

绿色动力(601330.SH)/绿色动力环保(01330.HK)

现金流大幅改善，分红超预期提升

核心观点：

- **运营收入占比达 99%，各项经营指标稳步提升。**公司发布 2024 年年报：公司实现营收 33.99 亿元（同比-14.1%）、实现归母净利润 5.85 亿元（同比-7.0%）。由于建造业务收缩，以及葫芦岛危废项目计提减值损失，公司收入业绩略有下滑。但公司利润结构及经营效率持续提升：（1）2024 年运营收入占比提升至 99%，毛利率、净利率同比+6.9、1.3pct；（2）截至 24 年底公司在运生活垃圾产能 4.03 万吨/日，吨发电量、吨上网电量提升至 358 度/吨、296 度/吨，24 年供汽量同比+31%。
- **回款改善、投资收窄，现金流与负债结构同步优化。**24 年公司经营性现金流净额为 14.38 亿元（同比+47%），主要系收回国补应收款、电费回款增加；24 年投资性现金流净额为-3.57 亿元（23 年为-6.9 亿元）；自由现金流大幅改善。公司负债结构优化，截至 24 年底一年内到期的非流动负债同比-48%至 11.09 亿元，资产负债率下降至 61.2%。
- **高度重视股东回报、大幅提升分红比例，最新 A 股/H 股股息率分别为 4.29%、8.36%。**公司高度重视股东回报，2024 年实施首次中期现金分红；制定《未来 3 年股东分红回报规划（2024-2026）》、稳定分红预期；2024 年报公司再度进行年终现金分红。公司 2024 年派发现金红利 4.18 亿元，占 24 年归母净利润的 71%，与 23 年的 33%相比接近翻倍增长；对应最新收盘价的 A 股/H 股股息率分别为 4.29%、8.36%。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.37/6.85/7.43 亿元，对应 PE 为 15.29/14.22/13.11x，参考可比公司给予 2025 年 18xPE，对应 A 股合理价值为 8.23 元/股，参考近 2 个月 AH 平均溢价率得 H 股合理价值 4.25 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新订单获取低预期、补贴发放低预期、政策变动风险等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3956	3399	3490	3516	3496
增长率（%）	-13.4%	-14.1%	2.7%	0.8%	-0.6%
EBITDA（百万元）	1267	1344	1733	1796	1864
归母净利润（百万元）	629	585	637	685	743
增长率（%）	-15.5%	-7.0%	8.9%	7.5%	8.4%
EPS（元/股）	0.45	0.42	0.46	0.49	0.53
市盈率（P/E）	14.76	15.62	15.29	14.22	13.11
ROE（%）	8.1%	7.3%	7.5%	7.7%	8.0%
EV/EBITDA	15.93	14.74	11.56	10.80	9.98

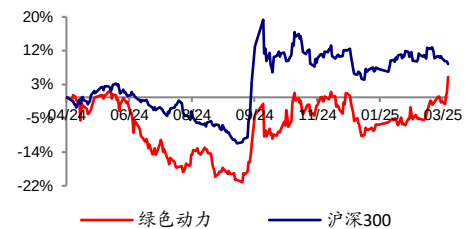
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格	6.99 元/3.89 港元
合理价值	8.23 元/4.25 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2025-04-06

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

荣凌琪



SAC 执证号：S0260523120006



021-38003686



ronglingqi@gf.com.cn

请注意，荣凌琪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。

相关研究：

绿色动力(601330.SH)/绿色动力环保(01330.HK):运营业务稳健，自由现金流改善 2024-04-30

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、归母净利润短期承压，自由现金流持续改善	4
二、运营收入占比达 99%，各项经营指标稳步提升	7
三、分红超预期提升，重视 H 股股息投资价值	9
四、风险提示	10

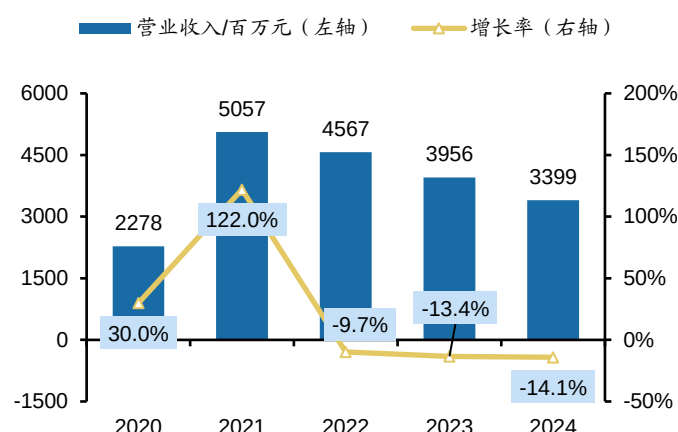
图表索引

图 1: 2024 年公司营业收入同比-14.1%	4
图 2: 2024 年公司归母净利润同比-7.0%.....	4
图 3: 2024 年公司毛利率、归母净利率为 45.4%、17.2%	4
图 4: 公司期间费用情况.....	5
图 5: 2024 年公司期间费用率提升至 20.27%	5
图 6: 截至 2024 年底, 公司应收账款达 25.12 亿元.....	5
图 7: 截至 24 年底应收国补占比约 34.2%.....	6
图 8: 截至 24 年底年 1 年以内应收账款占比达 58.2%	6
图 9: 24 年公司经营性现金流净额 14.38 亿元.....	6
图 10: 2024 年公司净现比大幅提升至 2.46.....	6
图 11: 2024 年公司收现比大幅提升至 0.98.....	6
图 12: 24 年公司自由现金流大幅改善	6
图 13: 2024 年公司资产负债率降低至 61.2%	7
图 14: 公司分业务营业收入情况.....	7
图 15: 2024 年固废处理运营收入占比提升至 99%.....	7
图 16: 2024 年固废处理收入同比+7.0%.....	8
图 17: 2024 年固废业务毛利率为 45.85%.....	8
图 18: 公司在运项目分布全国 20 个省/直辖市/自治区	8
图 19: 2024 年公司垃圾处理量同比+7%.....	9
图 20: 2024 年公司发电量同比+9%	9
图 21: 2024 年公司上网电量同比+12%.....	9
图 22: 2024 年吨发电量、吨上网电量均有所提升	9
图 23: 2024 年公司股利支付率提升至 71%	10
图 24: 公司历年股息率	10
表 1: 可比公司估值表 (收盘价: 2025/4/3, 单位: 亿元、元/股)	10

一、归母净利润短期承压，自由现金流持续改善

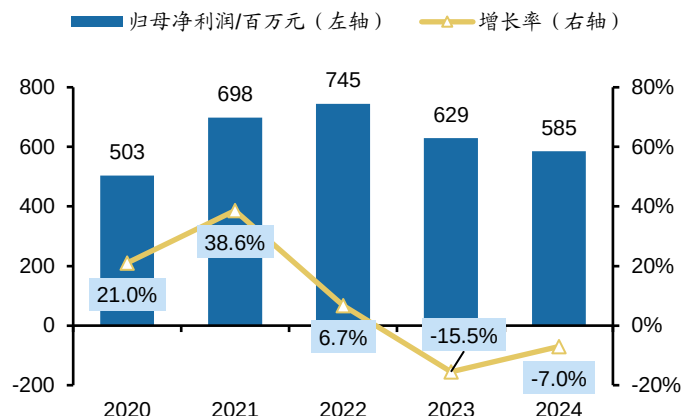
在建项目减少、危废项目减值影响，公司2024年归母净利润同比略有下滑。公司发布2024年年报：2024年公司实现营收33.99亿元（同比-14.1%）、实现归母净利润5.85亿元（同比-7.0%）。由于建造业务收缩，以及葫芦岛危废项目计提减值损失，公司收入业绩略有下滑。但公司2024年毛利率、归母净利率分别为45.4%、17.2%，同比增长6.9pct、1.3pct，预计伴随高毛利率的运营业务的占比提升，公司利润率仍有上升空间。

图 1：2024年公司营业收入同比-14.1%



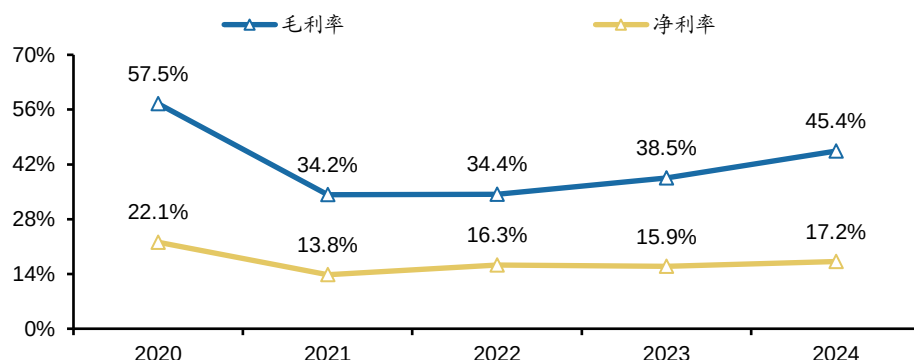
数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2024年公司归母净利润同比-7.0%



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

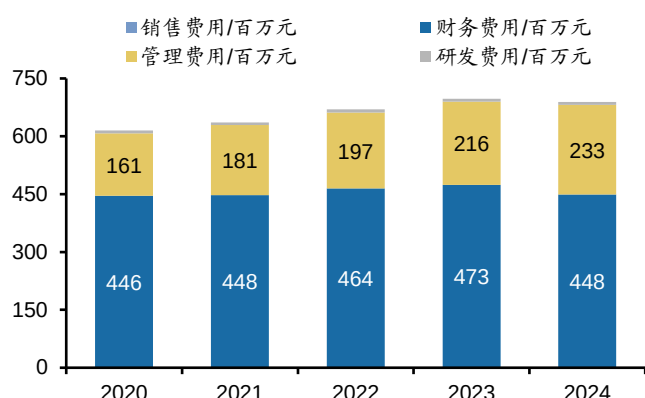
图 3：2024年公司毛利率、归母净利率为45.4%、17.2%



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

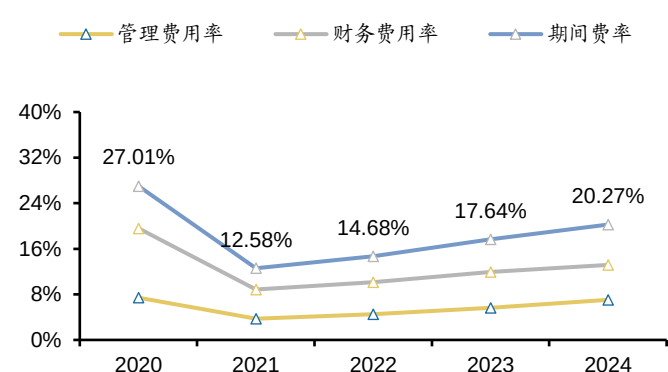
伴随新项目转运营，公司期间费用率小幅提升至20.27%。2024年公司管理费用率同比提升1.4pct至7.06%，主要系公司靖西项目转入运营期，以及2023年投产的朔州项目、葫芦岛项目、武汉二期、章丘二期项目在2024年全年运营所带来的管理增加。2024年公司财务费用率同比+1.2pct至13.17%，但从绝对金额来看有所下滑，公司的借款利率呈下降趋势。

图 4：公司期间费用情况



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

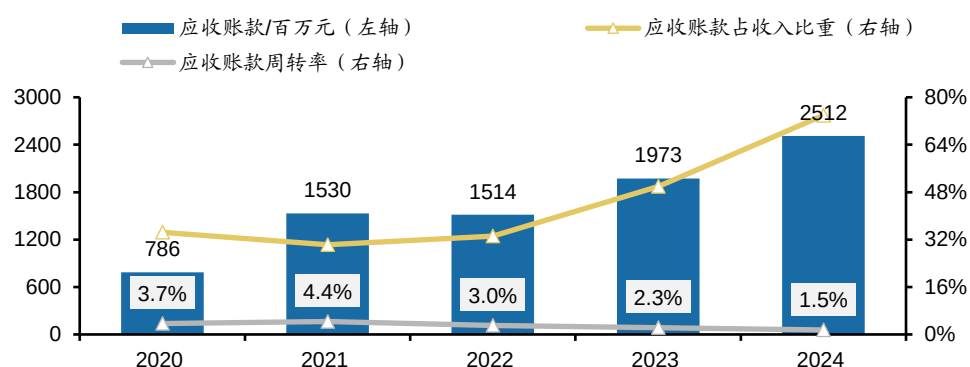
图 5：2024年公司期间费用率提升至20.27%



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

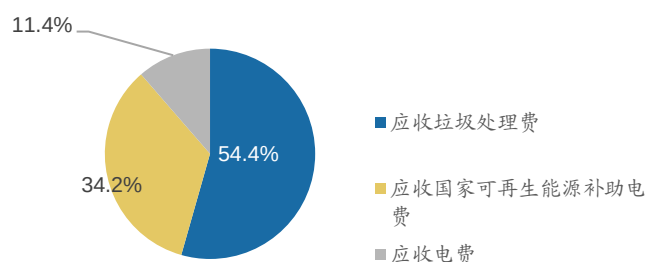
截至24年底应收账款25.12亿元，其中主要为应收垃圾处理费及国补。截至2024年底公司应收账款同比+27.30%至25.12亿元，主要系由于结算周期延长，应收国家可再生能源补助电费收入、垃圾处理费收入累计余额增加所致。2024年四会一期项目、汕头项目、博白项目纳入国家可再生能源补贴目录，因此累积国补余额从合同资产转入。从应收账款组成结构来看，截止2024年底应收垃圾处理费、应收国家可再生能源补助电费、应收电费分别为14.20、8.93、2.97亿元，占应收账款的54%、34%、11%。从账龄结构来看，1年以内的应收账款占比为58%，3年以上的应收账款占比约为10%。

图 6：截至2024年底，公司应收账款达25.12亿元



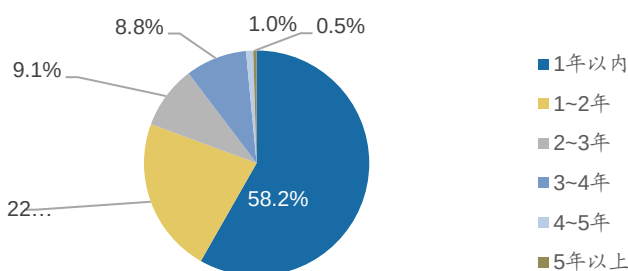
数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 7：截至24年底应收国补占比约34.2%



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

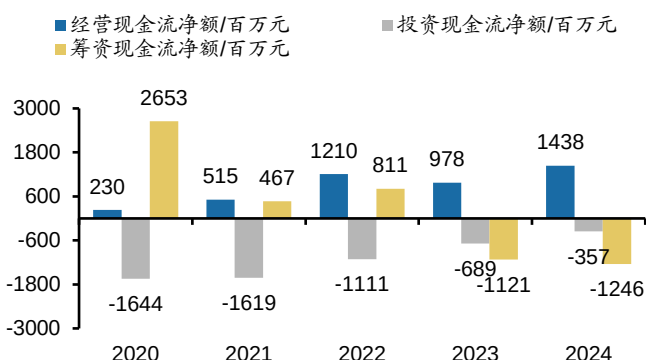
图 8：截至24年底年1年以内应收账款占比达58.2%



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

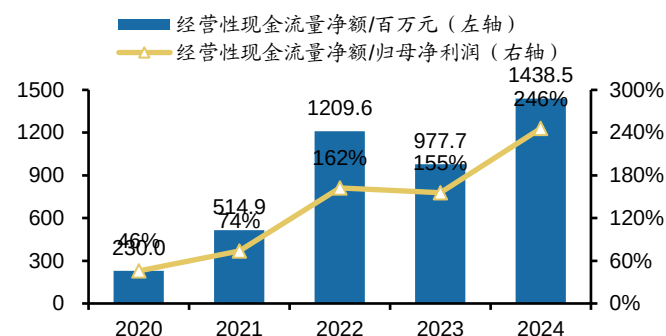
投资收窄、回款优化，经营性现金流、自由现金流大幅改善。2024年公司实现经营性现金流净额14.38亿元（同比+47.13%），公司收现比提升至0.98（23年为0.76），24年净现比提升至2.46（23年为1.55），主要系2024年公司收回以前年度的国补应收款同比增加、电费收入增加等。伴随投资见顶，2024年投资性现金流净流出额为3.57亿元，与2023年的6.89亿元相比大幅收窄；2024年自由现金流（经营性现金净额-投资性现金流净流出额）超10亿元，同比大幅改善。此外，公司筹资性现金流净流出额增加较多，主要系公司支付股利金额增加。

图 9：24年公司经营性现金流净额14.38亿元



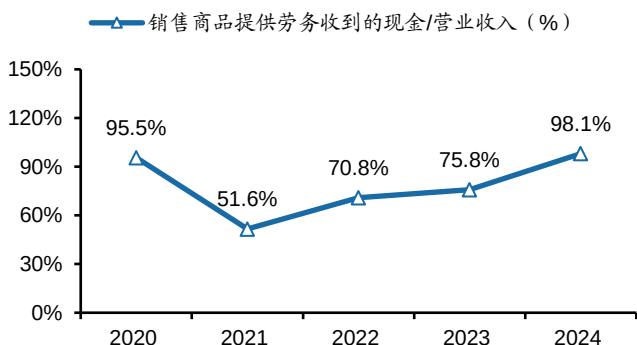
数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 10：2024年公司净现比大幅提升至2.46



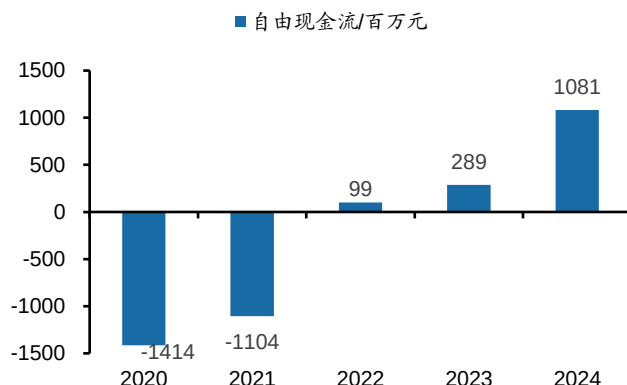
数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 11：2024年公司收现比大幅提升至0.98



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

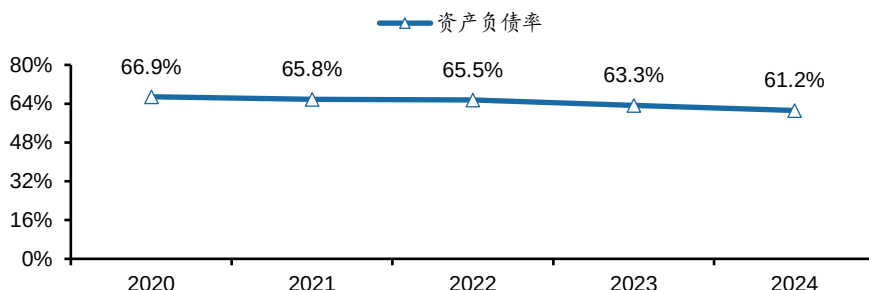
图 12：24年公司自由现金流大幅改善



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

负债结构持续优化，截至24年底资产负债率降至61.2%。伴随公司投资减少，负债结构得到改善，公司负债结构优化，截至24年底一年内到期的非流动负债同比-48%至11.09亿元，资产负债率下降至61.2%。

图 13: 2024年公司资产负债率降低至61.2%

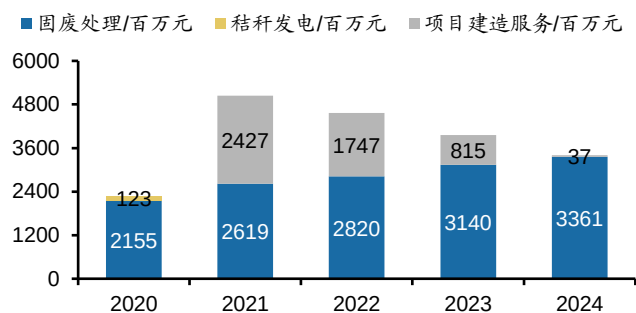


数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

二、运营收入占比达 99%，各项经营指标稳步提升

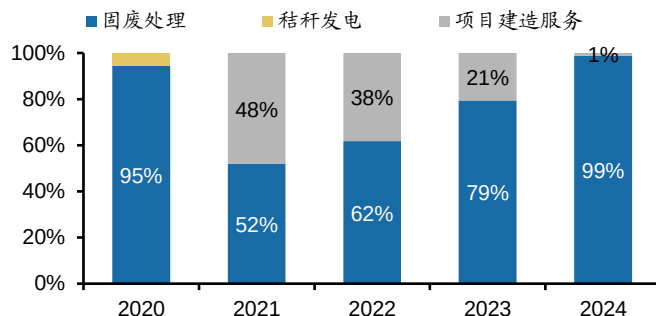
固废运营业务稳健增长，24年运营收入占比已达99%。分业务来看，2024年公司固废处理业务收入33.61亿元，同比+7.04%；其中运营项目收入29.64亿元（同比+8.02%）、利息收入3.97亿元（同比+0.31%）。此外公司项目建造服务收入仅为0.37亿元（同比-95.42%）。2024年公司运营收入占比已提升至99%。

图 14: 公司分业务营业收入情况



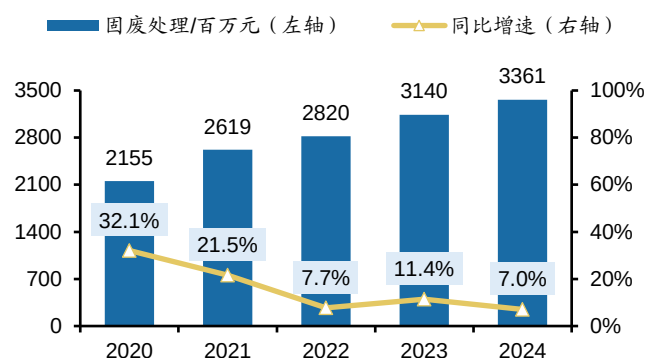
数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 15: 2024年固废处理运营收入占比提升至99%



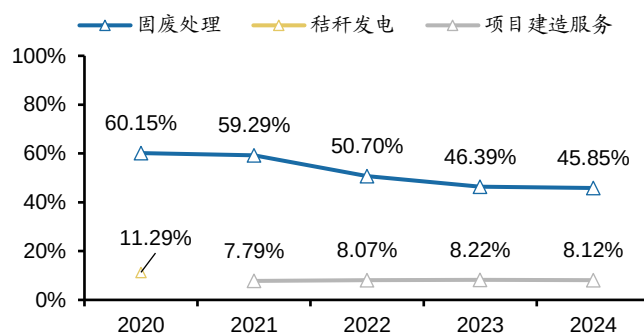
数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 16: 2024年固废处理收入同比+7.0%



数据来源: 公司定期财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2024年固废业务毛利率为45.85%



数据来源: 公司定期财报, Wind, 广发证券发展研究中心

截至2024年底公司在运产能达4.03万吨/日, 有望持续贡献稳健业绩及现金流。截至2024年底, 公司在运垃圾焚烧项目37个, 运营总产能达到4.03万吨/日, 装机容量达到857MW, 主要位于长三角、珠三角、环渤海经济区。

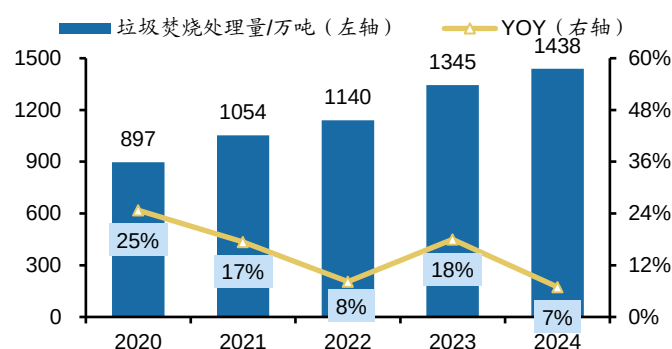
图 18: 公司在运项目分布全国20个省/直辖市/自治区



数据来源: 公司定期财报, 广发证券发展研究中心

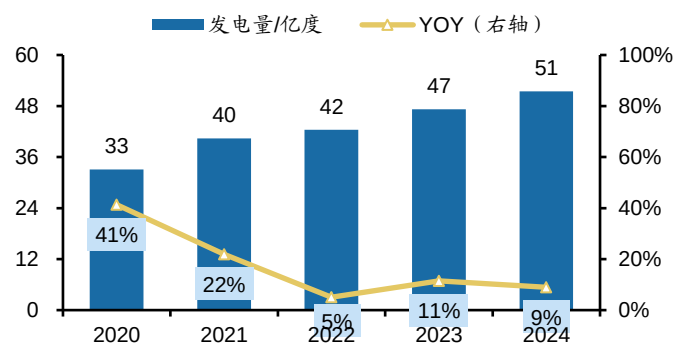
各项发电经营数据稳步提升, 供汽量同比增长超30%。根据2024年第四季度经营数据报告, 公司2024年实现垃圾处理量1438万吨 (同比+7%)、发电量51亿度 (同比+9%)、上网电量39亿度 (同比+12%)。从经营效率来看, 2024年吨发电量、吨上网电量双双提升至358度/吨、296度/吨。此外, 公司2024年实现供汽量56.36万吨 (同比+31.49%)。

图 19: 2024年公司垃圾处理量同比+7%



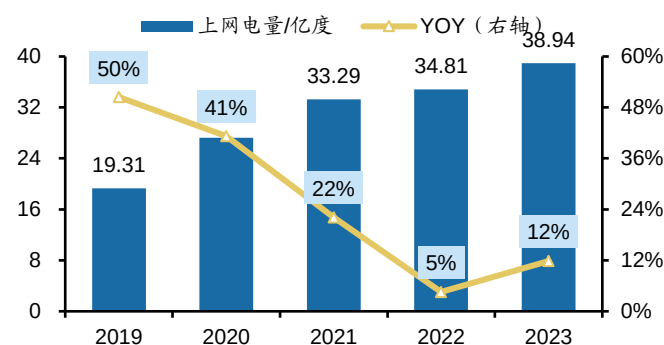
数据来源: 公司定期财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2024年公司发电量同比+9%



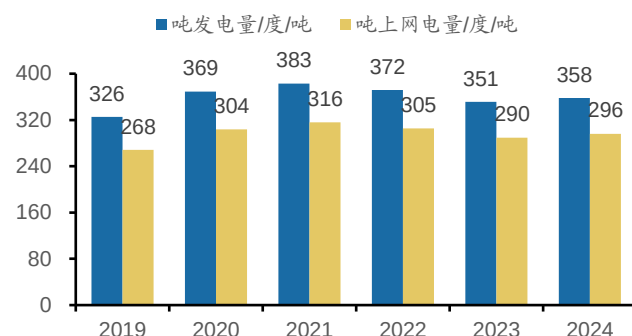
数据来源: 公司定期财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 2024年公司上网电量同比+12%



数据来源: 公司定期财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2024年吨发电量、吨上网电量均有所提升

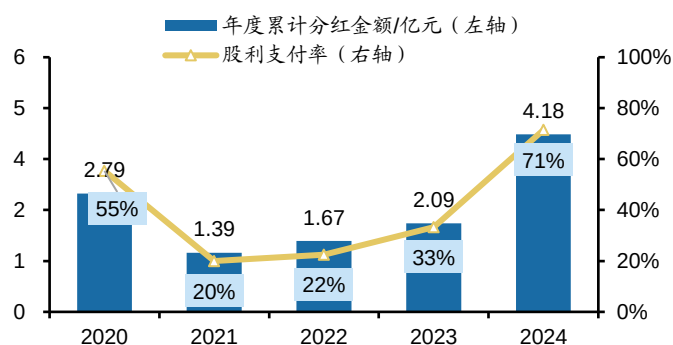


数据来源: 公司定期财报, Wind, 广发证券发展研究中心

三、分红超预期提升，重视 H 股股息投资价值

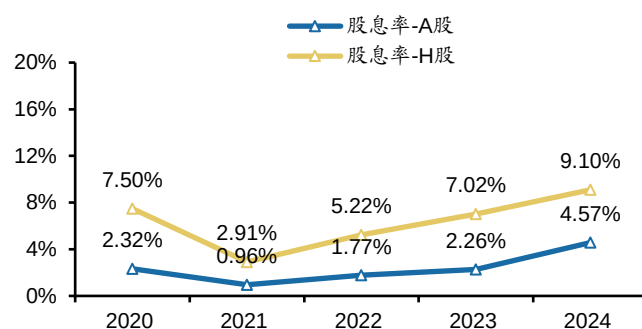
24年分红比例提升至71%，对应2024年底的A股/H股股息率分别为4.57%、9.10%。公司高度重视股东回报，2024年实施首次中期现金分红，每股股利0.10元；公司制定《未来3年股东分红回报规划（2024-2026）》，未来三年每年以现金方式分配的利润应分别不低于当年实现的可分配利润的40%、45%、50%，稳定分红预期；2024年报公司再度进行年终现金分红，每股股利0.20元。全年来看，公司2024年派发现金红利4.18亿元，占24年归母净利润的71%，与23年的33%相比接近翻倍增长；对应2024年底的A股/H股股息率分别为4.57%、9.10%；对应最新收盘价的A股/H股股息率分别为4.29%、8.36%。

图 23: 2024年公司股利支付率提升至71%



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 24: 公司历年股息率



数据来源：公司定期财报，Wind，广发证券发展研究中心

备注：股息率=当年现金分红金额/当年年末公司市值

四、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.37/6.85/7.43 亿元，对应 PE 为 15.29/14.22/13.11x，参考可比公司给予公司 2025 年 18xPE，对应 A 股合理价值为 8.23 元/股，参考近 2 个月公司 AH 平均溢价率，计算得 H 股合理价值为 4.25 港元/股，维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表（收盘价：2025/4/3，单位：亿元、元/股）

名称	代码	市值/亿元	收盘价 元/股	归母净利润/亿元					PE				
				2023A	2024A/E	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2027E
中科环保	301175.SZ	85.07	5.78	2.70	3.21	3.92	4.69	-	27.24	26.53	21.70	18.15	-
永兴股份	601033.SH	146.25	16.25	7.35	8.21	9.32	10.42	11.41	0.00	17.82	15.69	14.04	12.82
军信股份	301109.SZ	112.33	19.93	5.14	5.30	7.49	8.04	-	12.61	21.20	15.00	13.97	-
上海环境	601200.SH	110.26	8.19	5.47	5.75	6.04	6.32	6.59	18.45	19.2	18.2	17.44	16.72

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

补贴发放不及预期。若国家可再生能源补贴电费政策落实不到位，垃圾焚烧等可再生能源发电项目补贴电费回收滞后，可能降低公司资产流动性和增加资产负债率，影响公司偿债能力和融资成本。

环保政策变动风险。目前市政公用环保行业的市场化程度还有待提高，相关支持政策能否有效落实并得到有效的执行仍然面临很大的不确定性。如果公司所处行业的行业政策发生较大变动，将可能对公司的经营发展造成负面影响。

行业竞争加剧风险。固废市场竞争逐渐加剧，可能会有大量的潜在竞争者通过项目投资、兼并收购、寻求合作联营等途径进入此领域。如未来行业竞争进一步增强，可能使公司获取新项目的难度加大，进而对公司经营造成不利影响。

新订单获取不及预期。垃圾焚烧发电项目一般属于地方政府的特许经营项目，因此能否通过地方政府的招标程序而顺利获得并实施项目存在不确定性。此外，每个垃

圾焚烧发电项目均需获得地方环保部门、投资建设管理部门、土地管理部门等多个部门的审批和配合，而该等地方政府部门在协调征地、拆迁等工作也受制于多方面的不确定性因素。若未能顺利完成该等部门的审批程序，则公司新的垃圾焚烧发电项目难以实施，甚至不排除已发生部分投入但被迫中止的情形，从而对公司的业务发展、盈利水平产生不利影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,864	4,124	4,492	5,009	5,513
货币资金	1,035	868	1,138	1,613	2,156
应收及预付	2,006	2,539	2,615	2,643	2,597
存货	63	50	52	57	61
其他流动资产	760	667	688	696	699
非流动资产	18,674	17,865	17,705	17,482	17,198
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	329	255	300	341	378
在建工程	1	2	2	2	2
无形资产	11,116	10,660	10,457	10,195	9,876
其他长期资产	7,228	6,949	6,947	6,945	6,943
资产总计	22,537	21,989	22,197	22,491	22,711
流动负债	3,991	2,658	2,506	2,509	2,547
短期借款	516	546	536	526	516
应付及预收	1,014	662	677	690	740
其他流动负债	2,461	1,451	1,293	1,293	1,291
非流动负债	10,272	10,802	10,702	10,552	10,302
长期借款	7,034	7,528	7,428	7,278	7,028
应付债券	2,275	2,354	2,354	2,354	2,354
其他非流动负债	963	919	919	919	919
负债合计	14,263	13,460	13,207	13,061	12,849
股本	1,393	1,393	1,393	1,393	1,393
资本公积	2,413	2,412	2,412	2,412	2,412
留存收益	3,765	4,002	4,429	4,834	5,227
归属母公司股东权	7,807	8,053	8,480	8,885	9,278
少数股东权益	467	476	510	546	585
负债和股东权益	22,537	21,989	22,197	22,491	22,711

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3956	3399	3490	3516	3496
营业成本	2432	1854	1874	1868	1838
营业税金及附加	66	71	73	74	73
销售费用	1	1	2	2	2
管理费用	216	233	241	243	241
研发费用	7	7	9	9	9
财务费用	473	448	420	411	397
资产减值损失	-28	-127	-95	-75	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	774	704	785	844	920
营业外收支	3	2	4	4	0
利润总额	777	706	789	848	920
所得税	114	105	118	127	138
净利润	663	601	671	721	782
少数股东损益	34	16	34	36	39
归属母公司净利润	629	585	637	685	743
EBITDA	1267	1344	1733	1796	1864
EPS (元)	0.45	0.42	0.46	0.49	0.53

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	978	1,438	1,476	1,725	1,867
净利润	663	601	671	721	782
折旧摊销	468	511	523	536	547
营运资金变动	-683	-267	-281	-69	57
其它	529	594	563	537	481
投资活动现金流	-689	-357	-367	-317	-271
资本支出	-689	-359	-366	-316	-270
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	2	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-1,121	-1,246	-839	-933	-1,053
银行借款	-1,405	524	-110	-160	-260
股权融资	0	0	0	0	0
其他	285	-1,770	-729	-773	-793
现金净增加额	-832	-165	270	475	543
期初现金余额	1,865	1,033	868	1,138	1,613
期末现金余额	1,033	868	1,138	1,613	2,156

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-13.4%	-14.1%	2.7%	0.8%	-0.6%
营业利润	-13.0%	-9.1%	11.5%	7.6%	8.9%
归母净利润	-15.5%	-7.0%	8.9%	7.5%	8.4%
获利能力					
毛利率	38.5%	45.4%	46.3%	46.9%	47.4%
净利率	16.8%	17.7%	19.2%	20.5%	22.4%
ROE	8.1%	7.3%	7.5%	7.7%	8.0%
ROIC	3.4%	3.5%	5.0%	5.2%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	63.3%	61.2%	59.5%	58.1%	56.6%
净负债比率	172.4%	157.8%	146.9%	138.5%	130.3%
流动比率	0.97	1.55	1.79	2.00	2.16
速动比率	0.76	1.29	1.50	1.70	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.15	0.16	0.16	0.15
应收账款周转率	2.27	1.52	1.37	1.36	1.35
存货周转率	42.97	32.96	36.80	34.23	31.06
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	0.42	0.46	0.49	0.53
每股经营现金流	0.70	1.03	1.06	1.24	1.34
每股净资产	5.45	5.62	5.93	6.22	6.50
估值比率					
P/E	14.76	15.62	15.29	14.22	13.11
P/B	1.22	1.17	1.18	1.12	1.08
EV/EBITDA	15.93	14.74	11.56	10.80	9.98

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

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。