

进入项目投产高峰期，持续高增在望

绿色动力环保 (01330.HK)

近年业绩持续高增，体现出相当好的成长性

公司最近几年收入持续保持高增，净利润偶有波动，但复合增速依然相当高。2015-2017年，公司收入年复合增速达24.5%。净利润年复合增速达65.1%。2018年前三季，公司收入及归母净利润分别为7.79亿元人民币（下同）和2.41亿元，同比增速分别为34.2%和53%。总体来看，公司近年来的业绩体现出相当好的成长性。

产能持续提升，未来两年有望延续高速增长

运营项目迅速增加，规模不断扩大是公司业绩持续高增长的主要推动力。公司2015-2018H1垃圾处理量以及上网电量均保持了较高的增速，尤其是上网电量，2015-2018H1增速均在31%以上。

垃圾处理量与上网电量持续高增的动力源自于公司处理量即产能的持续增长。2016年底，公司垃圾焚烧处理能力为7850吨/日；2017年底，处理能力提升至10460吨/日，同比增长33.2%。

根据公司公告的数据，我们测算：于2018年底，公司垃圾焚烧发电运营项目产能将达到1.4万吨/日左右，较2017年底增长约35%；在建项目方面，预计2018年底公司在建项目合计处理能力将超10300吨/日甚至更高水平，这一数字与公司2017年底的总处理能力相当，与我们测算的公司2018年底处理能力比值约73%；筹建项目方面，我们预计公司截至2018年底仍有近10000吨/日的项目储备。

我们认为随着公司项目不断开工和陆续投产，2019-2020年将迎来项目投产高峰期，从而为未来两年的业绩高速增长打下相当坚实的基础。

大力开展并购项目，发力外延扩张

2018年以来，公司在外延扩张方面明显发力。年内公司完成对广东博海昕能环保有限公司（以下简称“博海昕能”）的全资收购。本次收购短期内即可为绿色动力环保带来2700吨/日的垃圾焚烧发电处理能力，远期还有2800吨/日的项目储备。

我们认为，公司凭借自身资金及经营优势，大力并购扩张，一方面有利于迅速扩大规模，增加项目储备，另一方面也有利于进一步稳固行业地位，对于公司的长远发展相当有利。

盈利预测

我们预测公司2018年归母净利润为3.15亿元人民币，增速将超50%，同时预测2019-2020年公司归母净利润亦将保持40-50%的持续高速增长。

估值与投资评级

绿色动力环保(01330.HK)港股2019年1月22日收盘价为3.5元，对应我们的2018/2019年预测业绩PE分别为11.1/7.4倍。我们按照2019年预测业绩给予15倍左右PE，目标价为7.1港元，给予买入评级。

风险提示

项目推进不及预期；资金压力显著增加；政策对垃圾焚烧发电支持力度减弱。

盈利预测

货币单位：人民币亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	6.64	7.85	10.62	14.90	20.66
YOY	28.2%	18.1%	35.3%	40.3%	38.7%
毛利	4.13	4.59	6.37	9.09	12.60
YOY	30.0%	11.0%	39.0%	42.7%	38.7%
毛利率	62.2%	58.4%	60.0%	61.0%	61.0%
归母净利润	2.31	2.06	3.15	4.75	6.71
YOY	53.0%	-10.6%	52.8%	50.5%	41.3%
每股收益（人民币元）	0.22	0.20	0.27	0.41	0.58

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

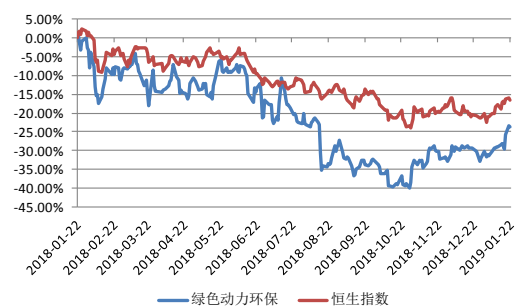
2019年1月28日

公司研究

所属行业	环保
评级	买入
收盘价(HKD)	3.5
总市值(HKD 亿)	124
流通市值(HKD 亿)	14.2
52周最高/最低(HKD)	2.72-4.67

数据来源：Wind；数据日期：2019年1月22日收盘

最近一年公司股价与恒指走势对比



数据来源：Wind；国信证券（香港）研究部整理

韩卫东

SFC CE No.: BCH669

+852 2899 8300

hanwd@guosen.com.hk

绿色动力环保（01330.HK）公司简介

绿色动力环保（01330.HK）创立于2000年，是国内领先的垃圾焚烧发电企业之一。公司主要以BOT、PPP等方式从事生活垃圾焚烧发电厂的投资、建设、运营、维护及技术顾问服务。公司于2014年6月在港股上市，并于2018年6月在A股上市，成为A+H两地上市企业。

公司控股股东及实际控制人为北京市国有资产经营有限责任公司（以下称“北京国资公司”，该公司是北京市政府旗下专门从事资本运营的大型国有投资公司）。北京国资公司直接持有绿色动力环保43.16%的股份，间接持股2.14%，合计持股比例为45.3%。

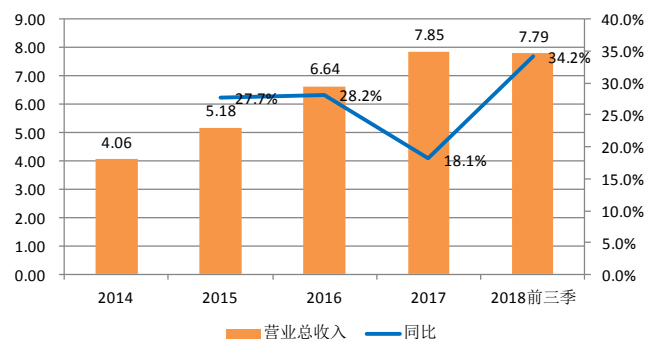
垃圾焚烧发电是公司最主要的业务，截至2018年6月底，公司在垃圾焚烧发电领域共拥有32个项目，其中运营项目13个，在建项目6个，筹建项目13个。其中，运营项目垃圾处理能力达10760吨/日，在建项目垃圾处理能力6850吨/日。除此之外，公司还拥有少量垃圾填埋、污水处理等其它业务。

近年业绩持续高增，体现出相当好的成长性

公司最近几年收入持续保持高增，净利润偶有波动，但复合增速依然相当高。2015-2017年，公司收入增速分别录得27.7%、28.2%、18.1%，年复合增速达24.5%。净利润方面，公司2015-2017年增速分别录得228.4%、53%、-10.6%，年复合增速达65.1%。

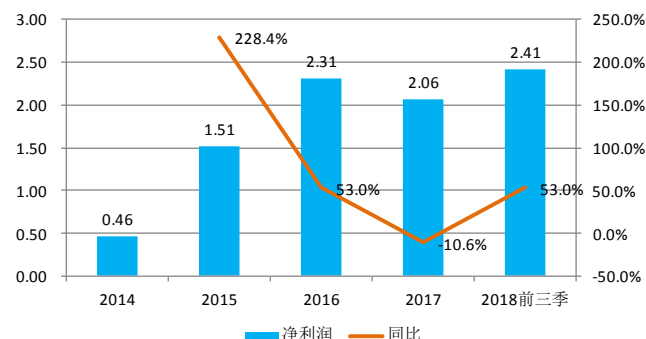
2018年前三季，公司收入及归母净利润分别为7.79亿元人民币（下同）和2.41亿元，同比增速分别为34.2%和53%。前三季收入增长进一步提速，而净利润也是在相对高的基数上继续保持高增。总体来看，公司近年来的业绩体现出相当好的成长性。

图1 绿色动力环保2014-2018前三季收入及增速（亿元人民币）



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

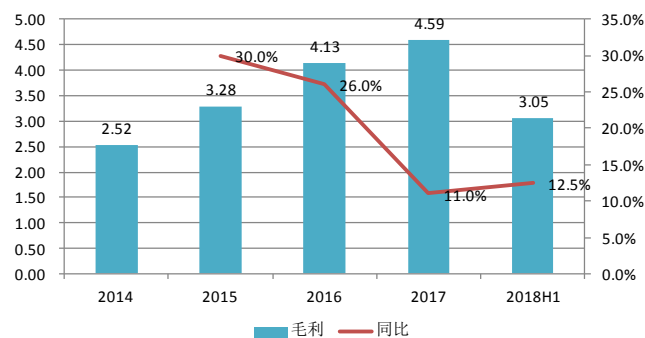
图2 绿色动力环保2014-2018前三季净利润及增速（亿元人民币）



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

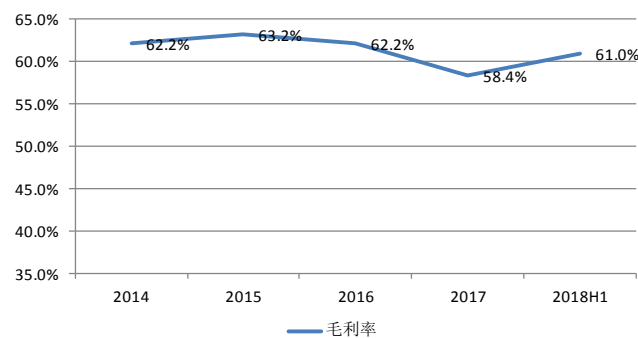
毛利方面，公司近年来毛利增长总体较快。2018年上半年，公司毛利录得3.05亿元，已接近2015年全年的水平。2014-2016年，公司毛利率稳定在62%以上水平，2017年有所下滑，而2018年再度回升至61%的高水平。

图3 绿色动力环保2014-2018H1毛利及增速（亿元人民币）



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图4 绿色动力环保2014-2018H1毛利率



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

公司收入与利润持续高增长的主要推动力在于：投入运营的项目逐年快速增加，营运规模不断扩大，垃圾处理费、上网电费、利息收入持续增加。

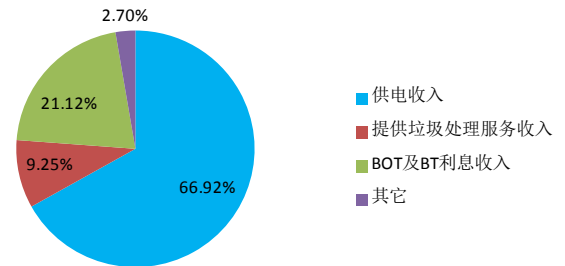
从收入构成上来看，项目运营收入是公司最大的收入来源，2016 年该项收入占比 78.4%，2017 年占比 78.7%，2018 年上半年占比 76.2%。BOT 及 BT 利息收入占比连续几年均在 21% 出头。进一步，项目运营收入具体包括供电收入和垃圾处理服务收入，其中供电收入是大头。2018 年上半年，供电收入占总收入比重为 66.9%，垃圾处理服务收入占比 9.3%。

表 1 绿色动力环保收入构成情况 (亿元人民币)

项目	2016	占比	2017	占比	2018H1	占比
运营收入	5.21	78.44%	6.18	78.71%	3.82	76.17%
BOT及BT利息收入	1.43	21.56%	1.67	21.29%	1.06	21.12%
合计	6.64	100.00%	7.85	100.00%	5.01	100.00%

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 5 绿色动力环保 2018H1 收入构成情况

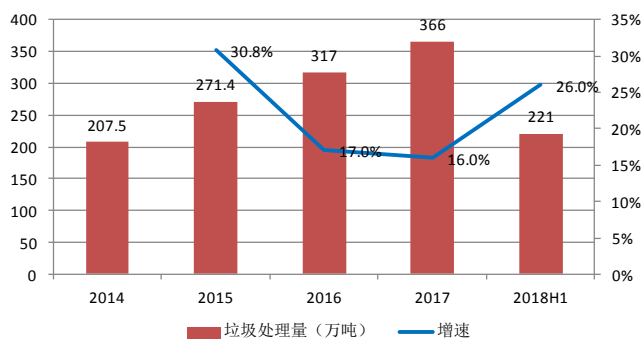


数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

产能持续提升，未来两年有望延续高速增长

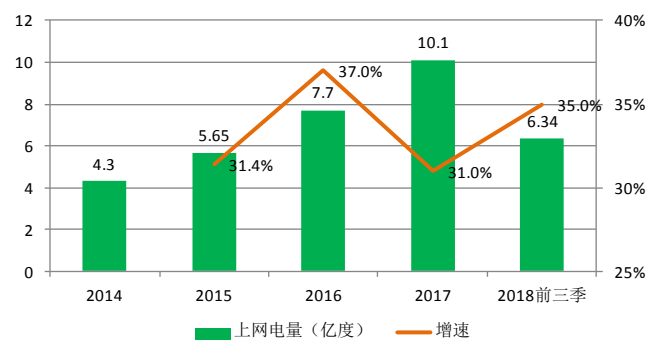
如前所述，运营项目迅速增加，运营规模不断扩大是公司业绩持续高增长的主要推动力。从过往数据来看，公司 2015-2018H1 垃圾处理量以及上网电量均保持了较高的增速，尤其是上网电量，2015-2018H1 增速均在 31% 以上。

图 6 绿色动力环保 2014-2018H1 垃圾处理量及增速 (万吨)



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 7 绿色动力环保 2014-2018 H1 上网电量及增速 (亿度)



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

垃圾处理量与上网电量持续高增的动力源自于公司处理量即产能的持续增长。2016 年底，公司垃圾焚烧处理能力为 7850 吨/日；2017 年底，处理能力提升至 10460 吨/日，同比增长 33.2%。

根据公司公告的数据，截至 2018 年 6 月底，公司在垃圾焚烧发电领域共拥有 32 个项目，其中运营项目 13 个（包括正式运营和试运营），在建项目 6 个，筹建项目 13 个。其中，运营项目垃圾处理能力达 10760 吨/日，在建项目垃圾处理能力 6850 吨/日。此外，公司还拥有垃圾填埋项目 1 个，处理能力 450 吨/日。公司垃圾焚烧发电项目情况，以及所有项目情况明细详见表 2、表 3。

表 2 绿色动力环保垃圾焚烧发电项目情况汇总（截至 2018 年 6 月）

类型	项目数量	垃圾焚烧发电设计日处理能力（吨）	装机容量（兆瓦）
运营	13	10760	237.5
在建	6	6850	131.5
筹建	13	15100	-
合计	32	32710	-

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 3 绿色动力环保所有环保项目情况明细（截至 2018 年 6 月）

序号	项目名称	项目性质	项目状态	设计日处理能力（吨）	装机容量（兆瓦）
1	常州项目	BOT	运营	1050	15
2	海宁项目	BOT	运营	500	12
3	平阳项目	BOT	运营	600	12
4	永嘉项目	BOT	运营	500	12
5	武汉项目	BOT	运营	1000	18
6	乳山项目	BOT	运营	500	12
7	泰州项目	BOT	运营	1000	18
8	惠州填埋场项目	BOT	运营	450	0
9	安顺项目	BOT	运营	700	12
10	蓟县项目	BOT	运营	700	12
11	惠州垃圾焚烧发电项目	BOT	运营	1200	24
12	句容项目	BOT	试运营	700	12
13	宁河秸秆发电项目	BOT	试运营	700	36
14	蚌埠项目	BOT	试运营	1210	25
15	宁河生物质发电项目	BOT	在建	500	7.5
16	通州项目	BOT	在建	2250	50
17	汕头项目	BOT	在建	1500	35
18	密云项目	PPP	在建	1530	-
19	章丘项目	BOT	在建	1200	24
20	博白项目	BOT	在建	1500	15
21	青岛项目	BOT	筹建	1000	-
22	平遥项目	BOT	筹建	600	-
23	红安项目	BOT	筹建	700	-
24	隆回项目	BOT	筹建	700	-
25	金坛项目	BOT	筹建	600	-
26	射阳项目	BOT	筹建	600	-
27	宜春项目	PPP	筹建	1500	-
28	通州项目二期	BOT	筹建	1700	-
29	永嘉项目二期	PPP	筹建	750	-
30	宜君项目	BOT	筹建	600	-
31	丰城项目	PPP	筹建	1200	-
32	惠州项目二期	PPP	筹建	3400	-
33	登封项目	BOT	筹建	1050	-

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

2018 年下半年，公司新签石首和海宁扩建两个垃圾焚烧发电项目，设计日处理能力分别为 700 吨、2250 吨，合计 2950 吨。

表 4 绿色动力环保 2018 年下半年垃圾焚烧发电项目获取情况

序号	项目名称	项目性质	垃圾焚烧发电设计日处理能力（吨）	装机容量（兆瓦）	签约日期
1	石首项目	BOT	700	-	2018年9月25日
2	海宁扩建项目	B00T	2250	-	2018年8月24日
合计			2950		

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

根据公司 2018 年中报发布的信息，公司通州项目（2250 吨/日）已于 2018 年 8 月转入试运行，密云项目（含 600 吨/日垃圾焚烧发电产能）、宁河生物质项目（500 吨/日）计划于 2018 年下半年投产。因此我们测算，于 2018 年底，公司垃圾焚烧发电运营项目（包括正式运营与试运行）产能将达到 1.4 万吨/日左右，较 2017 年底增长约 35%。

在建项目方面，公司中报称计划 2018 年内新开工包括红安、丰城、惠州二期等在内的 6 个项目，合计垃圾焚烧处理能力超过 6800 吨/日。如这些项目均顺利开建，则我们预计 2018 年底公司在建项目合计垃圾焚烧处理能力将超 10300 吨/日甚至更高水平。这一数字与公司 2017 年底的总处理能力相当，与我们测算的公司 2018 年底处理能力比值约 73%。

筹建项目方面，根据公司现有所有垃圾焚烧发电项目设计处理能力，减去我们测算的已运营、在建项目设计处理能力，我们可以估算出公司截至 2018 年底仍有近 10000 吨/日的项目储备。

根据上述分析，我们认为随着公司项目不断开工和陆续投产，2019-2020 年将迎来项目投产高峰期，从而为未来两年的业绩高速增长打下相当坚实的基础。

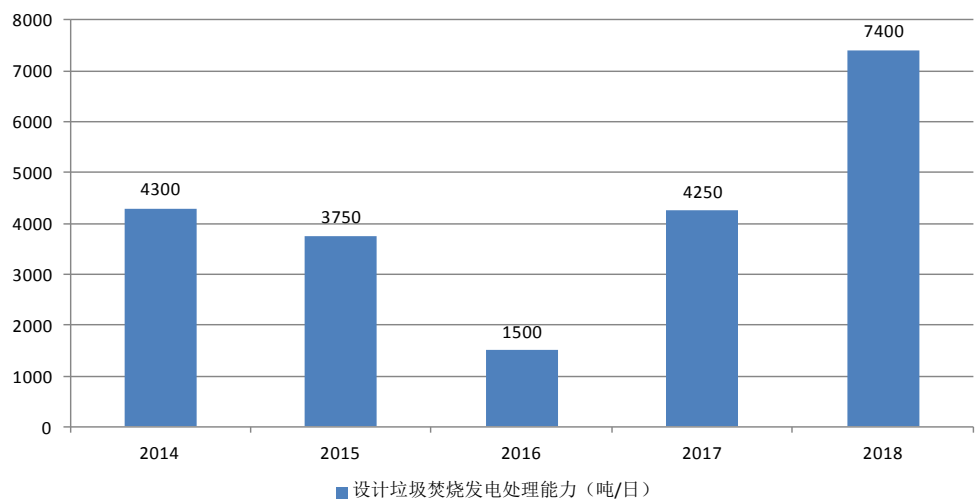
项目获取能力强，单体项目大型化趋势明显

公司自港股上市以来，随着资金实力的增强以及自身综合实力的提升，在项目获取方面体现出较强的能力。2014-2018 年，公司年均新获取垃圾焚烧发电项目设计处理能力 4240 吨/日。其中 2018 年公司在新项目获取方面可谓是大丰收。年内公司共获取惠州二期、登封、海宁扩建、石首等四个项目，设计垃圾焚烧发电处理能力分别为 3400、1050、2250、700 吨/日，合计 7400 吨/日，创下公司历史最好水平。

另外，公司获取的项目单体项目大型化趋势越来越明显。公司在 2014 年以前获取的项目中，少有单体设计能力超 1000 吨/日的。而 2014 年以来，单体设计处理能力 1000 吨/日以上的占了绝大多数，并且 1500 吨/日，2000 吨/日甚至以上的大型项目越来越多，其中 2018 年上半年新获取的惠州二期项目设计处理能力达 3400 吨/日。

源源不断的新项目获取，将为公司长远增长奠定基础。而单体项目规模大型化，则对于提升公司运营效率进而提升盈利能力有一定帮助。

图 8 绿色动力环保 2014-2018 年垃圾焚烧发电项目获取情况（吨/日）



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

大力开展并购项目，发力外延扩张

2018 年以来，公司在外延扩张方面明显发力。2018 年 12 月，公司完成对广东博海昕能环保有限公司（以下称“博海昕能”）的全资收购。博海昕能主要以特许经营方式从事生活垃圾处理业务，已取得 5 个生活垃圾焚烧发电特许经营项目，总处理能力 5550 吨/日；公司还拥有 4 个生活垃圾转运特许经营项目，总转运能力 1620 吨/日。

截止 2018 年 8 月，博海昕能的 5 个垃圾焚烧发电项目中，已投运项目设计处理能力 700 吨/日，另有 2000 吨/日的处理能力预计于 2018 年完工，2019 年进入投运阶段。也就是说，本次收购短期内即可为绿色动力环保带来 2700 吨/日的垃圾焚烧发电处理能力，远期还有 2800 吨/日的项目储备。

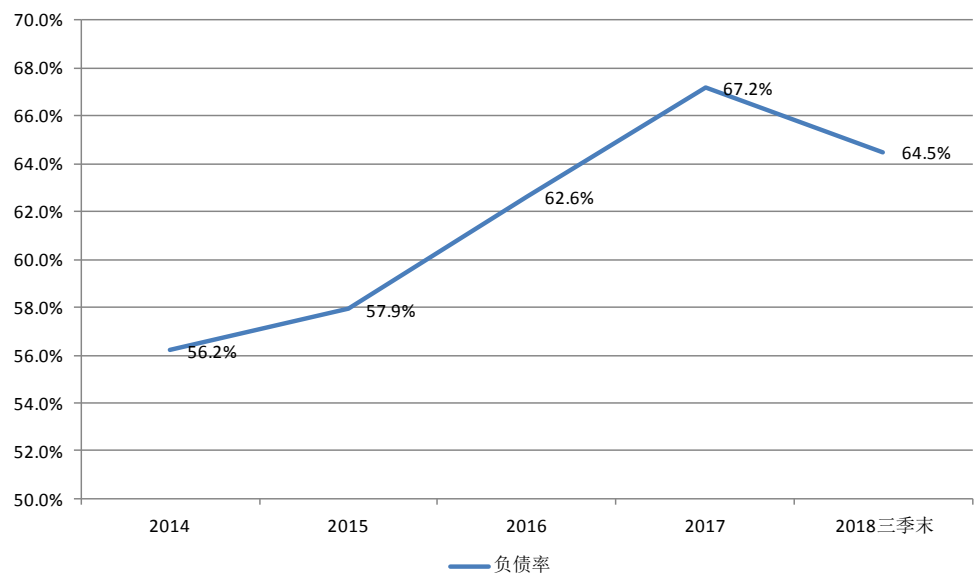
此外，公司于 2018 年 11 月公告称，拟全资收购贵州金沙绿色能源有限公司。该公司目前拥有贵州金沙县生活垃圾清运与焚烧发电一体化项目，其中垃圾焚烧发电设计总处理能力 1200 吨/日（筹建中），垃圾清运设计转运能力 600 吨/日（已基本建成）。

绿色动力环保之所以在 2018 年发力外延扩张，有一部分原因在于随着国内经济下行压力增大，环保领域部分中小型民营企业经营压力、资金压力明显增加，因此行业内出现较多并购机会。我们认为，公司凭借自身资金及经营优势，在业内中小型竞争对手出现困难时出手并购，一方面有利于自身迅速扩大规模，增加项目储备，另一方面也有利于进一步稳固行业地位，对于公司的长远发展相当有利。

财务状况相对稳健，借款余额与财务费用上升较快

公司近年来资产负债率呈缓慢上升趋势。2017 年底达到 67.2% 的近年高位，2018 年随着公司 A 股 IPO 顺利实施，负债率有所下降。2018 年三季度末负债率为 64.5%，处于正常水平。

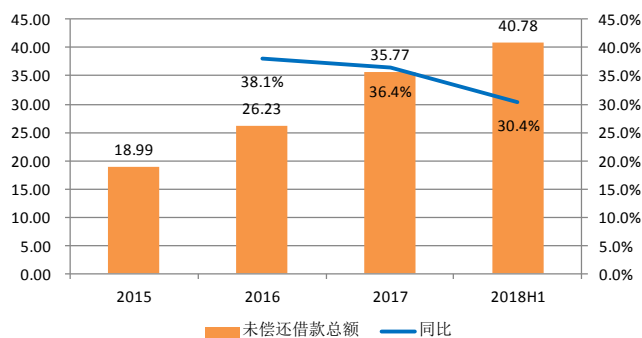
图 9 绿色动力环保 2014-2018 三季度末资产负债率情况



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

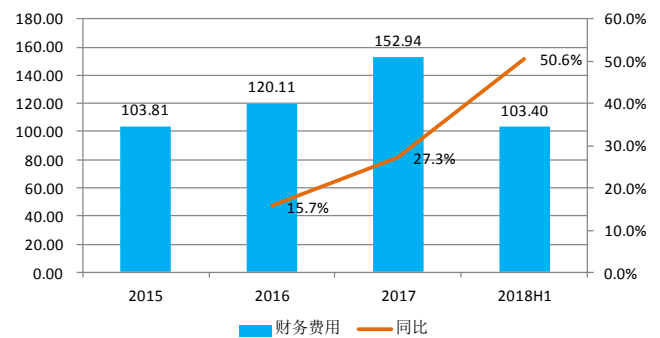
公司近年来借款余额及每年的财务费用均快速上升。这与公司近年来加大项目开工建设力度，建设规模明显扩大有直接关系。由于公司项目大量开工建设，预计未来两年借款余额与财务费用仍将延续快速增长趋势。

图 10 绿色动力环保 2015-2018H1 未偿还借款总额（亿元人民币）



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 11 绿色动力环保 2015-2018 H1 财务费用（百万人民币）



数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

大量的项目开工建设，对公司的资金实力、融资能力提出了较高的要求。不过，凭借公司的国企背景，以及大股东实力，公司融资能力或明显强于业内其它中小型竞争对手或民营企业。截止 2018 年 6 月底，公司获得的银行综合授信额度为 84.5 亿元，其中 27.56 亿元尚未动用。此外，公司还 2018 年 7 月公告称拟向控股股东北京国资公司申请不超过 15 亿元的借款额度。总体来看，我们认为公司未来两年在财务状况方面，仍可能保持稳健。

（注：以上数据均来自于上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理）

垃圾焚烧处理领域整体仍有相当大的空间

国家发改委于 2016 年 12 月发布的《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（以下称《规划》）显示，截止“十二五”末，全国城镇生活垃圾焚烧处理所占比例为 31%（东部地区为 48%），未能完成 35%的总体目标。并且尚有 43 个设市城市和 367 个县城不具备无害化处理能力。

《规划》明确指出，到 2020 年底，具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”，建制镇实现生活垃圾无害化处理能力全覆盖。到 2020 年底，设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50%以上，其中东部地区达到 60%以上。根据规划，至 2020 年，全国垃圾焚烧处理能力将达到 59.14 万吨/日，较 2015 年末的 23.52 万吨/日增加 35.62 万吨/日，增幅 151.4%，年复合增速将近 21%。

远期来看，即使到 2020 年底我国城镇生活垃圾焚烧处理占比能达到 50%（东部 60%）的规划目标，但相较于欧洲、日本等发达地区，这一占比仍较低。根据 Eurostat 的数据，挪威、比利时等欧洲国家的垃圾焚烧处理比例均超过 70%。根据《日本垃圾焚烧全报告 2013》的数据，日本的焚烧处理比例则是在 80%左右。此外，随着未来城镇化的进一步推进，预计全国城镇生活垃圾产生量亦将维持小幅增长。因此，从长期来看，国内垃圾焚烧发电领域未来发展空间仍然相当广阔。

（注：以上数据均来自于中国发改委、Eurostat 及《日本垃圾焚烧全报告 2013》，国信证券（香港）研究部整理）

盈利预测

我们对公司 2018-2019 年的增长情况进行了预测。根据公司公告的数据，2018 年上半年公司新投运的产能很少，而下半年则可能将有合计 3350 吨/日的产能投入运营，因此我们预计公司 2018 年下半年收入和净利润增速将显著提升，从而带动公司全年业绩实现高速增长。而随着 2018 年下半年新增项目在 2019 年全年贡献业绩，以及部分在建项目 2019 年进入投运阶段从而贡献业绩，另外新收购的博海昕能 2019 年开始并表贡献业绩，我们预计公司 2019 年将实现高双位数的高速增长。而基于公司丰富的项目储备逐步落地，公司 2020 年仍将有大量项目投运，我们预计公司 2020 年仍将延续高增势头。

我们预测公司 2018 年归母净利润为 3.15 亿元人民币，增速将超 50%，同时预测 2019-2020 年公司归母净利润亦将保持 40-50%的持续高速增长（详见表 5、表 6）。

表 5 盈利预测

货币单位：人民币亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	6.64	7.85	10.62	14.90	20.66
YOY	28.2%	18.1%	35.3%	40.3%	38.7%
毛利	4.13	4.59	6.37	9.09	12.60
YOY	30.0%	11.0%	39.0%	42.7%	38.7%
毛利率	62.2%	58.4%	60.0%	61.0%	61.0%
归母净利润	2.31	2.06	3.15	4.75	6.71
YOY	53.0%	-10.6%	52.8%	50.5%	41.3%
每股收益（人民币元）	0.22	0.20	0.27	0.41	0.58

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

估值与投资评级

绿色动力环保（01330.HK）港股 2019 年 1 月 22 日收盘价为 3.5 元，对应我们的 2018/2019 年预测业绩 PE 分别为 11.1/7.4 倍。我们按照 2019 年预测业绩给予 15 倍左右 PE，目标价为 7.1 港元，给予买入评级。

（注：以上数据均来自于上市公司公告、Wind，国信证券（香港）研究部整理）

风险提示

项目推进不及预期；资金压力显著增加；政策对垃圾焚烧发电支持力度减弱。

表 6 绿色动力环保利润表预测

货币单位：人民币万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	66,434	78,484	106,204	149,037	206,639
营业成本	25,124	32,631	42,482	58,124	80,589
毛利	41,310	45,853	63,723	90,912	126,050
税金及附加	1,546	1,937	2,549	3,607	4,959
管理费用	9,616	10,736	13,063	16,096	17,771
财务费用	12,011	15,294	21,241	29,062	41,328
资产减值损失	(106)	348	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	7,953	9,500	12,000	15,000
营业利润	18,243	25,492	36,370	54,148	76,992
营业外收入	7,113	179	200	200	200
营业外支出	20	102	100	100	100
利润总额	25,336	25,569	36,470	54,248	77,092
所得税	2,236	4,921	4,923	6,781	10,022
净利润	23,100	20,648	31,546	47,467	67,070
少数股东损益	0	0	5	10	15
归属于母公司所有者的净利润	23,100	20,648	31,541	47,457	67,055

数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

Buy: A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Neutral: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

Sell: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

Sector Ratings:

Overweight: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

Neutral: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

Underweight: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

行业评级

超配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

低配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。