

# 【广发海外】新奥能源 (02688.HK)

## 销气量增长较快，接驳近年相对稳定

### 核心观点:

#### ● 城燃销气量保持较快增长，毛差展望趋稳

公司经营区域内工业燃煤锅炉改造量预计未来四年可贡献销气量 64 亿立方米。随着新接驳居民用户开始用气以及冬季壁挂炉用户继续增加，未来三年居民销气量有望保持较快增长。我们预计 2018-2020 全年城燃销气量增速分别为 23.4%/21.6%/16.6%。我们认为，2018 年气源相比 2017 年充足、并且大部分的涨价气量可完成顺价，预计 2018 全年城燃毛差有望维持人民币 0.63 元/立方米，2019-2020 年城燃毛差分别为 0.62 和 0.61 元/立方米。

#### ● 城市居民接驳数量和收入近年都会相对稳定

随着城镇化推进以及公司新收购项目贡献，我们保守认为公司居民接驳容量可维持未来至少五年平稳。我们预计 2018-2020 年公司新增居民接驳户数分别为 230 万户/228 万户/223 万户。我们认为，目前公司居民接驳费水平较为合理，预计 2018-2020 年居民接驳费分别为人民币 2706/2600/2500 元/户，接驳收入分别为 6,587/6,373/6,138 百万元，同比增长 10.6%/-3.2%/-3.7%。

#### ● 燃气批发量效齐增，综合能源成为新增长点

2018 上半年燃气批发销量同比增长 20.4%，我们认为全年批发气量增速有望实现 20% 的指引；燃气批发毛利同比大幅增长 255.6%，毛利率同比明显改善。2018 上半年公司新签约 131 个综合能源项目，潜在销售规模合计 364 亿千瓦时。我们预计，随着更多的在建及筹建项目转为投运项目，2018-2020 年综合能源收入均保持大幅增长。

#### ● 盈利预测与投资评级

2018 年 1 月 11 日，新奥能源 (02688.HK) 收盘价为 71.10 港元。我们预测公司 2018-2020 年核心 EPS 分别为人民币 4.11/4.64/5.23 元，最新收盘价对应核心市盈率为 15.0X/13.3X/11.8X。公司为港股燃气龙头企业，享有上游接收站气源优势，下游城燃销气量有望保持强劲增长，综合能源业务是未来新增长点。我们用较行业平均溢价 10% 的 2019 年 16.3 倍 PE 给予公司合理价值为港币 85.93 元/股，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，销气毛差降幅超过预期，供给能力限制销气量较快增长，综合能源项目不及预期。

### 盈利预测:

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入 (RMB 百万元)	34,103	48,269	61,189	72,201	85,316
增长 (%)	6.4	41.5	26.8	18.0	18.2
净利润 (RMB 百万元)	2,151	2,802	3,705	4,386	5,185
增长 (%)	5.6	30.3	32.2	18.4	18.2
核心净利润 (RMB 百万元)	3,161	3,697	4,473	5,050	5,688
增长 (%)	15.5	17.0	21.0	12.9	12.6
EPS (RMB 元/股)	1.99	2.59	3.41	4.03	4.77
核心 EPS (RMB 元/股)	2.92	3.42	4.11	4.64	5.23
市盈率 (P/E)	31.0	23.8	18.1	15.3	12.9
核心市盈率 (P/E)	21.1	18.0	15.0	13.3	11.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：货币单位为人民币；核心净利润扣除一次性项目影响

公司评级	买入
当前价格	71.10 港元
合理价值	85.93 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-01-11

### 相对市场表现



分析师：韩玲



SAC 执证号：S0260511030002

SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

### 相关研究:

【广发海外】新奥能源 (2688.HK): 销气量维持强劲，核心净利稳步提升	2018-08-26
【广发海外】新奥能源 (2688.HK): 核心净利润增长符合预期	2018-03-26

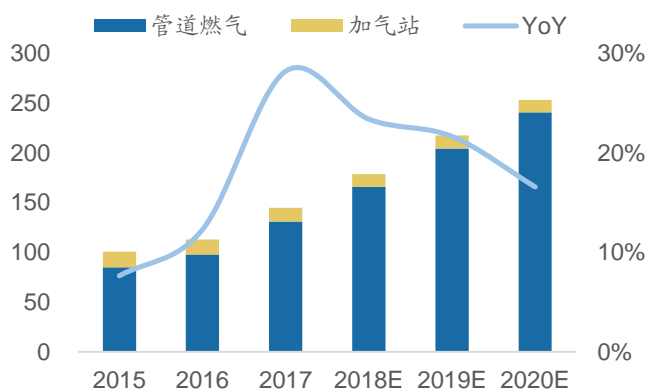
## 一、城燃销气量增长较快，毛差展望趋稳

工业及居民用气需求强劲，管道燃气销量保持较快增长。2018年上半年，公司管道燃气销售量78.8亿立方米，同比增长26.5%。其中，工商业用气同比快速增长24.8%，居民用气同比大幅增长35.8%。2018年下半年，管道燃气销售量增长依旧维持强劲。截至目前，公司经营区域内有2万蒸吨的工业燃煤锅炉改造量，我们预计未来四年可贡献销气量64亿立方米。随着新接驳居民用户开始用气以及冬季壁挂炉用户继续增加，我们认为未来三年居民销气量有望保持较快增长。我们预计，2018-2020年公司管道燃气销售量分别为165.7/204.3/240.4亿立方米，同比增长26.7%/23.3%/17.7%。

加气站业务呈收缩趋势。2018年上半年，公司加气站售气量6.1亿立方米，同比下降11.7%；CNG和LNG加气站售价分别为人民币3.90和3.94元/立方米，同比增长6.0%和25.5%，但无法全部抵消售气量下降的负面影响，收入较2017年上半年减少-8.0%。由于CNG和LNG涨价抑制部分车用天然气需求，另一方面出租车业务受到新能源汽车和打车软件的两面夹击，我们认为，2018全年加气站业务延续上半年收缩态势。

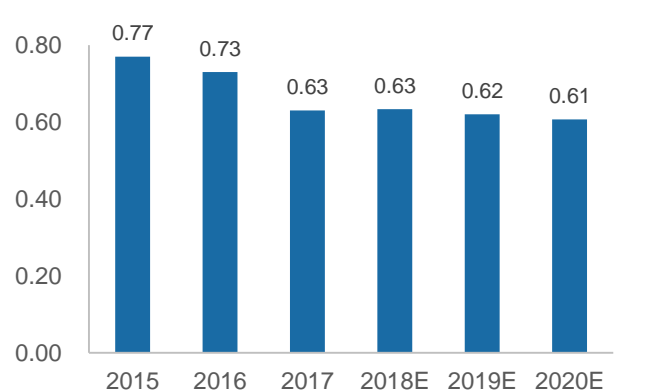
结合上述观点，我们预计2018全年公司城市燃气销售量178.6亿立方米，同比增长23.4%，增速超出公司20%的指引。2019-2020年城市燃气销售量分别为217.2、253.2亿立方米，同比增长21.6%、16.6%。

图1: 2015-2020E公司城燃销售量及增速(亿立方米)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 2015-2020E公司城燃毛差(人民币元/立方米)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

预计未来三年毛差展维持在0.60元/立方米以上。2018年8月中石油涨价初始，公司即开展下游顺价谈判。截至目前，谈判情况较为顺利，我们预计大部分的涨价气量可以完成顺价。2018年10月，公司舟山LNG接收站正式投运，为国内首个民营大型LNG接收站，截至目前已接卸4船LNG，计划今年全年接卸量50万吨，折合约7亿立方米，明年接卸量144万吨，约20亿立方米。我们认为，相比2017年，2018年气源相对充足、并且顺价完成度较好，预计2018全年公司城燃业务毛差有望维持人民币0.63元/立方米。基于全球天然气供需较为宽松的现状以及国内逐渐完善的储气调

峰体系，我们预计2019-2020年毛差分别为0.62和0.61元/立方米。

我们对公司管道燃气业务的主要预测如下：

表 1: 2015-2020E 管道燃气销售业务预测

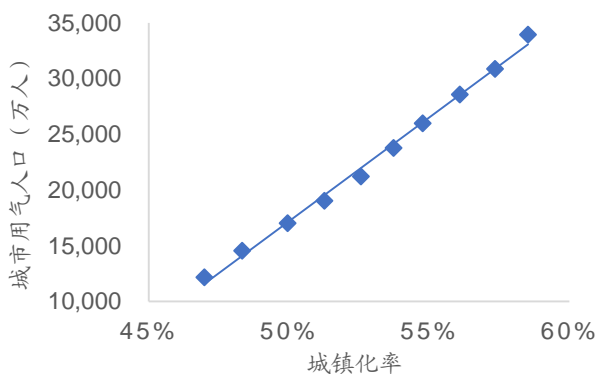
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
管道燃气销售量 (亿立方米)	84.9	97.8	130.8	165.7	204.3	240.4
YoY	7.4%	15.2%	33.7%	26.7%	23.3%	17.7%
管道燃气销售收入 (人民币百万)	18,680	17,900	23,948	31,309	38,203	44,474
YoY	6.8%	-4.2%	33.8%	30.7%	22.0%	16.4%
管道燃气销售毛利 (人民币百万)	2,863	3,243	4,038	5,105	6,260	7,219
YoY	8.0%	13.3%	24.5%	26.4%	22.6%	15.3%
管道燃气销售核心净利 (人民币百万)	930	1,349	1,787	2,266	2,795	3,239
YoY	19.3%	45.1%	32.4%	26.8%	23.4%	15.9%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、城市居民接驳数量和收入近年都会相对稳定

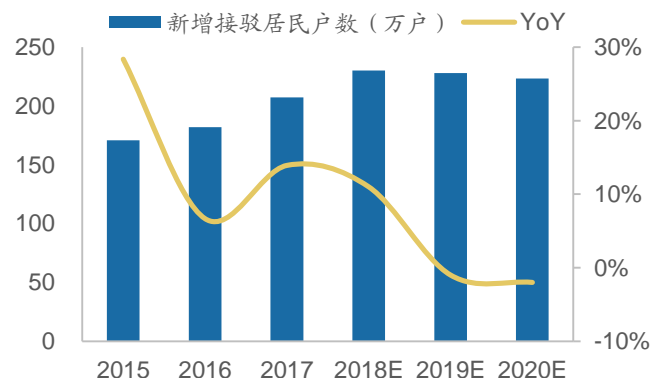
截至2018年上半年，公司新增城市燃气项目6个，覆盖人口合计8,861万人，平均气化率为58.5%，与成熟市场70%-80%的水平相比仍有上升空间。从全国来看，2017年我国城镇化率58.52%，每增长1个百分点，城市用气人口增长约2千万人，城市气化率增长近2个百分点。随着城镇化推进以及公司新收购项目贡献，我们保守认为，公司居民接驳容量可维持未来至少五年发展。我们预计，2018-2020年公司新增居民接驳户数分别为230万户/228万户/223万户。

图3: 全国城镇化率与城市用气人口相关性分析



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 2015-2020E公司新增居民接驳户数 (万户)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

居民接驳费方面，公司仅收取燃气接驳费（对应小区红线以内的管道），没有收取初装费及以其他名义收取的费用。2018年上半年，公司居民用户平均接驳费为人

人民币2706元/户，较2017年上半年基本持平，较2017年全年下降69元。我们认为，目前公司居民接驳费水平较为合理，由于居民销气价差较低，若大幅削减接驳费，则无法覆盖未来20-30年的管道维护成本。由于各地接驳成本不同，我们认为未来接驳费政策一刀切的可能性较小。

我们对2018-2020年公司接驳业务的主要预测如下：

表 2: 2015-2020E 接驳业务预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
新增接驳居民户数 (万户)	171	182	207	230	228	223
YoY	28.4%	6.7%	13.9%	11.0%	-1.0%	-2.0%
居民接驳费 (人民币元/户, 含税)	2,762	2,876	2,775	2,706	2,600	2,500
YoY	-3.2%	4.1%	-3.5%	-2.5%	-3.9%	-3.8%
新增工商业开口气量 (百万立方米)	8.2	12.6	16.7	18.7	20.6	22.7
YoY	-2.6%	54.1%	33.0%	12.0%	10.0%	10.0%
工商业接驳费 (人民币元/立方米, 含税)	203	123	102	99	92	86
YoY	14.0%	-39.4%	-17.1%	-2.9%	-7.1%	-6.5%
接驳收入 (人民币百万)	5,508	5,611	5,954	6,587	6,373	6,138
YoY	25.1%	1.9%	6.1%	10.6%	-3.2%	-3.7%
接驳毛利 (人民币百万)	3,462	3,593	3,735	4,204	4,000	3,788
YoY	24.5%	3.8%	4.0%	12.6%	-4.8%	-5.3%
接驳核心净利 (人民币百万)	1,532	1,601	1,707	1,885	1,789	1,668
YoY	28.2%	4.5%	6.6%	10.4%	-5.1%	-6.8%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、燃气批发量效齐增，综合能源成为新增长点

**燃气批发:** 2018年上半年，公司燃气批发销量2,571亿立方米，同比增长20.4%，我们预计全年批发气量增速有望维持公司20%的指引。2018年上半年，燃气批发收入人民币6,595百万元，同比快速增长42.2%；实现毛利人民币192百万元，同比大幅增长255.6%，毛利率同比提升1.7pp提升至2.9%。

**综合能源:** 2018年上半年，公司综合能源业务实现收入人民币369百万元，同比大幅增长276.5%；实现毛利人民币28百万元，同比大幅上升354.5%，毛利率由上一年同期负数转正为7.6%。2018年上半年，公司新签约131个综合能源项目，其中包括71个省级/国家级园区项目，潜在销售规模合计364亿千瓦时。目前，全国范围内有1500多个国家工业园区，综合能源发展前景较好。未来五年，公司紧握分布式能源机遇，加快获取国家级大型工业园区项目，批量落地项目，确保项目IRR在12%以上。截至2018年6月底，公司综合能源业务已投运项目46个，在建项目38个。我们预计，随着更多的在建及筹建项目转为投运项目，2018-2020年综合能源收入均保持大幅增长。目前，公司综合能源毛利率在7%-8%左右，待项目负荷率逐渐提高，我们认为毛利率有望提升至10%。

## 四、盈利预测与投资评级

2018年1月11日，新奥能源（02688.HK）收盘价为71.10港元。我们预测公司2018-2020年收入分别为人民币61,189/72,201/85,316百万元，同比增长26.8%/18.0%/18.2%，归母净利分别为人民币3,705/4,386/5,185百万元，同比增长32.2%/18.4%/18.2%，核心净利分别为4,473/5,050/5,688百万元，同比增长21.0%/12.9%/12.6%。2018-2020年核心EPS分别为人民币4.11/4.64/5.23元，最新收盘价对应核心市盈率分别为15.0X/13.3X/11.8X。我们认为，得益于国家能源及环保政策支持，未来三年天然气消费量增长较快，行业长期景气度提高，港股燃气公司估值水平有望提升。公司为港股燃气龙头企业，享有上游接收站气源优势，下游城燃销气量有望保持强劲增长，综合能源业务是未来新增长点。我们用较行业平均溢价10%的2019年16.3倍PE给予公司合理价值为港币85.93元/股，维持“买入”评级。

表 3: 主要燃气公司估值情况（股价为 2019 年 1 月 11 日收盘价）

公司名称	公司代码	股价	EPS 单位	EPS				PE			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
新奥能源	02688.HK	71.10	人民币	3.42	4.11	4.64	5.23	18.0	15.0	13.3	11.8
<b>可比公司-H 股</b>											
中国燃气	00384.HK	26.10	港币	1.13	1.43	1.76	2.12	23.1	18.3	14.8	12.3
华润燃气	01193.HK	31.05	港币	1.68	2.00	2.26	2.50	18.5	15.5	13.7	12.4
<b>可比公司-A 股</b>											
深圳燃气	601139.SH	5.53	人民币	0.40	0.35	0.39	0.44	13.8	15.8	14.2	12.6
陕天然气	002267.SZ	7.59	人民币	0.36	0.40	0.46	0.53	21.3	18.8	16.6	14.2
<b>A+H 股平均值</b>									<b>17.1</b>	<b>14.8</b>	<b>12.9</b>

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：除陕天然气为 Wind 一致预测，其余为广发预测；中国燃气财年截至 3 月 31 日，EPS 经回测重新计算；股价单位 H 股为港币、A 股为人民币；2019 年 1 月 11 日港币兑人民币汇率为 0.866

## 五、风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，销气毛差降幅超过预期，供给能力限制销气量较快增长，综合能源项目不及预期。



资产负债表						现金流量表					
单位: 人民币百万元						单位: 人民币百万元					
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>13,840</b>	<b>17,626</b>	<b>21,903</b>	<b>25,827</b>	<b>31,449</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>5,366</b>	<b>6,093</b>	<b>7,185</b>	<b>7,824</b>	<b>8,938</b>
货币资金	7,163	7,972	10,137	11,972	14,157	税前利润	4,195	5,190	6,479	7,459	8,655
应收及预付账款	5,214	7,805	9,215	10,884	13,728	折旧与摊销	880	932	1,212	1,341	1,460
存货	515	744	983	1,161	1,373	净利息费用	456	330	421	487	509
其他流动资产	948	1,105	1,568	1,810	2,192	运营资本变动	751	767	787	817	862
<b>非流动资产</b>	<b>37,541</b>	<b>41,589</b>	<b>45,482</b>	<b>48,902</b>	<b>52,142</b>	税金	(1,307)	(1,517)	(1,879)	(2,163)	(2,510)
固定资产	22,297	25,490	28,390	31,190	33,690	其他经营现金流	391	391	165	(116)	(38)
无形资产	1,675	1,873	2,000	2,000	2,000	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,840)</b>	<b>(4,532)</b>	<b>(7,233)</b>	<b>(8,434)</b>	<b>(9,613)</b>
其他长期资产	13,569	14,226	15,092	15,712	16,452	资本支出	(2,562)	(4,711)	(6,922)	(7,613)	(8,223)
<b>资产总计</b>	<b>51,381</b>	<b>59,215</b>	<b>67,384</b>	<b>74,730</b>	<b>83,591</b>	投资变动	(1,461)	951	471	(29)	(628)
<b>流动负债</b>	<b>18,341</b>	<b>25,605</b>	<b>25,151</b>	<b>27,465</b>	<b>30,968</b>	其他	183	(772)	(782)	(792)	(762)
短期借款	4,644	4,733	5,830	5,795	6,551	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,736)</b>	<b>(708)</b>	<b>2,195</b>	<b>2,435</b>	<b>2,849</b>
应付及预收	2,237	3,182	3,575	4,261	5,084	净增权益	1,759	2,363	1,890	1,814	1,817
其他流动负债	10,728	13,056	14,362	15,798	17,378	净增债务	2,603	5,471	6,279	5,531	7,045
<b>非流动负债</b>	<b>15,186</b>	<b>13,393</b>	<b>20,126</b>	<b>23,344</b>	<b>26,885</b>	支付股息	(705)	(775)	(948)	(1,109)	(1,342)
长期借款	8,632	9,699	11,099	12,699	14,300	其他	(5,393)	(7,767)	(5,026)	(3,801)	(4,671)
其他非流动负债	6,554	3,694	9,027	10,645	12,585	<b>现金净增加额</b>	<b>(210)</b>	<b>853</b>	<b>2,147</b>	<b>1,825</b>	<b>2,174</b>
<b>负债合计</b>	<b>33,527</b>	<b>38,998</b>	<b>45,277</b>	<b>50,809</b>	<b>57,853</b>						
股本	112	112	112	112	112						
储备	14,854	16,840	18,895	20,709	22,526						
母公司股东权益	14,966	16,952	19,007	20,821	22,638						
少数股东权益	2,888	3,265	3,100	3,100	3,100						
<b>负债和股东权益</b>	<b>51,381</b>	<b>59,215</b>	<b>67,384</b>	<b>74,730</b>	<b>83,591</b>						

利润表					
单位: 人民币百万元					
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>销售收入</b>	<b>34,103</b>	<b>48,269</b>	<b>61,189</b>	<b>72,201</b>	<b>85,316</b>
销售成本	(26,753)	(39,930)	(51,067)	(60,873)	(72,633)
经营费用	(2,792)	(3,157)	(3,686)	(4,136)	(4,633)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>5,537</b>	<b>7,800</b>	<b>7,895</b>	<b>8,891</b>	<b>9,993</b>
折旧及摊销	(880)	(932)	(1,212)	(1,341)	(1,460)
<b>经营利润</b>	<b>4,657</b>	<b>6,868</b>	<b>6,683</b>	<b>7,551</b>	<b>8,533</b>
净利息收入/(费用)	(456)	(330)	(421)	(487)	(509)
其他收益/(损失)	(6)	(1,348)	217	395	630
<b>税前利润</b>	<b>4,195</b>	<b>5,190</b>	<b>6,479</b>	<b>7,459</b>	<b>8,655</b>
所得税	(1,307)	(1,517)	(1,879)	(2,163)	(2,510)
<b>净利润</b>	<b>2,888</b>	<b>3,673</b>	<b>4,600</b>	<b>5,296</b>	<b>6,145</b>
少数股东损益	(737)	(871)	(895)	(910)	(960)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,151</b>	<b>2,802</b>	<b>3,705</b>	<b>4,386</b>	<b>5,185</b>
EBITDA	4,657	6,868	6,683	7,551	8,533
EPS (人民币元)	2.92	3.42	4.11	4.64	5.23
DPS (人民币元)	0.83	1.08	0.87	1.02	1.23
收入增长(%)	6.4	41.5	26.8	18.0	18.2

## 广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩休闲行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 邓崇静：高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘娇：海外必需消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进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	广州市天河北路183号大都会广场5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	510075	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）。

## 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。