	30,418	33,157	40,482	47,461	56,584
长期股权投资	668	762	842	922	1,002
固定资产	21,624	21,880	24,340	27,119	31,557
在建工程	632	2,212	4,712	8,712	13,212
无形资产	1,758	1,920	2,076	2,230	2,380
其他长期资产	5,735	6,383	8,511	8,479	8,433
资产总计	33,735	36,295	44,301	51,967	61,092
流动负债	10,896	10,051	9,267	9,408	10,504
短期借款	1,481	1,551	1,951	2,151	2,351
应付及预收	2,541	2,294	2,351	2,274	2,853
其他流动负债	6,874	6,207	4,965	4,982	5,300
非流动负债	10,400	11,418	16,600	21,590	26,580
长期借款	7,826	8,961	13,961	18,961	23,961
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,574	2,457	2,639	2,629	2,619
负债合计	21,296	21,470	25,868	30,998	37,084
股本	2,591	2,591	2,591	2,591	2,591
资本公积	2,155	2,171	2,171	2,171	2,171
留存收益	5,994	7,818	10,905	12,969	15,142
归属母公司股东权益	11,497	13,519	16,732	18,797	20,969
少数股东权益	942	1,306	1,701	2,172	3,039
负债和股东权益	33,735	36,295	44,301	51,967	61,092

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12003	12845	12938	13505	15392
营业成本	6913	7750	7531	7499	8313
营业税金及附加	419	421	451	471	536
销售费用	59	58	59	61	70
管理费用	790	779	784	819	933
研发费用	0	8	8	8	10
财务费用	644	539	541	644	796
资产减值损失	-13	-24	-20	-18	-15
公允价值变动收益	1	5	0	0	0
投资净收益	75	93	93	97	111
营业利润	3246	3389	3699	4133	4874
营业外收支	-8	48	15	13	10
利润总额	3238	3438	3714	4146	4884
所得税	890	1033	1077	1202	1416
净利润	2348	2405	2637	2944	3467
少数股东损益	271	296	396	471	867
归属母公司净利润	2077	2109	2241	2473	2601
EBITDA	5009	5110	5741	6493	7748
EPS (元)	0.80	0.81	0.87	0.95	1.00

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,007	3,796	4,566	4,968	7,072
净利润	2,348	2,405	2,637	2,944	3,467
折旧摊销	1,198	1,287	1,675	1,875	2,234
营运资金变动	-1,130	-352	-13	-286	783
其它	591	455	267	435	588
投资活动现金流	-2,076	-3,039	-8,865	-8,722	-11,221
资本支出	-2,081	-3,006	-6,735	-8,737	-11,240
投资变动	0	-27	-87	-32	-42
其他	5	-5	-2,043	47	61
筹资活动现金流	-1,267	-575	3,737	4,215	4,038
银行借款	-824	1,206	5,400	5,200	5,200
股权融资	77	70	0	0	0
其他	-521	-1,852	-1,663	-985	-1,162
现金净增加额	-337	182	-561	461	-111
期初现金余额	1,624	1,287	1,469	908	1,369
期末现金余额	1,287	1,469	908	1,369	1,257

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-3.9%	7.0%	0.7%	4.4%	14.0%
营业利润	-8.5%	4.4%	9.1%	11.7%	17.9%
归母净利润	-22.0%	1.6%	6.3%	10.3%	5.2%
获利能力					
毛利率	42.4%	39.7%	41.8%	44.5%	46.0%
净利率	19.6%	18.7%	20.4%	21.8%	22.5%
ROE	18.1%	15.6%	13.4%	13.2%	12.4%
ROIC	10.8%	9.3%	7.9%	7.4%	7.5%
偿债能力					
资产负债率	63.1%	59.2%	58.4%	59.6%	60.7%
净负债比率	171.2%	144.8%	140.3%	147.8%	154.5%
流动比率	0.30	0.31	0.41	0.48	0.43
速动比率	0.25	0.27	0.35	0.41	0.37
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.35	0.29	0.26	0.25
应收账款周转率	10.26	14.96	17.91	14.55	16.15
存货周转率	34.93	43.07	48.53	45.65	46.99
每股指标 (元)					
每股收益	0.80	0.81	0.87	0.95	1.00
每股经营现金流	1.16	1.47	1.76	1.92	2.73
每股净资产	4.44	5.22	6.46	7.26	8.09
估值比率					
P/E	5.22	6.47	9.73	8.82	8.39
P/B	0.94	1.01	1.30	1.16	1.04
EV/EBITDA	4.53	5.08	6.56	6.53	6.16

广发煤炭开采行业研究小组

沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
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。
张 云 瀚：高级研究员，美国哥伦比亚大学硕士。

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 47 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	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 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。