

利柏特 (605167.SH)

核电模块化建设大势所趋、超百亿空间，看好南通基地投产后弹性

公司评级

买入

当前价格	10.64 元
合理价值	12.05 元
前次评级	买入
报告日期	2025-06-09

核心观点:

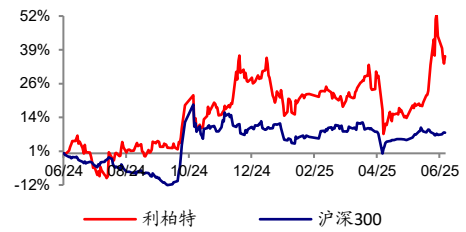
- **核电模块指在工厂预制的大型核电厂组件，年均市场空间可达 300 亿元。**模块化组件包括设备预埋件、安全壳钢衬里、厂房框架（钢结构、钢筋笼）等。**适用堆型看：**AP1000 核电为是首个大规模实施模块化建造的核电机组，在中国三门、海阳核电项目中得到实施和应用。此外，模块化技术广泛用于国和一号、华龙一号等国内三代堆型。
- **核电建设提速，核电模块化建设大势所趋。**根据《我国核电发展规划研究》，预计 2035 年核电发展规模达 169GW，发电量占比达到 13.5%。模块化技术具有工期缩短、安全可靠、易于维护三大优势，建设提速有望带动模块化技术有望进一步普及。
- **竞争格局看：核安全技术标准要求下供应商较少，主要由中核华兴、利柏特、国核设备、中国一重等提供。**根据测算，如模块化施工占工程量比达到 30%/40%/50%/60%，对应 2024-2030 年年均核电模块市场空间为 151/202/252/302 亿元。
- **利柏特可转债获上交所审议通过，核电工程及海工模块业务发展有望提速。**公司已于 2025 年 4 月 21 日通过上交所审议，募集资金总额不超过人民币 7.5 亿元建设南通利柏特重工项目，本次募投项目预计达产年的年收入可达 21.10 亿元，其中，化工/油气/核电/其他模块预估年产值分别为 5.6/6.4/5.6/3.5 亿元。**3 月 20 日，利柏特工程与中广核工程签订 2.26 亿元《宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程合同》，核电工程业务持续突破。**
- **盈利预测及投资建议。**预计公司 25-27 年归母净利润 2.71/3.34/4.11 亿元。参考可比公司估值，给予公司 25 年 20 倍 PE，对应合理价值 12.05 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、市场竞争加剧、资金实力不足。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3242	3493	3840	4651	5637
增长率 (%)	88.4%	7.7%	9.9%	21.1%	21.2%
EBITDA (百万元)	277	364	402	489	588
归母净利润 (百万元)	190	240	271	334	411
增长率 (%)	38.7%	26.5%	12.5%	23.3%	23.3%
EPS (元/股)	0.42	0.54	0.60	0.74	0.92
市盈率 (P/E)	22.41	18.00	17.66	14.32	11.61
ROE (%)	11.7%	13.1%	13.3%	14.6%	16.0%
EV/EBITDA	14.12	10.32	10.40	8.38	6.61

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

耿鹏智



SAC 执证号: S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

分析师:

乔钢



SAC 执证号: S0260524100001



SFC CE No. BVX103



021-38003769



qiaogang@gf.com.cn

请注意，耿鹏智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:

利柏特 (605167.SH):盈利提升、现金流优异，核电/海洋工程业务有望加速
2025-04-29

利柏特 (605167.SH):盈利水平显著提升，重大项目持续落地
2024-10-30

联系人:

张子峻 021-38003620

zhangzijun@gf.com.cn

目录索引

一、核电模块：缩短工期、安全性佳，年均市场空间可达 300 亿元	4
（一）核电模块为预制核电厂组件，广泛用于国内三代堆型	4
（二）核电建设提速背景下，模块化技术有望进一步普及	4
（三）核安全技术标准要求下供应商较少，年均市场空间可达 300 亿元	5
二、盈利预测及投资建议	7
三、风险提示	8
（一）原材料价格波动	8
（二）市场竞争加剧	8
（三）资金实力不足	8

图表索引

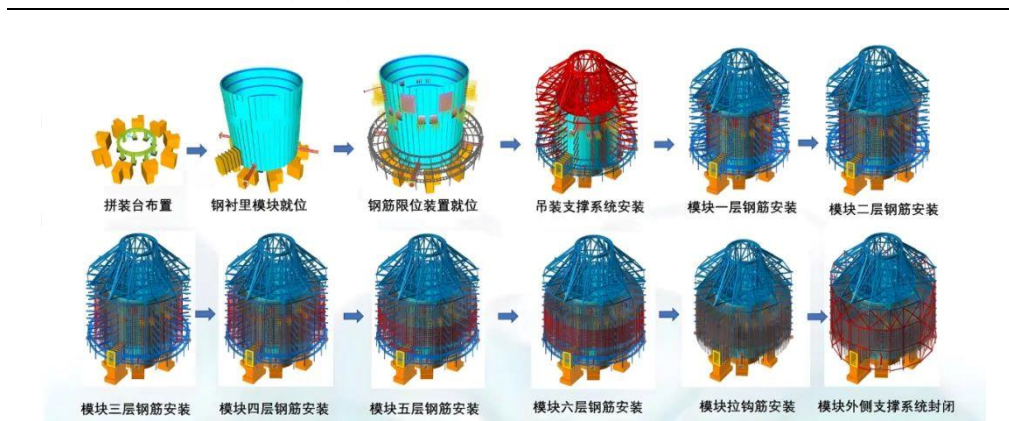
图 1: VVER-1200 “非模转模” 建造技术	4
图 2: 2024 年, 全国核准核电机组数达 11 台	5
表 1: 模块化技术广泛用于国内 3 代堆型	4
表 2: 模块化技术能够减少核电项目工期	5
表 3: 核电模块主要由中核华兴、利柏特、国核设备、中国一重提供	6
表 4: 如模块化施工占工程量比达到 60%, 2024-2030 年年均核电模块市场空间为 302 亿元	6
表 5: 公司营收拆分表	7
表 6: 公司盈利预测表	7
表 7: 可比公司估值表 (2025.6.6)	8

一、核电模块：缩短工期、安全性佳，年均市场空间可达 300 亿元

（一）核电模块为预制核电厂组件，广泛用于国内三代堆型

核电模块指在工厂预制的大型核电厂组件。通过标准化设计制造后运至现场组装的技术体系。其核心特点是工厂化预制、并行施工、现场快速集成。模块化组件包括设备预埋件、安全壳钢衬里、厂房框架（钢结构、钢筋笼）等。

图1: VVER-1200“非模转模”建造技术



数据来源：中国核工业公众号、广发证券发展研究中心

模块化技术广泛用于国内三代堆型，小型堆天然具有模块化设计优势。AP1000核电为是首个大规模实施模块化建造的核电机组，在中国三门、海阳核电项目中得到实施和应用。此外，模块化技术广泛用于国和一号、华龙一号等国内三代堆型。如漳州/陆丰/宁德二期核电站。小型堆天然具有模块化设计优势，通过模块化设计，可以将起始端模块（核蒸汽供应系统）与不同的终端（蒸汽供应模块、发电机输出模块、海水淡化模块以及组合）进行连接，实现不同地域的多种能源供应需求。

表1: 模块化技术广泛用于国内3代堆型

应用堆型	模块化运用项目
国和一号 (CAP1400)	-
华龙一号 (HPR1000)	福建漳州核电（中核）、广东陆丰核电（中广核）、福建宁德核电（中广核）
AP1000	山东海阳核电站 3/4 号机组（国家电投）、三门核电站
四代核电技术	山东石岛湾高温气冷堆（华能）
小型反应堆 (SMR)	海南昌江“玲龙一号”

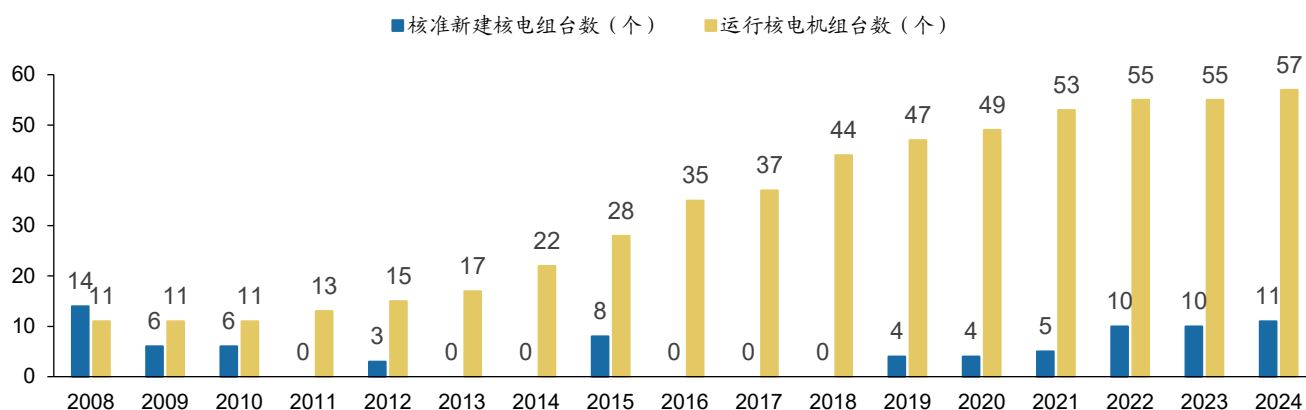
数据来源：国家核安全局、新华网、中国核电网、中国核能行业协会、国际电力网、漳州市人民政府官网、广发证券发展研究中心

（二）核电建设提速背景下，模块化技术有望进一步普及

国内核电机组进入高速发展期，核准建设提速。当前看，2011年福岛核事故后，核电安全性倍受重视，我国核电项目审批陷入停滞期，2011-2018年8年间仅核准11台。自2019年以来，每年核准核电机组数量呈现上升趋势。2024年，全国核准核电机组数达11台。截至25M5，2025年核准核电机组数达10台。预期看，根据中国核电发展

中心、国网能源研究院发布的《我国核电发展规划研究》，预计2030年、2035年核电发展规模达131、169GW，发电量占比达到10.0%、13.5%。

图 2：2024 年，全国核准核电机组数达 11 台



数据来源：国家能源局、中国政府网、中国能源网、中国能源新闻网、国家核安全局、中国核电网、中国能源研究会核能专委会、中国核能行业协会、原子能机构官网、中国政协网、新华社、广发证券发展研究中心

模块化技术具有工期缩短、安全可靠、易于维护三大优势，建设提速背景下，模块化技术有望进一步普及。**工期缩短**：模块化设计将核电站的建设过程分解为多个阶段，并且各个阶段可以并行进行，有利于缩短建设周期。**安全可靠**：模块化设计能够减少施工现场的风险因素，并提高核电站的安全性和可靠性。**易于维护**：模块化设计使得核电站的每个模块都是独立的单元，可以方便地进行维护和更换。

表2：模块化技术能够减少核电项目工期

核电机组	采用模块化情况
海阳核电 3 号机组	在 CV 基础采用“CR10 钢结构+钢筋+工艺管道”模块化施工技术，节省工期 30 天
福清核电 5 号机组	钢衬里采用模块化整体吊装工艺，模块一的模块化施工至少缩短核岛土建施工总工期 20 天以上
三门核电 2 号机组	相比 1 号机组核岛 CA20 模块，搭载了更多模块和设备，实现了更高层次的模块化施工，减少了现场安装工作量

数据来源：国际电力网、国务院国资委、广发证券发展研究中心

（三）核安全技术标准要求下供应商较少，年均市场空间可达 300 亿元

供给端：核安全技术标准要求下供应商较少，主要由中核华兴、利柏特、国核设备、中国一重提供。中核华兴具备核电钢结构产能，承接宁德核电二期、陆丰核电、浙江三澳核电、田湾核电等项目模块制造/安装业务。国核设备承接廉江核电一期项目模块制造/安装业务。利柏特25M3与中广核工程签订《宁德二期5BDA、7BUG模块建造安装工程及临时泊位工程合同》，合同额2.26亿元。公司发行可转债用于南通基地建设，其中核电模块年预计产量1.4万吨，预估单价4万元/吨，对应年产值5.6亿元（2024年利柏特营业总收入34.93亿元）。

表3: 核电模块主要由中核华兴、利柏特、国核设备、中国一重提供

公司	股权结构	核电模块业务开展情况
利柏特	中核二三直接持股 3.68%	25M3 与中广核工程签订《宁德二期 5BDA、7BUG 模块建造安装工程及临时泊位工程合同》，合同额 2.26 亿元
中核华兴	中国核建直接持股 73.06%	承接宁德核电二期、陆丰核电、浙江三澳核电、田湾核电等项目模块制造/安装业务
国核设备	国电投间接持股 77.66%	承接廉江核电一期项目模块制造/安装业务
中国一重	中国一重集团持股 63.88%	承制玲龙一号反应堆核心模块

数据来源: iFinD、中核华兴公众号、国核设备公众号、新华网、广发证券发展研究中心

需求端: 如模块化施工占工程量比达到60%, 对应年均核电模块市场空间为302亿元。根据广发建筑团队发布的中国核建深度报告, 我们测算2024-2030年核电年均土建及安装市场空间达504亿元(对应每年9-10台核电机组开工), 如模块化施工占工程量比达到30%/40%/50%/60%, 对应每年核电模块市场空间为151/202/252/302亿元。

表4: 如模块化施工占工程量比达到60%, 2024-2030年年均核电模块市场空间为302亿元

核电工程市场空间测算				
2035 年预计核电投产装机容量 (GW) ①			169	
2023 年末投产+在建装机容量 (GW) ②			87.2	
2024-2030 年需要新开工装机容量 (GW) ③=①-②			81.8	
年均开工装机容量 (GW) ④=③÷7			11.7	
年均开工机组台数 (假设单台装机容量 1.2GW)			约 9-10 台	
单位工程造价 (亿元/GW) ⑤			180	
单台工程造价 (亿元, 假设单台装机容量 1.2GW)			216	
2024-2030 年年均核电项目投资 (亿元) ⑤×⑥			2103	
工程市场拆分预测				
占核电站总投资额比例	占投资比例	市场空间 (亿元)		
2024-2030 年年均土建及安装工程市场空间 (按招标项目情况假设)	24%	504		
其中: 核岛 (含配套 BOP)	18%	377		
核岛 (含配套 BOP) 土建工程	11%	224		
核岛 (含配套 BOP) 安装工程	7%	152		
其中: 常规岛 (含配套 BOP)	6%	127		
假设模块化施工占比	30%	40%	50%	60%
核电模块市场空间	151	202	252	302

数据来源: 广发证券发展研究中心

二、盈利预测及投资建议

考虑到公司南通基地投产提供模块产能增量，预计2025-2027年工程模块业务营收增速均为25%，该业务具有较强的渠道护城河，预计毛利率保持稳定均为26%。

综合考虑公司在手订单及项目确认情况，预计2025-2027年工程服务营收增速分别为6%、20%、20%，公司主要下游为化工、油气、核电等工程门槛较高的行业，预计2025-2027年毛利率为13%。

预计2025-2027年公司营业总收入为38.40、46.51、56.37亿元，同比+9.9%、+21.1%、+21.2%。

表5: 公司营收拆分表

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32.42	34.93	38.40	46.51	56.37
yoy	88.4%	7.7%	9.9%	21.1%	21.2%
毛利率	14.54%	16.09%	16.23%	16.27%	16.35%
工程服务营收	27.40	27.60	29.26	35.11	42.13
yoy	106.7%	0.7%	6.0%	20.0%	20.0%
毛利率	12.3%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
工业模块设计和制造营收	4.95	7.24	9.05	11.31	14.14
yoy	27.5%	46.4%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	26.0%	26.6%	26.0%	26.0%	26.0%
其他业务营收	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10
yoy	0.2%	11.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	75.3%	65.8%	65.0%	65.0%	65.0%

数据来源: 广发证券发展研究中心

预计2025-2027年归母净利润为2.71、3.34、4.11亿元，同比+12.5%、+23.3%、+23.3%。

表6: 公司盈利预测表

单位: 亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32.42	34.93	38.40	46.51	56.37
yoy	88.39%	7.72%	9.94%	21.14%	21.19%
毛利率	14.54%	16.09%	16.23%	16.27%	16.35%
工程服务营收	27.40	27.60	29.26	35.11	42.13
yoy	106.7%	0.7%	6.0%	20.0%	20.0%
毛利率	12.3%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%
工业模块设计和制造营收	4.95	7.24	9.05	11.31	14.14
yoy	27.5%	46.4%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率	26.0%	26.6%	26.2%	26.0%	26.0%
其他业务营收	0.08	0.08	0.09	0.09	0.10
yoy	0.2%	11.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	75.3%	65.8%	65.0%	65.0%	65.0%

数据来源: 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

参考可比公司估值，给予公司25年20倍PE，对应合理价值12.05元/股，维持“买入”评级。

表7：可比公司估值表（2025.6.6）

股票代码	公司简称	股价（元）	PE（倍）			PE（TTM）	PB（LF）
			2025E	2026E	2027E		
002116.SZ	中国海诚	10.48	13.7	12.8	11.9	15.00	1.88
301058.SZ	中粮科工	11.02	20.3	17.4	15.1	23.89	2.59
603727.SH	博迈科	14.69	16.8	11.1	8.3	52.83	1.31

数据来源：广发证券发展研究中心 注：表中上市公司数据采用 Wind 一致预测计算

三、风险提示

（一）原材料价格波动

钢材是工业模块制造最重要的原材料之一，钢材价格波动在较大程度上影响该行业的盈利水平。但行业内企业也可通过减少自订单签订到采购完成的时间、减少承接毛利低的订单、跟业主订立风险共同承担合同、事后重新议价等方式来有效规避毛利大幅降低的风险。

（二）市场竞争加剧

国际知名的工程总包商进入国内市场，国内企业将面对大规模、规范化、国际化企业的激烈竞争，以及由此带来的管理骨干与技术人才流失的问题。同时，工程承包业务地域的多样性要求企业拥有多样化的管理资源和雄厚的技术支持，复合型人才短缺将成为制约国内工程承包企业参与业务竞争的主要因素之一。

（三）资金实力不足

工程总承包模式是工程建设的主要模式。在工程总承包业务中，资金实力和融资能力是客户选择承包商的重要考虑因素之一。我国工程企业一般资产规模较小、融资能力不强，承揽大型工程项目能力较差。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,709	1,945	1,916	2,218	2,698
货币资金	506	810	795	878	1,092
应收及预付	580	562	538	651	789
存货	181	138	176	213	258
其他流动资产	442	435	408	475	558
非流动资产	1,225	1,406	1,570	1,717	1,757
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	975	933	1,065	1,182	1,192
在建工程	2	105	105	105	105
无形资产	178	227	259	289	319
其他长期资产	68	139	139	139	139
资产总计	2,934	3,351	3,486	3,936	4,455
流动负债	1,157	1,318	1,254	1,460	1,681
短期借款	0	40	0	0	0
应付及预收	684	962	925	1,067	1,163
其他流动负债	473	316	329	393	518
非流动负债	146	196	196	196	196
长期借款	133	184	184	184	184
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	12	12	12	12
负债合计	1,302	1,514	1,450	1,656	1,877
股本	449	449	449	449	449
资本公积	414	426	426	426	426
留存收益	784	1,006	1,204	1,448	1,746
归属母公司股东权益	1,631	1,837	2,036	2,279	2,578
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,934	3,351	3,486	3,936	4,455

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3242	3493	3840	4651	5637
营业成本	2771	2931	3216	3895	4715
营业税金及附加	40	17	19	23	28
销售费用	19	21	23	28	34
管理费用	143	149	165	200	242
研发费用	47	78	85	103	125
财务费用	-6	3	2	-2	-7
资产减值损失	-1	8	-7	7	6
公允价值变动收益	3	-2	0	0	0
投资净收益	-6	0	0	0	0
营业利润	233	296	330	407	503
营业外收支	-1	0	2	2	2
利润总额	232	296	332	409	505
所得税	42	56	61	76	93
净利润	190	240	271	334	411
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	190	240	271	334	411
EBITDA	277	364	402	489	588
EPS (元)	0.42	0.54	0.60	0.74	0.92

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	351	415	343	419	473
净利润	190	240	271	334	411
折旧摊销	56	67	72	87	96
营运资金变动	99	89	1	-14	-46
其它	5	18	-1	12	12
投资活动现金流	-405	-119	-238	-238	-138
资本支出	-134	-232	-238	-238	-138
投资变动	-274	190	0	0	0
其他	3	-77	0	0	0
筹资活动现金流	3	7	-120	-97	-120
银行借款	26	73	-40	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-22	-66	-80	-97	-120
现金净增加额	-51	302	-15	83	214
期初现金余额	552	503	810	795	878
期末现金余额	503	806	795	878	1,092

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	88.4%	7.7%	9.9%	21.1%	21.2%
营业利润	30.9%	27.1%	11.5%	23.4%	23.4%
归母净利润	38.7%	26.5%	12.5%	23.3%	23.3%
获利能力					
毛利率	14.5%	16.1%	16.2%	16.3%	16.4%
净利率	5.9%	6.9%	7.0%	7.2%	7.3%
ROE	11.7%	13.1%	13.3%	14.6%	16.0%
ROIC	17.5%	20.1%	19.6%	21.3%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	45.2%	41.6%	42.1%	42.1%
净负债比率	5.5%	7.1%	5.7%	5.0%	4.5%
流动比率	1.48	1.48	1.53	1.52	1.61
速动比率	1.15	1.33	1.34	1.32	1.40
营运能力					
总资产周转率	1.14	1.11	1.12	1.25	1.34
应收账款周转率	9.11	7.94	8.11	8.11	8.11
存货周转率	14.96	18.38	18.25	18.25	18.25
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.54	0.60	0.74	0.92
每股经营现金流	0.78	0.92	0.76	0.93	1.05
每股净资产	3.63	4.09	4.53	5.08	5.74
估值比率					
P/E	22.41	18.00	17.66	14.32	11.61
P/B	2.61	2.36	2.35	2.10	1.85
EV/EBITDA	14.12	10.32	10.40	8.38	6.61

广发建筑行业研究小组

耿 鹏 智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024 年加入广发证券发展研究中心。
 尉 凯 旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
 乔 钢：高级分析师，华威大学金融与经济学硕士，武汉大学经济学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。
 张 子 峻：研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，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。