

长江电力 (600900.SH)

业绩高增分红提升, 利率下降打开估值空间

核心观点:

- **来水好转、费用下降, 2024 年业绩同比提升 19%。**公司发布年报一季报, 2024 年公司实现营业收入 844.92 亿元 (同比+8.12%), 归母净利润 324.96 亿元 (同比+19.3%); 2025Q1 营业收入 170.15 亿元 (同比+8.68%), 归母净利润 51.81 亿元 (同比+30.56%)。2024 年收入利润增长主要来自电量提升、财务费用下降和投资收益增长。2024 年公司资产负债率降低 1.1pct 至 60.79%, 财务费用同比下降 11.4% (下降 14.25 亿元); 投资收益增加 5.08 亿元/同比+10.68%, 其中处置湖北清能股权贡献 4.21 亿元。2025Q1 电量提升带动收入增长, 在发电量增长的情况下, 营业成本下降 1.2 亿元, 预计为折旧维修等成本下降, 同时财务费用同比降低 3.7 亿元。2024 年两期分红合计 230.73 亿元, 分红率 71%, 对应最新收盘价股息率 3.2%。
- **来水恢复蓄水高位, 六库联调增发发电量。**根据经营公告, 2024 年来水好转, 公司完成发电量 2959 亿千瓦时 (同比+7.1%), 全年节水增发发电量 128.7 亿千瓦时, 创历史新高。2025 年年初公司蓄能偏高, 2025Q1 公司实现发电量 576.79 亿千瓦时, 同比增长 9.35%。截至 3 月末, 测算长江电力蓄能同比偏高超 40 亿度, 为二季度发电打下基础。
- **业绩提升、分红稳定, 公用事业标杆走向 DDM 之路。**2024 年公司电量提升带动业绩增长, 同时承诺十四五 70% 分红率, 分红预期稳定即可使用 DDM 估值。此外, 公司电站推进扩机增容, 流域联调增发发电量, 推进抽蓄建设, 接管长龙山抽蓄电站、多个抽蓄项目开工建设, 折旧、财务费用下降释放利润, 水电龙头仍有成长空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25~27 年归母净利润分别为 346.366、378 亿元, 最新收盘价对应 PE 分别为 21/20/19 倍。公司盈利稳定、现金流充裕, 承诺高分红率。作为水电龙头, 参考同业公司给予公司 25 年 25 倍 PE 估值, 对应 35.31 元/股合理价值, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**来水波动; 上网电价调整风险; 投资收益不及预期风险。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	78144	84492	87062	88377	89818
增长率 (%)	13.5%	8.1%	3.0%	1.5%	1.6%
EBITDA (百万元)	60426	65094	70946	71888	72089
归母净利润 (百万元)	27245	32496	34559	36649	37797
增长率 (%)	14.8%	19.3%	6.3%	6.0%	3.1%
EPS (元/股)	1.11	1.33	1.41	1.50	1.54
市盈率 (P/E)	20.96	22.25	20.89	19.70	19.10
ROE (%)	13.5%	15.5%	15.6%	15.8%	15.5%
EV/EBITDA	14.54	15.58	14.08	13.70	13.46

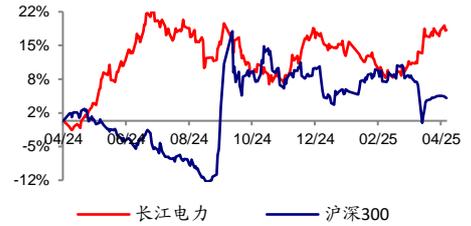
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	29.50 元
合理价值	35.31 元
前次评级	买入
报告日期	2025-05-05

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:

长江电力 (600900.SH): 来水好转电量提升, 水电龙头业绩维持高增	2024-10-31
长江电力 (600900.SH): 电量提升、费用下降, 水电龙头业绩高增	2024-09-04

目录索引

一、电量提升、费用下降，25Q1 业绩同比提升 31%	4
二、来水好转电量提升，六库联调增发电量	7
三、盈利稳定高股息，维持“买入”评级	9
四、风险提示	9

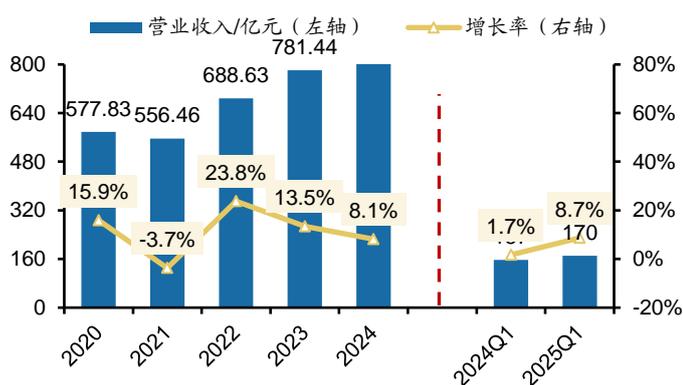
图表索引

图 1: 2024 年公司营业收入同比+8.1%.....	4
图 2: 2024 年公司归母净利润同比+19.3%.....	4
图 3: 2024 年公司总成本同比+1.62%.....	4
图 4: 2024 年公司折旧费用同比+2.3%.....	4
图 5: 2024 年公司财务费用 111.3 亿元.....	5
图 6: 2024 年公司期间费用率下降至 16.3%.....	5
图 7: 截至 2024 年末公司总负债为 3441 亿元.....	5
图 8: 截至 2024 年末公司资产负债率为 60.8%.....	5
图 9: 2024 年公司经营性现金流净额 596 亿元.....	6
图 10: 2024 年公司投资现金流净额-108 亿元.....	6
图 11: 2024 年公司分红率达 71%.....	6
图 12: 2024 年度股息率 3.2%.....	6
图 13: 2024 年公司发电量同比+7.1%.....	7
图 14: 各电站发电量情况.....	7
图 15: 公司预计六库联调可额外增发发电量.....	8
图 16: 2024 年投资收益占利润总额比例 13.5%.....	8
表 1: 乌白注入后公司四库联调升级为六库联调.....	7
表 2: 长江电力同业对比 (收盘价日期: 2025/04/30).....	9

一、电量提升、费用下降，25Q1 业绩同比提升 31%

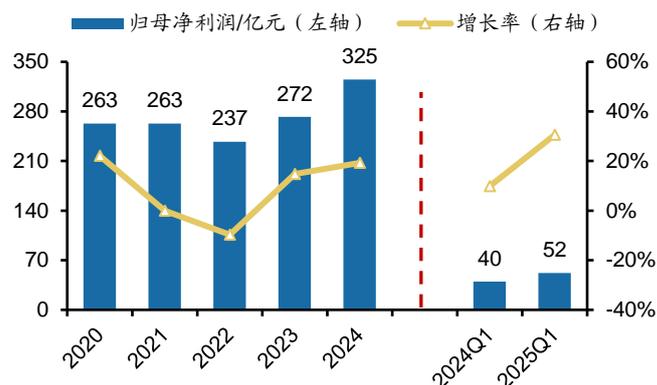
来水好转业绩改善，2024年归母净利润同比提升19.3%，25Q1归母净利润同比提升30.6%。2024年来水好转，发电量同比提升7.1%，公司实现营业收入845亿元（同比+8.1%），归母净利润325亿元（同比+19.3%），在去年发电量低基数的情况下，2024年业绩弹性较大。2025年一季度公司发电量同比提升9.4%，公司实现营业收入170亿元（同比+8.7%），同时财务费用下降、投资收益提升，实现归母净利润52亿元（同比+30.6%）。

图 1：2024年公司营业收入同比+8.1%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

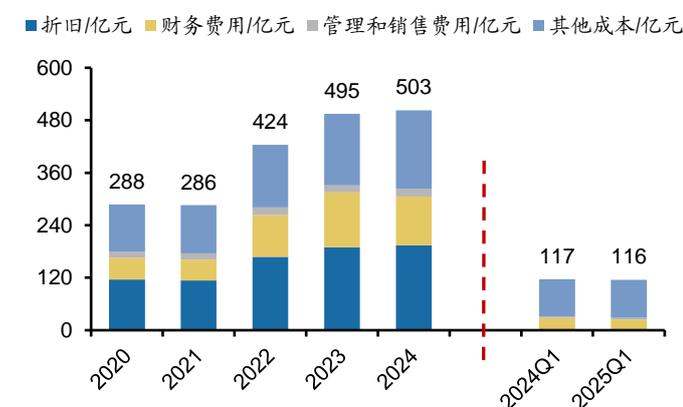
图 2：2024年公司归母净利润同比+19.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

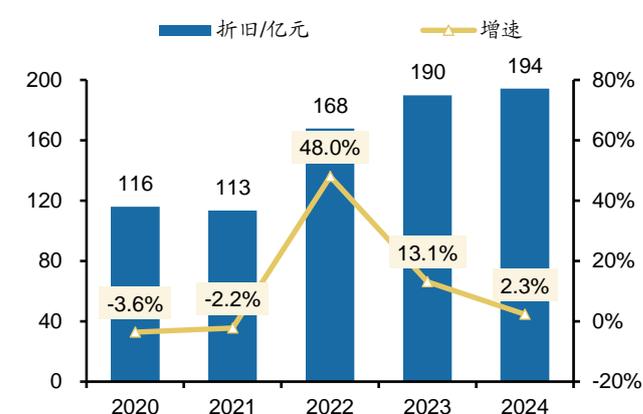
折旧、财务费用占总成本六成以上，发电量增长成本小幅提升。发电量提升导致水资源费、库区基金等少量可变成本提升，2024年公司营业成本同比提升4.8%至345.3亿元，毛利率同比提升1.34pct至59.1%。其中折旧费用同比提升2.3%，主要系机器设备原值增加，财务费用同比下降11.4%，管理费用同比提升12.4%。2025年一季度在发电量增长的情况下，营业成本下降1.2亿元至115.5亿元（同比-1.1%），预计为折旧维修等成本下降。

图 3：2024年公司总成本同比+1.62%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2024年公司折旧费用同比+2.3%

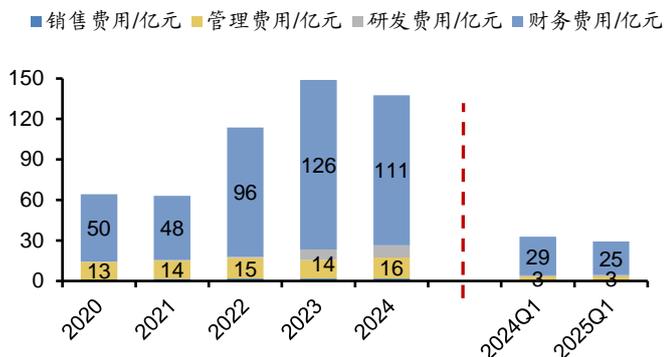


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

财务费用明显下降，央企研发投入考核下研发费用提升。公司逐渐偿还到期借款并置换高利率负债，降低财务费用，2024年财务费用111.3亿元（同比降低11.4%），

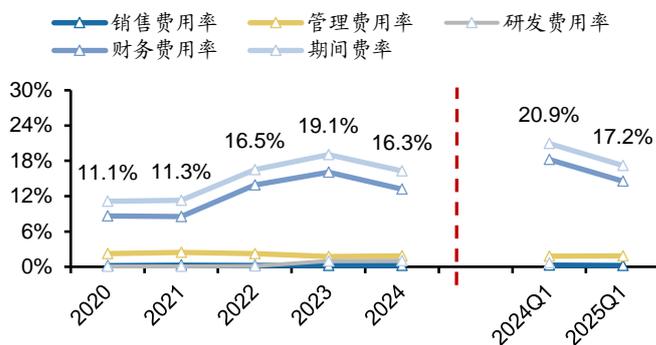
央企实行一利五率考核，公司研发投入开始增加，2024年研发费用8.9亿元，同比增长12.9%。2025Q1财务费用同比下降13.05%。

图 5: 2024年公司财务费用111.3亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

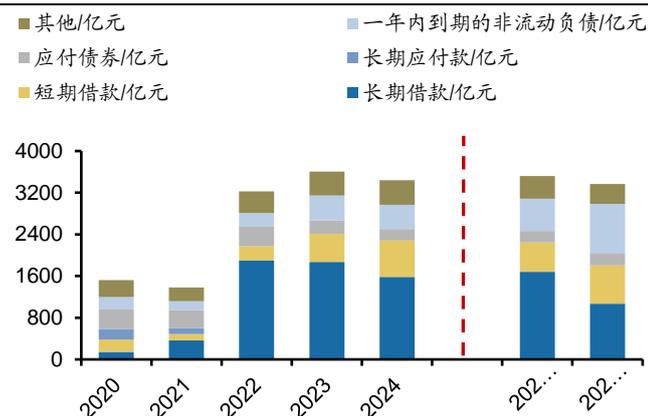
图 6: 2024年公司期间费用率下降至16.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

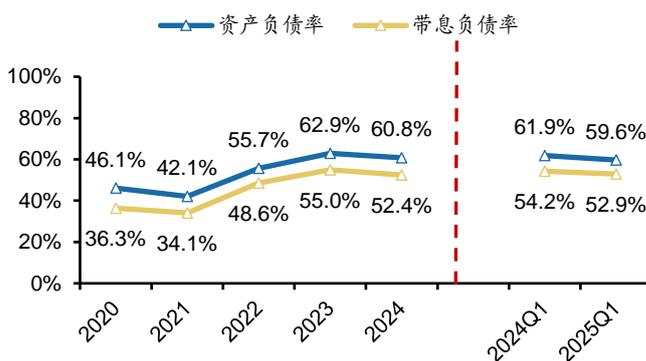
截至2024年末，公司总负债3441亿元、资产负债率60.8%。相比2023年底，公司长期借款进一步下降，总负债减少163亿元至3441亿元(同比-4.5%)，截至2024年末，公司资产负债率60.8%，同比下降2.1pct。

图 7: 截至2024年末公司总负债为3441亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

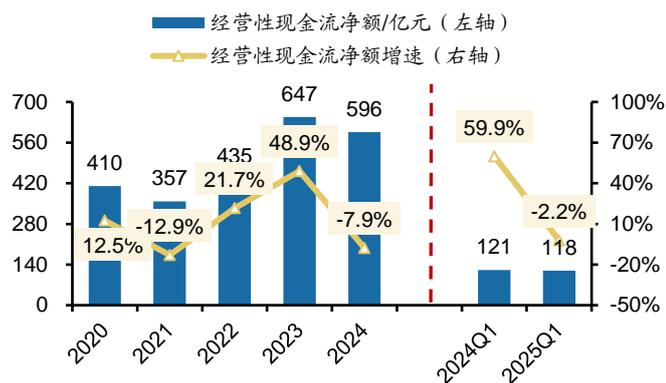
图 8: 截至2024年末公司资产负债率为60.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

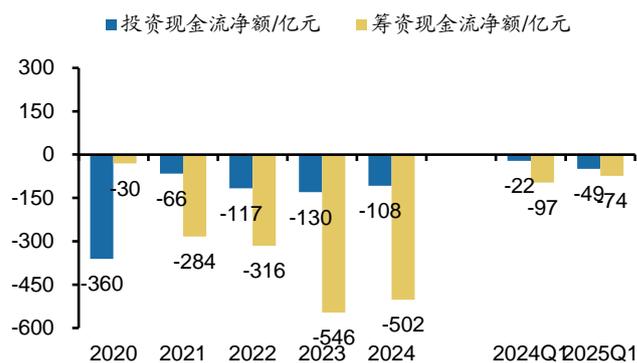
经营活动现金流充裕，2024年公司经营性现金流净额596亿元。公司经营性现金流充裕，2024年经营现金流净额596亿元，同比降低7.9%，主要系2023年公司回收电费导致经营现金流提升。资本支出维持较低水平，2024年投资现金流净流出108亿元，同时偿还负债，筹资现金流净额流出502亿元。

图 9：2024年公司经营性现金流净额596亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：2024年公司投资现金流净额-108亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

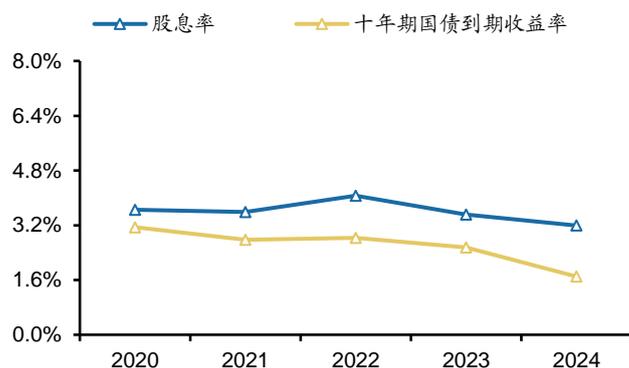
2024年分红率71%，承诺十四五期间分红率不低于70%。由于现金流稳定且充裕，公司常年保持高比例分红，近几年分红率保持在60%以上，2024年分红总额230.74亿元，分红率71.0%，略超公司承诺2021-2025年每年不低于70%的分红率，每股股利0.94元。从股息率来看，公司股息率水平常年高于十年期国债到期收益率，2024年度股息率3.2%。

图 11：2024年公司分红率达71%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：2024年度股息率3.2%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

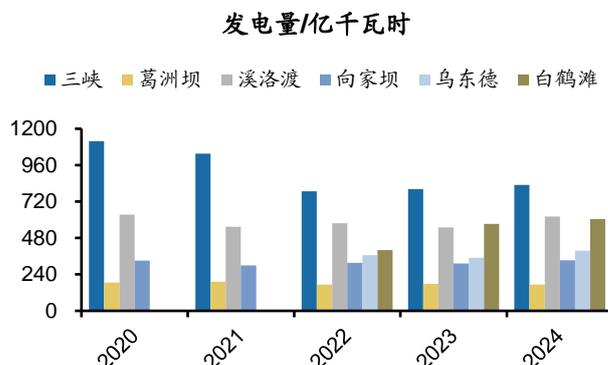
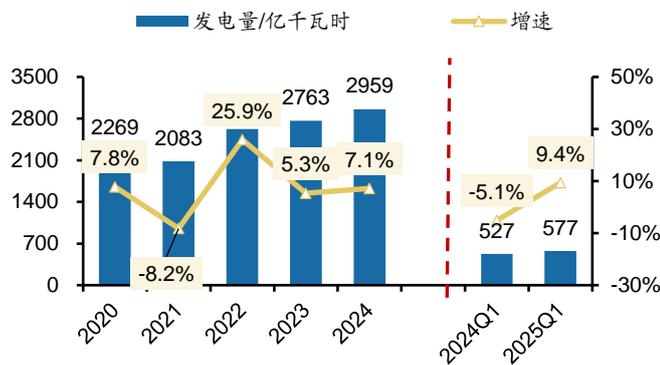
备注：股息率对应年末收盘价

二、来水好转电量提升，六库联调增发电量

2024年来水好转，发电量同比大增。2024年公司发电量2959亿千瓦时，同比提升7.1%。为克服汛期“丰枯急转”影响，科学开展“六库联调”，梯级电站发电量同比增加196.41亿千瓦时，节水增发128.7亿千瓦时，创历史新高。

图 13: 2024年公司发电量同比+7.1%

图 14: 各电站发电量情况



数据来源: 发电量公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 发电量公告, 广发证券发展研究中心

乌白并网实施六库联调，有效平滑来水波动，增发电量。乌白电站投产后，长江电力四库联调升级为六库联调，总调节库容370亿立方米，其中白鹤滩、溪洛渡水电站具有年调节能力，多库联合调度有助于形成水库群梯级效应，通过梯级调度熨平来水波动，增发电量。

表 1: 乌白注入后公司四库联调升级为六库联调

流域名称	上市公司	主要电站	装机容量/万千瓦	调节库容/亿立方米	调节能力	
					各电站调节能力	流域调节能力
长江流域	长江电力	葛洲坝	273.5	0.86	三峡的反调节枢纽	乌白电站投产后，形成以三峡为核心的六库联调
		三峡	2250	165	季调节能力	
		溪洛渡	1386	65	年调节能力	
		向家坝	640	9	不完全季调节能力	
		乌东德	1020	26	季调节能力	
		白鹤滩	1600	104	年调节能力	
		合计	7169.5	370		

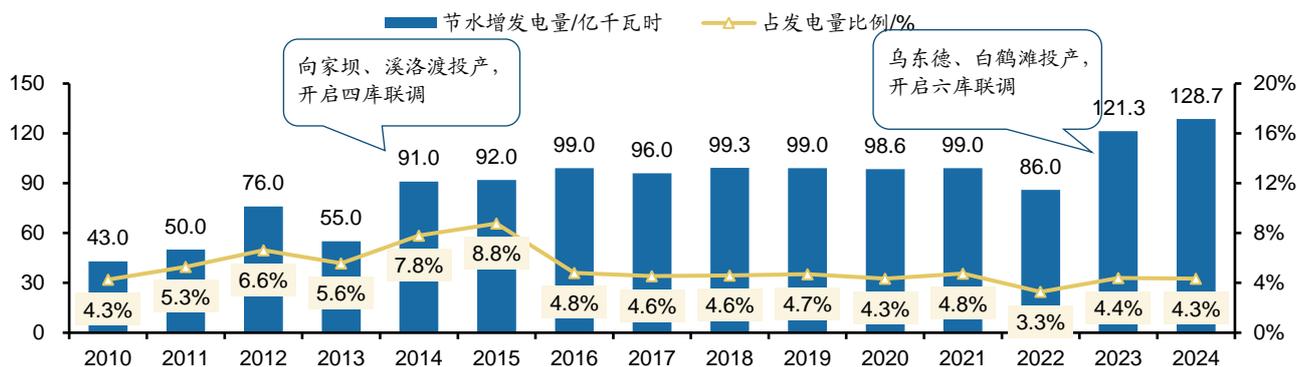
数据来源: 公司财报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

梯级电站群联合调度可减少弃水、提高运行水头、增发电量。联合调度的优势主要体现在以下两个方面: 1.减少弃水, 汛期上游水库可提前拦蓄部分水量, 待来水减少后, 逐步释放拦蓄水量, 从而提高梯级电站发电效益; 2.抬高水头, 通过“早蓄水、晚消落、动汛限”, 提高水库平均运行水头, 从而提高机组发电功率, 多水库联合调度同样可提高防洪能力, 下游水库可在汛期提高水位。

以长江电力为例, 通过四库联调, 长江电力2014年以来每年可增发电量接近100亿千瓦时, 2024年节水增发128.7亿千瓦时, 来水好转后仍将提升, 此外, 上游调节电站投产后实施流域梯级联合调度同样对公司存在增发效益, 目前雅砻江两河口电

站已完全投产、金沙江中游龙盘电站正推进建设。

图 15: 公司预计六库联调可额外增发电量

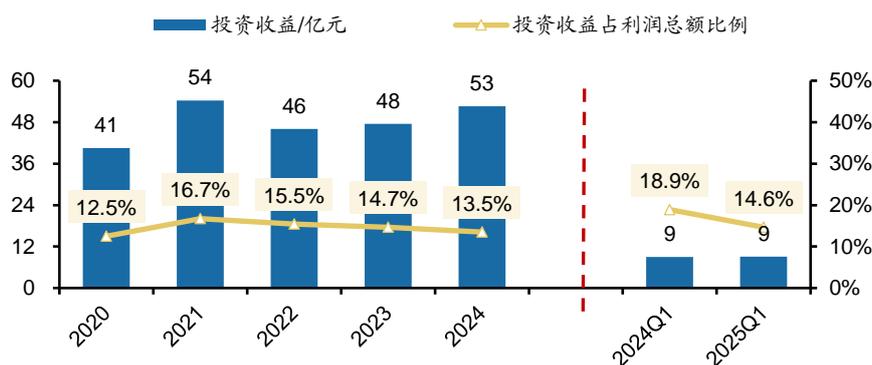


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司围绕水电主业，向四个方向延伸产业投资。第一，以推进长江流域水资源综合利用效益最大化为目标，对流域优质水电企业进行股权投资，如国投电力、川投能源、金中公司；第二，以公司电能消纳区域为重点，对优质地方综合能源平台进行战略投资，如湖北能源、申能股份、上海电力、广州发展；第三，积极培育和发展国内外配售电业务，延长产业链，如路德斯公司；第四，探索推进其它清洁能源，综合能源服务以及长江大保护相关项目。

投资收益熨平利润波动，2024年投资收益占利润总额比例13.5%。长期股权投资的增长带动投资收益增长，2024年投资收益达53亿元，其中处置湖北清能股权贡献4.21亿元。2024年公司继续增持三峡水利、桂冠电力、甘肃能源的股权。投资收益的增长将有效平滑来水波动导致的业绩波动。

图 16: 2024年投资收益占利润总额比例13.5%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

水电之外，公司资本支出集中向抽水蓄能。公司已开工建设甘肃张掖抽水蓄能，湖南攸县广寒坪抽水蓄能，重庆奉节菜籽坝抽水蓄能，安徽休宁抽水蓄能，抽水蓄能成为公司未来主业增长来源。

三、盈利稳定高股息，维持“买入”评级

预计公司2025~2027年归母净利润分别为345.59、366.49、377.97亿元，EPS分别为1.41、1.50和1.54元/股，按最新收盘价对应PE分别为20.89、19.70、19.10倍。公司盈利稳定、现金流充裕，十四五承诺70%分红率。作为水电龙头，参考同业公司给予公司2025年25倍PE估值，对应35.31元/股合理价值，维持公司“买入”评级。

表 2：长江电力同业对比（收盘价日期：2025/04/30）

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
600886.SH	国投电力	1,205.48	15.06	18.65	15.08	13.93	15.18	66.43	79.43	86.22	79.40
600674.SH	川投能源	828.20	16.99	18.37	16.04	15.08	14.26	45.08	51.65	54.93	58.07
600025.SH	华能水电	1,719.00	9.55	20.63	18.84	17.75	17.35	82.97	91.23	96.80	99.09

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

四、风险提示

来水波动风险：水电发电收入是公司收入的主要来源，而水电发电量的多少取决于来水情况，降水量减少、融雪量减少、金沙江上游和雅砻江引调水工程投运、或者在建拟建水电站蓄水，都会影响下游水电站来水，从而影响公司业绩。

上网电价调整风险：电价市场化改革持续推进，虽然公司主要以合同售电为主，但仍有部分电量参与市场化交易，合同售电中的电价也有调整的可能，若上网电价下降，则会直接影响公司业绩。

投资收益不及预期风险：公司长期股权投资持续提高，每年贡献的投资收益占利润总额比例较高，被投公司的业绩情况对公司利润有较大影响，若投资收益不及预期，可能影响公司业绩。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,745	17,190	16,930	17,129	17,555
货币资金	7,824	6,555	6,095	6,225	6,559
应收及预付	8,592	9,414	9,683	9,823	9,979
存货	587	642	618	601	592
其他流动资产	743	579	534	479	425
非流动资产	555,194	548,882	546,035	543,304	541,201
长期股权投资	71,684	73,319	75,319	77,319	79,319
固定资产	445,513	430,425	416,719	403,239	390,415
在建工程	5,001	9,063	16,063	23,063	30,063
无形资产	23,782	25,459	27,189	28,889	30,559
其他长期资产	9,214	10,616	10,745	10,795	10,845
资产总计	572,939	566,072	562,965	560,433	558,756
流动负债	144,293	159,556	198,254	197,265	205,770
短期借款	53,985	69,692	75,692	89,692	112,692
应付及预收	1,516	1,611	1,624	1,631	1,659
其他流动负债	88,792	88,252	120,938	105,941	91,418
非流动负债	216,105	184,560	131,622	118,602	96,582
长期借款	187,008	158,588	103,588	93,588	69,588
应付债券	25,836	21,741	23,741	20,741	22,741
其他非流动负债	3,262	4,231	4,292	4,272	4,252
负债合计	360,398	344,116	329,875	315,866	302,352
股本	24,468	24,468	24,468	24,468	24,468
资本公积	63,608	63,718	63,718	63,718	63,718
留存收益	111,373	118,780	129,113	140,107	151,446
归属母公司股东权益	201,453	210,288	220,967	231,962	243,301
少数股东权益	11,087	11,667	12,123	12,605	13,103
负债和股东权益	572,939	566,072	562,965	560,433	558,756

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	78144	84492	87062	88377	89818
营业成本	32958	34528	34798	34949	35553
营业税金及附加	1602	1968	2873	2916	2964
销售费用	192	188	215	218	222
管理费用	1364	1562	1637	1661	1689
研发费用	789	891	958	972	988
财务费用	12560	11131	9630	8219	7459
资产减值损失	-42	-14	-20	-20	-20
公允价值变动收益	-163	212	-10	-10	-10
投资净收益	4750	5258	5137	5214	5299
营业利润	33231	39645	42071	44639	46227
营业外收支	-807	-783	-780	-800	-800
利润总额	32424	38862	41291	43839	45427
所得税	4457	5932	6276	6707	7132
净利润	27967	32930	35015	37132	38295
少数股东损益	723	434	455	483	498
归属母公司净利润	27245	32496	34559	36649	37797
EBITDA	60426	65094	70946	71888	72089
EPS (元)	1.11	1.33	1.41	1.50	1.54

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	64,749	59,648	58,154	59,013	59,696
净利润	27,967	32,930	35,015	37,132	38,295
折旧摊销	19,228	19,780	20,025	19,830	19,204
营运资金变动	9,272	1,071	-291	-92	378
其它	8,282	5,868	3,405	2,143	1,819
投资活动现金流	-12,991	-10,775	-12,818	-12,677	-12,591
资本支出	-12,410	-14,411	-15,869	-15,891	-15,890
投资变动	-2,736	1,087	-2,000	-2,000	-2,000
其他	2,156	2,548	5,051	5,214	5,299
筹资活动现金流	-54,604	-50,194	-45,761	-46,206	-46,771
银行借款	23,994	-12,712	-49,000	4,000	-1,000
股权融资	16,495	147	0	0	0
其他	-95,093	-37,628	3,239	-50,206	-45,771
现金净增加额	-2,817	-1,303	-425	130	334
期初现金余额	10,629	7,812	6,508	6,083	6,213
期末现金余额	7,812	6,508	6,083	6,213	6,547

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	13.5%	8.1%	3.0%	1.5%	1.6%
营业利润	9.4%	19.3%	6.1%	6.1%	3.6%
归母净利润	14.8%	19.3%	6.3%	6.0%	3.1%
获利能力					
毛利率	57.8%	59.1%	60.0%	60.5%	60.4%
净利率	35.8%	39.0%	40.2%	42.0%	42.6%
ROE	13.5%	15.5%	15.6%	15.8%	15.5%
ROIC	6.7%	7.4%	8.4%	8.6%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	62.9%	60.8%	58.6%	56.4%	54.1%
净负债比率	169.6%	155.0%	141.5%	129.2%	117.9%
流动比率	0.12	0.11	0.09	0.09	0.09
速动比率	0.12	0.10	0.08	0.08	0.08
营运能力					
总资产周转率	0.14	0.15	0.15	0.16	0.16
应收账款周转率	6.58	9.47	9.20	9.14	9.15
存货周转率	57.12	56.21	55.24	57.35	59.63
每股指标 (元)					
每股收益	1.11	1.33	1.41	1.50	1.54
每股经营现金流	2.65	2.44	2.38	2.41	2.44
每股净资产	8.23	8.59	9.03	9.48	9.94
估值比率					
P/E	20.96	22.25	20.89	19.70	19.10
P/B	2.83	3.44	3.27	3.11	2.97
EV/EBITDA	14.54	15.58	14.08	13.70	13.46

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	gfbzqyf@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。