

【广发公用事业&海外】华润电力 (00836.HK)

核心经营利润稳健，火风光装机加速

核心观点:

- 上半年核心经营利润稳定，高基数下业绩下滑 16%。公司发布 2025 年中报，25H1 公司实现归母净利润 78.72 亿港元（同比-15.9%），其中，可再生能源核心利润 56.37 亿港元（同比+1.5%），受税负影响利润增速较低，火电利润 26.41 亿港元（同比-2.7%），纯火电业务利润 27.88 亿港元（同比+20.6%），煤炭业务影响利润下滑，减值损失 4.08 亿港元（火电 2.32 亿港元、可再生能源 1.76 亿元）；同时去年同期收购子公司收益 8.76 亿港元导致基数较高。中期拟每股分红 0.356 港元。
- 煤价下降火电盈利改善，下半年拟投产火电 6GW。2025H1 火电新增权益装机 0.89GW 至 39.14GW，火电利用小时数下降 81 小时，高于全国平均 106 小时，导致上半年火电售电量同比-1.4%。2025H1 火电不含税上网 0.391 元/千瓦时，同比-6.1%，但受益于煤价下降，标煤单价同比-11.8%至 823.8 元/吨，火电点火价差 0.15 元/千瓦时，同比增加 0.96 分/千瓦时。下半年公司计划投产火电权益装机 5.98GW。
- 风光装机稳定投产，电价下滑拖累业绩。截至 2025 年 6 月末，公司风光权益装机 38.52GW，上半年新增并网装机 4.84GW，2025 年公司规划新增风光并网 10GW，截至 6 月底风电在建权益装机 8.68GW、光伏 6.52GW。2025H1 风电利用小时数提升 45 小时，风电售电量同比+15.5%，光伏利用小时数降低 29 小时，光伏售电量同比+31.3%，风电、光伏电价分别下降 4.9、2 分/千瓦时，影响利润增长。
- 盈利预测与投资建议。不考虑分拆，预计 25~27 年公司归母净利润分别为 135/146/158 亿港元，最新收盘价对应 PE 分别为 6.9/6.4/5.9 倍。新能源拟分拆上市，分红能力提升。参考同业估值，给予公司 25 年 9 倍 PE 估值，对应 23.51 港元/股合理价值，维持“买入”评级。
- 风险提示。煤价上涨；项目建设不及预期；资金风险；资产减值风险。

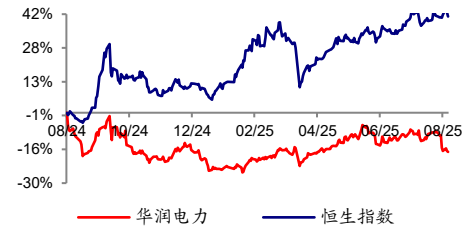
盈利预测:

单位:港元百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	103,334	105,284	103,589	110,866	112,902
增长率 (%)	0.0%	1.9%	-1.6%	7.0%	1.8%
EBITDA	34,385	40,632	37,647	40,516	43,508
归母净利润	11,003	14,388	13,524	14,640	15,791
增长率 (%)	56.2%	30.8%	-6.0%	8.3%	7.9%
EPS (元/股)	2.29	2.78	2.61	2.83	3.05
市盈率 (P/E)	6.8	6.8	6.9	6.4	5.9
ROE (%)	12.9%	14.5%	12.3%	12.1%	12.0%
EV/EBITDA	6.7	6.9	7.8	7.6	7.3

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	18.13 港元
合理价值	23.51 港元
上次评级	买入
报告日期	2025-08-28

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:

【广发公用事业&海外】华润电力 (00836.HK): 资产优质业绩稳健, 新能源拟分拆上市 2025-03-23

【广发公用事业&海外】华润电力 (00836.HK): 火电盈利超预期, 高增长高分红低估值 2024-09-05

目录索引

一、上半年核心经营利润稳定，高基数下业绩下滑 16%	4
二、煤价下行火电盈利提升，绿电电量稳增电价下滑	6
三、项目储备充裕，风光加速建设	8
四、高 ROE 高分红低估值，维持“买入”评级	8
五、风险提示	9

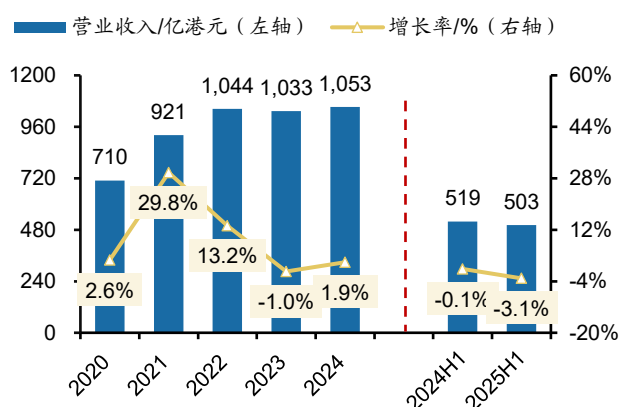
图表索引

图 1: 2025H1 公司营业收入同比-3.1%	4
图 2: 2025H1 公司归母净利润同比-15.9%	4
图 3: 2025H1 可再生能源业务营收 145 亿港元	4
图 4: 2025H1 可再生能源核心利润 56.4 亿港元	4
图 5: 2025H1 公司资本支出 211 亿元	5
图 6: 2025H1 公司资产负债率 66.3%	5
图 7: 2025 年上半年公司投融资规模维持高位	5
图 8: 2025H1 公司运营权益装机 78GW	6
图 9: 2025H1 公司可再生能源权益装机占 50%	6
图 10: 2025H1 公司售电量同比增长 3.8%	6
图 11: 2025H1 可再生能源售电量占比 30.2%	6
图 12: 上半年风电、水电、光伏售电量同比提升	7
图 13: 2025H1 公司利用小时数高于行业平均	7
图 14: 2025H1 公司市场化交易电量占比 84.4%	7
图 15: 2025H1 市场电均价较标杆上网电价+1.3%	7
图 16: 2025H1 公司标煤单价同比下降 11.9%	7
图 17: 2025H1 公司供电煤耗同比下降	7
图 18: 公司规划十四五末可再生能源占比超过 50%	8
图 19: 截至 2025H1 风电在建装机 8.5GW	8
图 20: 截至 2025H1 光伏在建装机 9.0GW	8
表 1: 华润电力同业对比 (收盘价日期: 2025/08/27)	9

一、上半年核心经营利润稳定，高基数下业绩下滑 16%

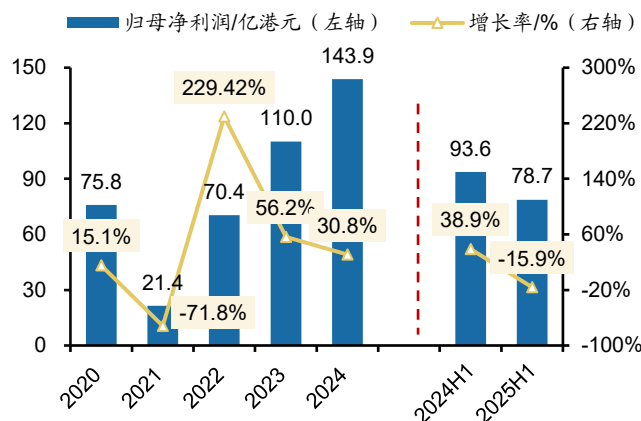
2025H1公司营收同比下降3.1%，归母净利润同比下降15.9%。公司发布2025H1业绩，上半年实现总营收502.67亿港元（同比-3.1%），归母净利润盈利78.72亿港元（同比-15.9%）。其中，可再生能源核心利润56.37亿港元（同比+1.5%），受税负影响利润增速较低，火电利润26.41亿港元（同比-2.7%），其中纯火电业务（不含煤炭）利润27.88亿港元（同比+20.6%），减值损失4.08亿港元（火电2.32亿港元、可再生能源1.76亿元）；同时去年同期收购子公司收益8.76亿港元导致基数较高。中期拟每股分红0.356港元。

图 1：2025H1公司营业收入同比-3.1%



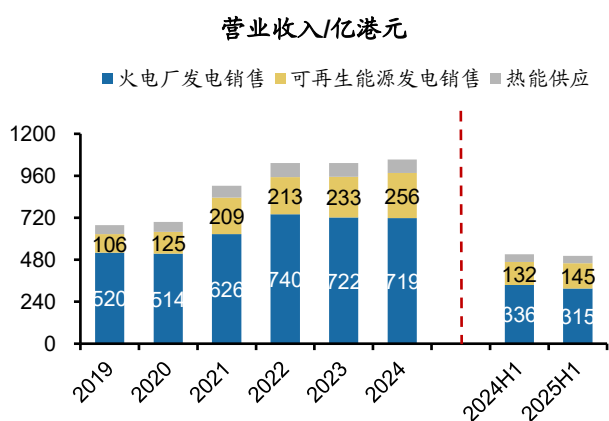
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 2：2025H1公司归母净利润同比-15.9%



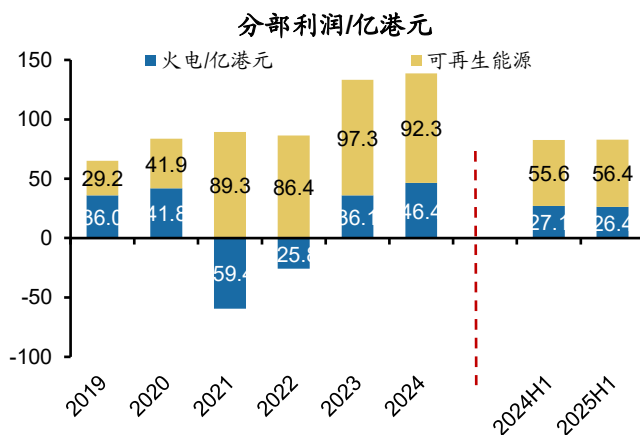
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 3：2025H1可再生能源业务营收145亿港元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

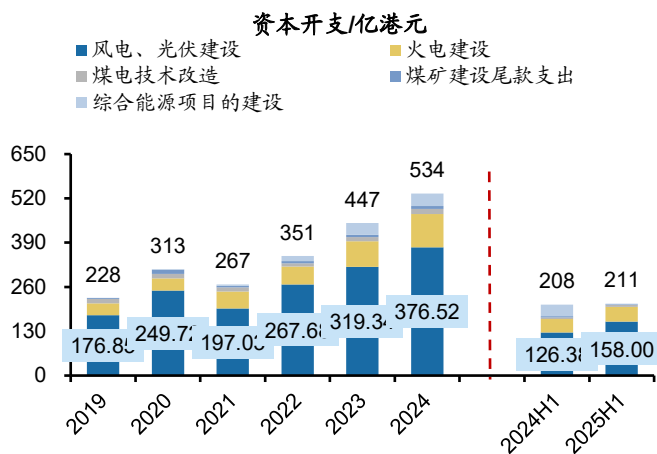
图 4：2025H1可再生能源核心利润56.4亿港元



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

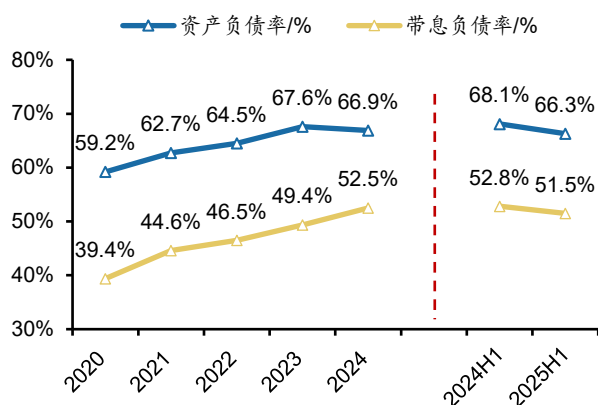
风光装机投产加速，公司风光项目带动资本性开支逐年提升。根据公司半年报，2025H1资本性开支同比增加1.12%至210.67亿港元，主要系风光项目建设加速，共计开支158亿港元（占总支出的75%）。2024年公司配股融资72亿港元，导致资产负债率下降，截至2025H1公司资产负债率66.3%，同比下降1.8pct。

图 5: 2025H1公司资本支出211亿元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

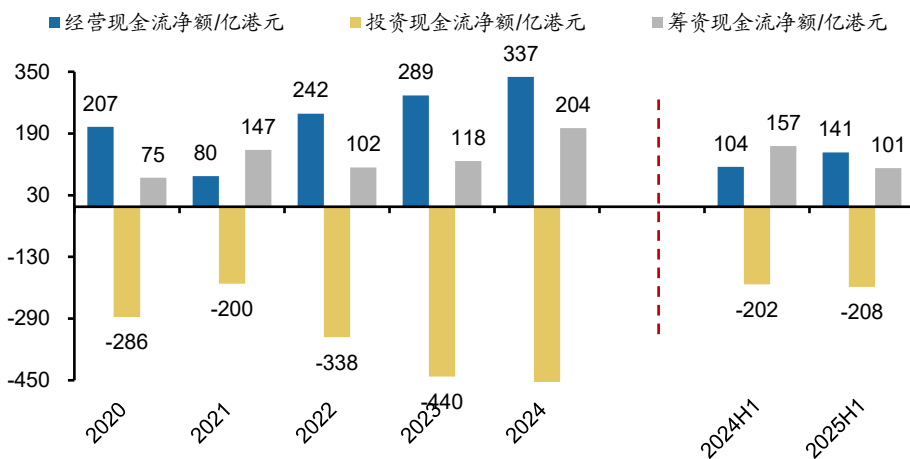
图 6: 2025H1公司资产负债率66.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

现金流充裕, 经营现金流规模扩大。2025H1公司经营现金流净额141亿元, 同比+36.1%, 由于资本支出扩大, 投资现金流净流出208亿元, 筹资现金流净额101亿元, 投融资将保持较高规模。

图 7: 2025年上半年公司投融资规模维持高位

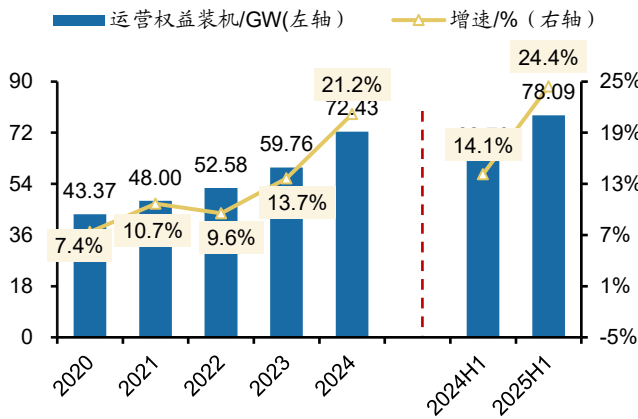


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、煤价下行火电盈利提升，绿电电量稳增电价下滑

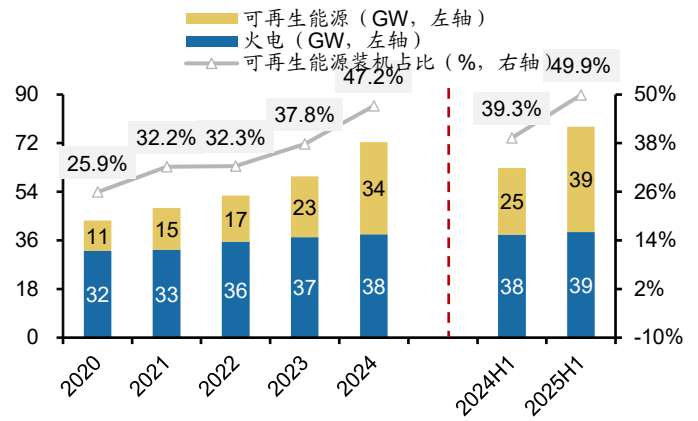
截至6月底公司运营权益装机78GW，可再生能源装机占比49.9%。公司大力推进清洁能源转型，根据公司中报，2025H1新增并网风光装机约4.77GW。截至2025H1公司运营权益装机78.09GW，其中：火电39.14GW、风电25.55GW、光伏12.97GW，可再生能源装机占比49.9%。

图 8：2025H1公司运营权益装机78GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 9：2025H1公司可再生能源权益装机占50%

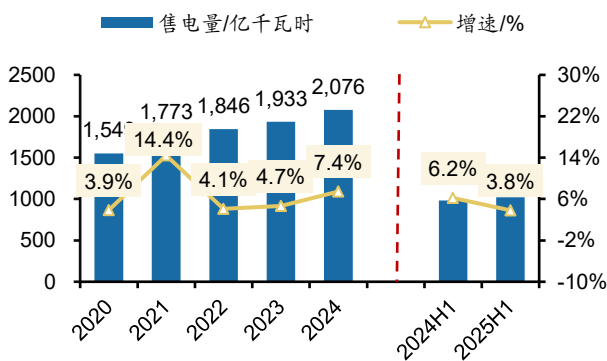


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

火电售电量小幅下降1.4%，可再生能源售电量增长18.2%。根据公司经营公告，2025H1公司完成售电量1019.8亿千瓦时（同比+3.8%），其中火电为711.42亿千瓦时（同比-1.4%），可再生能源售电量308.38亿千瓦时（同比+18.2%），可再生能源售电量占比提升至30.2%，其中风电、光伏售电量分别同比增长15.5%、31.3%。

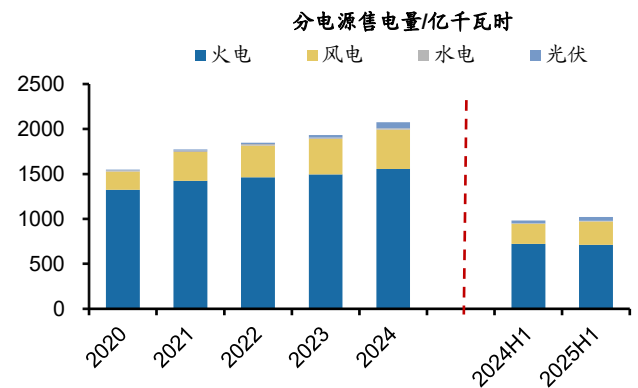
风电利用小时数小幅上升，均超行业平均水平。根据公司半年报，2025H1公司火电/风电/光伏利用小时数分别为2074、1268、676小时，超过全国平均水平50、89、79小时。风电利用小时数较同期上升45小时、光伏利用小时数较同期下降29小时。

图 10：2025H1公司售电量同比增长3.8%



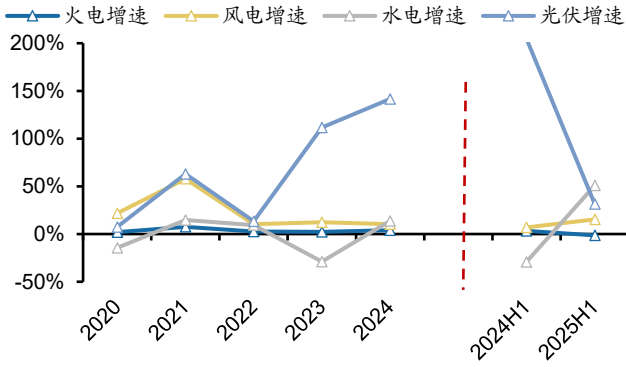
数据来源：公司经营报告，广发证券发展研究中心

图 11：2025H1可再生能源售电量占比30.2%



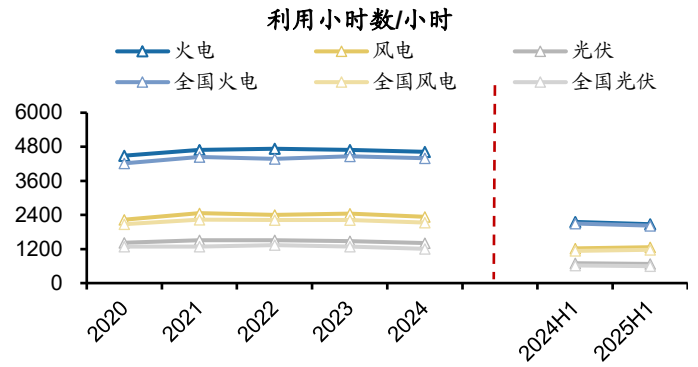
数据来源：公司经营报告，广发证券发展研究中心

图 12: 上半年风电、水电、光伏售电量同比提升



数据来源: 公司经营报告, 广发证券发展研究中心

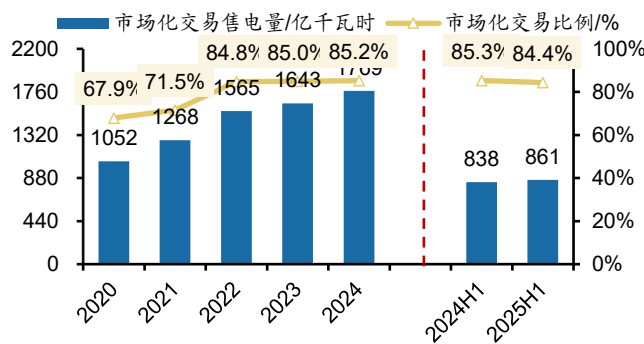
图 13: 2025H1公司利用小时数高于行业平均



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

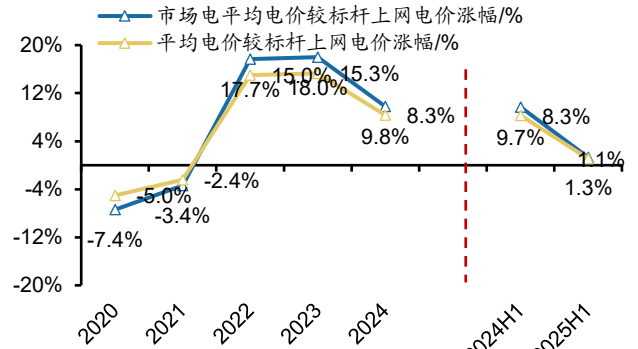
2025H1市场化交易电量占比84.4%，市场化交易电价下降。根据公司半年报，公司市场化交易的范围和规模不断扩大，2025H1参与市场化交易的电量达860.71亿千瓦时，占售电量比例提升至84.4%。公司市场化交易电量占比较高，因此市场化交易电价变动对公司的影响较大，2025H1受电力供需宽松，燃料价格下降等影响，公司市场电平均电价较标杆上网电价上涨1.3%，火电平均电价同比下降6.1%，受平价项目增多影响，风电平均电价同比下降11.0%，光伏平均电价同比下降6.1%。

图 14: 2025H1公司市场化交易电量占比84.4%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

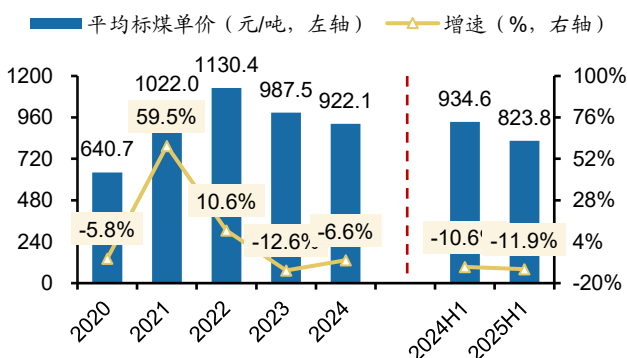
图 15: 2025H1市场电均价较标杆上网电价+1.3%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

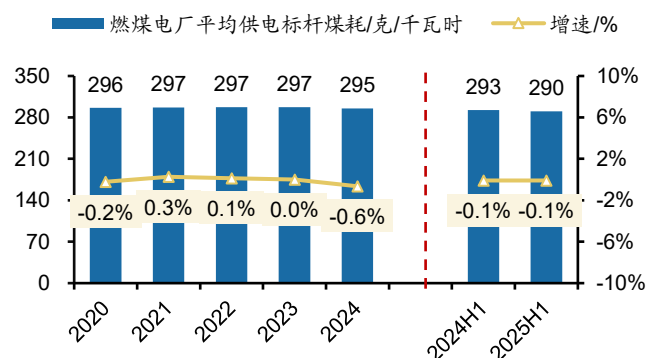
2025H1平均标煤单价同比下降11.9%，单位燃料成本下降12.7%至241元/兆瓦时。根据公司半年报，2025H1煤价同比下降，公司平均标煤单价同比下降11.9%至824元/吨，带动燃煤电厂单位燃料成本下降至241元/兆瓦时（同比-12.7%）。

图 16: 2025H1公司标煤单价同比下降11.9%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 17: 2025H1公司供电煤耗同比下降

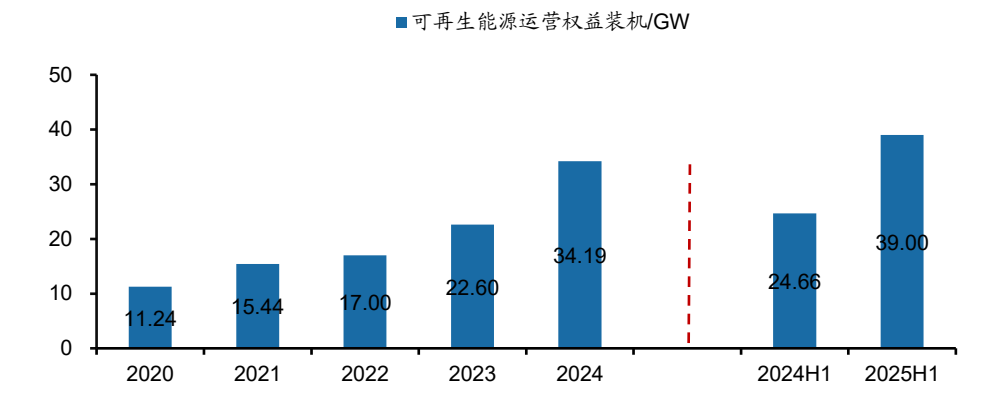


数据来源: 各公司定期报告, 广发证券发展研究中心

三、项目储备充裕，风光加速建设

公司规划十四五末可再生能源装机占比达到**50%**，**2025年新增风光装机约10GW**。公司大力发展能源转型，根据公司半年报，下半年将按照规划稳步推进项目建设并网，规划全年新增风光并网装机10GW，年底可再生能源占比超过50%。

图 18: 公司规划十四五末可再生能源占比超过50%

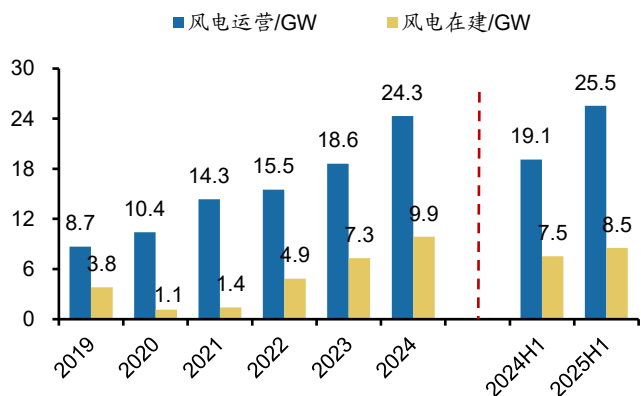


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

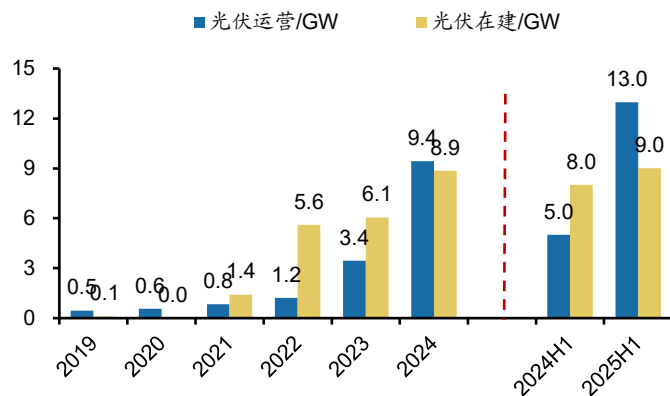
公司风光资源储备充裕，增长空间充足。根据公司年报，截至2025H1，公司风电在运/在建分别为25.5/8.5GW，光伏在运/在建分别为13.0/9.0GW。2025H1公司新增可再生能源建设指标5.87GW，其中风电3.99GW，光伏1.88GW。

图 19: 截至2025H1风电在建装机8.5GW

图 20: 截至2025H1光伏在建装机9.0GW



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

四、高 ROE 高分红低估值，维持“买入”评级

不考虑分拆，预计25~27年公司归母净利润分别为135/146/158亿港元，最新收盘价对应PE分别为6.9/6.4/5.9倍。新能源拟分拆上市，分红能力提升。参考同业估值，给予公司25年9倍PE估值，对应23.51港元/股合理价值，维持“买入”评级。

表 1: 华润电力同业对比 (收盘价日期: 2025/08/27)

公司代码	公司名称	市值 /亿港元	最新收盘价 港元/股	PE/倍				归母净利润/亿元			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
00902.HK	华能国际电力股份	883.80	5.63	6.11	6.38	6.09	5.88	101.85	126.45	132.50	137.21
01071.HK	华电国际电力股份	514.40	4.43	6.68	7.14	6.75	6.63	56.70	65.78	69.61	70.82
00916.HK	龙源电力	564.29	6.75	7.76	7.41	6.86	6.30	64.25	69.54	75.05	81.81

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

煤价大幅波动风险: 由于公司火电机组占比仍较高, 盈利水平受动力煤价格影响仍然较大。近三月以来虽然海内外煤炭价格处于下行趋势, 但也不排除煤炭价格的再次上涨挤压公司的盈利空间, 带来盈利水平波动的风险。

项目建设不及预期风险: 十四五期间公司规划新增可再生能源装机40GW, 开发潜力巨大。若公司新能源项目建设进度不及预期, 将对公司未来3年营收、业绩产生较大影响。

资金及流动性风险: 伴随可再生能源装机量的增长, 公司应收账款快速提升, 主要来自于售电电费 (集团给予客户 60 日的账期) 以及可再生能源项目的电价补贴。若国家可再生能源补贴电费政策落实不到位, 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。

资产减值风险: 近两年公司火电业务亏损, 火电资产存在减值风险; 同时公司拥有煤矿, 未来仍存在减值风险。

资产负债表

单位:港元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	49,617	53,857	53,391	55,932	55,588
现金及现金等价物	4,083	5,834	6,214	5,863	4,654
应收账款及票据	32,826	34,281	33,091	35,416	36,066
存货	4,017	5,074	5,189	5,537	5,532
其他	8,691	8,669	8,897	9,117	9,337
非流动资产合计	272,779	308,607	340,214	365,546	387,767
固定资产净值	215,752	244,851	275,359	299,591	320,711
长期投资	23,128	23,050	22,850	22,650	22,450
商誉及无形资产	5,587	5,817	5,817	5,817	5,817
其他	28,312	34,889	36,189	37,489	38,789
资产总额	322,396	362,464	393,605	421,479	443,355
流动负债合计	84,062	93,226	98,693	98,745	97,990
短期借款	33,365	50,207	54,206	51,742	48,892
应付账款及票据	6,017	6,860	6,226	6,644	6,638
其他	44,681	36,160	38,260	40,360	42,460
非流动负债合计	133,787	149,286	162,786	178,286	188,786
长期借款	125,827	140,160	153,160	168,160	178,160
其他非流动负债	7,959	9,126	9,626	10,126	10,626
总负债	217,849	242,512	261,479	277,032	286,776
普通股股本	22,317	29,514	29,514	29,514	29,514
储备	70,561	80,278	88,392	97,176	106,651
其他	-7,904	-10,640	-8,000	-6,000	-5,000
归母权益总额	84,974	99,151	109,906	120,690	131,164
少数股东权益	19,573	20,801	22,220	23,757	25,415
股东权益合计	104,547	119,952	132,126	144,447	156,579
负债及股东权益合计	322,396	362,464	393,605	421,479	443,355

利润表

单位:港元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入	103,334	105,284	103,589	110,866	112,902
营业成本	0	0	74,718	79,729	79,658
毛利	103,334	105,284	28,872	31,137	33,244
其他收入	0	0	1,000	1,000	1,000
营销费用	0	0	0	0	0
行政管理费用	0	0	7,769	8,426	8,637
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	84,631	85,115	0	0	0
营业利润	18,703	20,169	22,103	23,711	25,607
利息收入	0	0	47	50	48
利息支出	4,166	4,018	4,165	4,321	4,590
权益性投资损益	1,541	1,091	1,052	1,037	1,022
其他非经营性损益	-579	2,954	0	0	0
除税前利润	15,499	20,197	19,036	20,477	22,086
所得税	3,389	4,218	4,093	4,300	4,638
合并净利润	12,110	15,979	14,943	16,177	17,448
少数股东损益	1,107	1,590	1,420	1,537	1,658
归母净利润	11,003	14,388	13,524	14,640	15,791

现金流量表

单位:港元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	28,869	33,695	34,866	34,854	39,124
合并净利润	12,110	15,979	14,943	16,177	17,448
折旧与摊销	14,720	16,417	14,493	15,768	16,880
营运资本变动	-3,402	-489	2,316	-375	1,229
其他非经营性调整	6,548	3,378	3,113	3,285	3,568
投资活动现金流净额	-43,986	-52,074	-44,552	-39,563	-37,578
处置固定资产收益	177	49	0	0	0
资本性支出	-38,777	-49,700	-45,000	-40,000	-38,000
投资资产支出	-1,473	-386	-803	-800	-800
其他	-3,913	-2,038	1,252	1,237	1,222
融资活动现金流净额	11,829	20,404	10,065	4,358	-2,755
长期债权融资	22,711	30,512	13,000	15,000	10,000
股权融资	0	7,198	0	0	0
支付股利	-3,386	-7,418	-5,410	-5,856	-6,316
其他	-7,497	-9,888	2,475	-4,786	-6,439
现金净增加额	-3,638	1,751	380	-351	-1,209
期初现金余额	7,721	4,083	5,834	6,214	5,863
期末现金余额	4,083	5,834	6,214	5,863	4,654

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	0.0%	1.9%	-1.6%	7.0%	1.8%
营业利润增长率	62.9%	7.8%	9.6%	7.3%	8.0%
归母净利润增长率	56.2%	30.8%	-6.0%	8.3%	7.9%
获利能力					
毛利率	100.0%	100.0%	27.9%	28.1%	29.4%
净利率	11.7%	15.2%	14.3%	14.5%	15.3%
ROE	12.9%	14.5%	12.3%	12.1%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	67.6%	66.9%	66.4%	65.7%	64.7%
有息负债率	49.4%	52.5%	52.7%	52.2%	51.2%
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
利息保障倍数	4.7	6.0	5.6	5.7	5.8
营运能力					
应收账款周转天数	106.3	114.7	115.0	115.0	115.0
存货周转天数			25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数			30.0	30.0	30.0
每股指标					
每股收益	2.29	2.78	2.61	2.83	3.05
每股净资产	21.73	23.17	25.52	27.90	30.24
每股经营现金流	6.00	6.51	6.73	6.73	7.56
估值比率					
PE	6.8	6.8	6.9	6.4	5.9
PB	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.7	6.9	7.8	7.6	7.3

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：资深分析师，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：高级研究员，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。