

# 洪城水业 (600461.SH)

## 单二季度收入同比增长 14.3%，经营恢复显著

### 核心观点:

- **单二季度收入增速明显恢复，受益于损失冲回及投资收益增加，中报业绩同比增长 34%。**2020H1 公司实现营收 27.76 亿元(同比+6.97%)，归母净利润 3.26 亿元(同比+34.03%)。业绩增速高于营收主要系信用减值损失同比减少 0.19 亿元、资产处置收益同比增加 0.11 亿元以及期间费率降低等因素共同导致。公司整体毛利率提升至 25.47%(同比+0.39pct)。公司单二季度营收同比增长 14%，环比改善显著。
- **受疫情冲击上半年经营数据略显疲软，新项目获取提升产能扩张预期。**2020 年上半年公司完成自来水售水量 1.63 亿立方米，同比下降 5.41%；南昌燃气完成燃气销售 2.15 亿立方米，同比下降 7.58%；公司完成污水处理量为 4.25 亿立方米，同比增长 5.13%。2020 年 1 月公司联合中标南昌红谷滩污水处理项目和青山湖污水处理项目，合计新增污水处理能力 40 万立方米/日。伴随着新污水处理订单的中标以及在建项目逐步投入运营，公司的污水处理量将进一步增长。
- **拟募集转债 18 亿元加速提标扩容建设，目前已获证监会受理并反馈意见。**2020 年 5 月公司发布可转债预案修订稿，拟发行不超过 18 亿元用于项目建设及补充流动资金，预期将加速污水处理及供水项目的提标扩容建设。2020 年 8 月 11 日，公司已进行一次反馈意见回复。
- **公司投融资加速，业绩增长可期，维持“买入”评级。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61、0.71 和 0.85 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 11.69、9.96、8.31 倍。供水提价完成增强存量资产盈利能力，融资助力污水扩容提标。结合公司未来增速和同业可比估值，给予 2020 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值 9.09 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**融资环境收紧，污水提标改造后调价进度不及预期，燃气成本价格提高，下游需求不达预期。

### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,378	5,381	6,229	7,198	8,302
增长率(%)	23.5	22.9	15.8	15.5	15.3
EBITDA(百万元)	1,051	1,300	1,484	1,695	1,934
归母净利润(百万元)	336	489	575	675	809
增长率(%)	22.6	45.5	17.6	17.4	19.9
EPS(元/股)	0.43	0.52	0.61	0.71	0.85
市盈率(P/E)	12.92	11.58	11.69	9.96	8.31
ROE(%)	9.5	10.3	9.7	9.2	9.0
EV/EBITDA	5.84	5.45	5.73	4.89	4.01

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

7.09 元

合理价值

9.09 元

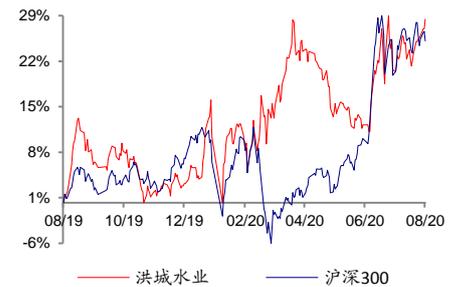
前次评级

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:

洪城水业(600461.SH):业 2020-04-26

绩同比增长 45.5%，融资加速助力产能扩张

洪城水业(600461.SH):受 2020-01-19

益于水价调整，19 年业绩同比增长 40%-60%

洪城水业(600461.SH):受 2019-10-27

益于水价调整提振毛利率，三季度业绩同比增长 47.3%

## 目录索引

一、上半年归母净利增长 34%，净利率水平同比提高 .....	4
二、供排水+燃气发展平稳，新增订单促进产能扩张 .....	6
三、拟募 18 亿元加速污水提标扩容，已获证监会受理 .....	7
四、盈利预测和投资建议 .....	8
五、风险提示 .....	8

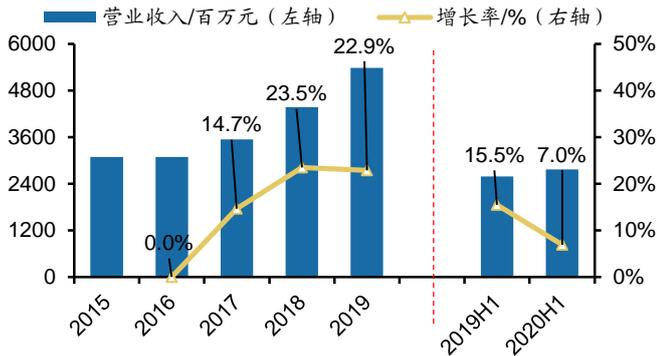
## 图表索引

图 1: 2020H1 公司营业收入同比增长 6.97% .....	4
图 2: 2020H1 公司归母净利润同比增长 34.03%.....	4
图 3: 2020H1 公司分部营业收入情况.....	4
图 4: 2020H1 公司分部业务毛利率情况.....	4
图 5: 2020H1 公司期间费用整体金额达 2.76 亿元.....	5
图 6: 公司 2020H1 期间费用率为 9.93%.....	5
图 7: 公司 2020H1 毛利率与净利率水平 .....	5
图 8: 2020H1 公司现金收入比表现佳, 达 101.13%.....	5
图 9: 公司历年各项经营性现金流净额情况.....	5
图 10: 2020H1 公司资产负债率为 57.36%.....	6
图 11: 2020H1 公司 ROE 和 ROA 水平.....	6
图 12: 2020H1 自来水售水量达 1.63 亿吨 .....	6
图 13: 2020H1 天然气销售量达 2.15 亿立方米.....	6
图 14: 2020H1 污水处理量达 4.25 亿吨, 同比增长 5.1%.....	7
表 1: 公司可转债发行募投项目情况 .....	7
表 2: 洪城水业同业对比 (收盘价对应日期 2020/8/26) .....	8

## 一、上半年归母净利增长 34%，净利率水平同比提高

2020H1公司实现营业收入27.76亿元（同比+6.97%），归母净利润3.26亿元（同比+34.03%）。业绩增速高于营收增速主要系公司信用减值损失同比减少0.19亿元、资产处置收益同比增加0.11亿元以及期间费率的降低等因素共同导致。公司整体毛利率提升至25.47%（同比+0.39pct）；公司归母净利率达11.75%（同比+2.37pct）。

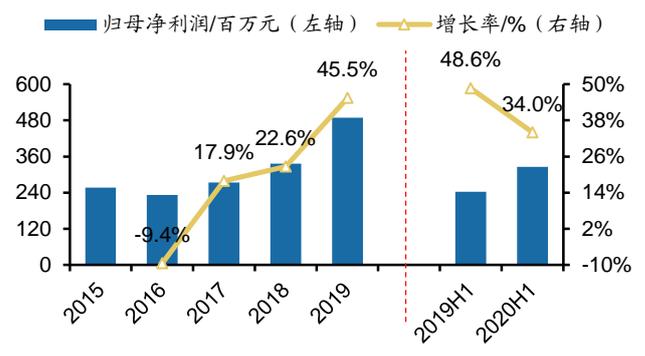
图 1：2020H1公司营业收入同比增长6.97%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：2015 年均为调整后数据，下同

图 2：2020H1公司归母净利润同比增长34.03%

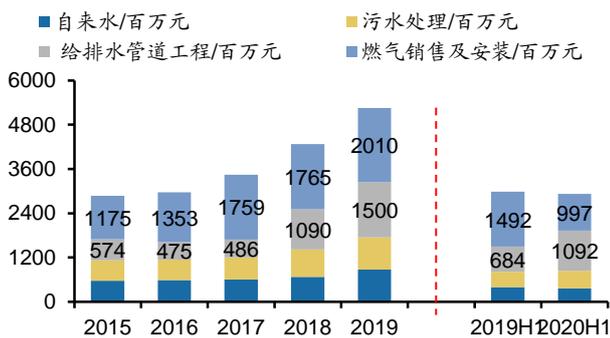


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

备注：2015 年为调整后数据

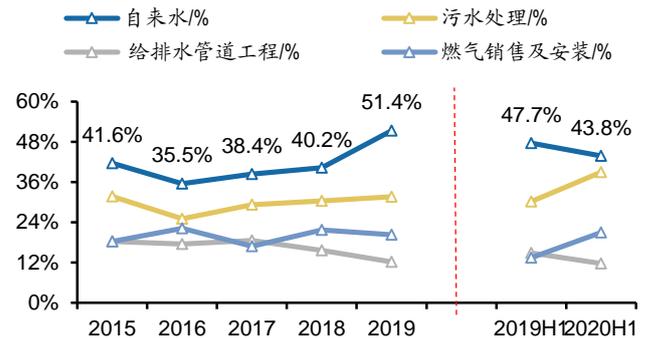
分业务来看，不考虑分部间抵消，自来水板块收入3.66亿元，同比下降8.90%；污水板块收入4.73亿元，同比增长15.52%，毛利率提升8.8pct至38.99%；能源板块（年报业务分类为燃气销售+燃气工程安装）收入9.97亿元，同比下降33.13%，毛利率提升7.5pct至20.92%；给排水管道工程板块收入10.92亿元，同比增长59.55%，毛利率下降3.2pct至11.70%。

图 3：2020H1公司分部营业收入情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

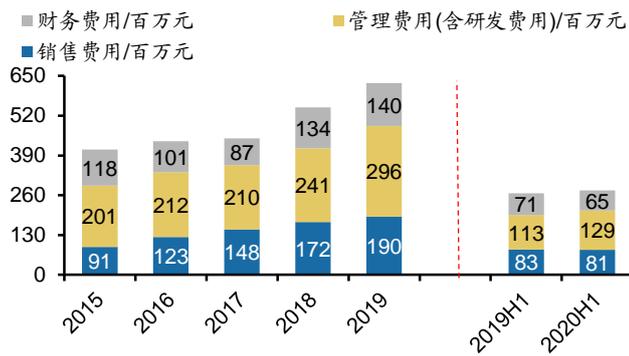
图 4：2020H1公司分部业务毛利率情况



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

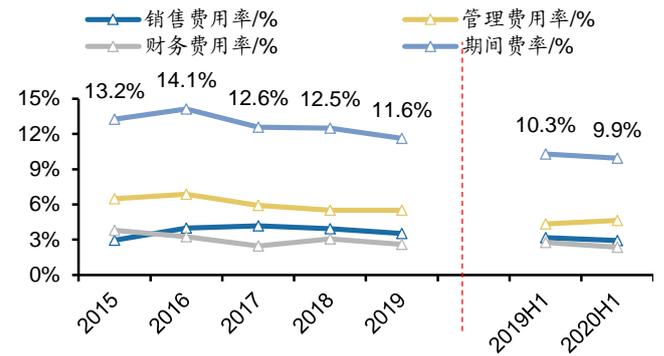
公司期间费率略有下滑，2020H1期间费用率为9.93%。公司2020年上半年支出销售费用0.81亿元（同比-1.56%）、管理费用1.02亿元（同比+4.20%）、财务费用0.65亿元（同比-8.61%）、研发费用0.27亿元（同比+79.28%），研发费用大幅增长主要系公司加大研发投入所致。各项费率水平基本相对稳定。公司2020H1期间费用合计2.76亿元，期间费用率为9.93%，同比下降0.36个百分点。

图 5: 2020H1公司期间费用整体金额达2.76亿元



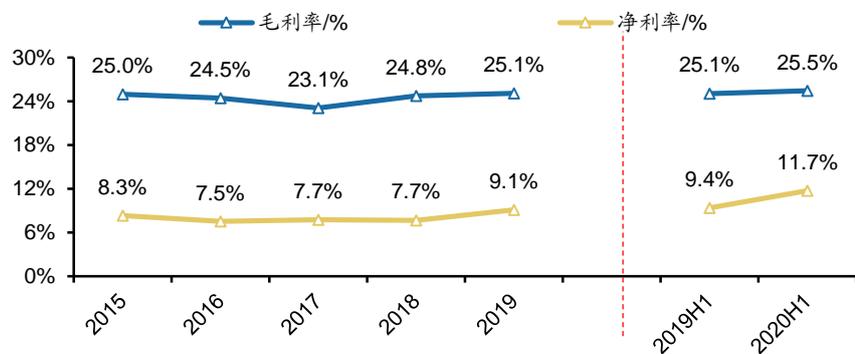
数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 6: 公司2020H1期间费用率为9.93%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

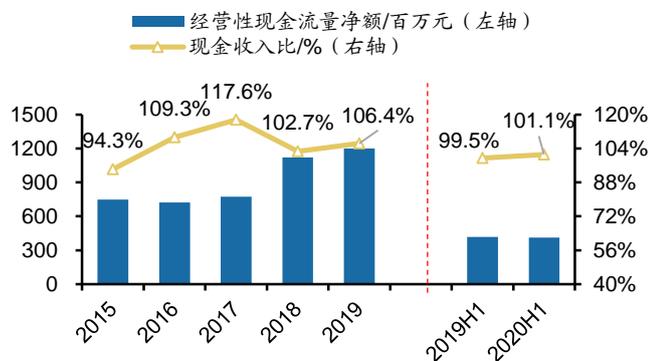
图 7: 公司2020H1毛利率与净利率水平



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

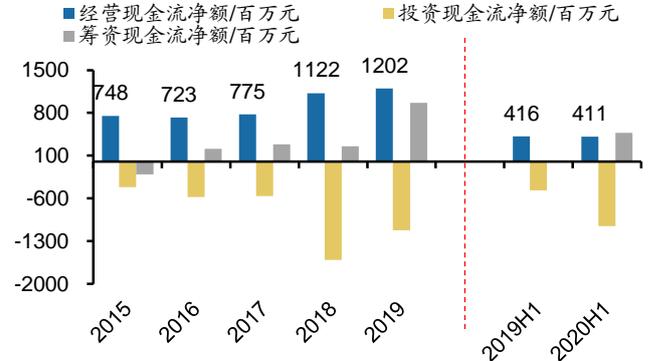
业务模式保障充裕资金流, 2020H1实现经营性现金净流入4.11亿元。公司供水、污水处理以及燃气业务多为现金流稳定的运营类项目, 经营性现金流较为充裕。受疫情影响, 2020H1公司经营性现金流净额为4.11亿元, 同比减少1.37%; 但公司现金流质量佳, 现金收入比同比提升1.64pct至101.13%。

图 8: 2020H1公司现金收入比表现佳, 达101.13%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

图 9: 公司历年各项经营性现金流净额情况

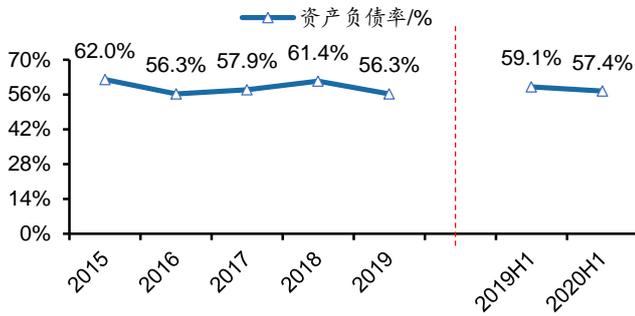


数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

ROE、ROA略有下降, 资产负债率下降1.7个百分点至57.36%。近年公司资产负债率水平在55%-62%之间, 2020H1达57.36%, 同比下降1.74个百分点。公司2020上

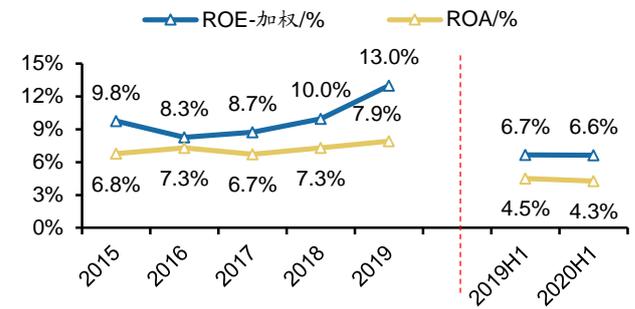
半年ROA、ROE分别为4.3%、6.6%，与上年同期相比略有下滑，主要系公司总资产和净资产分别同比增长28.47%、34.54%所致。

图 10: 2020H1公司资产负债率为57.36%



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

图 11: 2020H1公司ROE和ROA水平



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

## 二、供排水+燃气发展平稳，新增订单促进产能扩张

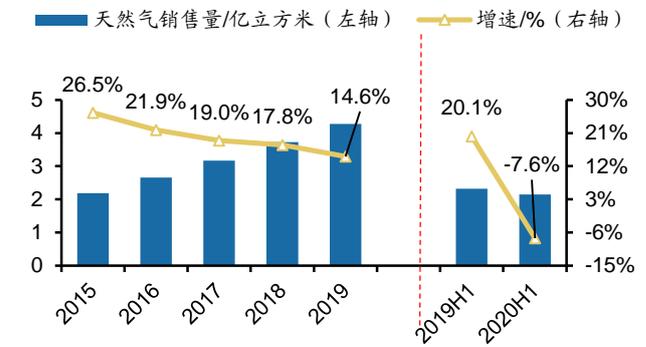
**自来水业务&燃气业务：**2020H1公司完成自来水售水量1.63亿立方米，比上年同期下降5.41%。2020H1南昌燃气完成燃气销售2.15亿立方米，同比下降7.58%；同时南昌燃气集团实现营业收入7.75亿元（同比-20.91%）。虽然公司售水量和燃气销售量均有所下降，但凭借在南昌城区供水市场的绝对领先地位以及燃气市场超90%的市占率，公司将逐渐走出疫情阴影，实现售水量和燃气销售量增速扭负为正。

图 12: 2020H1自来水售水量达1.63亿吨



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

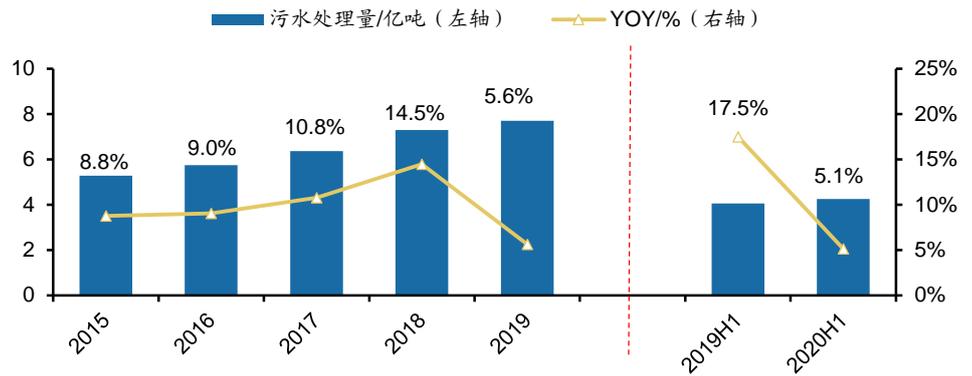
图 13: 2020H1天然气销售量达2.15亿立方米



数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

**污水处理业务：**2020H1公司完成污水处理量为4.25亿立方米，比上年同期增长5.13%。同时，公司加强污水处理PPP项目订单的获取，2020年1月22日，公司与工程公司和上海衡庐资产管理组成的联合体成功中标南昌市红谷滩污水处理厂扩建工程PPP项目和青山湖污水处理厂扩建工程PPP项目，总投资额分别为6.63亿和10.35亿元，合计新增污水处理能力40万立方米/日。伴随着新污水处理订单的中标以及在建设项目逐步投入运营，公司的污水处理量将进一步增长。

图 14: 2020H1 污水处理量达 4.25 亿吨, 同比增长 5.1%



数据来源: 定期报告, 广发证券发展研究中心

### 三、拟募 18 亿元加速污水提标扩容, 已获证监会受理

公司定增募集 8.94 亿元已落地, 拟发行可转债不超过 18 亿元, 融资加速下公司产能提增得以保障。2019 年公司定增 8.94 亿元资金已于当年 11 月完成, 预计新增污水处理产能 10 万 m<sup>3</sup>/日。2020 年 6 月 24 日, 从实际情况出发, 为确保募集资金的有效使用, 公司拟将原项目变更为“进贤县生活污水处理厂第三期扩建工程项目”及“浮梁县污水处理厂扩容及提标改造项目”, 新项目合计投资总额为 1.09 亿元。同时, 2020 年 5 月公司发布可转债预案(修订稿), 拟发行不超过 18 亿元用于项目建设及补充流动资金, 预期将加速污水处理及供水项目的提标扩容建设。2020 年 8 月 11 日, 公司已进行一次反馈意见回复。

表 1: 公司可转债发行募投项目情况

序号	项目名称	项目投资总额/亿元	拟投入募集资金/亿元
<b>污水处理项目</b>			
1	南昌市九龙湖污水处理厂二期扩建工程	4.58	3.50
2	赣州市中心城区白塔污水处理厂一期扩容、提标改造工程	1.82	1.28
3	南康生活污水处理厂提标改造工程	1.16	0.88
4	上高县城市污水处理厂提标改造及扩容工程	1.02	0.60
5	赣县区域城北生活污水处理厂一期工程	0.65	0.50
6	南城县城镇生活污水处理厂提标改造工程	0.63	0.46
7	奉新县城市生活污水处理厂新建(提标扩容)工程	1.48	1.28
8	樟树市生活污水处理厂三期续建工程	0.89	0.79
9	广昌县污水处理厂扩容及污水污泥提标改造工程	1.00	0.88
10	黎川县生活污水处理厂一期第二步扩容及水质提标改造和污泥处理处置设施建设项目	0.41	0.26
11	崇仁县生活污水处理厂扩容提标改造项目	0.89	0.69
<b>供水项目</b>			
12	南昌市红角洲水厂扩建工程	1.76	1.50
<b>补充流动资金</b>			
13	补充流动资金	5.38	5.38
<b>合计</b>		<b>21.67</b>	<b>18.00</b>

数据来源: 公开发行 A 股可转换公司债券预案(修订稿), 广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.61、0.71 和 0.85 元/股，按最新收盘价对应 PE 分别为 11.69、9.96、8.31 倍。供水提价完成增强存量资产盈利能力，融资助力污水扩容提标。结合公司未来增速和同业可比估值，给予 2020 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值 9.09 元/股，维持“买入”评级。

表 2：洪城水业同业对比（收盘价对应日期 2020/8/26）

公司代码	公司名称	单位	市值 亿元	最新收盘价 元/股	EPS 元/股			PE 倍		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600461.SH	洪城水业	CNY	67	7.09	0.52	0.61	0.71	11.58	11.69	9.96
600323.SH	瀚蓝环境	CNY	229	29.90	1.19	1.37	1.70	14.73	21.82	17.54
300388.SZ	国祯环保	CNY	77	11.29	0.49	0.57	0.67	21.63	19.94	16.90
00371.HK	北控水务集团	HKD	324	3.23	0.49	0.54	0.60	8.02	5.99	5.37

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：洪城水业盈利预测来自广发证券发展研究中心，其余同业公司盈利预测来自Wind 一致预测

## 五、风险提示

融资环境收紧，污水提标改造后调价进度不及预期，燃气成本价格提高，下游需求不达预期。

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
<b>流动资产</b>	<b>2,559</b>	<b>3,590</b>	<b>4,047</b>	<b>4,366</b>	<b>4,780</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,122</b>	<b>1,202</b>	<b>1,608</b>	<b>1,769</b>	<b>2,003</b>
货币资金	1,422	2,253	2,540	2,650	2,830	净利润	418	581	684	803	963
应收及预付	755	771	874	991	1,121	折旧摊销	413	470	517	567	617
存货	219	356	385	431	483	营运资金变动	116	-48	258	243	266
其他流动资产	163	211	248	294	346	其它	175	199	148	156	156
<b>非流动资产</b>	<b>7,427</b>	<b>8,239</b>	<b>10,142</b>	<b>11,715</b>	<b>13,228</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,606</b>	<b>-1,121</b>	<b>-1,782</b>	<b>-1,376</b>	<b>-1,284</b>
长期股权投资	99	106	116	126	136	资本支出	-1,591	-1,128	-1,784	-1,380	-1,282
固定资产	3,140	3,313	4,155	5,093	6,095	投资变动	-30	1	-10	-10	-10
在建工程	736	1,233	2,033	2,433	2,733	其他	15	6	12	14	8
无形资产	3,382	3,492	3,743	3,968	4,168	<b>筹资活动现金流</b>	<b>251</b>	<b>967</b>	<b>462</b>	<b>-283</b>	<b>-538</b>
其他长期资产	71	95	95	95	95	银行借款	1,990	2,461	638	-93	-356
<b>资产总计</b>	<b>9,986</b>	<b>11,829</b>	<b>14,189</b>	<b>16,081</b>	<b>18,008</b>	股权融资	2	902	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>4,358</b>	<b>4,550</b>	<b>5,415</b>	<b>5,574</b>	<b>5,518</b>	其他	-1,741	-2,396	-176	-190	-182
短期借款	1,320	1,225	1,663	1,370	814	<b>现金净增加额</b>	<b>-233</b>	<b>1,047</b>	<b>287</b>	<b>110</b>	<b>180</b>
应付及预收	1,955	2,194	2,535	2,935	3,390	<b>期初现金余额</b>	<b>1,420</b>	<b>1,188</b>	<b>2,253</b>	<b>2,540</b>	<b>2,650</b>
其他流动负债	1,082	1,131	1,217	1,269	1,314	<b>期末现金余额</b>	<b>1,188</b>	<b>2,235</b>	<b>2,540</b>	<b>2,650</b>	<b>2,830</b>
<b>非流动负债</b>	<b>1,769</b>	<b>2,108</b>	<b>2,308</b>	<b>2,508</b>	<b>2,708</b>						
长期借款	1,630	1,921	2,121	2,321	2,521						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	139	187	187	187	187						
<b>负债合计</b>	<b>6,127</b>	<b>6,658</b>	<b>7,723</b>	<b>8,082</b>	<b>8,226</b>						
股本	790	948	948	948	948						
资本公积	1,338	2,064	2,064	2,064	2,064						
留存收益	1,390	1,739	2,924	4,328	5,957						
归属母公司股东权益	3,529	4,750	5,935	7,340	8,969						
少数股东权益	331	421	531	659	813						
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,986</b>	<b>11,829</b>	<b>14,189</b>	<b>16,081</b>	<b>18,008</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4,378</b>	<b>5,381</b>	<b>6,229</b>	<b>7,198</b>	<b>8,302</b>
营业成本	3,294	4,031	4,680	5,430	6,291
营业税金及附加	32	34	40	42	46
销售费用	172	190	218	238	232
管理费用	213	235	262	288	332
研发费用	29	61	62	72	83
财务费用	134	140	164	177	169
资产减值损失	-37	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	9	12	14	8
<b>营业利润</b>	<b>539</b>	<b>729</b>	<b>858</b>	<b>1,006</b>	<b>1,203</b>
营业外收支	2	-2	-3	-2	1
<b>利润总额</b>	<b>541</b>	<b>726</b>	<b>855</b>	<b>1,004</b>	<b>1,204</b>
所得税	123	146	171	201	241
<b>净利润</b>	<b>418</b>	<b>581</b>	<b>684</b>	<b>803</b>	<b>963</b>
少数股东损益	82	92	109	129	154
<b>归属母公司净利润</b>	<b>336</b>	<b>489</b>	<b>575</b>	<b>675</b>	<b>809</b>
EBITDA	1,051	1,300	1,484	1,695	1,934
EPS (元)	0.43	0.52	0.61	0.71	0.85

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	23.5%	22.9%	15.8%	15.5%	15.3%
营业利润增长	18.3%	35.2%	17.7%	17.2%	19.6%
归母净利润增长	22.6%	45.5%	17.6%	17.4%	19.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.8%	25.1%	24.9%	24.6%	24.2%
净利率	9.5%	10.8%	11.0%	11.2%	11.6%
ROE	9.5%	10.3%	9.7%	9.2%	9.0%
ROIC	7.0%	7.5%	7.2%	7.4%	7.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.4%	56.3%	54.4%	50.3%	45.7%
净负债比率	158.7%	128.7%	119.5%	101.0%	84.1%
流动比率	0.59	0.79	0.75	0.78	0.87
速动比率	0.51	0.69	0.65	0.68	0.74
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.45	0.44	0.45	0.46
应收账款周转率	6.94	8.33	8.49	8.69	8.90
存货周转率	19.96	15.11	16.19	16.68	17.20
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.43	0.52	0.61	0.71	0.85
每股经营现金流	1.42	1.27	1.70	1.87	2.11
每股净资产	4.47	5.01	6.26	7.74	9.46
<b>估值比率</b>					
P/E	12.92	11.58	11.69	9.96	8.31
P/B	1.23	1.19	1.13	0.92	0.75
EV/EBITDA	5.84	5.45	5.73	4.89	4.01

## 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 焱：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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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。