

兴蓉环境 (000598.SZ)

单二季度业绩同比增长 20%， “水务+环保” 双效应显现

核心观点:

- **单二季度归母净利润同比增长 20%，现金流依旧稳健。**2020 上半年公司实现营业收入 23.35 亿元（同比+10.50%），归母净利润 6.63 亿元（同比+11.42%），其中二季度实现归母净利润 4.02 亿元（同比+20.23%）。疫情期间公司保持稳健经营效率，毛利率和净利率分别达 44.4%和 28.4%，与去年基本持平，实现经营性现金净流入 8.62 亿元。
- **供水保持稳健运营，污水、环保营收增速分别达 22%和 33%。**上半年公司实现供水收入 12.57 亿元（同比+1.86%），保持稳健运营；污水处理均价同比提升 20%的情况下，实现污水业务收入 7.26 亿元（同比+22.21%）；环保业务收入 3.22 亿元（同比+32.97%），其中渗滤液及焚烧营收增速分别达 56%和 29%， “污水+环保” 双驱动效应逐渐显现。
- **“水务+环保” 项目储备充足，发行 14 亿公司债保障投资支出。**截至 2019 年末，公司供排水在运产能达 606 万吨/日，2020 年中报披露其供排水总规模达 830 万吨/日（在运+在建+筹建），产能存在提升空间；环保业务焚烧及渗滤液总规模达 1.23 万吨/日（在运+在建+筹建）和 0.56 万吨/日，扩充公司成长赛道。此外公司 14 亿 5 年期公司债已成功发行，3.64%利率创今年同期四川省同类型最低，有效保障项目实施。
- **“水务+环保” 双驱动正效应显现，融资保障储备项目如期建设，维持 “买入” 评级。**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.40/0.44/0.48 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 13.1X/11.9X/10.9X。公司现有运营项目盈利稳健，积极扩充运营规模，形成 “水务+环保” 双驱动，新发 14 亿元公司债保障项目建设进度。综合考虑可比公司估值和业绩增速，给予 2020 年 15 倍 PE，合理价值 6.03 元/股，维持 “买入” 评级。
- **风险提示。**产能释放不达预期，利率上行，异地拓张进度不及预期，污水处理价格下调风险，毛利率水平下降风险。

盈利预测:

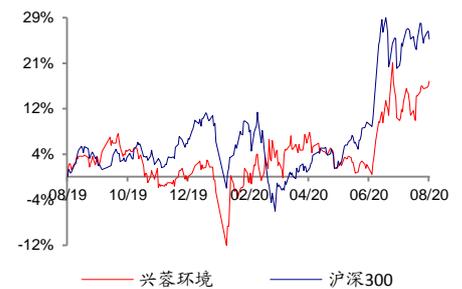
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,160	4,838	5,413	6,080	6,713
增长率 (%)	11.5	16.3	11.9	12.3	10.4
EBITDA (百万元)	1,907	2,112	2,375	2,620	2,847
归母净利润 (百万元)	988	1,081	1,201	1,325	1,438
增长率 (%)	10.3	9.4	11.1	10.3	8.5
EPS (元/股)	0.33	0.36	0.40	0.44	0.48
市盈率 (P/E)	12.18	12.79	13.10	11.88	10.94
ROE (%)	9.5	9.6	9.6	9.6	9.5
EV/EBITDA	7.65	8.46	8.67	8.04	7.53

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	5.27 元
合理价值	6.03 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-27

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:

兴蓉环境 (000598.SZ):2019 2020-04-03
 年业绩同比增长 9.4%，水务+
 固废双轮驱动

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、二季度业绩同增 20%，业务模式保障充裕现金流	4
二、水务仍为业绩贡献主力，环保业务提供成长新赛道	6
三、“水务+环保”项目储备充足，公司债保障投资支出	7
四、盈利预测和投资建议	9
五、风险提示	9

图表索引

图 1: 2020 年上半年公司营业收入同比增长 10.50%	4
图 2: 2020 年上半年公司归母净利润同比增长 11.42%	4
图 3: 公司毛利率、净利率水平较为稳定	4
图 4: 公司近年期间费用整体金额	5
图 5: 公司 2020 年上半年期间费用率略有上升	5
图 6: 公司经营性现金流净额保持稳定	5
图 7: 公司历年各项经营性现金流情况	5
图 8: 公司近年资产负债率略有上升, 截至 2020 年上半年末达 53.4%	5
图 9: 2020 年上半年营业收入业务构成 (单位: %)	6
图 10: 2020 年上半年分业务营收情况 (单位: 百万元)	6
图 11: 2020 年上半年分业务毛利情况 (单位: 百万元)	6
图 12: 水务业务仍是利润贡献主力 (单位: %)	6
图 13: 公司 2020 年上半年售水量达 4.33 亿吨	7
图 14: 公司 2020 年上半年污水处理量达 4.77 亿吨	7
图 15: 公司近年售水价格总体保持稳定	7
图 16: 公司近年污水处理价格上升趋势明显	7
表 1: 公司环保业务各报告期经营数据	7
表 2: 2020 年上半年末公司重要在建及拟建项目情况	8
表 3: 2020 第一期公司债券资金运用计划	8
表 4: 可比公司盈利预测及估值 (收盘价日期: 2020/08/26)	9

一、二季度业绩同增 20%，业务模式保障充裕现金流

二季度归母净利润同比增长20%，疫情期间保持稳健经营效率。2020上半年公司实现营业收入23.35亿元（同比+10.50%），归母净利润6.63亿元（同比+11.42%），其中二季度实现归母净利润4.02亿元（同比+20.23%）。业绩增长系污水处理价格上升，垃圾焚烧、渗滤液处理等产能陆续投产所致。疫情期间公司保持稳健经营效率，2020年上半年毛利率和净利率分别达44.4%和28.4%，与去年基本持平。

图 1：2020年上半年公司营业收入同比增长10.50%

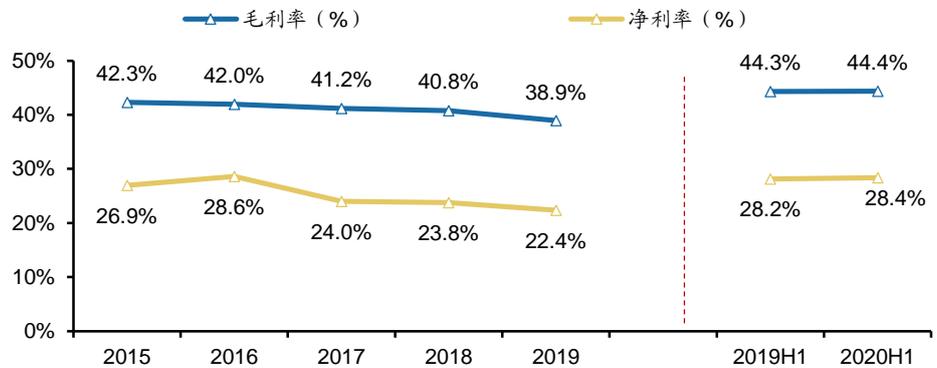
图 2：2020年上半年公司归母净利润同比增长11.42%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

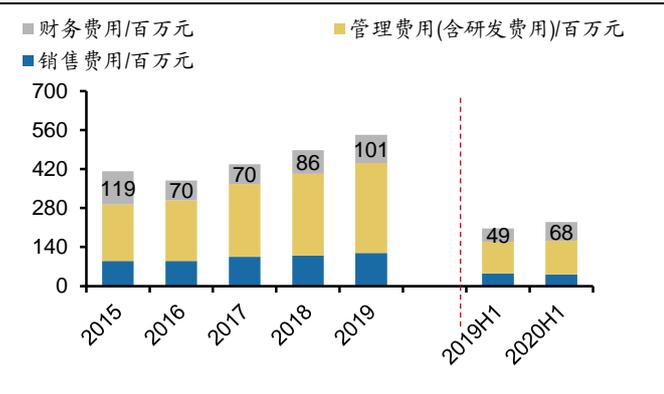
图 3：公司毛利率、净利率水平较为稳定



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

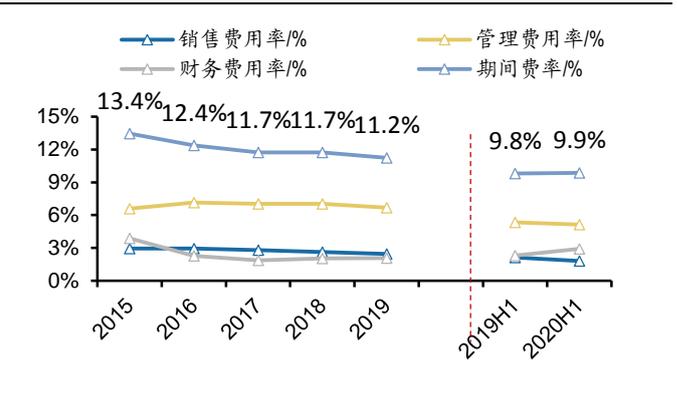
融资规模加大下财务支出有所上升，2020年上半年期间费用率为9.9%。公司2020年上半年全年支出销售费用0.42亿元（同比-7.36%）、管理费用（含研发费用）1.20亿元（同比+5.94%）、财务费用0.68亿元（同比+39.46%），财务费用增加主要系报告期带息负债增加，利息支出同比增加所致。从整体期间费用支出来看，公司2020年上半年期间费用达2.30亿元，期间费率为9.9%，与去年基本持平。

图4：公司近年期间费用整体金额



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

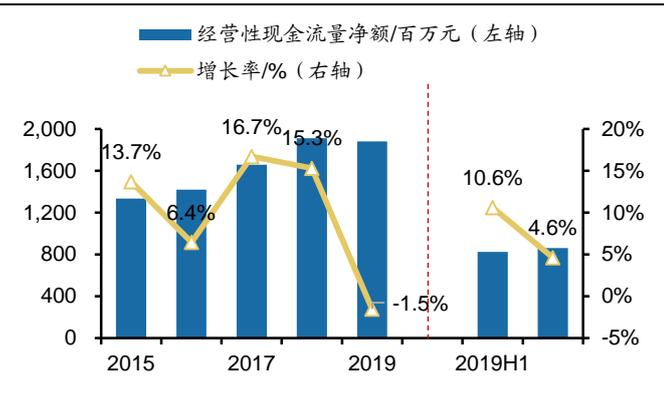
图5：公司2020年上半年期间费用率略有上升



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

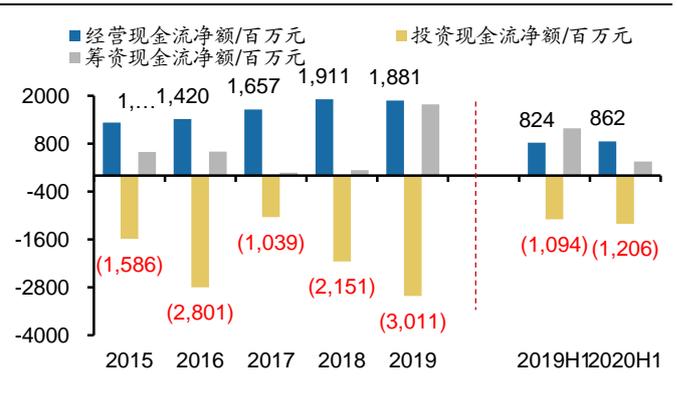
业务模式保障充裕资金流，2020年上半年实现经营性现金净流入8.62亿元。公司自来水制售、污水处理业务多为现金流稳定的运营类项目，经营性现金流净额整体保持增长态势。2020年上半年经营性现金净流入达到8.62亿元，处于行业较高水平，为公司持续发展提供充足现金流。随着公司不断利用融资扩大经营规模，近年资产负债率呈一定的上升趋势，截至2020年上半年末达53.4%。

图6：公司经营性现金流净额保持稳定



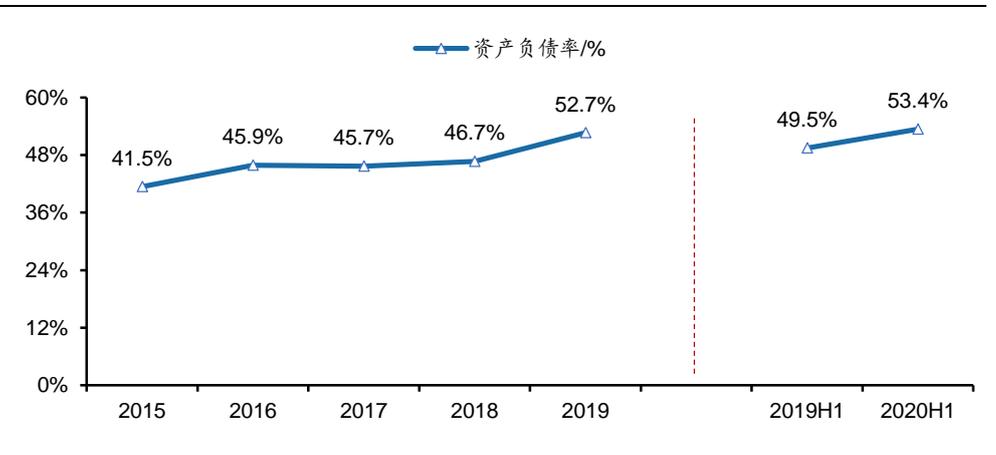
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图7：公司历年各项经营性现金流情况



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图8：公司近年资产负债率略有上升，截至2020年上半年末达53.4%

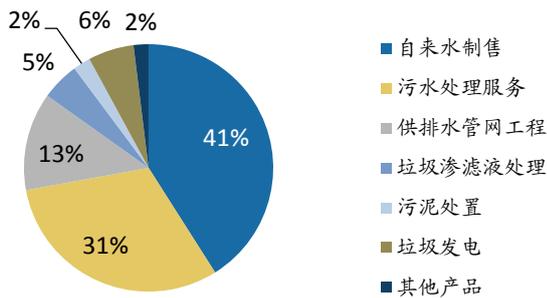


数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

二、水务仍为业绩贡献主力，环保业务提供成长新赛道

供水业务保持稳健运营，污水、环保营收增速达22%和33%。2020年上半年自来水和污水处理业务实现营业收入16.84亿元，占总收入比重为72%；实现毛利8.15亿元，占总毛利润比重为79%，自来水制售业务和污水处理业务依旧为公司利润贡献的主力军。其中依靠污水处理价格提升，污水处理业务实现收入7.26亿元（同比+22.21%），实现毛利3.13亿元（同比+22.71%）。环保业务收入3.22亿元（同比+32.97%），其中渗滤液及焚烧营收增速分别达56%和29%，“污水+环保”双驱动效应逐渐显现。

图9：2020年上半年营业收入业务构成（单位：%）



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图10：2020年上半年分业务营收情况（单位：百万元）



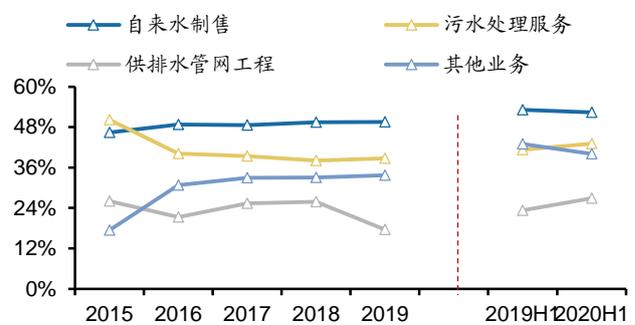
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图11：2020年上半年分业务毛利情况（单位：百万元）



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图12：水务业务仍是利润贡献主力（单位：%）



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

污水处理均价增至1.52元/吨，量价齐升滋生业绩活力。公司水务业务处理量维持上升态势，2020年上半年实现售水量4.33亿吨（同比+3.5%）和污水处理量4.77亿吨（同比+2.2%）。同时根据2020年3月公告披露，公司成都市区第三期污水结算价格已到期，目前暂定2020年成都市区污水处理价格由1.63元/吨上调至1.83元/吨。污水处理价格上调下，公司2020年上半年污水处理均价达1.52元/吨（同比+19.6%）。污水处理价格上涨趋势明显，量价齐升下公司水务业绩保障性进一步提增。

图13: 公司2020年上半年售水量达4.33亿吨



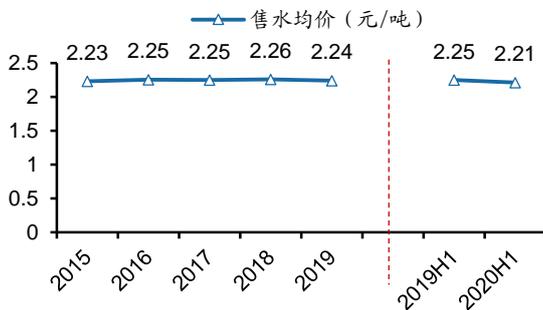
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 公司2020年上半年污水处理量达4.77亿吨



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 公司近年售水价格总体保持稳定



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 公司近年污水处理价格上升趋势明显



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

环保业务提供成长新赛道, 渗滤液处理量同比增长63%。从传统水务板块外, 公司也正在积极拓宽焚烧、渗滤液及污泥等环保业务布局。2020年上半年公司实现污泥处理量7.64万吨 (同比+1.06%)、焚烧发电量2.66亿度 (同比+43.61%)、渗滤液处理量54.53万吨 (同比+63.07%) 和中水售水量0.61亿吨 (同比+50.48%)。

表 1: 公司环保业务各报告期经营数据

业务	年度			半年度	
	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
污泥处理总量 (万吨)	14.59	14.88	14.06	7.56	7.64
垃圾焚烧发电量 (亿度)	1.89	3.15	4.67	1.85	2.66
垃圾渗滤液处理量 (万吨)	84.28	84.00	84.00	33.44	54.53
中水售水量 (万吨)	4913	4884	8438	4048.38	6091.91

数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

三、“水务+环保”项目储备充足, 公司债保障投资支出

水务业务产能扩张空间达37%, 加速布局焚烧、渗滤液环保业务。截至2019年末, 公司供排水在运产能达606万吨/日, 2020年中报披露其供排水总规模达830万吨/日 (在运+在建+筹建), 产能存在提升空间。且6月至今公司累计中标污水项目合计46万吨/日, 进一步扩充水务板块成长空间。环保业务中, 焚烧及渗滤液总规模达1.23万吨/日和0.56万吨/日, 提供公司成长新赛道。

表 2: 2020 年上半年末公司重要在建及拟建项目情况

项目类型	项目名称	特许经营年限 (年)	项目状态	预计投产时间	产能(万吨/日)
自来水	岳池县嘉陵江水源供水工程特许经营项目	30	在建	2022	15
	成都七厂 (三期)	30	拟建及远期	-	80
	江苏沛县 PPP 供水项目	30	拟建及远期	-	20
	汶川县水务环保 TOT 特许经营项目	30	拟建及远期	-	5.25
合计					120.25
项目类型	项目名称	特许经营年限 (年)	项目状态	预计投产时间	产能(万吨/日)
污水	成都市中和污水厂二期工程项目	30	在建	2021	30
	西南航空港污水处理厂一期工程	30	拟建及远期	-	10
	巴中市第二污水处理厂 (二期)	28	拟建及远期	-	18
	高新区中和污水处理项目 (远期)		拟建及远期	-	15
	银川第六污水处理厂 BOT 项目 (远期工程)	30	拟建及远期	-	10
	巴中市经开区污水处理厂 (二)	28	拟建及远期	-	18
	凤凰河二沟再生水厂工程	30	拟建及远期	-	8
	成都市第七再生水厂二期工程	30	拟建及远期	-	8
	成都市排水公司洗瓦堰再生水厂及调蓄池工程	30	拟建及远期	-	20
	营成都高新区骑龙净水厂 BOO 项目	30	拟建及远期	-	10
合计					147
项目类型	项目名称	特许经营年限 (年)	项目状态	预计投产时间	产能 (吨/日)
垃圾焚烧发电	成都市万兴环保发电厂项目二期工程	25	在建	2021	1500
	成都天府新区直管区大林环保发电厂	25	在建	2022	2400
	成都市万兴环保发电厂项目三期(三期)	25	拟建及远期	-	600
合计					4500
项目类型	项目名称	特许经营年限 (年)	项目状态	预计投产时间	产能 (吨/日)
再生水	第六净水厂再生水利用工程项目	30	在建	2023	10

数据来源: 公司 2019 年评级报告, 招标网, 广发证券发展研究中心 备注: 仅为部分重要项目, 并未涵盖公司所有在建、筹建项目

14亿元低息公司债完成发行, 置换高利率债券保障投资支出。8月6日公司完成14亿5年期公司债券的发行, 3.64%票面利率创今年同期四川省同类型最低。本期债券募集资金中拟将8.22亿元用于偿还公司债务, 其中通过置换票面利率达4.90%的2017年第一期中票债券, 将有效缓解公司财务压力。剩余5.78亿元将用于补充流动资金, 保障项目建设顺利推进。

表 3: 2020 第一期公司债券资金运用计划

用途	借款余额/亿元	拟偿还日期	拟使用募集资金金额/亿元
偿还中国农业银行成都西区支行借款	2.20	2020/9/1	2.20
偿还中国农业发展银行沛县支行借款	3.02	2020/9/1	3.02
偿还 2017 年第一期中期票据	3.00	2020/10/19	3.00
偿还流动资金	-	-	5.78
合计	-	-	14.00

数据来源: 公司《2020 年公司债券 (一期) 募集说明书》, Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

“水务+环保”双驱动正效应显现，融资保障储备项目如期释放，维持“买入”评级。预计公司2020-2022年EPS分别为0.40/0.44/0.48元/股，按最新收盘价对应PE分别为13.1X/11.9X/10.9X。公司现有运营项目盈利稳健，积极扩充运营规模，形成“水务+环保”双驱动，新发14亿元公司债保障项目建设进度。综合考虑可比公司估值和业绩增速，给予2020年15倍PE，合理价值6.03元/股，维持“买入”评级。

表 4：可比公司盈利预测及估值（收盘价日期：2020/08/26）

代码	简称	市值 亿元	收盘价 元/股	EPS 元/股				PE 倍			
				2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
000598.SZ	兴蓉环境	157	5.27	0.33	0.36	0.40	0.44	12.18	12.79	13.10	11.88
601158.SH	重庆水务	257	5.35	0.30	0.35	0.37	0.38	18.77	16.14	14.64	13.99
600461.SH	洪城水业	67	7.09	0.43	0.52	0.61	0.71	12.92	11.51	11.60	9.99

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：上述盈利预测除兴蓉环境外均为 wind 一致预测

五、风险提示

产能释放不达预期，利率大幅上行，异地拓张进度不及预期，污水处理价格下调风险，毛利率水平下降风险。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,887	5,227	4,786	4,613	4,597
货币资金	2,289	2,949	2,434	1,887	1,510
应收及预付	856	1,119	1,296	1,536	1,790
存货	508	809	679	795	887
其他流动资产	235	349	377	394	410
非流动资产	17,034	20,111	22,881	25,226	27,653
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	8,016	8,762	9,498	10,167	10,795
在建工程	3,408	3,267	3,497	3,604	3,752
无形资产	4,156	6,157	7,861	9,330	10,881
其他长期资产	1,454	1,925	2,025	2,125	2,225
资产总计	20,922	25,337	27,667	29,839	32,250
流动负债	5,850	6,170	6,276	7,498	8,845
短期借款	600	701	0	332	730
应付及预收	3,211	4,329	4,985	5,775	6,593
其他流动负债	2,038	1,140	1,291	1,391	1,522
非流动负债	3,919	7,172	8,172	7,772	7,372
长期借款	1,173	2,370	2,470	2,570	2,670
应付债券	1,894	3,672	4,572	4,072	3,572
其他非流动负债	852	1,130	1,130	1,130	1,130
负债合计	9,769	13,343	14,449	15,271	16,217
股本	2,986	2,986	2,986	2,986	2,986
资本公积	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780
留存收益	5,659	6,543	7,744	9,069	10,507
归属母公司股东权益	10,444	11,247	12,448	13,773	15,211
少数股东权益	708	748	771	795	822
负债和股东权益	20,922	25,337	27,667	29,839	32,250

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,160	4,838	5,413	6,080	6,713
营业成本	2,463	2,955	3,274	3,741	4,206
营业税金及附加	60	53	60	64	67
销售费用	110	119	125	134	141
管理费用	285	320	352	389	416
研发费用	8	4	5	5	5
财务费用	86	101	249	259	262
资产减值损失	-63	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,192	1,303	1,449	1,599	1,736
营业外收支	10	7	8	9	9
利润总额	1,202	1,311	1,457	1,607	1,744
所得税	193	210	234	258	280
净利润	1,009	1,101	1,224	1,349	1,465
少数股东损益	21	19	23	24	27
归属母公司净利润	988	1,081	1,201	1,325	1,438
EBITDA	1,907	2,112	2,375	2,620	2,847
EPS (元)	0.33	0.36	0.40	0.44	0.48

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,911	1,881	3,001	3,011	3,291
净利润	1,009	1,101	1,224	1,349	1,465
折旧摊销	673	724	777	873	969
营运资金变动	65	-126	733	517	587
其它	165	183	268	272	270
投资活动现金流	-2,151	-3,011	-3,540	-3,209	-3,388
资本支出	-2,241	-2,989	-3,440	-3,109	-3,288
投资变动	32	-79	-100	-100	-100
其他	57	58	0	0	0
筹资活动现金流	138	1,786	23	-348	-281
银行借款	1,591	4,054	-601	432	497
股权融资	123	3	0	0	0
其他	-1,575	-2,271	624	-780	-779
现金净增加额	-102	656	-516	-546	-378
期初现金余额	2,344	2,242	2,949	2,434	1,887
期末现金余额	2,242	2,898	2,434	1,887	1,510

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	11.5%	16.3%	11.9%	12.3%	10.4%
营业利润增长	9.0%	9.4%	11.2%	10.3%	8.6%
归母净利润增长	10.3%	9.4%	11.1%	10.3%	8.5%
获利能力					
毛利率	40.8%	38.9%	39.5%	38.5%	37.4%
净利率	24.2%	22.7%	22.6%	22.2%	21.8%
ROE	9.5%	9.6%	9.6%	9.6%	9.5%
ROIC	6.5%	6.1%	6.5%	6.7%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	46.7%	52.7%	52.2%	51.2%	50.3%
净负债比率	87.6%	111.2%	109.3%	104.8%	101.2%
流动比率	0.66	0.85	0.76	0.62	0.52
速动比率	0.57	0.71	0.65	0.50	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.19	0.20	0.20	0.21
应收账款周转率	5.11	4.42	4.29	4.06	3.84
存货周转率	8.19	5.98	7.97	7.65	7.57
每股指标 (元)					
每股收益	0.33	0.36	0.40	0.44	0.48
每股经营现金流	0.64	0.63	1.00	1.01	1.10
每股净资产	3.50	3.77	4.17	4.61	5.09
估值比率					
P/E	12.18	12.79	13.10	11.88	10.94
P/B	1.15	1.23	1.26	1.14	1.03
EV/EBITDA	7.65	8.46	8.67	8.04	7.53

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 浩：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。