

瀚蓝环境 (600323.SH)

单二季度业绩同比增长 21%，职业经理人制度优化治理

核心观点：

- **单二季度业绩同比增长 21%，疫情影响逐步缓解。**公司披露 2020 年中报，上半年实现营收 31.36 亿元（同比+17.4%），扣非归母净利润 4.5 亿元（+0.9%），单二季度同比增长 21% 恢复增长。二季度增长主要系疫情影响逐步降低及新增固废项目投产，垃圾发电量、上网电量同比提升等（单二季度分别同比增长 28%、25%）。2020H1 毛利率 29.6% 保持平稳，净利率 14.7% 略有下滑，主要系财务费用同比增长 44%。
- **固废板块增速依旧亮眼，2020 年上半年营收同比增长 51.7%。**分业务看，固废业务实现营收 16.66 亿元（+51.7%）表现亮眼，主要系处理量增长、新增产能投产等所致；燃气业务受疫情影响有所下滑，排水业务受益提价，营收同比增长 37.0%。公司垃圾焚烧在运产能达 1.59 万吨/日，在建及筹备达 1.63 万吨/日（其中 1.32 万吨在建，预计下半年投产 8050 吨/日）。此外，危废方面嘉兴、南海危废项目合计 12.5 万吨/年也将于下半年投产。公司大固废纵横一体化业务格局进一步夯实。
- **推进职业经理人制度，国企背景融资便利持续发生。**公司于 5 月 15 日公告通过高管转换为职业经理人议案，总经理金总等高管转换为职业经理人，完善公司治理。公司国企及优质经营背景下融资优势显著，已于年内滚动发行多期超短融，利率仅 1.8%-2.75%，另外公司 9.9 亿可转债已于 4 月发行，用于推进焚烧项目建设。伴随在建工程不断转为运营，公司固废板块成长的确定性及持续性将得到有效保障。
- **布局固废产业全链条，职业经理人制度完善公司治理，维持“买入”评级。**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.37、1.67 和 2.01 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 19.1、15.6、13.0 倍。公司处于产能集中建设投产期，预期 2021-2022 业绩保持 20% 左右成长，我们给予 2020 年 22 倍 PE 估值，对应 30.14 元/股合理价值，维持“买入”评级。
- **风险提示。**固废项目建设进度不达预期；新建项目资产回报率下滑。

盈利预测：

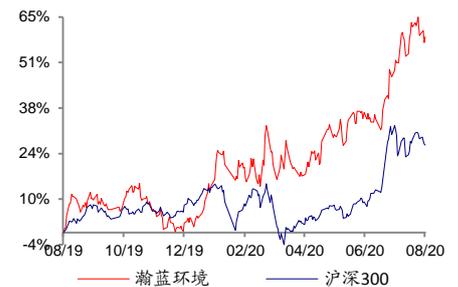
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,849	6,160	7,016	8,146	9,225
增长率（%）	15.4	27.0	13.9	16.1	13.2
EBITDA（百万元）	1,637	1,912	2,270	2,659	3,079
归母净利润（百万元）	873	913	1,050	1,282	1,538
增长率（%）	33.9	4.5	15.0	22.1	20.0
EPS（元/股）	1.14	1.19	1.37	1.67	2.01
市盈率（P/E）	12.31	14.73	19.09	15.63	13.02
ROE（%）	14.9	13.9	11.6	10.9	10.6
EV/EBITDA	9.26	10.52	12.14	10.13	7.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	26.15 元
合理价值	30.14 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-14

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：

瀚蓝环境 (600323.SH) :扣 2020-04-15

非业绩同比增长 20.5%，固废收入增速达 50%

瀚蓝环境 (600323.SH) :可 2020-01-09

转债发行加速，固废板块迎投资高峰

联系人：姜涛

shjiangtao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、单二季度业绩同比增长 21.3%，疫情影响逐步缓解	4
二、固废板块增速依旧亮眼，上半年营收同比增长 51.7%	5
三、职业经理人制度完善公司治理，国企融资便利持续发生	8
四、盈利预测和投资建议	8
五、风险提示	9

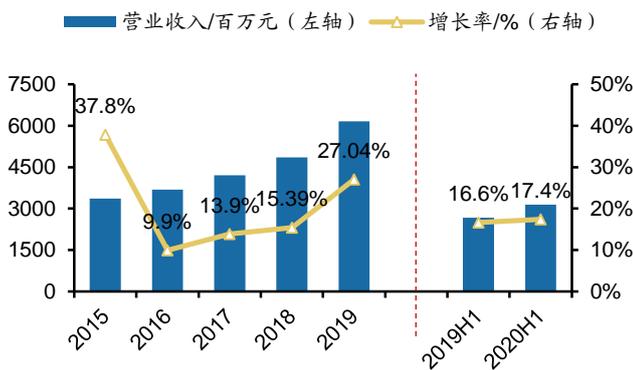
图表索引

图 1: 公司 2020 年 H1 营收同比增长 17.4%	4
图 2: 公司 2020H1 扣非归母净利润同比增长 0.86%.....	4
图 3: 受在建工程转固导致财务费用增加影响, 公司 2020H1 净利率略有下滑	4
图 4: 2020H1 公司财务费用同比增加 44%	5
图 5: 2020H1 公司期间费率同比提高 1.6pct.....	5
图 6: 2020H1 公司经营性现金流净额/净利润为 120%.....	5
图 7: 2020H1 应收账款+合同资产规模达 12.4 亿元.....	5
图 8: 公司分部业务营收情况 (单位: 百万元)	6
图 9: 焚烧业务收入占比提升至 53%.....	6
图 10: 工程子公司实现营收 4.71 亿元.....	6
图 11: 持续高速外延扩张, 公司项目分布情况 (2020 年上半年)	7
表 1: 公司预计 2020 年垃圾焚烧发电项目投产 1.2 万吨/日, 南海危废项目 12.5 万吨/年将于年中投产	6
表 2: 公司滚动发行多期低利率超短融.....	8
表 3: 公司发行可转债募投项目概况	8
表 4: 瀚蓝环境同业对比 (收盘价 2020/8/13)	9

一、单二季度业绩同比增长 21.3%，疫情影响逐步缓解

公司披露2020年中报，2020年上半年公司实现营收31.36亿元（同比+17.4%），扣非归母净利润4.5亿元（+0.9%），单二季度同比增长21.3%恢复增长。增长主要系疫情影响逐步降低，新增固废项目投产，垃圾发电量、上网电量同比提升等（单二季度分别同比增长28%、25%）。公司2020年上半年毛利率29.6%保持平稳，净利率14.7%略有下滑，主要系上半年项目大量投产，在建工程转固导致财务费用同比增长44%。

图 1：公司2020年H1营收同比增长17.4%



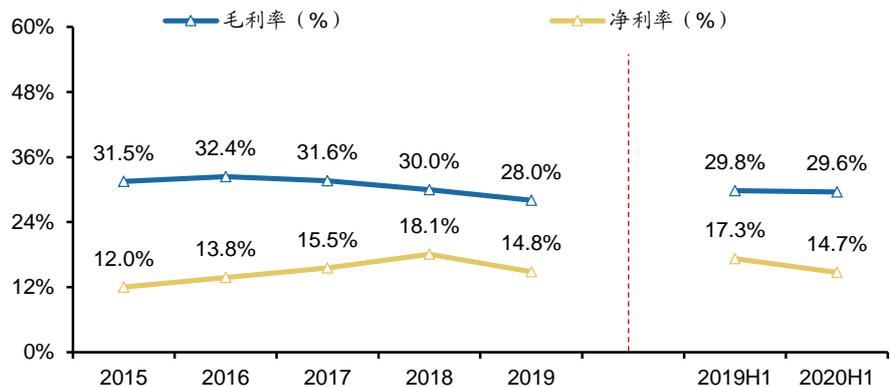
数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 2：公司2020H1扣非归母净利润同比增长0.86%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

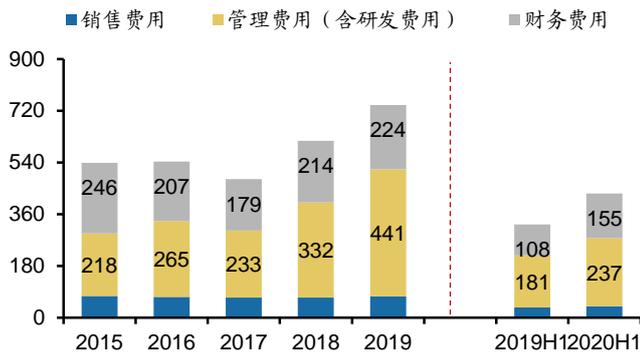
图 3：受在建工程转固导致财务费用增加影响，公司2020H1净利率略有下滑



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

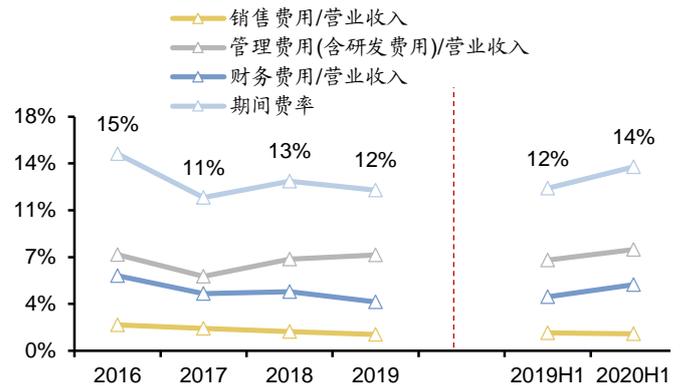
2020年上半年期间费用率13.75%同比提高1.6pct，主要系财务费用增加。公司2020年上半年管理费用率（含研发费用）由去年同期的6.8%提升至7.6%，管理费用1.89亿元同比增加22.8%，研发费用0.48亿元同比增加75.7%；财务费用率上升0.9个百分点至4.9%，系融资规模扩张以及部分固废项目相继转固，相关利息费用化。整体来看公司期间费用合计达4.3亿元，期间费用率同比上升1.6个百分点至13.75%。

图 4: 2020H1公司财务费用同比增加44%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 5: 2020H1公司期间费率同比提高1.6pct

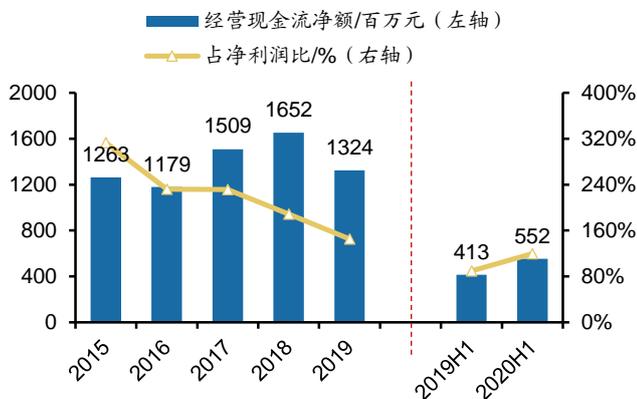


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

备注: 上述管理费用为管理费用+研发费用口径

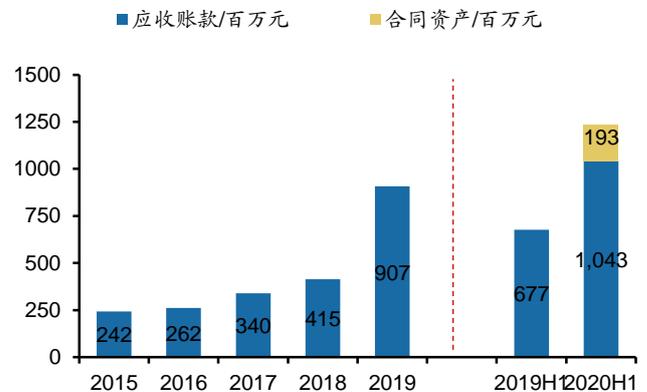
运营业务提供稳定现金流, 受国补影响公司应收账款规模有所上升。受益于公司固废、燃气、水务业务在运营期能够提供稳定的现金流, 公司2020年上半年公司经营性现金流净额达5.5亿元, 同比增加33.7%, 经营性现金流净额/净利润为120%。截止2020年上半年末, 公司应收账款+合同资产规模达12.37亿元, 主要系部分可再生资源补贴暂未收回以及疫情影响地方政府财政支付。我们预期伴随2020年相关政策陆续落地, 焚烧发电补贴的来源及方式均有望明确, “国补退坡” 忧虑将得以缓解。

图 6: 2020H1公司经营性现金流净额/净利润为120%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 7: 2020H1应收账款+合同资产规模达12.4亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

二、固废板块增速依旧亮眼, 上半年营收同比增长 51.7%

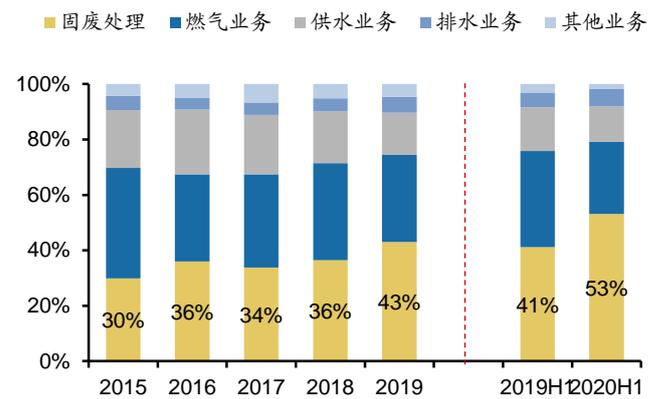
分业务看, 固废业务实现营收16.66亿元 (+51.7%) 表现亮眼, 主要系处理量增长、新增产能投产等所致; 燃气业务实现收入8.16亿元, 受疫情影响营收同比下滑12.1%; 排水业务实现收入1.95亿元, 受益于污水提标改造提价, 营收同比增长37.0%; 供水业务实现收入4.01亿元, 同比下降4.84%, 主要系受疫情影响工程收入较少。

图 8: 公司分部业务营收情况 (单位: 百万元)



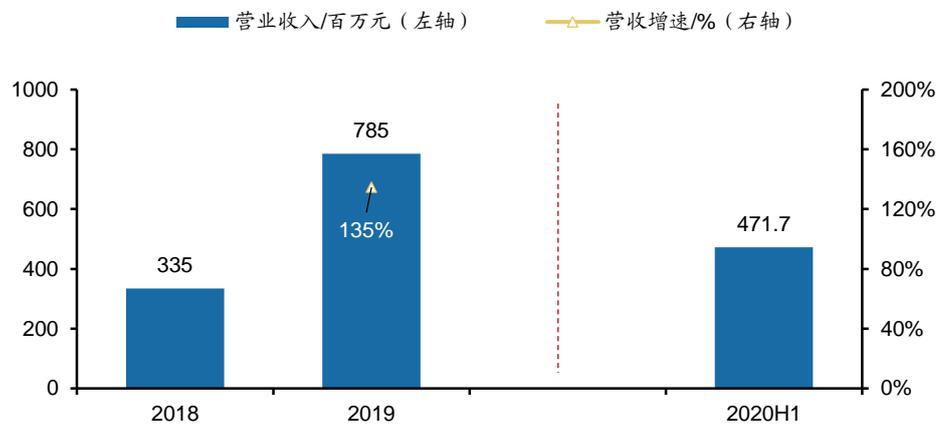
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 9: 焚烧业务收入占比提升至53%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 10: 工程子公司实现营收4.71亿元



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

公司预计2020年全年投产1.2万吨/日, 焚烧产能2-3年内有望翻倍。结合可转债募集说明书和中报投产进度, 截至2020年6月公司垃圾焚烧在运产能达1.59万吨/日, 在建及筹备达1.63万吨/日 (其中1.32万吨在建, 预计下半年投产8050吨/日)。公司上半年新签枣阳 (800吨/日)、常德西部 (800吨/日)、漳州西部 (1100吨/日) 项目, 新签合计2700吨/日, 在手项目持续扩增。此外, 危废方面嘉兴、南海危废项目合计12.5万吨/年也将于下半年投产。公司大固废纵横一体化业务格局进一步夯实。

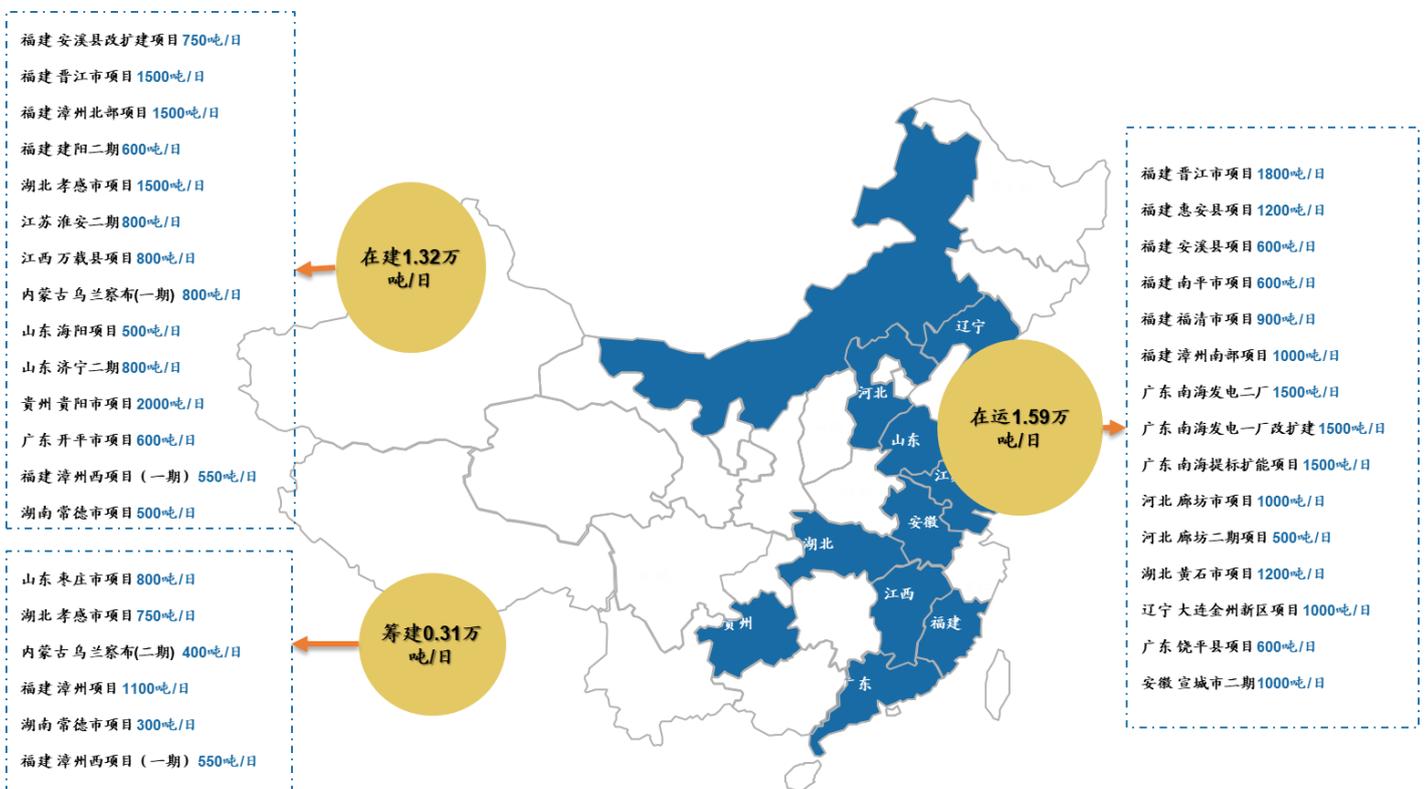
表 1: 公司预计2020年垃圾焚烧发电项目投产1.2万吨/日, 南海危废项目12.5万吨/年将于年中投产

序号	项目板块	项目名称	项目规模	预计投产时间
1	生活垃圾焚烧发电	济宁二期项目	800 吨/日	2020 年三季度
2	生活垃圾焚烧发电	开平项目(一期)	600 吨/日	2020 年三季度
3	生活垃圾焚烧发电	安溪改扩建项目	750 吨/日	2020 年三季度
4	生活垃圾焚烧发电	万载项目	800 吨/日	2020 年三季度
5	生活垃圾焚烧发电	海阳项目	500 吨/日	2020 年四季度
6	生活垃圾焚烧发电	晋江提标改建项目	1500 吨/日	2020 年四季度
7	生活垃圾焚烧发电	乌兰察布项目一期	800 吨/日	2020 年四季度

8	生活垃圾焚烧发电	淮安项目	800 吨/日	2020 年四季度
9	生活垃圾焚烧发电	孝感一期项目	1500 吨/日	2020 年四季度
10	生活垃圾焚烧发电	漳州北部片区垃圾焚烧发电及配套工程 PPP 项目	1500 吨/日	2021 年一季度
11	生活垃圾焚烧发电	南平改扩建项目	600 吨/日	2021 年一季度
12	生活垃圾焚烧发电	常德项目一期	500 吨/日	2022 年一季度
13	生活垃圾焚烧发电	平和项目一期	550 吨/日	2022 年一季度
14	生活垃圾焚烧发电	贵阳项目	2000 吨/日	2022 年一季度
15	工业危废处理	南海危废项目	9.3 万吨/年	2020 年三季度
16	工业危废处理	嘉兴危废项目	3.2 万吨/年	2020 年四季度
17	生活垃圾转运	惠安县生活垃圾中转运站 PPP 项目	1,650 吨/日	2021 年二季度
18	农业有机垃圾处理	牡丹江餐厨项目	100 吨/日	2020 年三季度
19	农业有机垃圾处理	南平餐厨项目	100 吨/日	2020 年三季度
20	农业有机垃圾处理	驼王遂溪项目	40 吨/日	2020 年三季度
21	农业有机垃圾处理	驼王涑水项目	40 吨/日	2020 年三季度
22	农业有机垃圾处理	大庆餐厨项目	餐厨处理每天 150 吨/日，粪便处理 50 吨/日	2021 年二季度

数据来源：定期报告，公司官网等，广发证券发展研究中心

图 11：持续高速外延扩张，公司项目分布情况（2020年上半年）



数据来源：定期报告，公司官网等，广发证券发展研究中心

三、职业经理人制度完善公司治理，国企融资便利持续发生

公司于5月15日公告董事会通过高管转换为职业经理人议案，公司副董事长、总经理金总转换为公司职业经理人。公司作为国企，在市场化战略的背景下，采用内部转聘方式将高级管理人员转换成职业经理人，一方面有效调动高级管理人员的积极性和创造性，一方面加速推动公司内部治理结构的完善。

国有企业融资便利持续发生，可转债发行保障项目推进。公司年内已滚动发行多期超短融，票面利率仅1.8%-2.75%，国企背景及优质经营背景下融资优势显著。此外公司9.9亿可转债已于4月发行，用于南海三期、安溪扩建项目、漳州南部发电项目等焚烧项目建设。融资保障工程项目稳步推进，伴随在建工程不断转化为运营资产，公司固废板块成长的确定性及持续性将得到有效保障。

表 2：公司滚动发行多期低利率超短融

债券简称	期限/天	起息日	兑付日	发行总额/亿元	票面利率
19 瀚蓝 SCP001	90	2019/10/18	2020/1/16	5	2.96%
19 瀚蓝 SCP002	90	2019/11/27	2020/2/25	5	2.80%
20 瀚蓝 SCP001	60	2020/1/10	2020/3/10	5	2.75%
20 瀚蓝 SCP002	90	2020/2/21	2020/5/21	5	2.70%
20 瀚蓝（疫情防控债）SCP003	30	2020/3/2	2020/4/1	5.6	2.40%
20 瀚蓝 SCP004	30	2020/3/27	2020/4/26	5.6	2.39%
20 瀚蓝 SCP005	90	2020/4/22	2020/7/21	5.6	1.95%
20 瀚蓝 SCP006	90	2020/5/19	2020/8/17	5	1.80%
20 瀚蓝 SCP007	90	2020/7/17	2020/10/15	5.6	2.15%
20 瀚蓝 SCP008	90	2020/8/13	2020/11/11	5	2.05%

数据来源：公司债券发行公告，广发证券发展研究中心

表 3：公司发行可转债募投项目概况

项目名称	日处理能力/万吨	项目投资总额/ 亿元	拟投入募集资金/亿
南海生活垃圾焚烧发电厂提标扩能工程项目	1500	7.69	5.50
安溪县垃圾焚烧发电厂改扩建项目	750	4.62	2.50
漳州南部生活垃圾焚烧发电厂项目	1000	4.84	1.92
合计	3250	17.15	9.92

数据来源：公开发行可转换公司债券募集说明书，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

预计公司2020-2022年EPS分别为1.37、1.67和2.01元/股，按最新收盘价对应PE分别为19.1、15.6、13.0倍。公司处于产能集中建设投产期，预期2021-2022业绩保持20%左右成长，我们给予2020年22倍PE估值，对应30.14元/股合理价值，维持“买

入”评级。

表 4: 瀚蓝环境同业对比 (收盘价 2020/8/13)

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
600323.SH	瀚蓝环境	200.38	26.15	CNY	1.19	1.37	1.63	14.73	19.09	15.63
603568.SH	伟明环保	275.06	21.89	CNY	1.02	0.99	1.25	22.47	22.20	17.57
WM.N	Waste Management, Inc.	474.21	112.25	USD	4.40	3.84	4.38	28.96	29.25	25.64

数据来源: A股同行业公司盈利预测来自Wind一致预测, WM盈利预测来自Bloomberg一致预期, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

固废项目建设进度不达预期; 新建项目资产回报率下滑; 燃气下游需求不达预期;
燃气采购价格大幅上涨。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,398	3,265	3,252	4,555	7,469	经营活动现金流	1,652	1,324	2,437	2,920	3,259
货币资金	1,237	993	1,162	2,285	5,131	净利润	877	904	1,053	1,286	1,543
应收及预付	691	1,325	1,162	1,234	1,266	折旧摊销	623	744	810	880	967
存货	180	355	269	326	383	营运资金变动	76	-479	277	428	401
其他流动资产	290	592	659	709	688	其它	76	156	297	327	349
非流动资产	14,123	17,805	21,417	24,019	24,834	投资活动现金流	-2,051	-3,955	-2,922	-1,914	-506
长期股权投资	390	442	442	442	442	资本支出	-1,896	-3,651	-2,985	-1,983	-580
固定资产	3,362	4,589	7,181	9,282	10,844	投资变动	-220	-345	0	0	0
在建工程	2,669	4,239	4,739	4,939	3,939	其他	65	41	63	69	74
无形资产	7,071	7,589	8,109	8,409	8,662	筹资活动现金流	326	2,393	654	117	93
其他长期资产	631	946	946	946	946	银行借款	2,040	5,158	1,000	500	500
资产总计	16,521	21,071	24,669	28,574	32,303	股权融资	38	18	0	0	0
流动负债	3,791	6,696	6,819	7,457	7,961	其他	-1,752	-2,783	-346	-383	-407
短期借款	240	1,272	1,272	1,272	1,272	现金净增加额	-73	-237	169	1,123	2,846
应付及预收	1,596	2,315	2,100	2,503	2,793	期初现金余额	1,300	1,226	993	1,162	2,285
其他流动负债	1,956	3,108	3,448	3,682	3,895	期末现金余额	1,226	989	1,162	2,285	5,131
非流动负债	6,277	7,244	8,244	8,744	9,244						
长期借款	3,527	4,521	5,521	6,021	6,521						
应付债券	996	1,005	1,005	1,005	1,005						
其他非流动负债	1,755	1,718	1,718	1,718	1,718						
负债合计	10,069	13,940	15,063	16,201	17,205						
股本	766	766	766	766	766						
资本公积	1,553	1,479	1,479	1,479	1,479						
留存收益	3,501	4,260	6,732	9,496	12,216						
归属母公司股东权益	5,863	6,558	9,030	11,793	14,513						
少数股东权益	590	573	576	580	585						
负债和股东权益	16,521	21,071	24,669	28,574	32,303						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,849	6,160	7,016	8,146	9,225
营业成本	3,396	4,435	4,911	5,667	6,352
营业税金及附加	38	42	49	53	60
销售费用	69	74	84	94	101
管理费用	277	374	435	472	517
研发费用	55	68	77	81	83
财务费用	214	224	335	370	377
资产减值损失	-29	-20	-29	-30	-35
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	177	56	63	69	74
营业利润	1,101	1,066	1,284	1,570	1,885
营业外收支	10	50	16	17	20
利润总额	1,111	1,116	1,300	1,587	1,905
所得税	234	212	247	302	362
净利润	877	904	1,053	1,286	1,543
少数股东损益	3	-9	3	4	5
归属母公司净利润	873	913	1,050	1,282	1,538
EBITDA	1,637	1,912	2,270	2,659	3,079
EPS (元)	1.14	1.19	1.37	1.67	2.01

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	15.4%	27.0%	13.9%	16.1%	13.2%
营业利润增长	27.7%	-3.2%	20.5%	22.3%	20.1%
归母净利润增长	33.9%	4.5%	15.0%	22.1%	20.0%
获利能力					
毛利率	30.0%	28.0%	30.0%	30.4%	31.1%
净利率	18.1%	14.7%	15.0%	15.8%	16.7%
ROE	14.9%	13.9%	11.6%	10.9%	10.6%
ROIC	6.6%	6.4%	6.5%	6.7%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	60.9%	66.2%	61.1%	56.7%	53.3%
净负债比率	156.0%	195.5%	156.8%	130.9%	114.0%
流动比率	0.63	0.49	0.48	0.61	0.94
速动比率	0.51	0.35	0.36	0.49	0.81
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.29	0.28	0.29	0.29
应收账款周转率	11.70	6.79	9.13	10.43	12.17
存货周转率	26.98	17.36	26.07	24.99	24.10
每股指标 (元)					
每股收益	1.14	1.19	1.37	1.67	2.01
每股经营现金流	2.16	1.73	3.18	3.81	4.25
每股净资产	7.65	8.56	11.78	15.39	18.94
估值比率					
P/E	12.31	14.73	19.09	15.63	13.02
P/B	1.83	2.05	2.22	1.70	1.38
EV/EBITDA	9.26	10.52	12.14	10.13	7.98

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。
- 张淼：高级研究员，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	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。