



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 08 月 27 日

#### 基础数据

|                  |        |
|------------------|--------|
| 08 月 26 日收盘价（港元） | 18.20  |
| 总市值（亿港元）         | 942.22 |
| 总股本（亿股）          | 51.77  |

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 相关研究

【兴证海外公用】华润电力跟踪报告：

火电业绩表现良好，风光装机加速-

2025.03.26

【兴证海外公用】华润电力

（00836.HK）跟踪点评报告：火电盈利

持续修复，维持绿电装机目标-

2024.09.06

分析师：李静云

S0190522120001

BUA484

lijingyun@xyzq.com.cn

分析师：蔡屹

S0190518030002

请注意：蔡屹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的活动。

caiyi@xyzq.com.cn

研究助理：满明昊

manminghao@xyzq.com.cn

华润电力(00836.HK)

## 核心利润同比基本持平，维持年内装机目标

#### 投资要点：

- **2025 年上半年，公司归母核心利润同比基本持平，中期股息同比下降 22%。**2025 年上半年，公司实现营业收入 503 亿港元，同比下降 1.7%；归母净利润 78.7 亿港元，同比下降 16%/15 亿港元，主要是由于去年同期获得收购子公司收益 8.8 亿港元以及汇兑收益 2.9 亿港元；剔除汇兑损益、减值损失、收购子公司收益等影响后公司归母核心利润 82.8 亿港元，同比增长 0.1%/0.1 亿港元，其中火电归母核心利润 26.4 亿港元，同比下降 2.7%/0.7 亿港元，可再生能源归母核心利润 56.4 亿港元，同比增长 1.5%/0.8 亿港元。公司拟派发中期股息 0.356 港元/股，同比下降 22%。
- **2025 年上半年，公司火电发电量同比下降 1.4%，归母度电核心利润基本持平。**2025 年上半年，公司火电业务营业收入 358 亿港元，同比下降 5.8%；归母核心利润 26.4 亿港元，同比下降 2.7%/0.7 亿港元；归母度电核心利润 0.037 元/千瓦时，同比基本持平。截至 2025 年 6 月底，公司累计权益火电装机容量 39.1GW，2025 年上半年新增火电权益装机容量 894MW。期内，公司实现火电发电量 711 亿千瓦时，同比下降 1.4%，主要是由于新能源装机增长使得火电利用小时同比下降 81 小时/3.8%至 2074 小时；平均上网电价（不含税）0.391 元/千瓦时，同比下降 6.1%或 0.025 元/千瓦时；平均单位燃料成本 0.241 元/千瓦时，同比下降 12.7%或 0.035 元/千瓦时，主要是由于平均标煤单价同比下降 12%至 824 元/吨，平均供电煤耗下降 0.8%至 290.16 克/千瓦时。
- **2025 年上半年，公司风电/光伏售电量同比+16%/31%，归母核心利润同比增长 1.5%。**2025 年上半年，公司可再生能源业务营业收入 145 亿港元，同比增长 10%；归母核心利润 56.4 亿港元，同比增长 1.5%/0.8 亿港元；归母度电核心利润 0.18 元/千瓦时，同比下降 0.03 元/千瓦时。截至 2025 年 6 月底，公司累计风电/光伏权益装机容量 25.5/13.0GW，2025 年上半年新增风电/光伏权益装机容量 1.2/3.5GW。期内，公司实现风电/光伏售电量 259/41 亿千瓦时，分别同比+16%/+31%；风电/光伏利用小时分别为 1268/676 小时，分别同比+45/-29 小时；风电/光伏平均上网电价（不含税）为 0.397/0.305 元/千瓦时，分别同比-11%-6%。
- **2025 年上半年资本开支同比+1.1%，全年预计资本开支 568 亿港元，计划新增风电+光伏装机容量 10GW。**2025 年上半年，公司实现资本开支 211 亿港元，同比增长 1.1%，其中用于风电光伏建设/火电机组建设/技术改造/煤矿建设/综合能源及其他的资本开支分别为 158/44/5.6/1.6/1.7 亿港元。2025 年全年，公司预计全年资本开支 568 亿港元，年内新增风电+光伏并网装机容量 10GW。
- **投资建议：**公司火电业务盈利稳定性有望提升，同时风光可再生能源装机快速增长，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利润 138.39、149.10、158.55 亿港元，同比分别-3.8%、+7.7%和 +6.3%，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**上游煤炭价格大幅上涨，电价政策出现不利变动，新能源消纳受限导致利用小时数下降，新能源装机进度不及预期

#### 主要财务指标

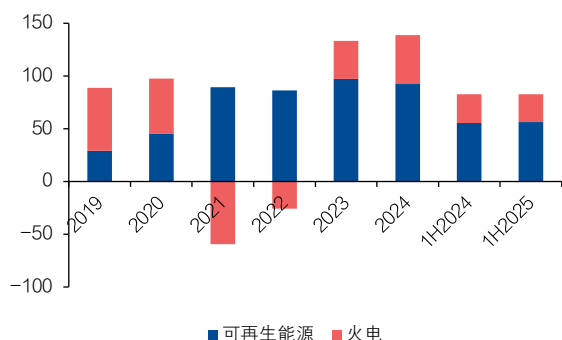
| 会计年度        | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入（百万港元） | 105,284 | 105,272 | 114,844 | 118,613 |
| 同比增长        | 1.9%    | 0.0%    | 9.1%    | 3.3%    |
| 归母净利润（百万港元） | 14,388  | 13,839  | 14,910  | 15,855  |
| 同比增长        | 30.8%   | -3.8%   | 7.7%    | 6.3%    |
| ROE         | 12%     | 11%     | 11%     | 11%     |
| 每股收益（港元）    | 2.97    | 2.85    | 3.07    | 3.27    |
| 股息率         | 6.5%    | 6.3%    | 6.8%    | 7.2%    |

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，股息率采用 2025 年 8 月 26 日收盘价计算

- **2025 年上半年，公司归母核心利润同比基本持平，中期股息同比下降 22%。**  
2025 年上半年，公司实现营业收入 503 亿港元，同比下降 1.7%；归母净利润 78.7 亿港元，同比下降 16%/15 亿港元，主要是由于去年同期获得收购子公司收益 8.8 亿港元以及汇兑收益 2.9 亿港元；剔除汇兑损益、减值损失、收购子公司收益等影响后公司归母核心利润 82.8 亿港元，同比增长 0.1%/0.1 亿港元，其中火电归母核心利润 26.4 亿港元，同比下降 2.7%/0.7 亿港元，可再生能源归母核心利润 56.4 亿港元，同比增长 1.5%/0.8 亿港元。公司拟派发中期股息 0.356 港元/股，同比下降 22%。

图1、公司归母核心利润情况（亿港元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

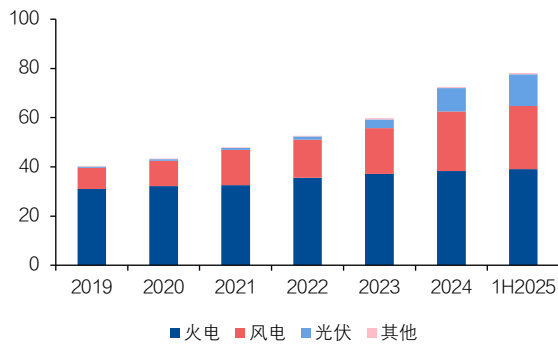
图2、公司派息情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

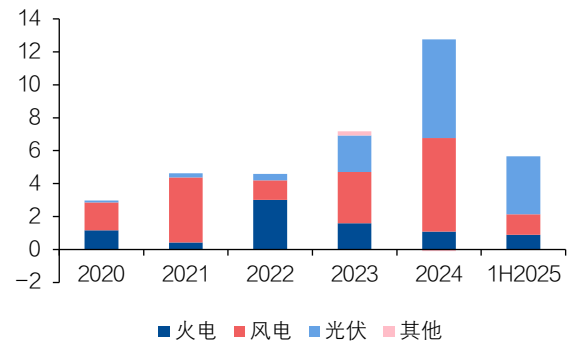
- **2025 年上半年，公司火电售电量同比下降 1.4%，归母度电核心利润基本持平。**2025 年上半年，公司火电业务营业收入 358 亿港元，同比下降 5.8%；归母核心利润 26.4 亿港元，同比下降 2.7%/0.7 亿港元；归母度电核心利润 0.037 元/千瓦时，同比基本持平。截至 2025 年 6 月底，公司累计权益火电装机容量 39.1GW，2025 年上半年新增火电权益装机容量 894MW。期内，公司实现火电售电量 711 亿千瓦时，同比下降 1.4%，主要是由于新能源装机增长使得火电利用小时同比下降 81 小时/3.8%至 2074 小时；平均上网电价（不含税）0.391 元/千瓦时，同比下降 6.1%或 0.025 元/千瓦时；平均单位燃料成本 0.241 元/千瓦时，同比下降 12.7%或 0.035 元/千瓦时，主要是由于平均标煤单价同比下降 12%至 824 元/吨，平均供电煤耗下降 0.8%至 290.16 克/千瓦时。

图3、公司累计装机量情况（GW）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

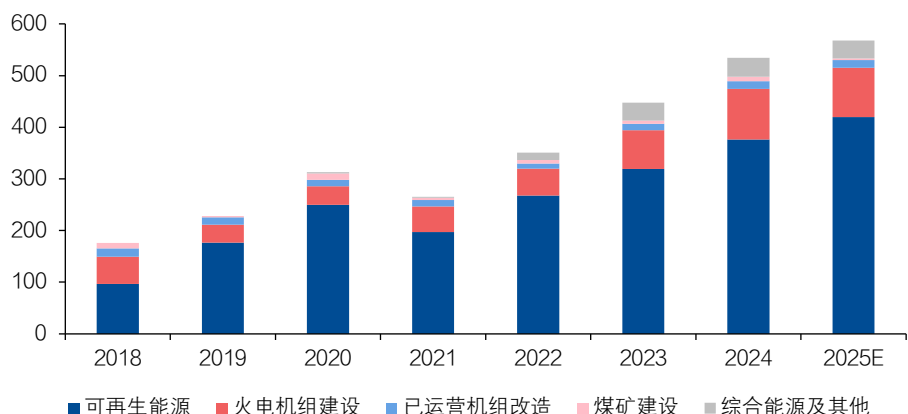
图4、公司新增装机量情况（GW）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2025 年上半年，公司风电/光伏售电量同比+16%/31%，归母核心利润同比增长 1.5%。**2025 年上半年，公司可再生能源业务营业收入 145 亿港元，同比增长 10%；归母核心利润 56.4 亿港元，同比增长 1.5%/0.8 亿港元；归母度电核心利润 0.18 元/千瓦时，同比下降 0.03 元/千瓦时。截至 2025 年 6 月底，公司累计风电/光伏权益装机容量 25.5/13.0GW，2025 年上半年新增风电/光伏权益装机容量 1.2/3.5GW。期内，公司实现风电/光伏售电量 259/41 亿千瓦时，分别同比+16%/+31%；风电/光伏利用小时分别为 1268/676 小时，分别同比+45/-29 小时；风电/光伏平均上网电价（不含税）为 0.397/0.305 元/千瓦时，分别同比-11%/-6%。
- **2025 年上半年资本开支同比+1.1%，全年预计资本开支 568 亿港元，计划新增风电+光伏装机容量 10GW。**2025 年上半年，公司实现资本开支 211 亿港元，同比增长 1.1%，其中用于风电光伏建设/火电机组建设/技术改造/煤矿建设/综合能源及其他的资本开支分别为 158/44/5.6/1.6/1.7 亿港元。2025 年全年，公司预计全年资本开支 568 亿港元，年内新增风电+光伏并网装机容量 10GW。

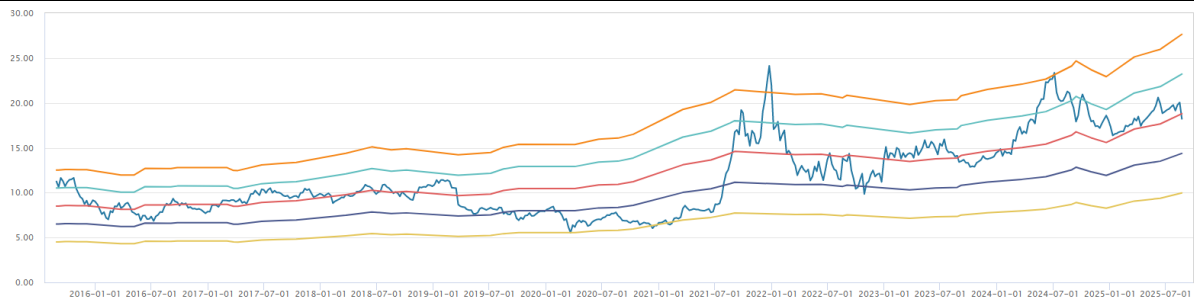
图5、公司资本开支情况（亿港元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

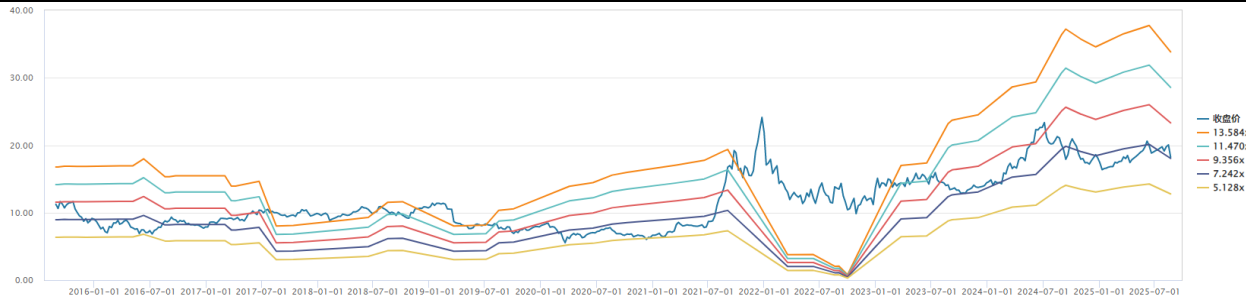
- **投资建议：**公司火电业务盈利稳定性有望提升，同时风光可再生能源装机快速增长，我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利润 138.39、149.10、158.55 亿港元，同比分别-3.8%、+7.7%和+6.3%，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**上游煤炭价格大幅上涨，电价政策出现不利变动，新能源消纳受限导致利用小时数下降，新能源装机进度不及预期。

图6、公司 PB-Band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司 PE-Band



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

| 资产负债表           |              |              |              |              | 单位：亿港元 |  |  |  |  |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|--|--|--|--|
| 会计年度            | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |        |  |  |  |  |
| 现金及等价物          | 58           | 62           | 39           | 38           |        |  |  |  |  |
| 应收账款            | 424          | 491          | 507          | 596          |        |  |  |  |  |
| 存货              | 51           | 60           | 64           | 75           |        |  |  |  |  |
| 其他流动资产          | 5            | 5            | 6            | 6            |        |  |  |  |  |
| <b>总流动资产</b>    | <b>539</b>   | <b>618</b>   | <b>617</b>   | <b>715</b>   |        |  |  |  |  |
| 物业、厂房及设备        | 2,449        | 2,736        | 2,985        | 3,078        |        |  |  |  |  |
| 其他非流动资产         | 638          | 698          | 767          | 826          |        |  |  |  |  |
| <b>总资产</b>      | <b>3,625</b> | <b>4,052</b> | <b>4,368</b> | <b>4,619</b> |        |  |  |  |  |
| 借贷（短期）          | 502          | 502          | 502          | 502          |        |  |  |  |  |
| 应付账款            | 374          | 439          | 416          | 471          |        |  |  |  |  |
| 其他流动负债          | 56           | 56           | 61           | 63           |        |  |  |  |  |
| <b>总流动负债</b>    | <b>932</b>   | <b>997</b>   | <b>979</b>   | <b>1,036</b> |        |  |  |  |  |
| 借贷（长期）          | 1,402        | 1,682        | 1,917        | 2,013        |        |  |  |  |  |
| 其他非流动负债         | 1,024        | 1,088        | 1,078        | 1,139        |        |  |  |  |  |
| <b>负债总额</b>     | <b>2,425</b> | <b>2,770</b> | <b>2,996</b> | <b>3,152</b> |        |  |  |  |  |
| 本公司拥有人应占权益      | 992          | 1,075        | 1,164        | 1,259        |        |  |  |  |  |
| <b>总权益</b>      | <b>1,200</b> | <b>1,283</b> | <b>1,372</b> | <b>1,467</b> |        |  |  |  |  |
| 现金流量表           |              |              |              |              | 单位：亿港元 |  |  |  |  |
| 会计年度            | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |        |  |  |  |  |
| 除税前利润           | 202          | 194          | 207          | 218          |        |  |  |  |  |
| 折旧与摊销           | 164          | 202          | 240          | 270          |        |  |  |  |  |
| 营运资金变动前的经营现金流   | 386          | 441          | 498          | 541          |        |  |  |  |  |
| 支付所得税           | -44          | -39          | -42          | -44          |        |  |  |  |  |
| <b>经营现金流</b>    | <b>337</b>   | <b>390</b>   | <b>412</b>   | <b>453</b>   |        |  |  |  |  |
| 资本开支            | -497         | -568         | -568         | -442         |        |  |  |  |  |
| <b>投资活动现金流</b>  | <b>-521</b>  | <b>-568</b>  | <b>-568</b>  | <b>-442</b>  |        |  |  |  |  |
| 已付股息            | -74          | -58          | -55          | -60          |        |  |  |  |  |
| 其他融资活动          | 278          | 233          | 183          | 41           |        |  |  |  |  |
| <b>融资活动现金流</b>  | <b>204</b>   | <b>176</b>   | <b>128</b>   | <b>-18</b>   |        |  |  |  |  |
| 现金变化            | 20           | -2           | -28          | -7           |        |  |  |  |  |
| 期初持有现金          | 41           | 58           | 62           | 39           |        |  |  |  |  |
| 汇率变动产生之影响       | -3           | 6            | 6            | 6            |        |  |  |  |  |
| 期末持有现金          | 58           | 62           | 39           | 38           |        |  |  |  |  |
| 利润表             |              |              |              |              | 单位：亿港元 |  |  |  |  |
| 会计年度            | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |        |  |  |  |  |
| 营业收入            | 1,053        | 1,053        | 1,148        | 1,186        |        |  |  |  |  |
| 营业成本            | -857         | -854         | -936         | -963         |        |  |  |  |  |
| <b>除税前利润</b>    | <b>202</b>   | <b>194</b>   | <b>207</b>   | <b>218</b>   |        |  |  |  |  |
| 所得税费用           | -42          | -39          | -42          | -44          |        |  |  |  |  |
| <b>年内利润</b>     | <b>160</b>   | <b>154</b>   | <b>165</b>   | <b>174</b>   |        |  |  |  |  |
| <b>归母净利润</b>    | <b>144</b>   | <b>138</b>   | <b>149</b>   | <b>159</b>   |        |  |  |  |  |
| 主要财务比率          |              |              |              |              |        |  |  |  |  |
| 会计年度            | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |        |  |  |  |  |
| <b>成长性</b>      |              |              |              |              |        |  |  |  |  |
| 营业收入同比增速        | 1.9%         | 0.0%         | 9.1%         | 3.3%         |        |  |  |  |  |
| 归母净利润同比增速       | 30.8%        | -3.8%        | 7.7%         | 6.3%         |        |  |  |  |  |
| <b>盈利能力</b>     |              |              |              |              |        |  |  |  |  |
| 除税前利润率          | 19.2%        | 18.4%        | 18.0%        | 18.4%        |        |  |  |  |  |
| 归母净利率           | 13.7%        | 13.1%        | 13.0%        | 13.4%        |        |  |  |  |  |
| <b>营运表现</b>     |              |              |              |              |        |  |  |  |  |
| 资产周转率           | 29.0%        | 26.0%        | 26.3%        | 25.7%        |        |  |  |  |  |
| 应收账款周转天数        | 145          | 168          | 159          | 181          |        |  |  |  |  |
| 存货周转天数          | 21           | 25           | 25           | 28           |        |  |  |  |  |
| 应付账款周转天数        | 128          | 150          | 130          | 143          |        |  |  |  |  |
| <b>财务状况</b>     |              |              |              |              |        |  |  |  |  |
| 总资产收益率          | 4%           | 3%           | 3%           | 3%           |        |  |  |  |  |
| 净资产收益率          | 12%          | 11%          | 11%          | 11%          |        |  |  |  |  |
| 资产负债率           | 67%          | 68%          | 69%          | 68%          |        |  |  |  |  |
| <b>每股资料（港元）</b> |              |              |              |              |        |  |  |  |  |
| 每股收益（港元/股）      | 2.97         | 2.85         | 3.07         | 3.27         |        |  |  |  |  |
| 每股净资产（港元/股）     | 20.44        | 22.15        | 23.99        | 25.96        |        |  |  |  |  |
| 每股股息（港元/股）      | 1.19         | 1.14         | 1.23         | 1.31         |        |  |  |  |  |
| 股息支付率（%）        | 40.0%        | 40.0%        | 40.0%        | 40.0%        |        |  |  |  |  |
| 股息率（%）          | 6.5%         | 6.3%         | 6.8%         | 7.2%         |        |  |  |  |  |
| <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |        |  |  |  |  |
| P/E             | 6.1          | 6.4          | 5.9          | 5.6          |        |  |  |  |  |
| P/B             | 0.9          | 0.8          | 0.8          | 0.7          |        |  |  |  |  |

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理（PE/PB/股息率采用2025年8月26日股价计算）

## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                       | 类别   | 评级  | 说明                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|-----|------------------------------------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 增持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间                             |
|                                                                                                                                                                                 |      | 减持  | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%                                    |
|                                                                                                                                                                                 |      | 无评级 | 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 |
|                                                                                                                                                                                 | 行业评级 | 推荐  | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数                                        |
|                                                                                                                                                                                 |      | 中性  | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平                                       |
|                                                                                                                                                                                 |      | 回避  | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数                                        |

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limite 有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

### 上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层  
邮编：200135  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元  
邮编：100020  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼  
邮编：518035  
邮箱：research@xyzq.com.cn

### 香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层  
邮编：518035  
邮箱：ir@xyzq.com.hk