

中国光大绿色环保 (01257.HK)

19 年业绩同比增长 22%，危废业务成新发力点

核心观点:

- **受益于生物质项目投产和危废业务持续扩张，业绩同比增长 22%。** 公司发布 2019 年报，全年实现营收 92.80 亿港元，同比增长 33%，全年实现权益股东应占盈利 16.21 亿港元，同比增长 22%，收入及利润增长主要系公司两主业生物质和危废保持增长，收入分别同比增长 24%、94%。利润增速幅度低于营收主要系公司受融资环境影响，财务费用率 4.1% 同比提高 1.2 个百分点。结构上来看，受益于运营业务收入占比从 39% 提升至 45%，带动公司经营现金流净流出大幅减少。
- **生物质项目存量消化、经营效率持续改善。** 生物质方面，截至 2019 年底公司共拥有生物质项目 48 个（在运 32 个，在建及筹建 16 个），公司近年来积极推进生物质项目由直燃发电向热电联供转型，2019 年实现蒸汽供应量 81.9 万吨/年，同比增长 125%。此外，公司披露可能符合首批清单申报条件的项目达 12 个，涉及补贴资金 18 亿人民币。未来公司也将提前做好下一批次申报准备，期待后续项目审批加速落地。
- **危废业务成为增长核心发力点，环境修复添动力。** 2019 年危废业务收入占比从 11% 增加至 16%，处理量为 18.4 万吨（同比增长 45%）。截至 2019 年底，公司共有危废处置项目 51 个，总设计产能达 222.9 万吨/年（较 2018 年末增长 88.9%）。此外，公司环境修复业务持续发力，实现营收 2.9 亿港元（去年同期为 1.2 亿港元），截至 2019 年底，公司执行中、筹建的环境修复项目金额约人民币 3.34 亿元、1.12 亿元。
- **运营效率提升，危废业务产能预期释放，维持“买入”评级。** 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.90、1.03、1.24 港元/股，按照最新收盘价对应估值 PE 分别为 3.65、3.18、2.65 倍。公司生物质发电效率提升、危废逐步进入运营期释放业绩，此外环境修复业务仍将持续发力保持高速增长，2020-2022 年公司仍将维持 14% 以上成长，站在目前时点具备估值修复空间，参考可比公司估值，给予 2020 年 6 倍 PE，对应 5.4 港币/股的合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 融资改善政策出台、执行力度不及预期；生物质运营补贴无法按时到位，产能利用率不足；上网电价、税收等优惠政策变化。

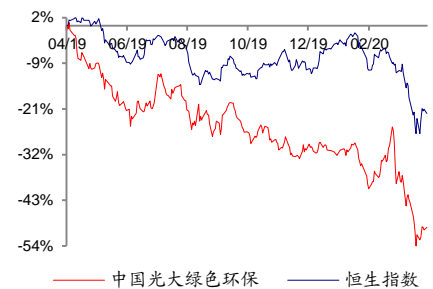
盈利预测:

货币币种: HKD	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,002	9,280	10,710	11,529	12,884
增长率(%)	52.83%	32.53%	15.41%	7.65%	11.76%
EBITDA(百万元)	2,013	2,716	3,067	3,586	4,340
归母净利润(百万元)	1,325	1,621	1,852	2,125	2,551
增长率(%)	38.90%	22.39%	14.21%	14.74%	20.06%
EPS(元/股)	0.64	0.78	0.90	1.03	1.23
市盈率(P/E)	8.69	5.38	3.65	3.18	2.65
市净率(P/B)	0.62	0.33	0.22	0.19	0.16
EV/EBITDA	9.26	7.99	7.43	7.05	6.41

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	3.27 港元
合理价值	5.4 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-31

相对市场表现



分析师: 郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

分析师: 许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-60750631



xujie@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】中国光大绿色 2019-08-14
环保 (01257.HK): 业绩符合预期, 预计下半年持续增长

联系人: 姜涛

shjiangtao@gf.com.cn

目录索引

一、生物质、危废业务持续扩张，股东应占盈利同比增长 22%	4
二、危废业务权重增加，生物质存量消化、经营效率持续改善	6
三、12 个项目纳入首批补贴清单，期待后续清单审批加速落地	8
四、运营效率提升，危废业务产能释放，维持“买入”评级	9
五、风险提示	9

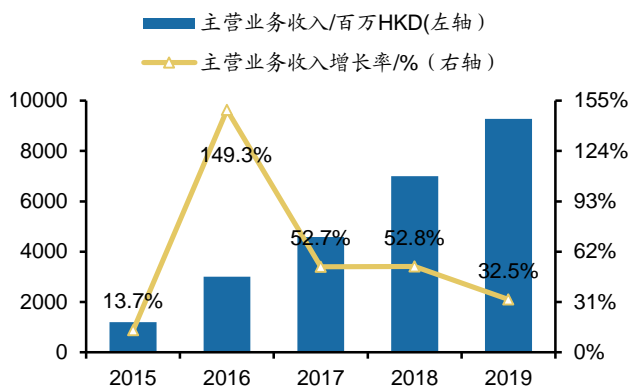
图表索引

图 1: 2019 年公司营收同比上升 32.5%	4
图 2: 2019 年公司权益股东应占盈利同比上升 22.4%	4
图 3: 公司 2019 年毛利率 30.2%同比上升, 净利率水平 17.5%同比下滑	4
图 4: 公司运营收入仍保持快速提升趋势	5
图 5: 经营性现金流净流出同比下降	5
图 6: 项目投资增加带动投资现金流出增长	5
图 7: 2019 年财务及行政费用合计增速达 55.1%.....	6
图 8: 2019 年 (财务+行政费用) /营收提升 1.3 个 pct.....	6
图 9: 危废处理营收大幅增长/百万 HKD	6
图 10: 公司分部业务 EBITDA/营业收入	6
图 11: 公司危废处理量增长迅速	7
图 12: 危废项目建造收入同比增长 138.7%.....	7
图 13: 公司危废产能大幅增长	7
图 14: 生物质在手项目稳步推进.....	8
图 15: 生物质板块运营收入保持高速增长	8
表 1: 《关于开展可再生能源发电补贴项目清单有关工作的通知》主要内容	8
表 2: 中国光大绿色环保同业对比 (A/H 收盘价 2020/3/31, 美股收盘价 2020/3/28)	
.....	9

一、生物质、危废业务持续扩张，股东应占盈利同比增长 22%

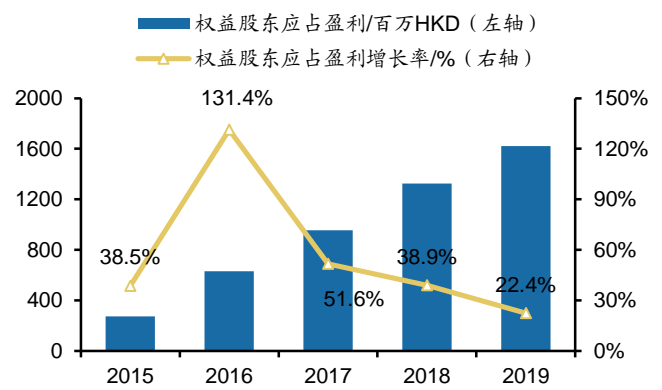
公司2019年实现主营业务收入92.80亿港元，同比增长33%，营收增长主要系公司两块主要业务生物质和危废保持增长。其中生物质业务稳步推进，收入同比增长24.0%；危废业务大幅增长，同比增长94.0%。全年实现权益股东应占盈利16.21亿港元，同比增长22%，利润增速幅度低于营收主要系公司受融资环境影响财务费用率4.1%同比提高1.2个百分点。公司每股全年股息16港仙。

图 1: 2019年公司营收同比上升32.5%



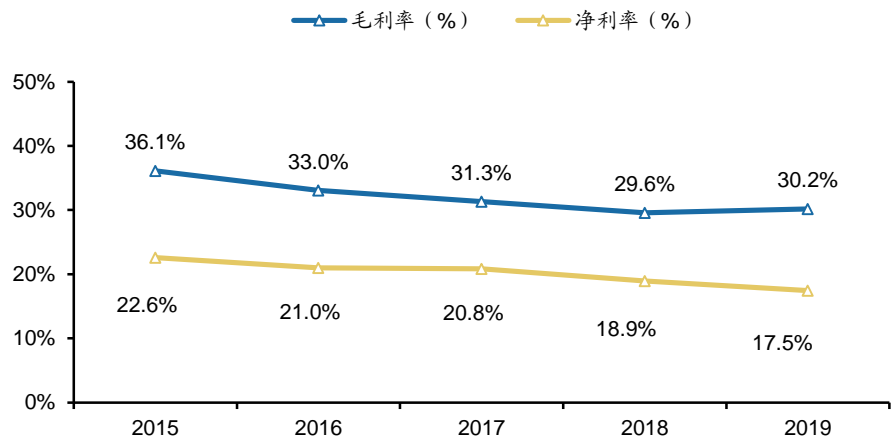
数据来源：公司年报及招股说明书、广发证券发展研究中心

图 2: 2019年公司权益股东应占盈利同比上升22.4%



数据来源：公司年报及招股说明书、广发证券发展研究中心

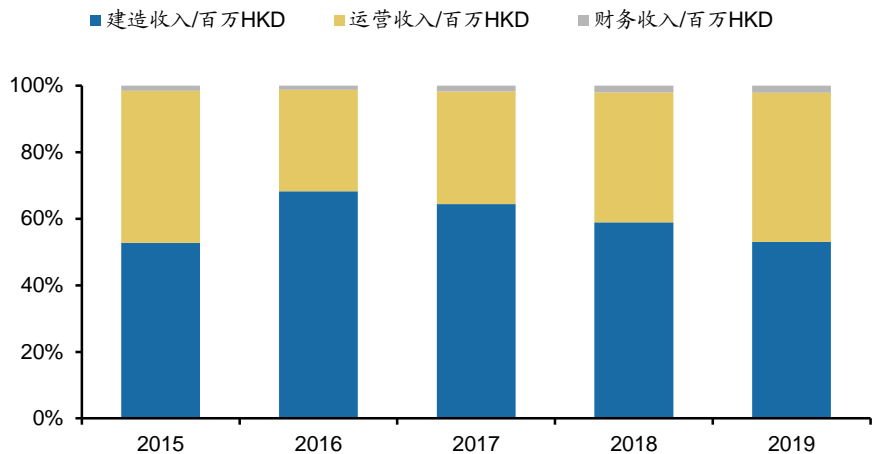
图 3: 公司2019年毛利率30.2%同比上升，净利率水平17.5%同比下滑



数据来源：公司年报及招股说明书、广发证券发展研究中心

运营收入占比持续提升，利润质量改善。从经营模式来看，2019年公司建造服务收入达22.3亿港元（+19.4%），运营服务收入达19.2亿港元（+57.0%），运营服务收益占比仍持续提升达45%，同比提升6个百分点，主要系报告期内新增建成完工及投运项目共计50个（去年同期为38个）。

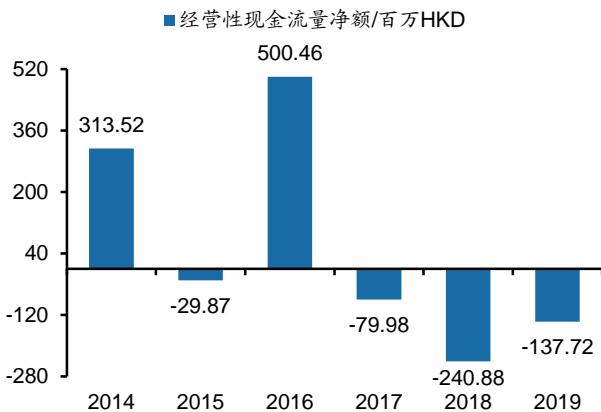
图 4: 公司运营收入仍保持快速提升趋势



数据来源: 公司年报及招股说明书, 广发证券发展研究中心

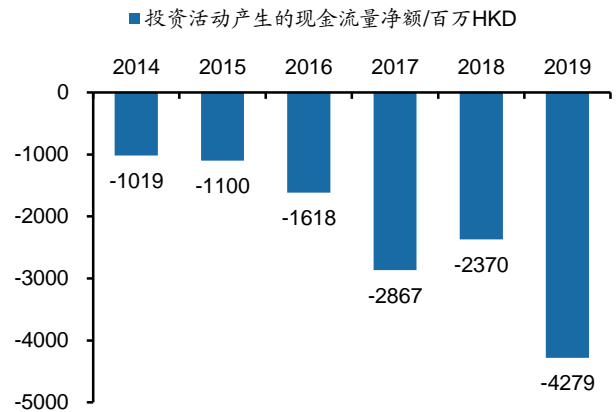
受益于运营业务占比提升, 公司经营性现金流改善良好。2019年公司经营性现金流净流出1.38亿港币, 较去年净流出2.41亿港币出现改善, 主要系运营业务现金流逐步释放, 经营性现金流净额与净利润比值为-8.5%, 同比上升9.7个百分点。此外公司投资活动产生的现金流净流出42.8亿港币, 同比增加19.7亿港币, 主要系危废及固废处置项目增加所致。

图 5: 经营性现金流净流出同比下降



数据来源: 公司年报及招股说明书、广发证券发展研究中心

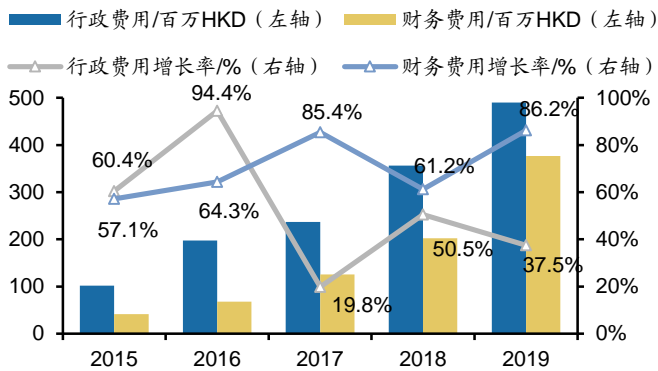
图 6: 项目投资增加带动投资现金流流出增长



数据来源: 公司年报及招股说明书、广发证券发展研究中心

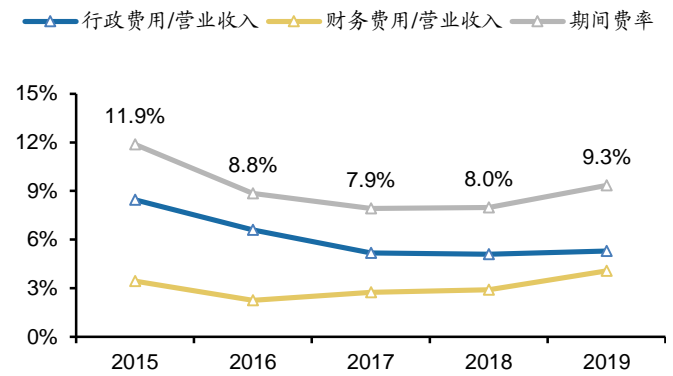
2019年行政费用及财务费用合计8.7亿港币, 期间费率9.3%同比增加1.3个百分点。2019年公司产生财务费用3.8亿, 财务费用/营业收入为4.1% (同比提高1.2pct), 财务费用上升主要系融资环境公司银行贷款利息费用增加。此外公司重视技术研发, 截至2019年底, 共持有授权专利105项, 其中发明专利32项, 实用新型专利73项。

图 7: 2019年财务及行政费用合计增速达55.1%



数据来源: 公司年报及招股说明书、广发证券发展研究中心

图 8: 2019年(财务+行政费用)/营收提升1.3个pct

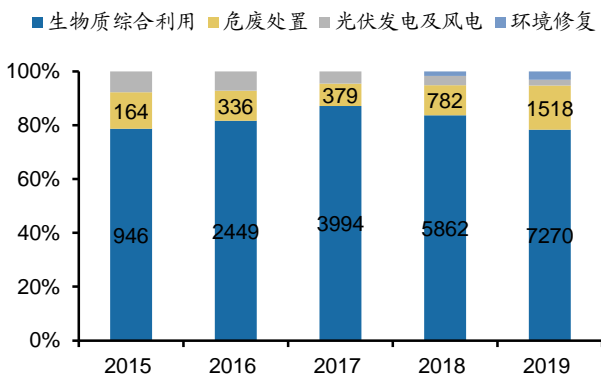


数据来源: 公司年报及招股说明书、广发证券发展研究中心

二、危废业务权重增加，生物质存量消化、经营效率持续改善

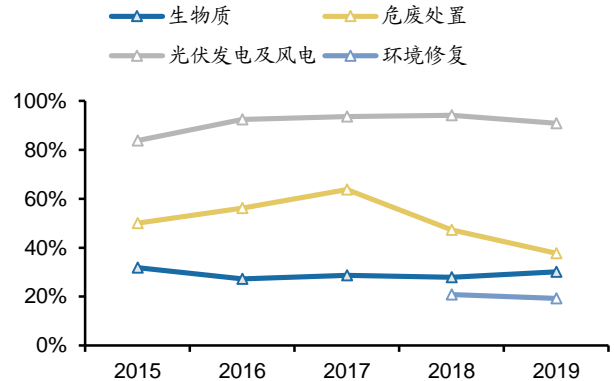
业务结构调整，危废处理业务收入占比提升至16.4%。分部业务来看，2019年公司生物质以及危废处理营收分别达72.7亿港元（同比+24.0%，下同）、15.2亿港元（+94.0%），环境修复亦业务表现不凡，实现营收2.9亿港元（+144.1%）。分业务EBITDA/营业收入来看，生物质业务EBITDA/营业收入同比提高2.32pct，主要系成本控制良好以及蒸汽供应量增加带动生物质运营部分毛利率提升4pct。危废处置业务EBITDA/营业收入持续下滑，主要系危废项目开工加速，建造收入占比显著提升。

图 9: 危废处理营收大幅增长/百万HKD



数据来源: 公司历年定期报告，广发证券发展研究中心

图 10: 公司分部业务EBITDA/营业收入



数据来源: 公司历年定期报告，广发证券发展研究中心

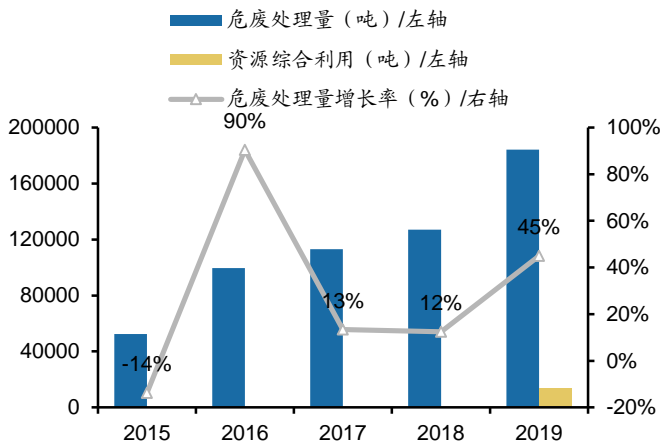
危废业务: 在手产能同比接近翻倍，运营端呈现量价齐升

公司2019年实现危废处理收入15.2亿港元，同比增长94.0%。其中运营收入达6.4亿港元，同比增长56.6%，建造收入达8.7亿港元，同比增长138.7%，报告期内公司危废处理量为18.4万吨，同比增长45%。受益于资源化处理量提升，公司危废业务营收增速高于处理量增速。

设计产能来看，截至2019年底，公司共有危废及固废处置项目51个，总设计产能达

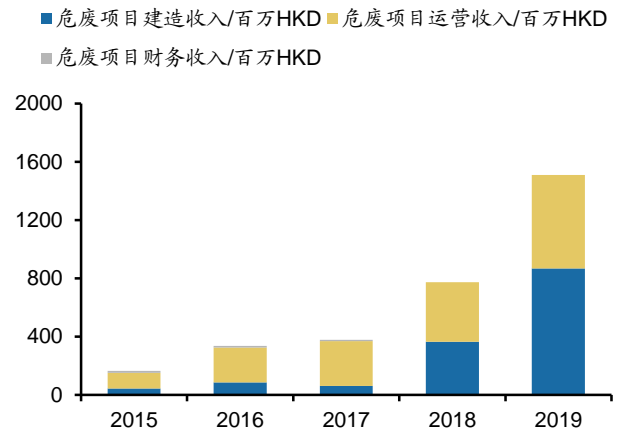
222.9万吨/年（较2018年末118万吨/年增长88.9%）。其中运营及完工20个，在建危废处置项目5个，筹建26个。

图 11: 公司危废处理量增长迅速



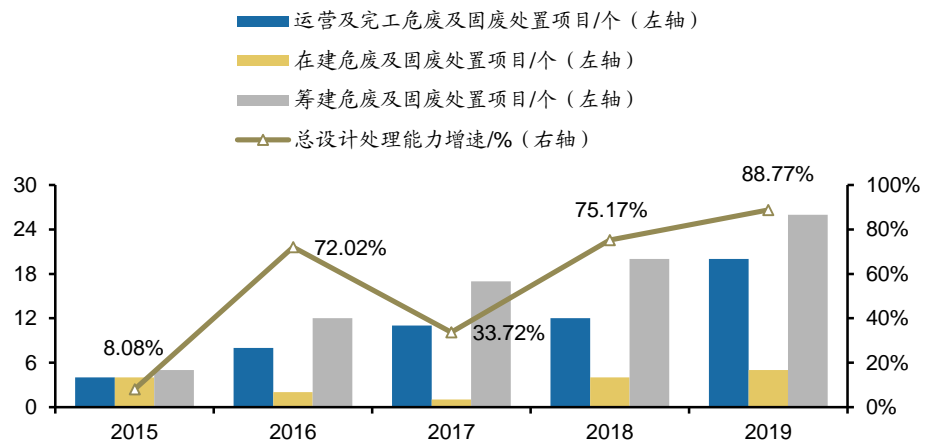
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 12: 危废项目建造收入同比增长138.7%



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 13: 公司危废产能大幅增长



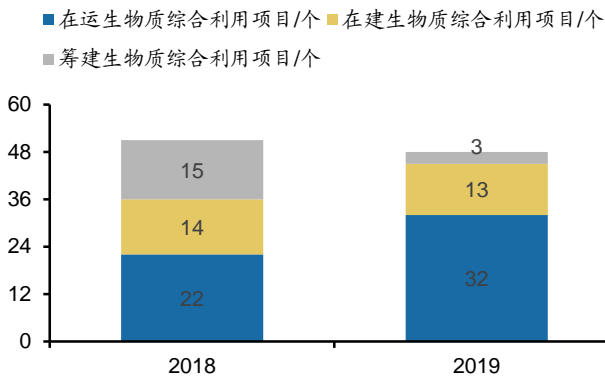
数据来源：公司历年定期报告，广发证券发展研究中心

生物质业务：在手项目稳步推进，力推热电联供新模式经营效率持续提升

产能方面：截至2019年底公司共拥有生物质项目48个，其中在运32个，在建及筹建16个，总设计发电装机容量1002MW，生物质总设计处理能力808.98万吨/年，生活垃圾涉及处理能力8850吨/日，总投资额人民币149.47亿元。

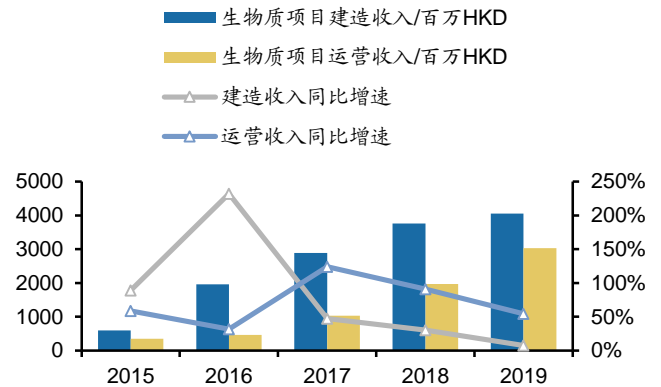
经营数据方面：2019年底公司生物质项目实现原材料处理464万吨/年，同比增长46.7%，上网电量3826GWH，同比增长49.6%；处理生活垃圾144.0万吨/年，同比增长63%。公司近年来积极推进生物质项目由直燃发电向热电联供转型，目前已逐步体现成效，2019年实现蒸汽供应量81.9万吨/年，同比增长125%。

图 14: 生物质在手项目稳步推进



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 15: 生物质板块运营收入保持高速增长



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

此外, 受益于上田业务整合, 公司环境修复业务2019年亦增长迅猛。2019年实现营收2.9亿港元(去年同期仅为1.2亿港元), 收入增长主要系2019年完工项目大幅增长为21个(去年为13个)。截至2019年底, 公司执行中的环境修复项目共9个, 涉及总合同金额约人民币3.34亿元; 另有3个项目处于筹建阶段, 涉及合同金额约人民币1.12亿元。2019年新增7个环境修复项目, 总合同金额约人民币1.13亿元。

三、12个项目纳入首批补贴清单, 期待后续清单审批加速落地

3月16日, 财政部办公厅印发《关于开展可再生能源发电补贴项目清单有关工作的通知》, 规定前七批目录内项目及18年1月底前并网项目可申报纳入。公司于3月20日公告披露公司可能符合首批清单申报条件的项目达12个(根据公司项目统计, 2018年1月前投产项目共计15个), 涉及应收国家补贴资金18亿人民币。未来财政部将抓紧审核存量项目信息, 按照“成熟一批, 公布一批”的原则, 分阶段纳入补贴工作, 后续公司也将提前做好下一批次清单项目申报准备。

表 1: 《关于开展可再生能源发电补贴项目清单有关工作的通知》主要内容

项目类别	首批补贴清单审批条件
前七批目录内项目	此前由财政部、国家发展改革委、国家能源局发文公布的第一批至第七批可再生能源电价附加补助目录内的可再生能源发电项目, 由电网企业对相关信息进行审核后, 直接纳入补贴清单。
其余存量项目	①生物质发电项目应于2006年及以后年度按规定完成核准手续, 其并于2018年1月底前全部机组完成并网。 ②符合国家能源主管部门要求, 按照规模管理的需纳入年度建设规模管理范围内。 ③符合国家可再生能源价格政策, 上网电价已获得价格主管部门批复。
申报流程及后续规划	
1.省级主管部门确认	电网企业将符合要求的可再生能源发电项目汇总后, 向各省能源主管部门申报审核。各省能源主管部门对项目是否按规定完成核准(备案), 是否纳入年度建设管理范围等条件进行确认。

2.项目复核

电网企业将经过确认的可再生能源发电项目相关申报材料按要求通过信息平台提交国家可再生能源信息管理中心，由中心对申报项目资料的完整性、支持性文件的有效性和项目情况的真实性进行复核。

3.补贴清单公示和公布

电网企业将复核后符合条件的项目形成补贴项目清单，并在网站上进行公示。公示期满后，国家电网、南方电网正式对外公布各自经营范围内的补贴清单。

4.“成熟一批，公布一批”

按照“成熟一批、公布一批”的原则，分阶段完成补贴清单的公布。2020年4月30日前，完成第一阶段补贴清单的审核发布工作；2020年6月30日前，完成首批补贴清单的审核发布工作。同时，做好下一批补贴清单审核发布的准备工作。

数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

四、运营效率提升，危废业务产能释放，维持“买入”评级

预计公司2020-2022年EPS分别为0.90、1.03、1.24港元/股，按照最新收盘价对应估值PE分别为3.65、3.18、2.65倍。公司生物质发电效率提升、危废逐步进入运营期释放业绩，此外环境修复业务仍将持续发力保持高速增长，2020-2022年公司仍将维持14%以上成长，站在目前时点具备估值修复空间，参考可比公司估值，给予2020年6倍PE，对应5.4港币/股的合理价值，维持“买入”评级。

表 2：中国光大绿色环保同业对比（A/H 收盘价 2020/3/31，美股收盘价 2020/3/28）

公司代码	公司名称	市值/亿元	最新收盘价 元/股	单位	EPS 元/股			PE 倍		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
01257.HK	中国光大绿色环保	67.56	3.27	HKD	0.78	0.90	1.03	5.38	3.65	3.18
00257.HK	中国光大国际	273.36	4.45	HKD	0.85	1.01	1.18	7.38	4.38	3.79
601330.SH	绿色动力	80.71	9.20	CNY	0.36	0.56	0.79	22.20	13.12	9.69
600323.SH	瀚蓝环境	152.95	19.96	CNY	1.17	1.45	1.70	14.99	13.81	11.75
WM.N	Waste Management	401.77	94.60	USD	3.93	4.52	4.82	28.96	20.95	19.62

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心 备注：中国光大绿色环保盈利预测来自广发证券发展研究中心，其他公司来自Wind或彭博一致预测。

五、风险提示

融资改善政策出台、执行力度不及预期；生物质运营补贴无法按时到位，产能利用率不足；上网电价、税收等优惠政策变化。

单位: 百万港元					
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,188	7,548	8,538	8,978	9,980
现金	2,045	2,685	2,808	2,950	3,354
应收账款	1,240	1,381	1,732	1,787	2,039
存货	125	228	222	255	265
其他	1,778	3,253	3,775	3,986	4,321
非流动资产	13,415	18,710	22,761	27,136	31,658
固定资产	2,335	2,643	2,986	3,372	3,800
无形资产	7,654	11,185	14,850	18,805	22,862
租金按金					
使用权资产					
其他	3,426	4,882	4,925	4,958	4,997
资产总计	18,603	26,258	31,299	36,114	41,638
流动负债	3,356	5,077	6,237	5,395	5,329
短期借款	915	2,022	2,598	1,585	1,131
应付账款	1,738	2,138	2,574	2,668	2,919
其他	702	916	1,065	1,142	1,279
非流动负债	5,816	10,594	12,594	16,094	19,094
长期借款	5,091	9,072	11,072	14,572	17,572
租赁负债					
其他	725	1,522	1,522	1,522	1,522
负债合计	9,172	15,671	18,832	21,489	24,423
少数股东权益	92	241	269	302	341
股本	1,608	1,608	1,608	1,608	1,608
留存收益和资本公积	7,731	8,738	10,590	12,715	15,266
归属母公司股东权益	9,339	10,346	12,198	14,323	16,874
负债和股东权益	18,603	26,258	31,299	36,114	41,638

单位: 百万港元					
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7,002	9,280	10,710	11,529	12,884
营业成本	4,932	6,479	7,550	7,955	8,632
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	357	490	546	565	618
财务费用	202	377	481	585	694
营业利润	1,723	2,326	2,613	3,009	3,633
利润总额	1,668	2,109	2,350	2,696	3,237
所得税	337	462	470	539	647
净利润	1,325	1,621	1,880	2,157	2,590
少数股东损益	6	26	28	32	39
归属母公司净利润	1,325	1,621	1,852	2,125	2,551
EBITDA	2,013	2,716	3,067	3,586	4,340
EPS (港元)	0.64	0.78	0.90	1.03	1.23

单位: 百万港元					
至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-241	-138	-631	-223	-257
净利润	1,325	1,621	1,852	2,125	2,551
折旧摊销	290	390	453	577	707
少数股东权益	6	26	28	32	39
营运资金变动及其他	-1,863	-2,175	-2,964	-2,957	-3,554
投资活动现金流	-2,370	-4,279	-4,342	-4,736	-4,991
资本支出	-2,993	-4,000	-4,461	-4,918	-5,191
其他投资	623	-279	120	181	199
筹资活动现金流	2,276	5,098	2,095	1,901	1,853
借款增加	374	1,107	576	-1,013	-454
普通股增加	0	0	0	0	0
已付股利	-310	-300	-481	-585	-694
其他	2,212	4,291	2,000	3,500	3,000
现金净增加额	-359	641	-2,877	-3,058	-3,396

至 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	52.8%	32.5%	15.4%	7.6%	11.8%
营业利润	43.1%	35.0%	12.4%	15.1%	20.7%
归属母公司净利润	38.9%	22.4%	14.2%	14.7%	20.1%
获利能力					
毛利率	29.6%	30.2%	29.5%	31.0%	33.0%
净利率	18.9%	17.5%	17.3%	18.4%	19.8%
ROE	14.0%	15.3%	14.9%	14.5%	14.8%
ROIC	13.8%	13.0%	13.8%	13.0%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	49.3%	59.7%	60.2%	59.5%	58.7%
净负债比率	97.3%	148.0%	151.0%	146.9%	141.9%
流动比率	1.55	1.49	1.37	1.66	1.87
速动比率	0.98	0.80	0.73	0.88	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.35	0.34	0.32	0.31
应收账款周转率	5.65	6.72	6.18	6.45	6.32
应付账款周转率	2.84	3.03	2.93	2.98	2.96
每股指标 (港元)					
每股收益	0.64	0.78	0.90	1.03	1.23
每股经营现金	-0.12	-0.07	-0.31	-0.11	-0.12
每股净资产	4.56	5.12	6.03	7.08	8.33
估值比率					
P/E	8.69	5.38	3.65	3.18	2.65
P/B	0.62	0.33	0.22	0.19	0.16
EV/EBITDA	9.26	7.99	7.43	7.05	6.41

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，2015年、2016年、2017年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，带领团队荣获2019年新财富环保行业第一名。
- 邱长伟：资深分析师，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：资深分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 张 焱：研究助理，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：研究助理，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。

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35 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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。