

# 三峡水利 (600116.SH)

## 电力综能业务盈利稳健，锰业亏损影响利润

### 核心观点：

- **电力业务盈利稳健，综合能源稳步推进。**公司发布年报一季报，2024年公司实现营业收入103.22亿元(同比-7.65%)，归母净利润3.10亿元(同比-39.94%)，25Q1公司实现营业收入22.72亿元(同比-7.92%)，归母净利润-0.04亿元(去年同期盈利0.12亿元)。从营业利润看，2024年公司营业利润3.57亿元，其中电力业务3.44亿元(同比+2.2%)，综合能源业务1.06亿元(同比+14.5%)，投资收益0.99亿元(同比+37.1%)，其他收益0.88亿元(同比-4.3%)，资产处置收益0.27亿元(同比-67.0%)，资产减值+信用减值损失合计1.52亿元，其他业务亏损1.58亿元，主要为锰业销量下滑、价格下跌，导致亏损扩大。2025Q1利润下滑主要系其他收益和投资收益下滑。
- **来水偏枯自发电量下降，电价维持高位。**根据公司经营公告，公司自有水电装机74.62万千瓦，2024年来水偏枯，公司实现发电量21.04亿千瓦时(同比-16.44%)，售电量142.46亿千瓦时(同比+1.94%)，售电均价0.488元/千瓦时(同比-0.08%)。2025Q1公司实现发电量2.77亿千瓦时(同比-7.1%)，售电量30.67亿千瓦时(同比-9.2%)，售电均价0.498元/千瓦时(同比+1.32%)。
- **多点开花，综合能源服务业务稳步推进。**根据公司财报，公司提高自有发电能力，万州经开区九龙园热电联产二期项目加速建设，涪陵白涛49万千瓦燃机热电联产项目进入安装阶段，多个分布式光伏并网，储备多个风电项目，全年实现签约用户侧储能规模约180兆瓦时，综合能源项目盈利能力逐步释放。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司25~27年归母净利润为5.3/6.1/6.6亿元，按最新收盘价对应PE分别为25/22/20倍。参考可比公司，考虑到公司是稀缺配售电公司，来水好转+综合能源持续推进，给予公司25年28倍PE估值，对应7.80元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动；购售电价差缩小；综能服务进展不及预期。

### 盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11177	10322	10622	10933	11255
增长率(%)	0.8%	-7.7%	2.9%	2.9%	2.9%
EBITDA(百万元)	1311	1260	1587	1608	1687
归母净利润(百万元)	516	310	533	609	657
增长率(%)	8.3%	-39.9%	72.0%	14.4%	7.8%
EPS(元/股)	0.27	0.16	0.28	0.32	0.34
市盈率(P/E)	27.89	43.69	24.83	21.71	20.14
ROE(%)	4.6%	2.8%	4.7%	5.3%	5.5%
EV/EBITDA	16.11	17.62	13.83	13.69	12.83

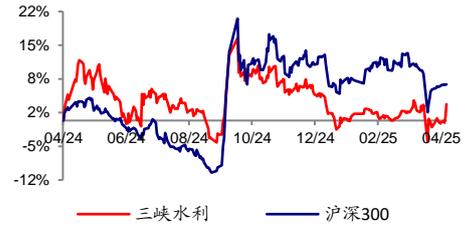
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	6.92元
合理价值	7.80元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-27

### 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：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

### 分析师：

郝兆升



SAC 执证号：S0260524070001



0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

请注意，姜涛、郝兆升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：

三峡水利(600116.SH)：来水好转利润大增，综合能源稳步推进 2024-08-25

三峡水利(600116.SH)：来水好转电量提升，综能业务发展迅速 2024-04-30

## 目录索引

一、电力业务利润下降，减值损失影响盈利.....	4
二、来水偏枯电量下降，电价维持高位.....	6
三、协同售电业务，持续发力综能服务.....	7
四、盈利预测和投资建议.....	8
五、风险提示.....	8

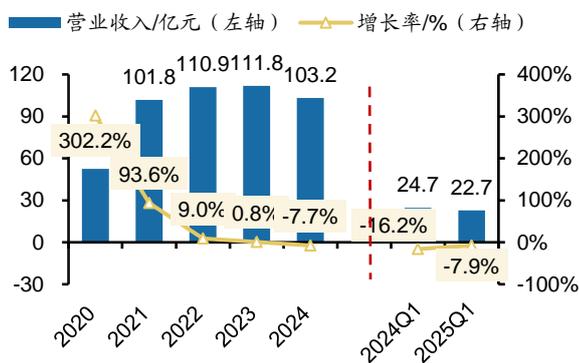
## 图表索引

图 1: 2024 年公司营业收入同比降低 7.7% .....	4
图 2: 2024 年公司归母净利润同比降低 39.9%.....	4
图 3: 2024 年公司净利率 3.0%.....	4
图 4: 2024 年公司期间费用率为 7.0%.....	4
图 5: 截至 2024 年公司总资产 252 亿元.....	5
图 6: 2024 年公司投资收益 0.99 亿元 .....	5
图 7: 截至 2024 年公司总负债 139.5 亿元.....	5
图 8: 2024 年公司资产负债率 55.4% .....	5
图 9: 2024 年公司经营现金流净额 9.0 亿元, 投资性现金流净额-23.5 亿元.....	6
图 10: 截至 2024 年公司控股装机容量 74.62 万千瓦.....	6
图 11: 2024 年公司发电量同比下降 16.4% .....	7
图 12: 2024 年公司售电量同比增长 1.9% .....	7
图 13: 2024 年公司售电均价同比基本持平 .....	7
表 1: 公司以四大综合能源项目子公司开展综能服务.....	8
表 2: 三峡水利同业对比 (收盘价日期: 2025/04/25) .....	8

## 一、电力综能业务盈利稳健，锰业亏损影响盈利

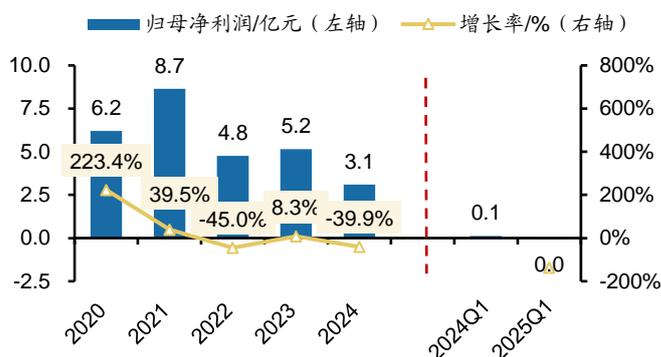
2024年公司营收同比降低7.7%，实现归母净利润3.1亿元。公司发布2024年年报，2024年公司实现营收103.2亿元(同比-7.7%)，归母净利润3.1亿元(同比-39.9%)，由于贸易规模缩减公司收入下降，而盈利下降则是因为部分区域水电站自发电量减少、非流动性资产处置收益下降、金融资产公允价值变动损失增加、信用减值损失和商誉减值损失增加，以及锰业及贸易业务亏损扩大。2025Q1公司营业收入22.7亿元(同比-7.9%)，归母净利润-0.04亿元(去年同期盈利0.12亿元)，主要系其他收益和投资收益下滑。

图 1：2024年公司营业收入同比降低7.7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

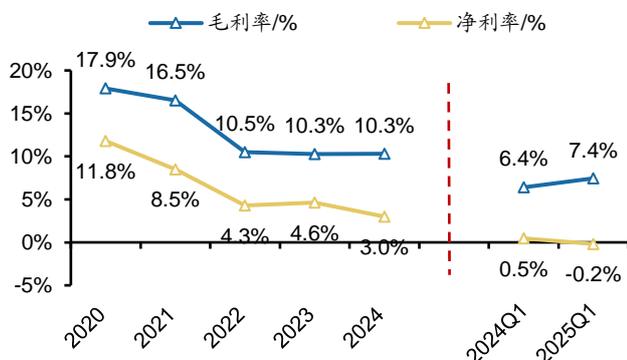
图 2：2024年公司归母净利润同比降低39.9%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

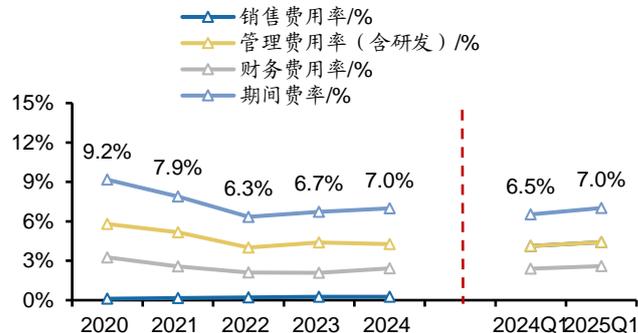
2024年公司毛利率同比持平，净利率下降至3.0%。2024年公司净利率下降1.6pct至3.0%，主要系高毛利自发电量下降、非流动性资产处置收益减少、减值损失增加、锰业亏损扩大，资产处置收益利润0.27亿元(同比下降67.0%)；信用减值损失1.11亿元；资产减值损失0.41亿元；其他业务损失1.58亿元，锰业及贸易业务亏损扩大，主要系受贸易业务规模缩减、电解锰市场价格下滑、产能利用率下降等影响。2024年公司期间费用率同比下降4.2%至7.20亿元，期间费用率同比提升0.3pct至7.0%。

图 3：2024年公司净利率3.0%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2024年公司期间费用率为7.0%

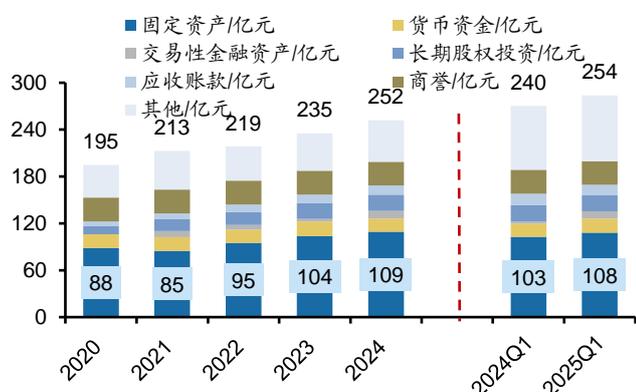


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2024年公司实现投资收益0.99亿元，其他收益0.88亿元。截至2024年公司总资产为252亿元，其中固定资产109亿元，主要包括水电站及配电网资产等。长期股权投资和交易性金融资产分别为20.84、9.73亿元；2024年公允价值损益0.02亿元(2023年

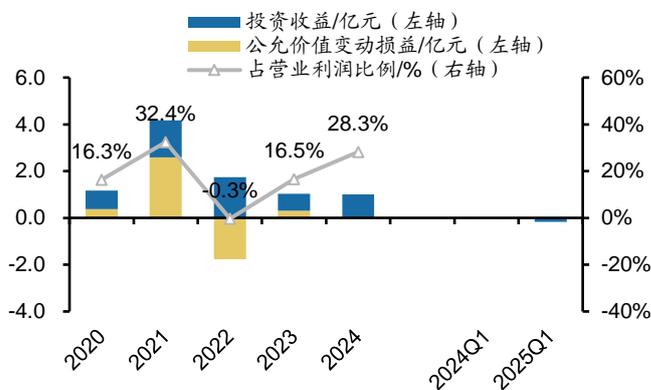
为0.31亿元)；2024年公司实现投资收益0.99亿元(2023年为0.72亿元)，主要来自参股公司黔源电力、天泰能源等公司。此外，公司实现其他收益0.88亿元，主要系农网还贷政府补助、移民迁建补偿、农村小水电增效扩容改造补助等自递延收益转入当期收益。

图 5: 截至2024年公司总资产252亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

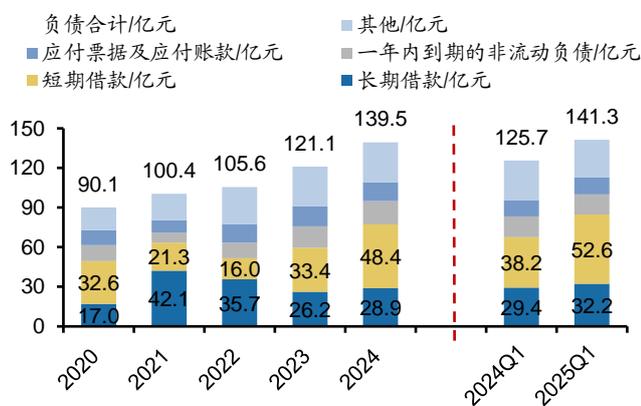
图 6: 2024年公司投资收益0.99亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

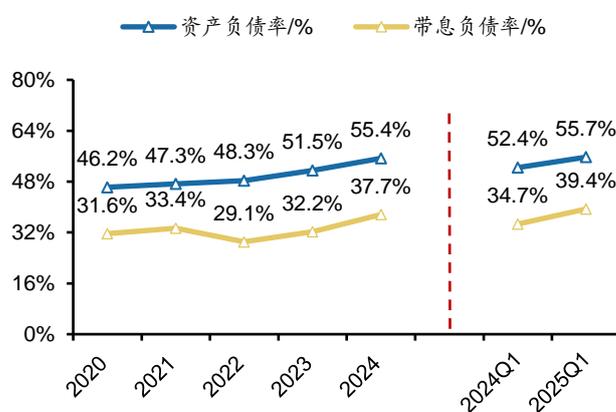
截至2024年公司资产负债率55.4%，负债规模持续提升。公司持续发展综合能源、储能和电动重卡充换储用一体化等业务，负债规模提升，截至2024年公司资产负债率55.4%，其中带息资产负债率提升至37.7%。

图 7: 截至2024年公司总负债139.5亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

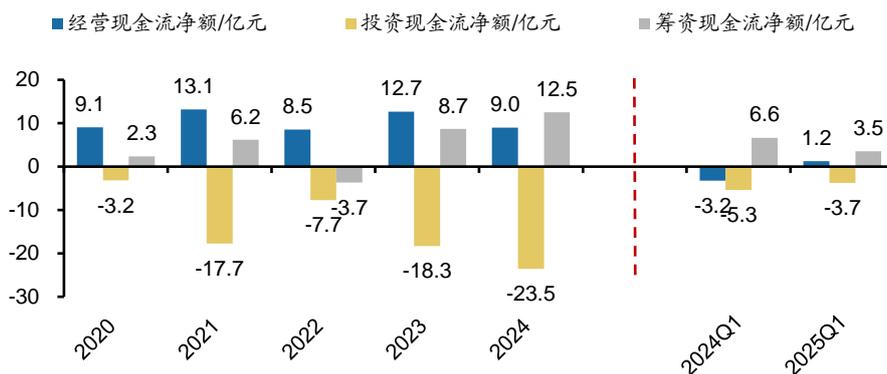
图 8: 2024年公司资产负债率55.4%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2024年公司经营现金流净额9.0亿元，投资性现金流净额-23.5亿元。2024年来水好转，电力业务盈利提升、经营现金流增加，公司经营性现金流净额9.0亿元；投资性现金流净额-23.5亿元，主要系固定资产投资增加，储能电站、燃气发电站、电动重卡等项目建设投入增加；筹资现金流净额12.5亿元，主要系本期偿还借款、以及尚未支付分红款。

图 9：2024年公司经营现金流净额9.0亿元，投资性现金流净额-23.5亿元

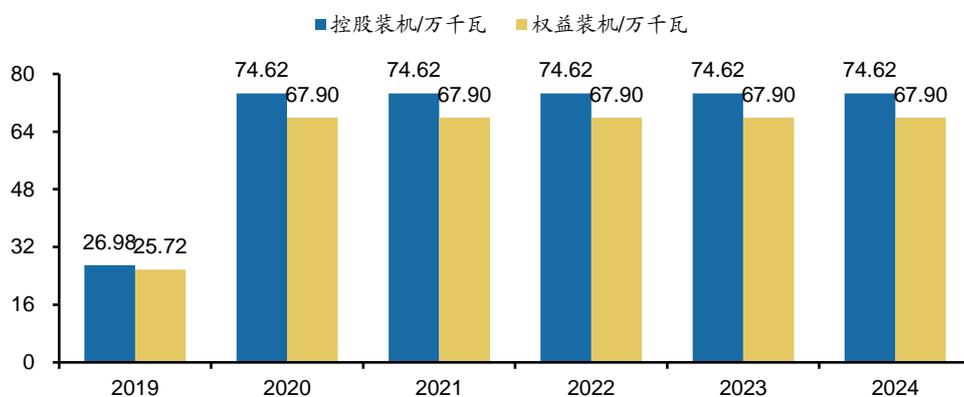


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 二、来水偏枯电量下降，电价维持高位

截至2024年公司水电控股装机74.6万千瓦，权益装机容量67.9万千瓦。根据公司经营公告，公司现有电站全部为水力发电，运营管理24座水电站，截至2024年12月末，公司水电控股装机74.6万千瓦，公司水电站装机规模较小，除芒牙河二级电站，均分布在重庆市内，公司权益装机达到67.9万千瓦。

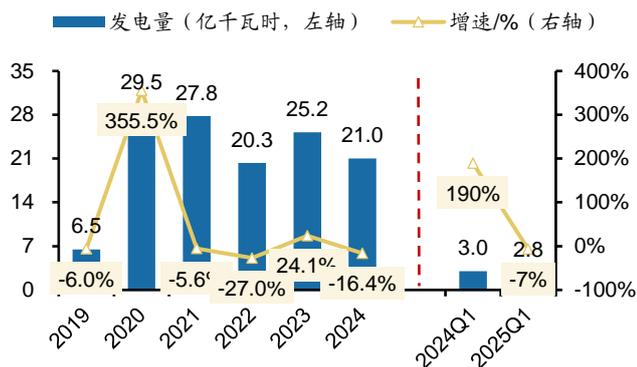
图 10：截至2024年公司控股装机容量74.62万千瓦



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

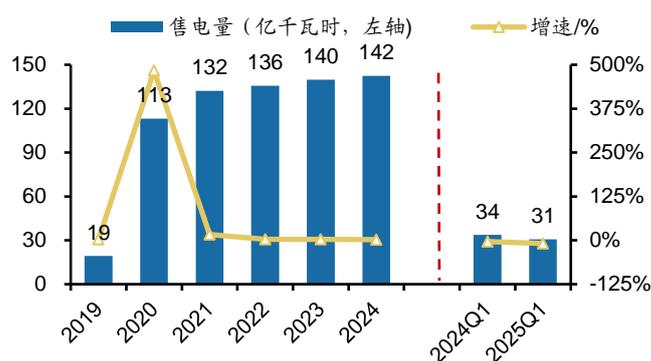
2024年来水偏枯，公司发电量同比下降16.4%。根据公司经营公告，2024年公司水电站所处流域来水偏枯，实现发电量21.0亿千瓦时，同比下降16.4%，除自发电外，为公司向国家电网、南方电网等购电销售，由于新增大客户以及存量客户用电量增加所致，2024年实现售电量142.46亿千瓦时，同比上升1.9%。2024年售电价维持高位，公司售电均价为0.488元/千瓦时（同比-0.14%，不含税）。

图 11: 2024年公司发电量同比下降16.4%



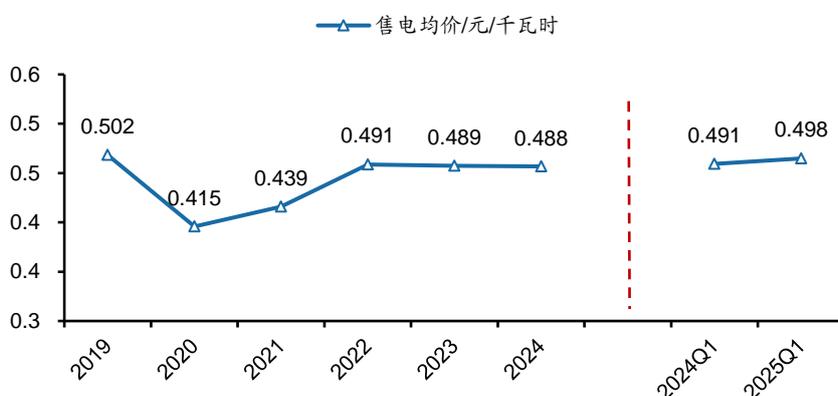
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 2024年公司售电量同比增长1.9%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 2024年公司售电均价同比基本持平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

### 三、协同售电业务, 持续发力综能服务

**完善自有电源结构, 保障电力供应能力。**根据公司2024年年报, 公司推进项目建设, 49万千瓦级重庆市级重点工程—永川区热电联产项目建成投运, 涪陵白涛49万千瓦级燃机热电联产项目正式开工建设, 万州经开区49万千瓦级燃气发电项目加速开展前期工作。积极开展储备电源项目的前期工作, 涪陵白涛35万千瓦燃煤热电联产项目正开展核准工作, 涪陵太和7万千瓦风电和秀山10万千瓦风电项目均取得核准批复。

**依托售电业务, 协同发力综合能源服务。**中标总价为11.18亿元的本钢板材高压作业区2x135MW余气资源综合利用发电项目BOT总包工程建设; 拟投资金额不超过5亿元的万州经开区九龙园8万千瓦热电联产二期项目; 重庆两江协创新区分布式能源站(二期)项目和重庆市第九人民医院两江分院天然气分布式能源项目预计年内投运。已累计实现服务电动重卡986台, 落地电池1100套, 建成充换电站14座。全年综合能源业务实现利润1.06亿元。

**表 1：公司以四大综合能源项目子公司开展综合服务**

公司名称	成立时间	注册资本/亿元	定位	主营业务
综合能源公司	2016.12	5	围绕“城市、园区、用户” <b>发展综合能源、新能源业务的平台</b>	城市综合能源管家、低碳智慧综合能源、智慧城市能源互联网、零碳智慧城市、低碳智慧工业区、源网荷储、绿色交通、热电联产、集中式风光电站、分布式能源站、分布式光伏、能效服务、余能综合利用、合同能源管理服务
三峡绿动	2021.9	2	三峡集团 <b>电动重卡充换储用一体化业务平台</b>	通过整合主机、电池、充换电站等产品向客户提供重卡电动化一揽子解决方案；开发数字能源管理平台工具实现人、车、货、站、电智能匹配和智慧调度；通过提供灵活精准的电池金融解决方案、车辆（车架）解决方案，促进节能低碳型交通工具推广应用
博联能源	2020.9	3	承担万州经开区 <b>九龙园热电联产项目</b> 的建设与生产经营管理	发电、输电、供电业务；热力生产和供应；为园区企业提供可靠、稳定的蒸汽和电能
智汇能源公司	2021.3	0.1	<b>政企合作的能源创新研究平台</b>	开展能源市场、能源政策、双碳等领域研究及咨询，承担公司电源规划和电网规划工作

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

预计公司2025~2027年归母净利润分别为5.33、6.09、6.57亿元，EPS分别为0.28、0.32和0.34元/股，按最新收盘价对应PE分别为24.83、21.71、20.14倍。来水好转自发电量改善，综合能源服务持续推进。参考同业公司，给予公司25年28倍PE估值，对应7.80元/股合理价值，维持“买入”评级。

**表 2：三峡水利同业对比（收盘价日期：2025/04/25）**

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	PE/倍				归母净利润/亿元			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
003035.SZ	南网能源	162.88	4.30	-	30.37	25.61	21.92	-0.58	5.36	6.36	7.43

数据来源：同业对比公司盈利预测来自 Wind 一致预测，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

**来水波动风险：**电力销售是公司的主要收入来源，公司低成本自发电带来高度电利润，2020年完成资产重组后水电装机量大幅增长，而水电发电量的多少取决于来水情况，公司所在流域降水量波动将会影响公司业绩。

**购售电价差缩小：**公司外购电度电成本较高，度电成本近两年存在一定的波动，外购电是公司电力销售的重要部分，购售电价差缩小将减少电力销售业务业绩。

**综合能源服务进展不及预期：**公司积极拓展综合能源服务等新业务，综合能源服务技术新、投入高、用户分散，短期内还未带来规模收益。受宏观经济环境、行业发展以及市场竞争等因素影响，公司新业务拓展可能面临无法达到预期目标的风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>4,684</b>	<b>5,327</b>	<b>5,120</b>	<b>5,277</b>	<b>5,212</b>
货币资金	1,883	1,685	1,612	1,539	1,514
应收及预付	1,194	1,321	1,216	1,364	1,345
存货	294	408	320	426	340
其他流动资产	1,314	1,913	1,972	1,948	2,013
<b>非流动资产</b>	<b>18,853</b>	<b>19,874</b>	<b>20,237</b>	<b>20,364</b>	<b>20,457</b>
长期股权投资	2,047	2,084	2,184	2,284	2,384
固定资产	10,373	10,941	11,161	11,297	11,363
在建工程	934	1,505	1,543	1,430	1,351
无形资产	1,220	1,212	1,212	1,212	1,212
其他长期资产	4,280	4,132	4,136	4,141	4,146
<b>资产总计</b>	<b>23,537</b>	<b>25,202</b>	<b>25,357</b>	<b>25,641</b>	<b>25,669</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,561</b>	<b>9,105</b>	<b>9,020</b>	<b>8,830</b>	<b>8,761</b>
短期借款	3,337	4,845	4,645	4,445	4,245
应付及预收	1,518	1,428	1,530	1,511	1,613
其他流动负债	2,705	2,832	2,845	2,874	2,903
<b>非流动负债</b>	<b>4,554</b>	<b>4,849</b>	<b>4,849</b>	<b>5,049</b>	<b>4,849</b>
长期借款	2,622	2,893	2,893	3,093	2,893
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	932	956	956	956	956
<b>负债合计</b>	<b>12,114</b>	<b>13,954</b>	<b>13,869</b>	<b>13,879</b>	<b>13,610</b>
股本	1,912	1,912	1,912	1,912	1,912
资本公积	6,575	6,566	6,566	6,566	6,566
留存收益	2,903	2,832	3,072	3,346	3,642
归属母公司股东权益	11,164	11,030	11,270	11,544	11,840
少数股东权益	259	218	218	219	220
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,537</b>	<b>25,202</b>	<b>25,357</b>	<b>25,641</b>	<b>25,669</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,267</b>	<b>898</b>	<b>1,565</b>	<b>1,196</b>	<b>1,653</b>
净利润	496	284	533	610	658
折旧摊销	635	741	741	778	812
营运资金变动	57	-381	166	-253	138
其它	79	253	124	62	45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,829</b>	<b>-2,351</b>	<b>-892</b>	<b>-682</b>	<b>-671</b>
资本支出	-1,830	-1,750	-953	-746	-740
投资变动	-90	-726	-99	-100	-100
其他	91	125	159	164	169
<b>筹资活动现金流</b>	<b>869</b>	<b>1,250</b>	<b>-746</b>	<b>-587</b>	<b>-1,008</b>
银行借款	786	1,779	-200	0	-400
股权融资	69	40	0	0	0
其他	14	-569	-546	-587	-608
<b>现金净增加额</b>	<b>306</b>	<b>-203</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	<b>-26</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,339</b>	<b>1,645</b>	<b>1,442</b>	<b>1,368</b>	<b>1,295</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,645</b>	<b>1,442</b>	<b>1,368</b>	<b>1,295</b>	<b>1,270</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0.8%	-7.7%	2.9%	2.9%	2.9%
营业利润	26.5%	-42.8%	83.8%	13.8%	7.3%
归母净利润	8.3%	-39.9%	72.0%	14.4%	7.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.3%	10.3%	11.5%	11.6%	11.8%
净利率	4.4%	2.8%	5.0%	5.6%	5.8%
ROE	4.6%	2.8%	4.7%	5.3%	5.5%
ROIC	2.7%	1.9%	3.1%	3.0%	3.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.5%	55.4%	54.7%	54.1%	53.0%
净负债比率	106.1%	124.1%	120.7%	118.0%	112.9%
流动比率	0.62	0.59	0.57	0.60	0.59
速动比率	0.47	0.45	0.44	0.45	0.46
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.47	0.41	0.42	0.43	0.44
应收账款周转率	10.27	8.64	9.78	8.87	9.32
存货周转率	38.07	25.27	33.21	25.67	33.07
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.27	0.16	0.28	0.32	0.34
每股经营现金流	0.66	0.47	0.82	0.63	0.86
每股净资产	5.84	5.77	5.89	6.04	6.19
<b>估值比率</b>					
P/E	27.89	43.69	24.83	21.71	20.14
P/B	1.29	1.21	1.17	1.15	1.12
EV/EBITDA	16.11	17.62	13.83	13.69	12.83

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>11177</b>	<b>10322</b>	<b>10622</b>	<b>10933</b>	<b>11255</b>
营业成本	10029	9258	9401	9665	9929
营业税金及附加	51	51	48	49	51
销售费用	29	28	28	28	29
管理费用	487	440	467	481	495
研发费用	2	2	2	2	2
财务费用	233	251	228	227	223
资产减值损失	-5	-41	-3	-3	-3
公允价值变动收益	31	2	0	0	0
投资净收益	72	99	159	164	169
<b>营业利润</b>	<b>625</b>	<b>357</b>	<b>657</b>	<b>748</b>	<b>802</b>
营业外收支	0	4	10	15	20
<b>利润总额</b>	<b>625</b>	<b>361</b>	<b>667</b>	<b>763</b>	<b>822</b>
所得税	129	77	133	153	164
<b>净利润</b>	<b>496</b>	<b>284</b>	<b>533</b>	<b>610</b>	<b>658</b>
少数股东损益	-19	-25	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>516</b>	<b>310</b>	<b>533</b>	<b>609</b>	<b>657</b>
EBITDA	1311	1260	1587	1608	1687
EPS (元)	0.27	0.16	0.28	0.32	0.34

## 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：联席首席分析师，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。