

环保行业深度跟踪

北方开始全面供暖，固废政策预期已被充分消化

行业评级

买入

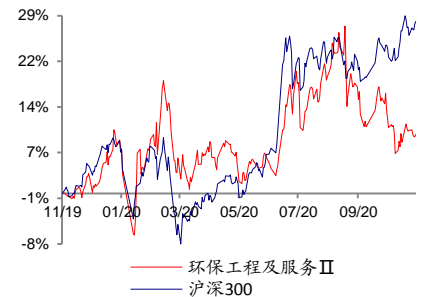
前次评级

买入

报告日期

2020-11-22

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:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

固废补贴系列专题深度报告: 2020-11-17

新政频出细则逐步明朗, 约定补贴上限影响较小

环保行业深度跟踪: 多地垃圾 2020-11-15

分类进入实施期, 前 10 月环保专项债占比 15.7%

环保行业深度跟踪: 环保仍为 2020-11-08

“十四五”主攻方向之一, 板块业绩向好趋势明确

联系人:

姜涛 021-38003624

shjiangtao@gf.com.cn

核心观点:

- **关注: 联美控股+旺能环境+瀚蓝环境+维尔利+碧水源+盈峰环境**
- **固废“国补”政策明朗, 约定补贴上限影响较小。**2020 年垃圾焚烧发电补贴政策频落地, 对补贴金额、方式等细则做出规定, 根据我们在 11 月 17 日《固废补贴系列专题深度报告》的测算, 最新国补新政(限定补贴年限)实施后, 补贴目清单内仍将有 79%项目可拿满补贴, 剩余项目平均补贴年限为 12.22 年, 总体来看利用小时数限制影响有限。我们认为“国补”政策持续明朗化、收费制度建立预期的增强也有望对焚烧行业估值带来正向影响, 结合后续补贴“央地共担”的思路, 预期项目所处地区更发达的企业盈利能力更强。
- **环保业绩向好趋势明确叠加融资边际改善, 行业估值中枢向上。**近期“十四五”规划及国常会高频次强调环保重要性, 环保仍是“主攻方向”之一, 习主席在长江经济带发展座谈会上也强调“生态优先绿色发展”。此外 GF 环保样本股 2020 单三季度业绩同比增长 30%向好趋势明显。融资方面, 伴随公募 REITs+绿色大基金将开始落地并推广、以及上市公司融资能力恢复(如碧水源上月发行短融利率相较去年下降 1.42pct), 预计带动板块进入订单高增长的景气周期。基金持仓已有反映(由 Q2 的 0.15%提升至 Q3 的 0.25%)。当前 GFHB 样本股 2020PE 仅为 20.7 倍, 核心公司如联美控股(北方全面供暖开始)、碧水源(中交入主优化融资、订单环境)及旺能环境(产能投产景气期开启)2020 年 PE 仅为 16.8、17.0 和 13.9 倍, 个股及板块估值均为底部。
- **上海市建立公募 REITs 储备库, 关注公募 REITs 执行后效应。**近期上海市加速推进公募 REITs, 要求 12 月 4 日前将首批储备项目清单报送市发改委。伴随公募 REITs 细则加速出台、以及如首创股份、渤海环保等 REITs 试点项目申报, 公募 REITs 项目落地可期。关注公募 RIETs 从项目层面盘活存量资产、助力头部企业通过轻资产运营模式完成扩张、提升项目透明度带动价值重估这三大效应。我们预计伴随专项债(释放政府端需求)、公募 RIETs+绿色大基金(重塑企业端资产模式)推进, 环保“大订单+再融资”成长逻辑有望重启, 带动业绩持续成长。
- **估值向上修复, 建议关注固废、水处理等运营资产重估的机会。**(1) 我们看好“焚烧+环卫+湿垃圾”一体化模式的推广, 垃圾焚烧投产高峰期贡献业绩增速、环卫、湿垃圾项目带来订单增速, 重点关注旺能环境、瀚蓝环境、维尔利、盈峰环境等;(2) 融资改善带动水处理企业重获新生, 若伴随污水资源化更多细化政策陆续落地, 则膜技术领域更为受益, 关注膜技术龙头碧水源(中交间接控股后融资利率下降已显现)。
- **风险提示:** 融资改善政策出台、执行力度不及预期; EPC 工程结算进度低于预期, 运营企业补贴无法按时到位, 产能利用率不足。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
联美控股	600167.SH	CNY	13.90	2020/10/30	买入	18.33	0.83	0.96	16.76	14.41	11.29	8.98	20.1%	18.9%
碧水源	300070.SZ	CNY	8.65	2020/10/28	买入	10.19	0.51	0.62	16.98	14.01	14.08	12.80	7.4%	8.2%
旺能环境	002034.SZ	CNY	17.07	2020/10/26	买入	24.40	1.22	1.55	13.94	10.99	10.06	8.83	9.5%	9.3%
维尔利	300190.SZ	CNY	8.37	2020/10/29	买入	11.34	0.52	0.69	16.19	12.17	10.68	9.77	9.4%	11.1%
盈峰环境	000967.SZ	CNY	8.89	2020/10/26	买入	10.41	0.45	0.54	19.65	16.31	11.91	9.86	8.3%	8.8%
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	24.72	2020/10/26	买入	30.14	1.37	1.67	18.04	14.78	11.66	9.71	11.6%	10.9%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

一、82500h 补贴小时限制影响有限，行业景气度有望延续

新政补贴期限限定为82500利用小时/15年，补贴年限并未缩减。三部委于10月20日发布关于《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》有关事项的补充通知，《通知》明确规定了生物质项目的中央财政补贴资金额度对应的合理利用小时数为82500h，补贴年限为15年，所发电量超过全生命周期补贴电量部分或达到补贴年限的，不再享受国补，核发绿证准许参与绿证交易。本次政策相较于2006年15年补贴年限设定上并未缩减，在此基础上增加82500h的利用小时数限定条件。在后续测算中，我们看到82500h规定对于清单内三分之二项目并无影响，仍可拿满15年补贴金额，对剩余三分之一项目影响也相对有限，平均补贴年限依然有12年以上。

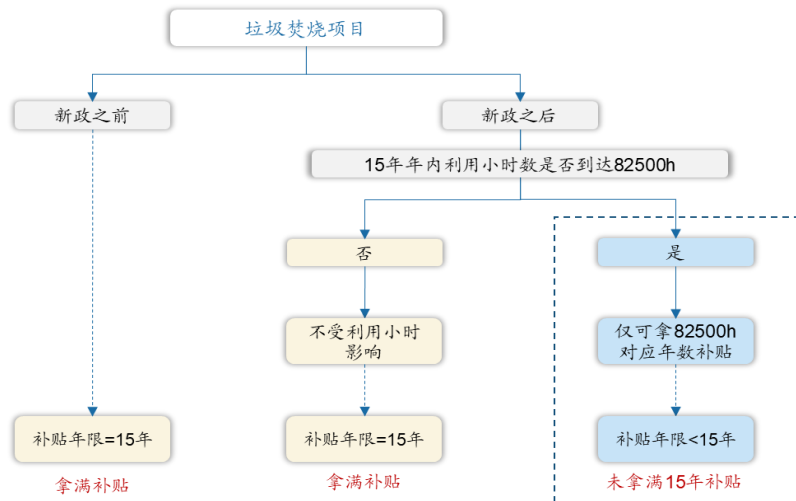
表 1: 关于《关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见》有关事项的补充通知的具体内容

结算细则	具体内容
项目合理小时数	1.风电一类、二类、三类、四类资源区项目全生命周期合理利用小时数分别为 48000 小时、44000 小时、40000 小时和 36000 小时。海上风电全生命周期合理利用小时数为 52000 小时 2.光伏发电一类、二类、三类资源区项目全生命周期合理利用小时数为 32000 小时、26000 小时和 22000 小时。国家确定的光伏领跑者基地项目和 2019、2020 年竞价项目全生命周期合理利用小时数在所在资源区小时数基础上增加 10% 3.生物质发电项目，包括农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目，全生命周期合理利用小时数为 82500 小时。
项目补贴电量	项目全生命周期补贴电量=项目容量×项目全生命周期合理利用小时数
补贴标准	补贴标准=(可再生能源标杆上网电价(含通过招标等竞争方式确定的上网电价)-当地燃煤发电上网基准价)/(1+适用增值税率) 在未超过项目全生命周期合理利用小时数时，按可再生能源发电项目当年实际发电量给予补贴 所发电量超过全生命周期补贴电量部分，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。 风电、光伏发电项目自并网之日起满 20 年后，生物质发电项目自并网之日起满 15 年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。
加强项目核查	目纳入可再生能源发电补贴清单时，项目业主应对项目实际容量进行申报。如在核查中发现申报容量与实际容量不符的，将按不符容量的 2 倍核减补贴资金。 电网企业应按确定的项目补贴电量和补贴标准兑付补贴资金。如在核查中发现超标准拨付的情况，由电网企业自行承担

数据来源：财政部、发展改革委、国家能源局，广发证券发展研究中心

新增82500h限定条件后，存在部分项目无法拿满15年补贴的可能。在新增82500h利用小时数的限定条件后，垃圾焚烧项目存在着两种可能：1)运营15年后利用小时数仍未达到82500h，项目可拿满15年补贴，新限制对其无影响；2)项目利用小时数达82500h时未运营满15年，但此后项目不再享受国补，其实际补贴年份将小于15年。

图 1: 新政后存在项目利用小时数提前达满82500h无法拿满15年补贴的可能



数据来源：财政部、发展改革委、国家能源局，广发证券发展研究中心

假设运营天数365天，当项目产能规模/装机容量比值小于等于53.82时，项目即可拿满15年补贴。我们假设一个项目的装机容量为1 MW，其对应的最高补贴电量为82500MWh（装机容量1MW×最高利用小时数82500h=82500MWh）。倘若项目运营15年利用小时数正好达满82500h，其项目产能需为53.82吨/日（82500MWh÷15年÷365天÷280KWh/吨=53.82吨/日）。当产能规模大于53.82吨/日时（以60吨/日为例），其在13.45年时利用小时数就已达82500h（82500MWh÷280KWh/吨÷60吨/日÷365天=13.45年），将提前终止补贴，无法拿满15年。因此我们得出结论：在运营天数为365天、吨上网为280KWh/吨的假设条件下，当项目产能规模/装机容量比值大于53.82时，项目补贴年限将小于15年，反之项目仍可拿满15年补贴，不受新政影响。

表 2: 假设案例下，产能规模/装机容量≤53.82 时即可拿满 15 年补贴

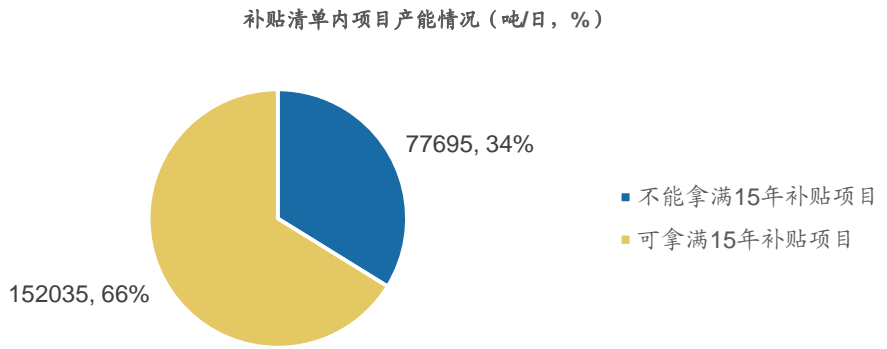
	项目 A	项目 B	项目 C
产能规模/(吨/日)	40.00	53.82	60.00
装机容量/MW	1.00	1.00	1.00
产能规模/装机容量	40.00	53.82	60.00
82500h 对应补贴年限/年	20.18	15.00	13.45
是否可以拿满 15 年补贴年限	是	是	否
新政之前可拿补贴金额/(亿元)	0.11	0.15	0.17
新政之后可拿补贴金额/(亿元)	0.11	0.15	0.15

数据来源：生物质能产业分会，广发证券发展研究中心

备注：假设吨上网电量为 280KWh/吨、年运行天数 365 天、国补补贴金额 0.18 元/KWh

补贴清单内有多少项目可拿满15年补贴：66%清单项目仍可拿满15年补贴年限（年运行365天），82500h利用小时数限制影响有限。目前251个清单内垃圾焚烧项目，164个项目产能规模/装机容量比例小于53.82，合计15.20万吨/日产能（占总产能66%）可拿满15年补贴。且剩余87个项目的产能规模/装机容量的平均值为67，意味着在吨上网水平为280KWh/日时，这些项目82500h平均可拿12.05年补贴。

图 2: 66%清单项目可拿满15年补贴年限, 82500h利用小时数限制影响有限

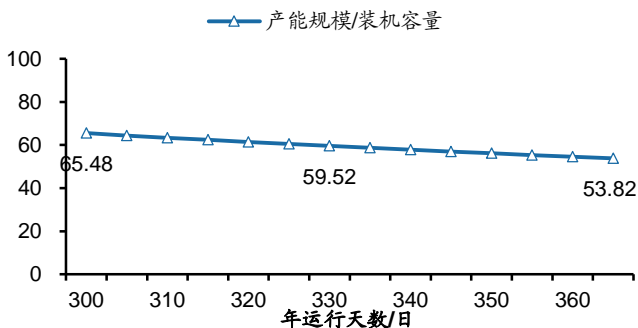


数据来源: 财政部、国网新能源云、生态环境部监测平台, 广发证券发展研究中心

备注: 假设吨上网电量为 280KWh/吨、年运行天数 365 天

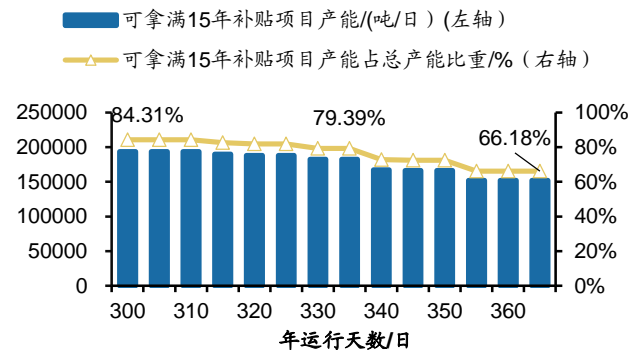
敏感性测算: 降低年运行天数至330后, 79%项目可拿满15年补贴。由于现实中垃圾焚烧项目每年存在检修等情况, 项目满运365天的可能性较低。我们基于上述测算逻辑, 通过调整年运行天数区间为365天下降至330天, 可测算出可拿满15年补贴产能占总产能比重由66%上升至79%, 且21%不可拿满15年补贴的项目平均补贴年限为12.22年。**82500h**的利用小时数限制对于补贴清单内项目的影响有限, 且随着后续垃圾收费制度的逐步成熟, 垃圾焚烧项目有望摆脱国补依赖, 固废行业维持高景气。

图 3: 拿满15年补贴产能/装机容量与年运营天数关系



数据来源: 财政部、国网新能源云、生态环境部监测平台, 广发证券发展研究中心

图 4: 年运营330天时79%清单项目可拿满15年补贴



数据来源: 财政部、国网新能源云、生态环境部监测平台, 广发证券发展研究中心

二、多地推进 REITs 试点项目工作, 关注 REITs 效应释放

近日多地发布多则REITs试点工作文件, REITs试点逐步铺开。8月21日北京市发改委发布《关于开展北京市基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》, 开启本市范围内符合条件且拟申报基础设施REITs试点项目的项目申报, 明确申报时间、材料等要求。11月11日上海发改委发布《关于建立本市基础设施REITs项目储备库的通知》, 开展基础设施REITs试点, 有效盘活存量资产, 拓宽权益资本来源, 推动本市基础设施高质量发展、提升基础设施运营管理水平、形成

良性投资循环,明确项目入库条件、项目储备工作要求和监理项目储备库工作安排。伴随公募REITs细则加速出台、以及如首创股份、渤海环保等REITs试点项目申报,公募REITs项目落地可期。

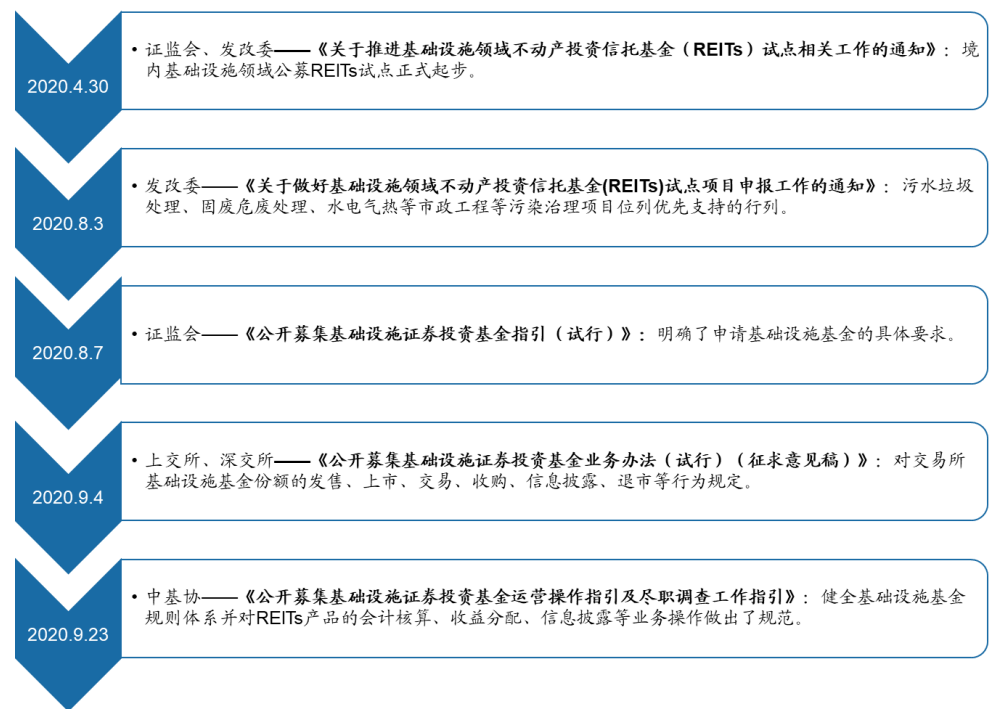
表 3: 上海发改委《关于建立本市基础设施 REITs 项目储备库的通知》主要内容

主要内容	详细要求
入库项目条件	<p>坐落于本区域内的基础设施项目,项目所属行业类型、运营情况等符合 586 号文(《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》)相关规定,基本具备基础设施 REITs 发行条件,原始权益人具有发行基础设施 REITs 产品的初步意向。</p> <p>如项目运营时间、收益率等条件暂不满足 586 号文具体规定,可单独备注说明。</p>
项目储备工作要求	<p>加强与区国资委等相关单位的横向沟通,加大区属国企基础设施运营资源整合力度,充分调动区属国企参与基础设施 REITs 试点积极性。</p> <p>积极主动对接区域内持有基础设施资产的单位,加强对区域内基础设施项目的挖掘、谋划、遴选。对有发行基础设施 REITs 意向的单位,加强业务指导和协调,并逐步搭建原始权益人、基金管理人与专业机构投资者的对接平台,加大优质基础设施 REITs 产品的推介力度。</p>
建立项目储备库工作安排	<p>各区发改委尽快梳理汇总本地区基础设施 REITs 储备项目。</p> <p>跨行政区或打包项目:原始权益人注册地所在区填报该项目所有资产(子项目)情况,其他相关区填报该项目在本地区的资产(子项目)情况。</p> <p>12 月 4 日前将首批储备项目清单报送市发展改革委。</p>

数据来源:上海发改委、广发证券发展研究中心

基建公募REITs政策持续发布,申请、发行细则逐渐清晰。自4月发布基建公募REITs试点通知之后,8月发改委和证监会分别发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586号)和《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》。基建REITs试点方案申报及基金募集指引相继发布,污水、固废等仍是基建REITs重点支持行业,此外也明确PPP项目也可申报基建公募REITs。叠加九月上交所及深交所联合发布的《公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)》,中基协发布《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引及尽职调查工作指引》,基建公募REITs相关申请、发行细则逐渐清晰。

图 5: REITs相关政策不断落地, 进一步压实试点推进速度



数据来源：证监会、发改委，广发证券发展研究中心

两单环保公募REITs申报发行，公募REITs不断加速。首创股份、渤海股份先后公告水务类公募REITs申报发行，分别计划募资约18.35、7.00亿元（污水、供水项目）。公募REITs作为直接融资支持实体经济的重要手段之一，未来几年将逐渐发展成熟，并加快做大做强。基建公募REITs政策4月底出台，8月指导意见不断引发，后续有望看到更多领域（垃圾焚烧及危废等）的环保公募REITs示范项目公告/披露，我们预计年内首批项目或有望落地。

三、长三角投资目录公布，环保属于重点投资方向之一

近日，上海、江苏、浙江三省（市）政府联合印发《长三角生态绿色一体化发展示范区政府核准的投资项目目录（2020年本）》，企业投资建设《目录》内的固定资产投资项，须按照规定报有关项目核准机关核准；企业投资建设《目录》外的项目，实行备案管理。《目录》包含多项固废、污水处理等环保项目。主要包括：1、污水、污泥处理；2、生活垃圾处理（含生活垃圾焚烧发电项目）；3、工业固体废物处理；4、其他固体废物（危险废物、放射性废物）处理，相关项目均由青浦区、吴江区、嘉善县项目核准机关按照相关规划核准，其中示范区内跨省（市）域项目由示范区执委会按照相关规划核准。《目录》重点提及生态环境领域环保设施建设，将环保列为重点投资方向，鼓励相关企业参与长三角生态绿色一体化发展，其中重点关注固废、水处理板块。

表 4: 长三角生态绿色一体化发展示范区政府核准的投资项目目录 (2020 年本)

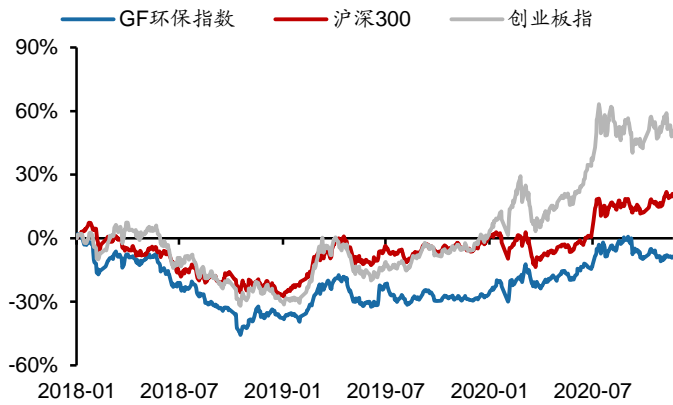
投资领域	核准单位
一、农业水利	农业: 涉及开荒的项目由省级项目核准机关核准。
	水利: 重大水利项目由国务院投资主管部门核准; 在省管河流、跨设区市河流上建设的项目由省级项目核准机关核准; 示范区内水资源配置调整项目由示范区执委会核准。
二、能源	水电站: 在跨界河流上建设的单站总装机容量 50 万千瓦及以上项目由国务院部门核准, 其余项目由示范区执委会核准。
	火电站、热电站、风电站: 除大型项目或国家控制总量项目外, 其余由示范区执委会核准。
	输油、输气管网: 除跨境、跨省报国务院审核外, 其余由示范区执委会核准。
三、交通运输	新建铁路、公路: 国家铁路集团为主报国务院投资部门备案; 地方城际铁路项目由省级项目核准机关按照国家批准的相关规划核准; 其余项目由省级项目核准机关核准。
四、信息产业	电信: 国际通信基础设施项目由国务院投资主管部门核准; 国内干线传输网(含广播电视网)以及其他涉及信息安全的电信基础设施项目, 由国务院行业管理部门核准。
五、原材料	稀土、石化、稀土、黄金等加工项目由省级以上部门核准。
六、轻工	烟草: 卷烟、烟用二醋酸纤维素及丝束项目由国务院行业管理部门核准。
七、高新技术	民用航空航天: 干线支线飞机、6 吨/9 座及以上通用飞机和 3 吨及以上直升机制造、民用卫星制造、民用遥感卫星地面站建设项目, 由国务院投资主管部门核准; 6 吨/9 座以下通用飞机和 3 吨以下直升机制造项目由省级项目核准机关核准。
八、城建	城市快速轨道交通项目: 由省级项目核准机关按照国家批准的相关规划核准, 示范区内项目由示范区执委会按照国家批准的相关规划核准。
	城镇供水、燃气: 由青浦区、吴江区、嘉善县项目核准机关按照相关规划核准, 示范区内项目由示范区执委会按照相关规划核准。
九、生态环境	污水(泥)处理、生活垃圾处理(含生活垃圾焚烧发电项目)、工业固体废物处理、其他固体废物(危险废物、放射性废物)处理, 由青浦区、吴江区、嘉善县项目核准机关按照相关规划核准, 其中示范区内跨省(市)域项目由示范区执委会按照相关规划核准。

数据来源: 上海、江苏、浙江省人民政府, Wind, 广发证券发展研究中心

四、2018 年初以来环保指数走势

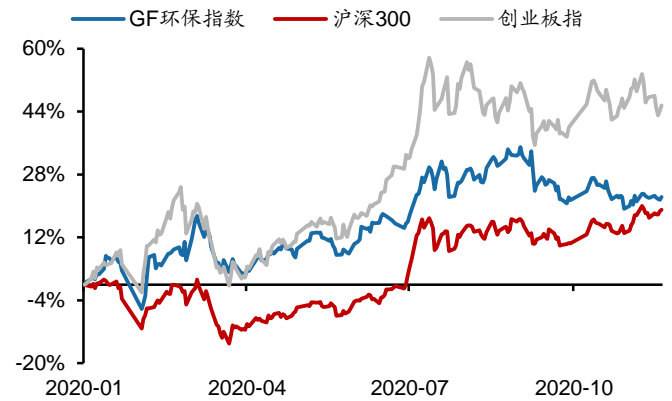
环保板块 2018 年以来走势远低于沪深 300 等大盘指数, 截至 2020 年 11 月 20 日相对沪深 300 指数超跌 29.6 个百分点。近三年来环保指数跌幅 29.7%, 处于各板块末位。当前 GFHB 样本股 2020 年一致预期净利润对应 PE 仅为 20.70 倍, 板块估值处于历史底部。2020 年以来, 受益于业绩底部反转及融资持续改善等因素, 行业景气度持续提升, 环保指数跑赢沪深 300 指数 3.2 个百分点。

图 6: GF 环保指数自 2018 年以来走势低于大盘



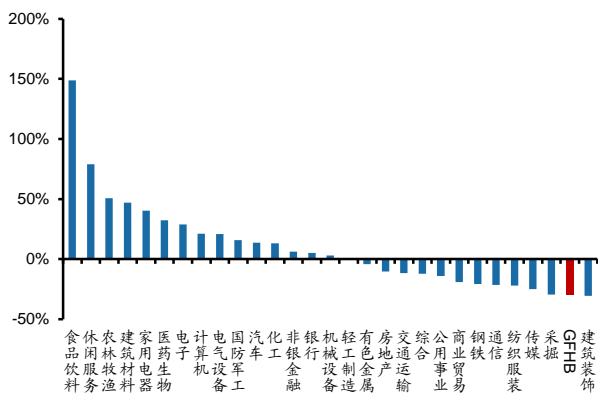
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 7: GF 环保指数自 2020 年以来走势略高于大盘



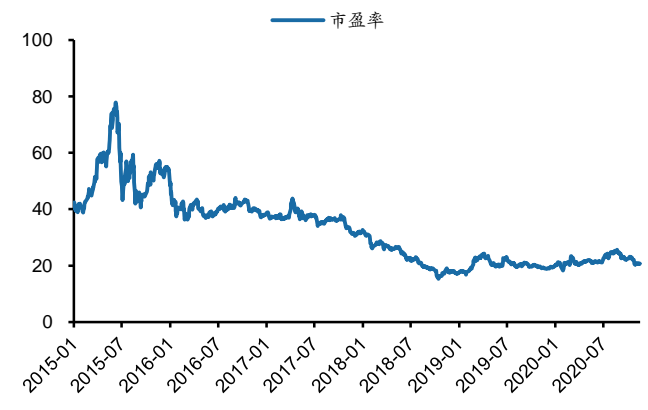
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 8: 近三年环保板块涨跌幅居于各板块末位



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 9: 板块估值位于历史底部



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

融资改善政策出台、执行力度不及预期; EPC 工程结算进度低于预期, 运营企业补贴无法按时到位, 产能利用率不足。

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。
- 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：高级分析师，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 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

营业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。