

2025 年 01 月 08 日

物产环能 (603071.SH)

投资评级：增持（首次）

——传统能源换挡升级 新能源激发新活力

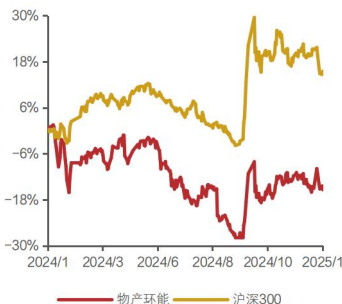
证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超
doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 01 月 07 日

收盘价 (元)	12.31
一年内最高/最低 (元)	15.60/10.35
总市值 (百万元)	6,868.42
流通市值 (百万元)	6,868.42
总股本 (百万股)	557.95
资产负债率 (%)	51.42
每股净资产 (元/股)	9.52

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 浙江省属国企，煤炭流通与热电联产双主业驱动发展，逐步布局新能源。2021 年，公司从物产中大分拆并在 A 股上市，上市时控股股东承诺确保公司“作为物产中大下属唯一能源环保综合利用服务业务平台”。截至 2024 年 9 月底，公司控股股东物产中大直接或间接持有公司 56.56% 股份，实控人为浙江省国资委。公司主营煤炭流通与热电联产，2021 年起投资布局新型储能、分布式能源、绿色物流等新能源业务。
- 煤炭流通业绩短期承压，热电联产相对稳定。2023 年公司实现营收 443 亿元，同比下降 19.7%；实现毛利总额 23.07 亿元，同比下降 6.7%，其中煤炭流通、热电联产、新能源毛利分别占毛利总额的 65.9%、32.69%、0.3%。2024 年前三季度公司实现归母净利润 5.33 亿元，同比下降 35.72%，主因煤炭流通板块利润下滑所致。
- 煤炭流通：客户基本盘稳固，静待煤价企稳。公司是煤炭流通行业最大的参与者之一。2022 年 7 月，公司被国家发改委列入第一批 7 家电煤重点保供贸易企业名单。历经 70 余年发展，公司已成为行业最大的参与者之一，上市以来公司煤炭销售规模始终维持在 5000 万吨以上。就盈利指标而言，以母公司净利润率近似作为煤炭流通业务净利润率，在相对稳定的净利润率下，若后续煤价回升，公司煤炭流通业绩表现有望企稳。
- 热电联产：多元业务协同发展，价值挖潜仍有空间。公司旗下共计 6 家热电子公司，总装机 407MW，主要布局于浙江省内工业园区，年供热能力约 2000 万吨/年，当前产能利用率小于 50%，仍有价值挖潜空间。政策规定下蒸汽热电联产具备一定区域壁垒，随着公司进一步拓展用热客户、通过固废处置等方式推动能源综合利用，公司热电板块效益有望进一步提升。
- 新能源：新型储能、分布式能源、绿色物流等三条主线齐头并进，有望成为重要增长点。新型电力系统为新能源相关产品及技术服务提供广阔空间。自 2022 年逐步搭建新能源业务体系后，2024H1 公司新能源业务实现营收 0.21 亿元，同比增长 398%，有望成为重要增长点。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.82/9.12/9.42 亿元，同比增速分别为 -26.13%/16.56%/3.29%，当前股价对应的 PE 分别为 9/8/7 倍。选取具有煤炭贸易或电力业务的永泰能源、山煤国际、厦门国贸等作为可比公司，其 2024 年平均 PE 约 12 倍。公司热电联产项目可贡献较稳定的业绩及现金流入；作为煤炭流通行业最大参与者之一，客户基础盘稳固，若后续煤价回升，煤炭流通业务业绩表现有望企稳。当前公司正布局储能、光伏等业务，新能源业务有望为公司中长期业绩贡献弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：煤炭流通毛利率下行风险、下游客户需求不及预期、新能源市场开拓不及预期。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	55,200	44,327	41,985	43,709	44,521
同比增长率 (%)	-7.82%	-19.70%	-5.28%	4.11%	1.86%
归母净利润 (百万元)	1,062	1,059	782	912	942
同比增长率 (%)	5.15%	-0.31%	-26.13%	16.56%	3.29%
每股收益 (元/股)	1.90	1.90	1.40	1.63	1.69
ROE (%)	23.36%	20.52%	13.83%	14.63%	13.80%
市盈率 (P/E)	6.47	6.49	8.78	7.53	7.29

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.82/9.12/9.42 亿元，同比增速分别为 -26.13%/16.56%/3.29%，当前股价对应的 PE 分别为 9/8/7 倍。选取具有煤炭贸易或电力业务的永泰能源、山煤国际、厦门国贸等作为可比公司，其 2024 年平均 PE 约 12 倍。公司热电联产项目可贡献较稳定的业绩及现金流入，同时作为煤炭流通行业最大参与者之一，客户基础盘稳固。当前公司正布局储能、光伏等业务，新能源业务有望为公司中长期业绩贡献弹性。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司发展战略、新项目投产及外部行业环境，我们对公司未来三年经营假设如下：1) 煤炭流通：假设 2024-2026 年煤炭销售量分别为 5500/5700/5800 万吨，销售毛利率分别维持 3.27%/3.55%/3.55%水平；2) 热电联产：假设 2024-2026 年蒸汽销量同比分别增长 9%/22%/4%；3) 新能源：假设 2024-2026 年新能源板块营收分别增长 50%/50%/50%。

投资逻辑要点

公司热电联产利润及现金流入较稳定，为公司业绩奠定基本盘。作为煤炭流通领域最大的参与者之一，公司煤炭流通业务客户基础盘稳固，在相对稳定的净利润率下，若后续煤价回升，煤炭流通业务业绩表现有望企稳。

此外，公司在传统能源两大主业之外，自 2021 年起投资布局新型储能、分布式能源、绿色物流等新能源业务，有望构建新的增长极。

核心风险提示

煤炭流通毛利率下行风险、下游客户需求不及预期、新能源市场开拓不及预期

内容目录

1. 浙江省属国企 煤炭流通与热电联产协同发展.....	5
2. 传统能源稳健发展 新能源塑造新发展格局.....	7
2.1. 煤炭流通：客户基本盘稳固 净利润率维持稳定.....	7
2.2. 热电联产：多元业务协同发展 价值挖潜仍有空间.....	8
2.3. 新能源：拓宽投资布局 培育新的增长点.....	9
3. 盈利预测与估值.....	9
4. 风险提示.....	10

图表目录

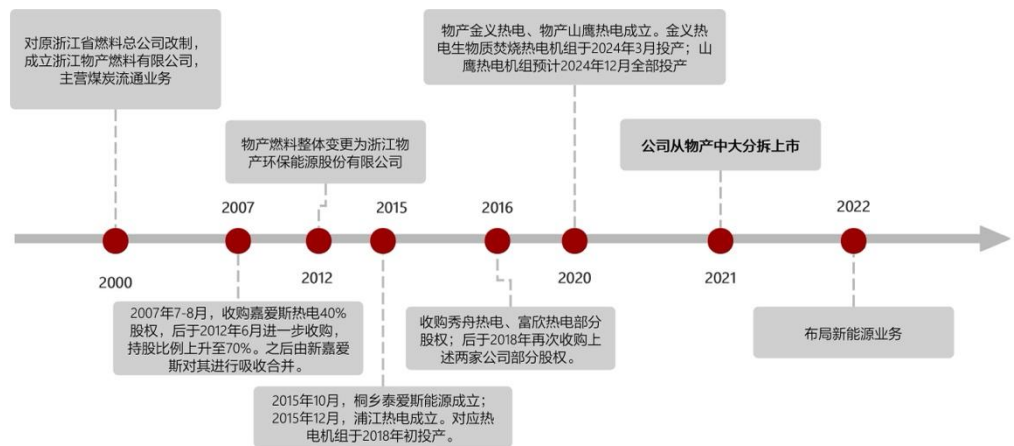
图表 1: 公司发展历史	5
图表 2: 公司 2023 年营收结构	6
图表 3: 公司 2023 年毛利结构	6
图表 4: 2017-2024 年 12 月动力煤(Q5500K)价格 (元/吨)	6
图表 5: 公司 2019-2023 年分业务营业收入 (百万元)	6
图表 6: 公司 2019-2023 年分业务毛利 (百万元)	6
图表 7: 公司 2019-2023 年归母净利润 (百万元)	6
图表 8: 公司净资产收益率处于同行前列	7
图表 9: 公司 2017-2023 年资产负债率	7
图表 10: 公司 2019-2024H1 煤炭销量 (万吨)	8
图表 11: 公司 2020-2023 母公司净利润 (百万元) 及净利润率	8
图表 12: 公司热电联产机组情况	8
图表 13: 中国已投运新型储能项目累计装机规模 (截至 2023 年 12 月底)	9
图表 14: 公司 2022-2024H1 新能源业务盈利情况	9
图表 15: 可比公司相对估值表	10

1. 浙江省属国企 煤炭流通与热电联产协同发展

浙江省属国企，物产中大下属唯一环保能源综合利用服务业务平台，2021 年从物产中大分拆上市。公司全称“浙江物产环保能源股份有限公司”，前身为浙江省燃料总公司，其最早为 1950 年成立的中国煤建公司杭州办事处，具有 70 余年煤炭流通业务历史，于 2000 年 6 月改制并更名为浙江物产燃料有限公司。2012 年，物产燃料整体变更为浙江物产环保能源股份有限公司，主要从事煤炭流通及热电联产业务。2021 年，物产环能从控股股东物产中大（1996 年于 A 股上市）分拆并在 A 股上市，上市时控股股东承诺“确保物产环能作为物产中大下属唯一能源环保综合利用服务业务平台，从事包括但不限于煤炭流通、热电联产、清洁能源、污泥、生物质综合利用、固废处置、压缩空气生产供应等业务”。

截至 2024 年 9 月底，物产中大直接和间接合计持有公司 56.56% 股份，为公司控股股东，公司实控人为浙江省国资委。同时，前十大股东中杭州持瑞、杭州持泰、杭州持鹤、杭州持鹏和杭州持欣为公司的员工持股平台，合计持有公司 13.67% 股权。

图表 1：公司发展历史

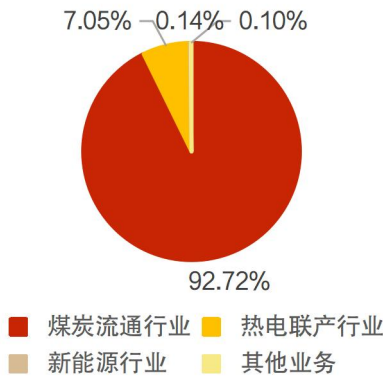


资料来源：公司公告，华源证券研究所

业务发展历史来看，2007 年以前，公司主营煤炭流通业务，即从上游采购煤炭并销售给电力、建材、造纸、冶金、化工等煤炭消费企业，属于煤炭产业链中端。2007 年起，公司通过收购及新建项目构建起热电联产业务，截至 2024 年 9 月，公司拥有 6 家热电公司，主要向园区供热供电，并可提供生物质和污泥处置服务。2021 年起，公司逐步布局分布式光伏电站、储能、绿色物流等新能源相关业务。

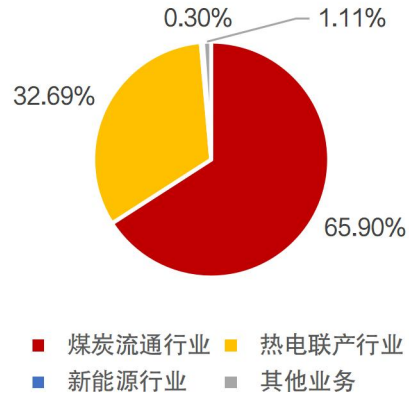
2023 年公司实现营收 443 亿元，同比下降 19.7%；实现毛利总额 23.07 亿元，同比下降 6.7%，其中煤炭流通、热电联产、新能源毛利分别占毛利总额的 65.9%、32.69%、0.3%；2023 年实现利润总额 15.30 亿元，同比上升 1.29%。2024 年前三季度，公司实现营收 309.5 亿元，同比下降 5.52%；实现归母净利润 5.33 亿元，同比下降 35.72%，主因煤价下跌背景下煤炭流通业绩同比下滑所致。

图表 2：公司 2023 年营收结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司 2023 年毛利结构



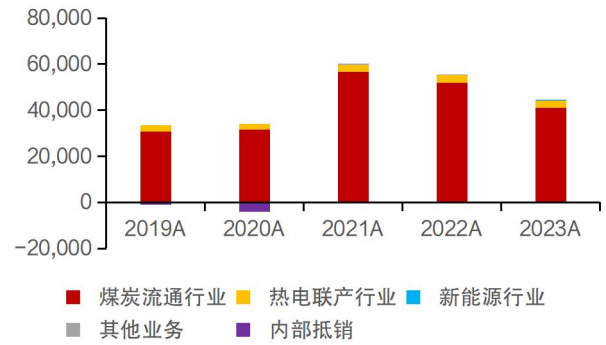
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2017-2024 年 12 月动力煤(Q5500K)价格(元/吨)



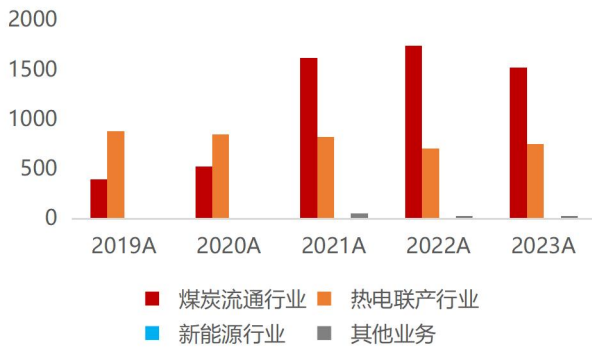
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：公司 2019-2023 年分业务营业收入(百万元)



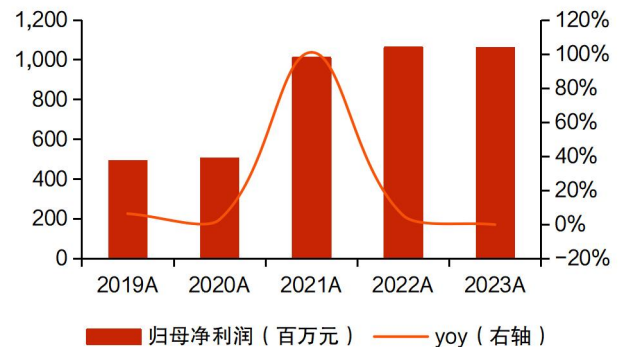
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司 2019-2023 年分业务毛利(百万元)



资料来源：公司公告，华源证券研究所

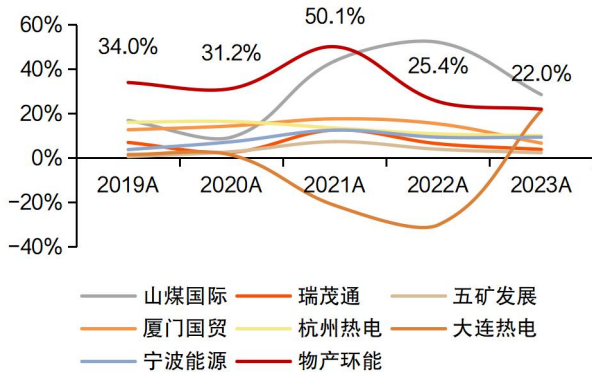
图表 7：公司 2019-2023 年归母净利润(百万元)



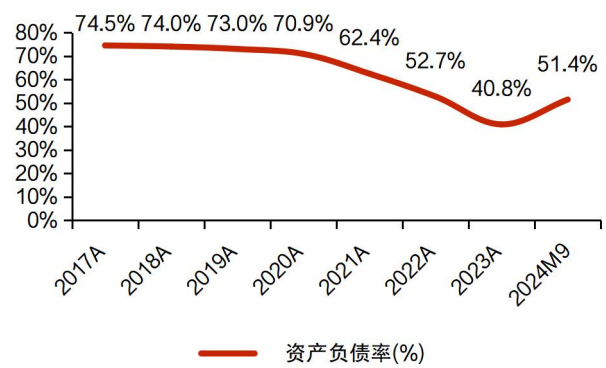
资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司净资产收益率处于同行前列；较低的资产负债率为新业务开拓留出融资空间。2023 年，公司加权平均净资产收益率约 21.98%，与同样具有煤炭流通业务的瑞茂通、山煤国际、五矿发展、厦门国贸以及具有热电业务的杭州热电、大连热电、宁波能源等相比，上市以来

公司净资产收益率处于同行前列。此外，公司资产负债率较上市前显著降低，截至 2024 年第三季度，公司资产负债率 51.42%，较上市前 2020 年底 70.88% 下降约 19pct，良好的资产负债结构为后续公司进一步开拓新业务留出融资空间。

图表 8：公司净资产收益率处于同行前列


资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 9：公司 2017-2023 年资产负债率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

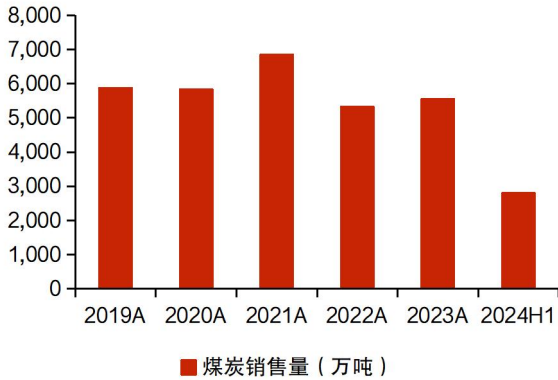
2. 传统能源稳健发展 新能源塑造新发展格局

2.1. 煤炭流通：客户基本盘稳固 净利润率维持稳定

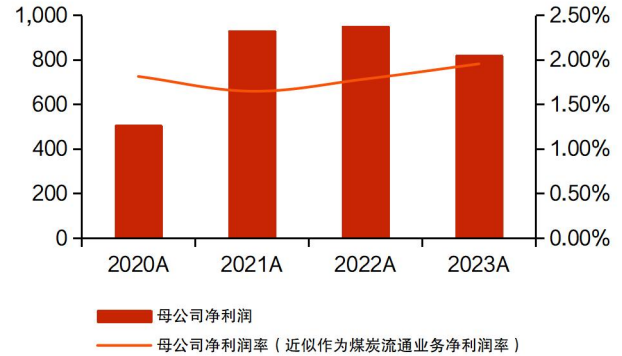
公司从事煤炭经营长达 70 余年，稳定的购销关系奠定煤炭销量基础。2022 年 7 月，公司被国家发改委列入第一批 7 家电煤重点保供贸易企业名单。历经 70 余年发展，公司已成为行业最大的参与者之一，上市以来公司煤炭销售规模始终维持在 5000 万吨以上。较大规模的采销可为客户提供稳定且多元化的煤炭供应，稳定的购销关系下，预计公司煤炭客户基本盘稳固。从销量来看，2024 年以来在水电及风光发电挤压下电煤需求较弱，同时钢铁建材等非电行业需求恢复缓慢，在此背景下，公司煤炭销售量仍延续 2023 增长态势，2024H1 销售煤炭 2795 万吨，同比增长 12.53%。

优化国际资源配置，煤炭供应“可选项”进一步丰富。长期以来，我国煤炭行业存在供需空间错配矛盾，煤炭主产区以内蒙古、山西、陕西和新疆为主，而消费则主要集中在东部和南部区域，行业整体呈现出“西煤东调”和“北煤南运”两种模式。考虑运输成本后，对于东南沿海省份而言，海外进口煤具备一定价格优势。在此背景下，2023 及 2024 年以来，公司发挥新加坡及印尼境外平台优势，通过签订一批海外长协扩大自身资源池中进口煤资源占比，煤炭供应“可选项”进一步丰富。根据公司公告，2024 前三季度公司进口煤签订量实现较大增长，同比增长 46%。

公司煤炭流通业务净利润率稳定。公司热电联产收入及利润主要来自热电子公司，而公司煤炭流通业务收入及利润则主要体现于母公司报表，因此可将母公司净利润率近似作为煤炭流通业务净利润率。2020-2023 年数据显示，公司煤炭流通业务净利润率维持相对稳定。

图表 10：公司 2019-2024H1 煤炭销量（万吨）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：公司 2020-2023 母公司净利润（百万元）及净利润率


资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：以母公司净利润率近似作为公司煤炭业务净利润率。

2.2. 热电联产：多元业务协同发展 价值挖潜仍有空间

公司热电联产主要布局在工业园区，区域壁垒下产能利用率仍有挖潜空间。当前，公司旗下共计 6 家热电子公司，总装机 407MW，主要布局于经济发达的浙江省内各地工业园区。同时，由于国家规定热电联产机组供热半径 10 公里范围内原则上不再另行规划建设其他热源点，且公司热电联产覆盖区域（浙江省嘉兴市南湖区、秀洲区、桐乡市、海盐县和金华市金义新区、浦江县）已确定公司旗下热电企业为所在区域集中供热热源点，因此具备一定区域壁垒。从产能利用率来看，公司在运热电机组年供热能力接近 2000 万吨/年，以 2023 年 835 万吨售汽量测算，当前产能利用率不足 50%；展望中长期，区域壁垒之下，随着公司进一步拓展用热客户，热电板块收入有望进一步提升。

图表 12：公司热电联产机组情况

子公司名称	装机容量 (MW)	蒸汽供应能力 (吨/小时)	主要业务
新嘉爱斯热电	162	1450	蒸汽、电力、压缩空气、污泥处置
桐乡泰爱斯能源	70	660	蒸汽、电力、压缩空气
浦江热电	30	390	蒸汽、电力、压缩空气、污泥处置
秀舟热电	30	360	蒸汽、电力
物产金义热电	55	340	蒸汽、电力
物产山鹰热电	60	200	蒸汽、电力

资料来源：公司公告，华源证券研究所

多元业务协同发展，热电联产板块毛利率回升。在“煤电+储能+固废”耦合“热、电、气、冷”联供新模式下，除了生物质及污泥处置外，公司开拓多元固废协同处置业务，例如 2024 年投建年产 5000 吨“废橡胶精准高值转化与低碳高效利用项目”，目前已实现稳定运行。2024H1，公司热电板块毛利率达到 24.29%，同比增长 2.24pct。未来，随着公司进一步拓展综合用能新方向，热电板块效益有望进一步提升。

2.3. 新能源：拓宽投资布局 培育新的增长点

聚焦新能源，培育新型储能、分布式能源、绿色物流等三条产业链主线。根据公司“十四五”发展战略规划纲要，公司在新能源领域推动构建新型储能、分布式能源以及绿色物流三条产业链主线。从进展来看：公司于2022年设立物产新能源、聚能启泰，于2023年初设立物产储能科技（后改名能源科技），由上述三家公司分别推进分布式光伏、熔盐储热、储能项目等，其中：公司在运热电厂已基本完成分布式光伏安装和并网发电；聚能启泰负责建设的70MW/343MWh熔盐储热项目已于2023年6月开工、预计2025年投产；年产2GWh新型储能产品智能生产线已于2024年1月竣工运行，主要生产储能液冷电池PACK及5MWh液冷直流仓产品。

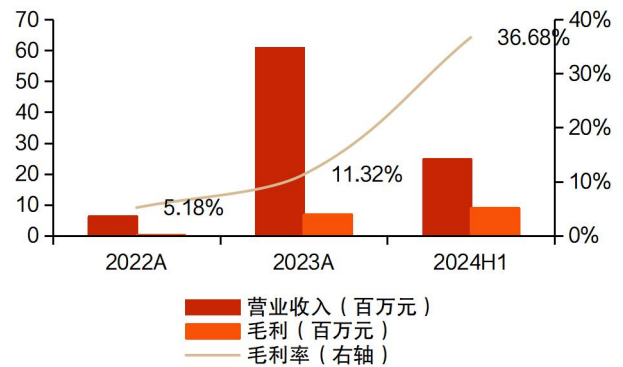
新能源业务营收快速增长，新型电力系统下潜在空间广阔。2024H1公司新能源业务实现营收0.21亿元，同比增长398%。新型电力系统下，高比例新能源对电力系统平衡带来较大挑战，电力系统对发电侧及用电侧灵活响应资源需求持续提升。以储能为例，2023年全国规划、在建、运行的新型储能项目达到2500个，较2022年增长46%，已建成投运装机31.39GW/66.87GWh，较2022年增长超过260%。在此背景下，公司在新能源领域的投资布局有望转化为新的业绩增长点。

图表 13：中国已投运新型储能项目累计装机规模（截至2023年12月底）



资料来源：CNESA, 华源证券研究所

图表 14：公司 2022-2024H1 新能源业务盈利情况



资料来源：公司公告, 华源证券研究所

3. 盈利预测与估值

结合公司发展战略、新项目投产及外部行业环境，我们对公司未来三年经营假设如下：1)

煤炭流通：假设2024-2026年煤炭销售量分别为5500/5700/5800万吨，销售毛利率分别维持3.27%/3.55%/3.55%水平；**2) 热电联产：**假设2024-2026年蒸汽销量同比分别增长9%/22%/4%；**3) 新能源：**假设2024-2026年新能源板块营收分别增长50%/50%/50%。

基于上述假设，我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 7.82/9.12/9.42 亿元，同比增速分别为-26.13%/16.56%/3.29%，当前股价对应的 PE 分别为 9/8/7 倍。选取具有煤炭贸易或电力业务的永泰能源、山煤国际、厦门国贸等作为可比公司，其 2024 年平均 PE 约 12 倍。

图表 15：可比公司相对估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)			每股收益(元/股)			PE			PB (1f)
		2025/1/7	24E	25E	26E	24E	25E	26E			
600157.SH	永泰能源	1.64	0.10	0.11	0.14	16	14	12	0.78		
600546.SH	山煤国际	11.60	1.48	1.65	1.75	8	7	7	1.38		
600755.SH	厦门国贸	6.32	0.67	0.86	1.01	9	7	6	0.67		
	平均值					12	11	9	0.94		
603071.SH	物产环能	12.31	1.40	1.63	1.69	9	8	7	1.29		

资料来源：Wind，华源证券研究所。可比公司每股收益取 Wind 一致预期。

公司热电联产项目贡献较稳定的利润及现金流，区域壁垒下产能利用率仍有价值挖潜空间,奠定公司业绩基本盘；同时作为煤炭流通领域最大的参与者之一，公司煤炭流通业务客户基础盘稳固，在相对稳定的净利润率下，若后续煤价回升，煤炭流通业务业绩表现有望企稳。此外，公司在传统能源两大主业之外，自 2021 年起投资布局新型储能、分布式能源、绿色物流等新能源业务，有望构建新的增长极。首次覆盖，给予“增持”评级。

4. 风险提示

- 1) 煤炭流通毛利率下行风险：**煤炭流通业务属于低毛利高周转型业务，若因煤价下降或市场竞争加剧导致毛利率下行，将对公司整体盈利能力及规模造成不利影响；
- 2) 下游客户需求不及预期：**若经济波动导致公司下游电力/建材/钢铁等行业用煤减少或园区工业用户用热需求减少，则公司煤炭及蒸汽等产品销量存在下滑风险；
- 3) 新能源市场开拓不及预期：**公司新能源板块尚处于发展初期，若市场开拓不及预期，则面临前期投资难以收回的风险。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	523	1,106	1,672	2,286
应收票据及账款	1,161	1,100	1,145	1,166
预付账款	411	372	387	394
其他应收款	60	50	52	53
存货	2,475	2,717	2,822	2,874
其他流动资产	988	936	974	992
流动资产总计	5,618	6,282	7,052	7,766
长期股权投资	150	154	157	161
固定资产	3,442	3,355	3,441	3,472
在建工程	260	280	200	250
无形资产	294	269	245	220
长期待摊费用	15	8	0	0
其他非流动资产	608	608	608	608
非流动资产合计	4,769	4,674	4,651	4,712
资产总计	10,386	10,955	11,703	12,478
短期借款	563	533	445	431
应付票据及账款	1,330	1,372	1,425	1,451
其他流动负债	2,204	2,163	2,250	2,292
流动负债合计	4,098	4,068	4,119	4,173
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	145	145	145	145
非流动负债合计	145	145	145	145
负债合计	4,242	4,213	4,264	4,318
股本	558	558	558	558
资本公积	1,419	1,419	1,419	1,419
留存收益	3,184	3,677	4,253	4,847
归属母公司权益	5,161	5,654	6,230	6,824
少数股东权益	984	1,088	1,210	1,336
股东权益合计	6,144	6,742	7,440	8,160
负债和股东权益合计	10,386	10,955	11,703	12,478

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1,200	831	978	1,012
折旧与摊销	413	399	426	443
财务费用	31	33	27	22
投资损失	-13	-13	-13	-13
营运资金变动	-886	-81	-66	-32
其他经营现金流	272	70	70	70
经营性现金净流量	1,016	1,239	1,421	1,501
投资性现金净流量	-516	-304	-404	-504
筹资性现金净流量	-439	-351	-452	-383
现金流量净额	40	583	565	614

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	44,327	41,985	43,709	44,521
营业成本	42,019	39,996	41,531	42,304
税金及附加	67	49	51	52
销售费用	171	179	188	197
管理费用	183	192	201	212
研发费用	121	115	120	122
财务费用	31	33	27	22
资产减值损失	-291	-383	-369	-348
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	13	13	13	13
公允价值变动损益	5	0	0	0
资产处置收益	10	0	0	0
其他收益	53	53	53	53
营业利润	1,525	1,105	1,288	1,330
营业外收入	20	10	10	10
营业外支出	14	7	7	7
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,530	1,108	1,291	1,333
所得税	330	221	257	266
净利润	1,200	887	1,034	1,068
少数股东损益	141	104	122	126
归属母公司股东净利润	1,059	782	912	942
EPS(元)	1.90	1.40	1.63	1.69

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-19.70%	-5.28%	4.11%	1.86%
营业利润增长率	0.83%	-27.55%	16.61%	3.30%
归母净利润增长率	-0.31%	-26.13%	16.56%	3.29%
经营现金流增长率	3,315.08%	21.87%	14.74%	5.64%
盈利能力				
毛利率	5.21%	4.74%	4.98%	4.98%
净利率	2.71%	2.11%	2.36%	2.40%
ROE	20.52%	13.83%	14.63%	13.80%
ROA	10.19%	7.14%	7.79%	7.55%
估值倍数				
P/E	6.49	8.78	7.53	7.29
P/S	0.15	0.16	0.16	0.15
P/B	1.33	1.21	1.10	1.01
股息率	5.69%	4.20%	4.90%	5.06%
EV/EBITDA	5	5	4	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。