

华能国际(600011.SH)/华能国际电力股份(00902.HK)

短期燃料成本涨幅超预期拖累业绩，长期看好盈利回升

● 三四季度亏损，18年业绩下滑17%

2018年公司收入1699亿元，同比增长11.04%；归母净利润14.39亿元，同比减少17.42%；扣非归母净利润14.20亿元，同比增长215%。公司一到四季度归母净利润分别为12.2/9.1/-1.4/-5.5亿元，三四季度亏损，导致2018年归母净利润同比下滑。

● 下半年燃料成本涨幅超预期，导致下半年亏损

2018年公司境内电厂标煤入炉单价上涨至772元/吨，同比涨幅4.67%，同期秦皇岛5500大卡动力煤均价增长1.3%，燃料成本上涨是公司业绩下滑主要原因。分上下半年看，公司上下半年分别盈利21.3/-6.9亿元，毛利率逐季度下降，分别为13.5%/12.8%/11.3%/7.9%。上半年和下半年单位燃料成本分别是262.75和261.35元/兆瓦时，分别比2017年同期增长5.2%和4.7%，同期秦皇岛5500大卡动力煤均价分别上涨8.6%和下跌5.3%，公司下半年燃料成本差于市场预期。不过从公司历史燃料采购成本和市场煤的变动情况看，公司燃料采购成本比市场煤价格波动较窄。

● 人工薪酬增长&计提减值，进一步削减利润

营业成本中人工成本较上年增加10.73亿元（2018年员工人数同比增加4008人，其中生产人员新增1605人），电力采购成本较上年增加8.91亿元，管理费用（含研发费用）同比增加3.1亿元，财务费用同比增加10.6亿元，计提资产减值11.46亿元，进一步削减利润。

● 长期看好盈利回升，给予“买入”评级

预计公司2019-2021年EPS为0.30/0.46/0.63元。公司为国内火电龙头企业，机组质量优良、区位优势显著。短期受成本波动及非经常项影响业绩低预期，利用小时持续提升大趋势不变，电厂高库存煤价仍有压力，增值税由16%下调至13%让利火电企业，预计公司2019年ROE有望提升至5.4%，结合公司历史估值，给予A/H股2019年PB1.5/1.0倍，对应A/H股合理价值8.4元/股、6.5港币/股，给予A/H股“买入”评级。

风险提示：煤炭价格上涨风险；电力需求不及预期；电价下调风险；新机组投产不及预期。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	152,970	169,861	179,413	185,708	191,520
增长率(%)	10.7	11.0	5.6	3.5	3.1
EBITDA(百万元)	31,350	32,925	40,986	47,227	53,578
净利润(百万元)	1,742	1,439	4,781	7,268	9,933
增长率(%)	-83.2	-17.4	232.3	52.0	36.7
EPS(元/股)	0.11	0.09	0.30	0.46	0.63
市盈率(P/E)	53.82	80.52	21.34	14.04	10.27
市净率(P/B)	1.24	1.39	1.16	1.07	0.97
EV/EBITDA	9.97	10.38	8.03	6.98	6.05

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-A/买入-H
当前价格	6.5元/4.72港元
合理价值	8.4元/6.5港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-04-11

相对市场表现



分析师：邱长伟



SAC 执证号：S0260517080016

SFC CE No. BOE192



021-60750631



qiuchangwei@gf.com.cn

分析师：郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

相关研究：

华能国际(600011.SH)：三	2018-10-24
季度单季亏损1.4亿元，业绩低预期	
华能国际(600011.SH)：前	2018-10-19
三季度发电量同比增长11%，电价平稳	
华能国际(600011.SH)：中	2018-08-03
报业绩同比增长170%，盈利能力有望持续回升	

图表索引

图 1: 公司收入及增速 (亿元)	3
图 2: 公司归母净利润及增速 (亿元)	3
图 3: 2018 年公司控股装机容量 10.6 万千瓦	3
图 4: 公司境内上网电量增长 9%	3
图 5: 2018 年售电单位燃料成本增加 4.85%	4
图 6: 2018 年公司境内电厂利用小时数 4208 小时	4
图 7: 平仓价: 秦皇岛港 5500 大卡动力煤 (元/吨)	5
图 8: 公司毛利率	5
图 9: 公司煤炭采购价格和市场价格 (元/吨)	6
图 10: 公司煤炭采购价格和市场价格同比变化	6
图 11: 公司管理费用率	6
图 12: 公司财务费用率	6
图 13: 公司资产减值损失 (亿元)	7
图 14: 公司资产减值损失集中四季度 (亿元)	7
图 15: 华能国际 A 股 PB band	8
图 16: 华能国际 H 股 PB band	9
表 1: 华能国际营业成本拆分 (亿元)	4
表 2: 公司半年度营业成本拆分 (亿元)	5
表 3: 公司资产减值明细 (亿元)	7
表 4: 公司资本开支计划和实际资本开支 (亿元)	7
表 5: 动力煤采购成本变动对公司净利润影响测算	8
表 6: 可比公司估值表	9

短期燃料成本涨幅超预期拖累业绩，长期看好盈利回升

2018年公司收入1699亿元，同比增长11.04%；归母净利润14.39亿元，同比减少17.42%；扣非归母净利润14.20亿元，同比增长215%。公司一到四季度归母净利润分别为12.2/9.1/-1.4/-5.5亿元，三四季度亏损，导致2018年归母净利润同比下滑。

图1：公司收入及增速（亿元）

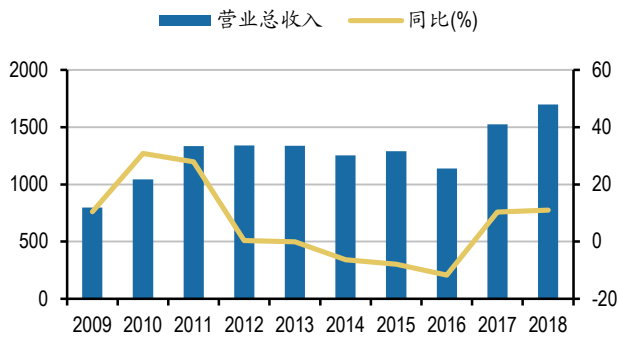
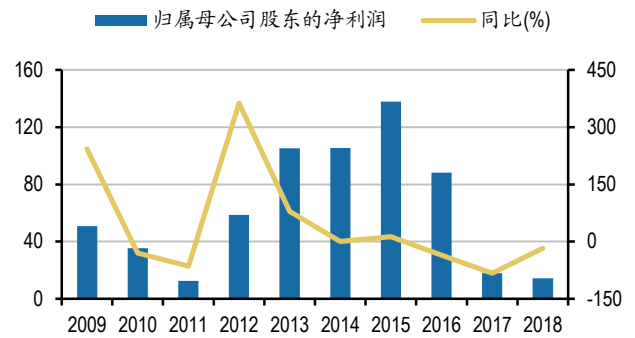


图2：公司归母净利润及增速（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

经营状况：2018年底，公司拥有可控发电装机容量105,991兆瓦，同比增长1.6%，权益发电装机容量93,755兆瓦，同比增长1.9%。2018年中国境内各运行电厂按合并报表口径累计完成发电量4,304.57亿千瓦时，同比上升9.12%；完成售电量4,059.43亿千瓦时，同比上升9.30%；公司境内电厂全年平均利用小时为4,208小时，同比上升257小时。公司境内电厂全年售电单位燃料成本为人民币236.89元/兆瓦时，比上年上升4.85%。

图3：2018年公司控股装机容量10.6万兆瓦

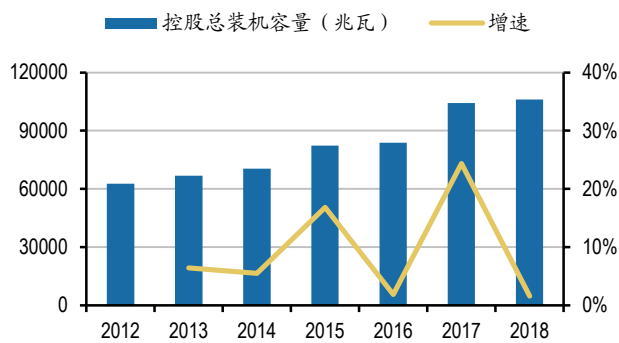
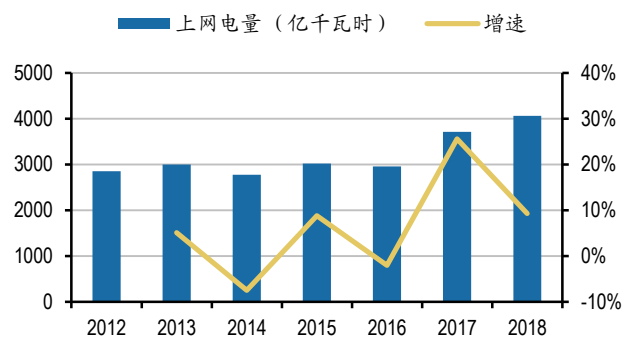


图4：公司境内上网电量增长9%



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图5: 2018年售电单位燃料成本增加4.85%

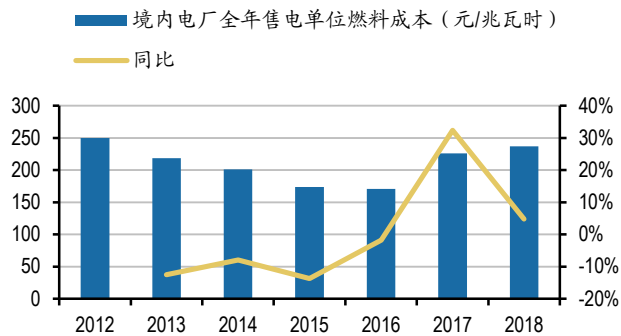
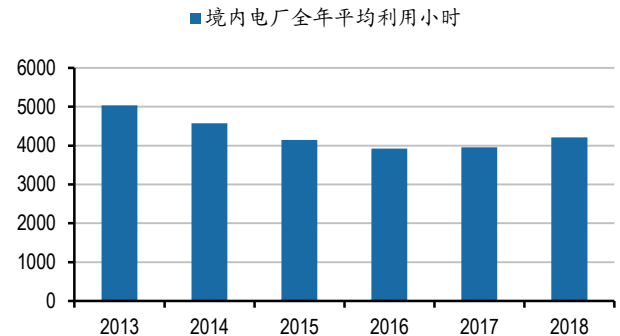


图6: 2018年公司境内电厂利用小时数4208小时



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

收入端: 2018年公司收入增长11.4%, 其中售电量增长9.3%, 上网电价上涨1.08个百分点至418.48元/兆瓦时。

成本端: 2018年公司营业成本增长154.5亿元, 同比增长11.4%。其中公司境内电厂全年售电单位燃料成本比上年上升4.85%, 标煤入炉单价从2017年的737元/吨上涨至2018年的772元/吨, 涨幅4.67%, 同期秦皇岛5500大卡动力煤均价从2017年的639元/吨提升至2018年的647元/吨, 同比增长1.3%。公司售电燃料成本同比增长118亿元, 煤价同比上升使得燃料成本相应增加20.98亿元, 电量上升使得燃料成本相应增加88.24亿元。折旧比上一年增加4.48亿元(固定资产原值新增175亿, 主要系在建装机转固所致), 人工成本较上年增加10.73亿元(2018年员工人数同比增加4008人, 其中生产人员新增1605人), 电力采购成本较上年增加8.91亿元。

表1: 华能国际营业成本拆分(亿元)

营业成本拆分	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018年同比
燃料费用	823.55	738.08	647.63	592.42	566.18	927.37	1057.36	129.99
维修及保养费用	28.47	38.57	37.3	45.56	43.43	43.48	43.93	0.45
折旧	110.33	112.94	116.47	144.12	148.16	201.81	204.66	2.85
职工薪酬	51.12	57.63	62.6	77.52	80.43	105.9	118.45	12.55
华能开发公司输变电费用	1.41	1.41	1.41	1.41	1.38	0.96	0.97	0.01
电力采购成本	71.02	49.56	50.55	35.82	30.66	37.87	46.78	8.91
其他支出-经营	77.48	88.6	76.05	89.2	72.34	101.61	104.31	2.70
小计	1163.38	1086.79	992.01	986.05	942.58	1419	1576.46	157.46

数据来源: 公司H股年报, 广发证券发展研究中心

注: H股年报中成本数据与A股年报略有差异

2018年动力煤市场价前高后低, 为何公司下半年盈利能力比上半年差? 从毛利率看, 公司2018年毛利率逐季度下降, 分别为13.5%/12.8%/11.3%/7.9%。从收入端看, 下半年收入环比增长6.1%, 售电量环比增长6.7%, 上半年和全年境内平均上网结算价格差异很小(分别为418.57和418.48元/兆瓦时), 收入端不是造成毛利率差异的原因。

图7: 平仓价: 秦皇岛港5500大卡动力煤(元/吨)

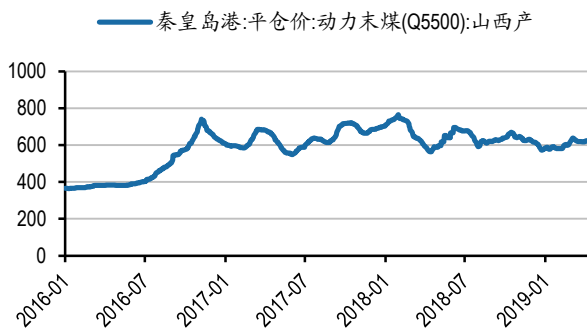
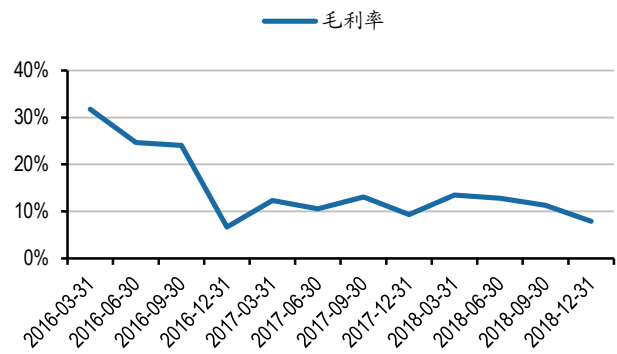


图8: 公司毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

成本端: 首先燃料成本, 从燃料成本/境内售电量这个指标看, 上半年和下半年分别是262.75和261.35元/兆瓦时, 分别比2017年同期增长5.2%和4.7%, 同期秦皇岛5500大卡动力煤均价分别上涨8.6%和下跌5.3%, 公司下半年燃料成本不及市场预期。此外, 职工薪酬和输变电费用、电力采购及其他成本上半年和下半年存在季节性波动, 下半年支出相对较多, 但2018年的对应支出仍比2017年显著增加。

表2: 公司半年度营业成本拆分(亿元)

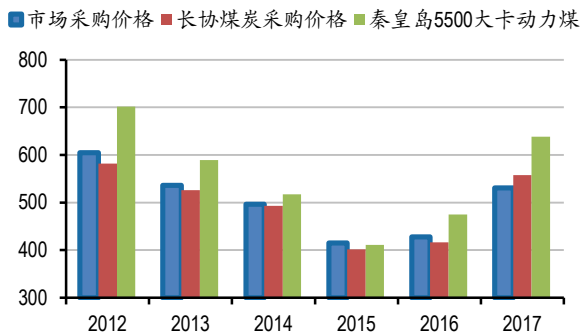
	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2018H2 环比	2018H1 同比	2018H2 同比
燃料费用	440.01	487.36	516	541.36	25.36	75.99	54.00
维修及保养费用	17.15	26.33	17.21	26.72	9.51	0.06	0.39
折旧	101.47	100.34	101.23	103.43	2.2	-0.24	3.09
职工薪酬	43.14	62.76	45	73.45	28.45	1.86	10.69
输变电费用、电力采购及其他	55.41	85.03	58.73	93.33	34.6	3.32	8.3
小计	657.18	761.82	738.18	838.28	100.1	81	76.46

数据来源: 公司H股年报, 广发证券发展研究中心

注: H股年报中成本数据与A股年报略有差异

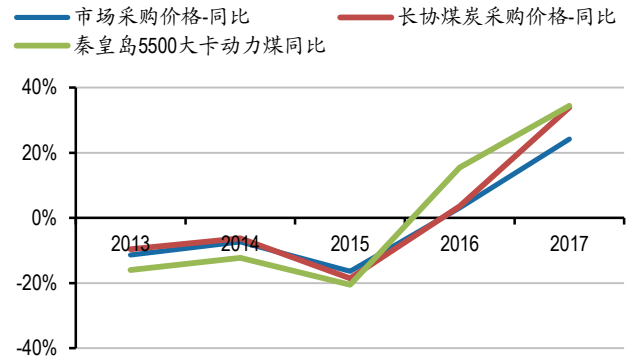
从历史上公司燃料采购成本和市场煤的变动情况看, 公司燃料采购成本较市场煤价格波动较窄, 在煤价下跌的时候, 公司采购价格下跌的慢, 在煤价上涨的时候公司采购价格上涨的也慢。

图9: 公司煤炭采购价格和市场价格 (元/吨)



数据来源: 公司债券评级报告, 广发证券发展研究中心

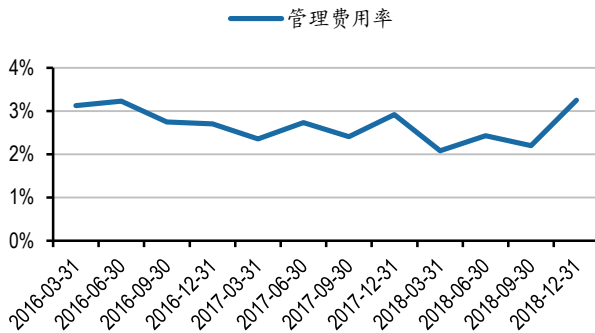
图10: 公司煤炭采购价格和市场价格同比变化



数据来源: 公司债券评级报告, 广发证券发展研究中心

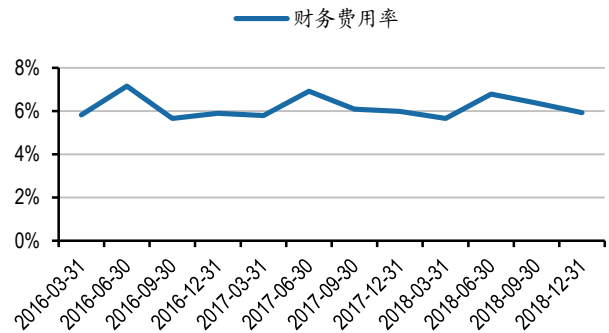
此外, 公司管理费用、财务费用增加, 在本来微薄的毛利基础上, 导致三四季度亏损。2018年公司管理费用(含研发费用)同比增加3.1亿元, 且集中于四季度; 财务费用同比增加10.6亿元。

图11: 公司管理费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 公司财务费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

减值进一步削减盈利: 2018年公司资产减值11.46亿元, 主要是: 1、新加坡油机退出发电, 新加坡大士电力燃料油的存货发生减值, 存货跌价损失2.5亿元; 2、六家子公司相关机组共计提了减值准备约6.96亿元; 3、受煤矿建设进度缓慢的影响, 一家子公司对采矿权计提减值准备人民币1.35亿元。

图13: 公司资产减值损失 (亿元)

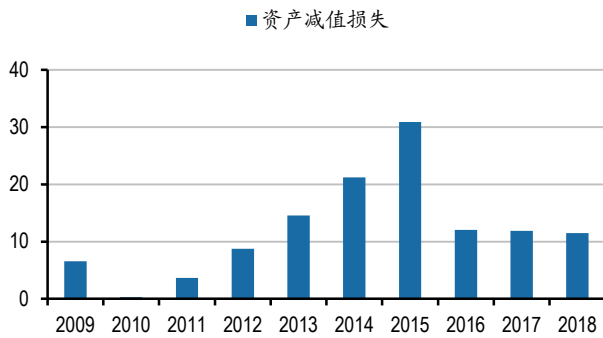
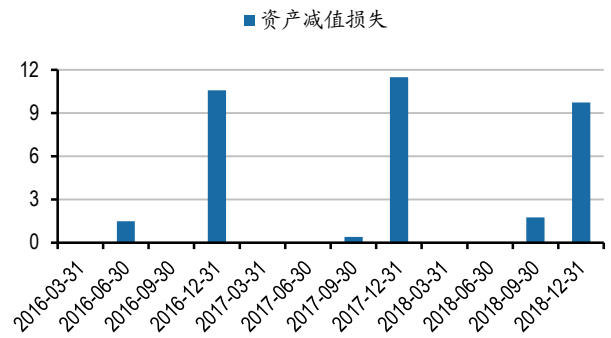


图14: 公司资产减值损失集中四季度 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 公司资产减值明细 (亿元)

	2015	2016	2017	2018
坏账损失	0.03	0.89	0.28	
存货跌价损失	0.02	0.00	0.00	2.54
长期股权投资减值损失	1.78			
固定资产减值损失	6.80	10.55	8.06	7.27
在建工程减值损失	3.68	0.08	2.42	0.22
无形资产减值损失	7.60	0.52	1.09	1.35
商誉减值损失	11.06			
合计	30.90	12.05	11.88	11.46

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

此外, 公司公告2019年的资本开支计划, 合计354亿元, 其中火电资本开支较过去两年下滑较大, 而2019年风电资本开支计划239亿元, 较过去两年增幅较大。

表4: 公司资本开支计划和实际资本开支 (亿元)

	2015E	2016E	2017E	2017A	2018E	2018A	2019E
火电	100	69.7	58.7	81.72	55.07	83.69	41.7
水电	1	0.9		1.07	0.25	0.65	0.23
风电	57	68	103	59.02	88.7	70.37	239.54
光伏	2	12.2	13.5	35.1	10.15	1.17	0.74
煤炭	9	8.9		2.8	6.28	3.89	7.4
技改	61	78.7		75.18	33.15	50.99	62.47
港口			51.8	5.54	1.5	2.64	2.04
合计	230	238.4	227	260.43	195.1	213.4	354.12

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

假设2019-2021年公司煤炭采购平均价格(折算成5500大卡)比2018年分别下降20/40/60元/吨, 预计公司2019-2021年EPS为0.30/0.46/0.63元。公司为国内火电龙头企业, 机组质量优良、区位优势显著。短期受成本波动及非经常项影响, 业绩低预

期，利用小时持续提升大趋势不变，电厂高库存煤价仍有压力，增值税由16%下调至13%让利火电企业，公司盈利有望回升，预计公司2019年ROE有望提升至5.4%，结合公司历史估值，给予A/H股2019年PB 1.5/1.0倍，对应A/H股合理价值8.4元/股、6.5港币/股，给予A/H股“买入”评级。

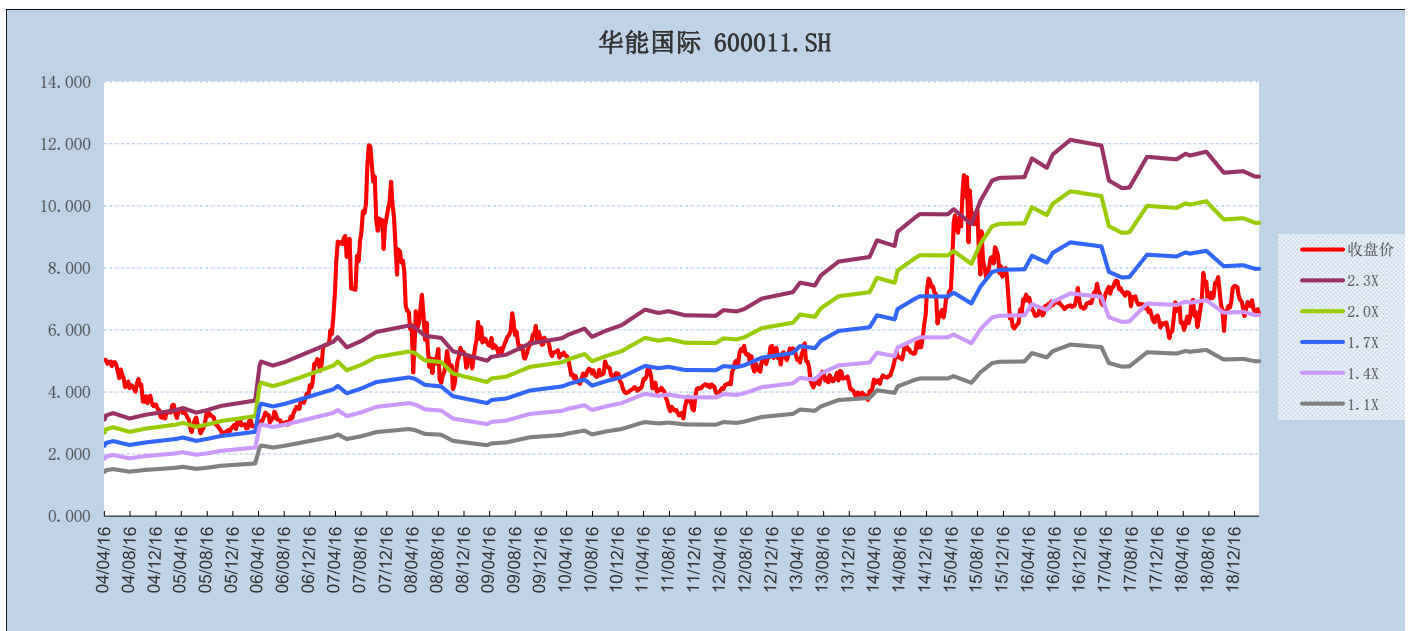
表5: 动力煤采购成本变动对公司净利润影响测算

动力煤采购成本变动 (元/吨)	2019 年归母净利润测算 (亿元)
0	18.78
-10	26.47
-20	34.16
-30	41.84
-40	49.53
-50	57.22
-60	64.90
-70	72.59
-80	80.28
-90	87.96
-100	95.65

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

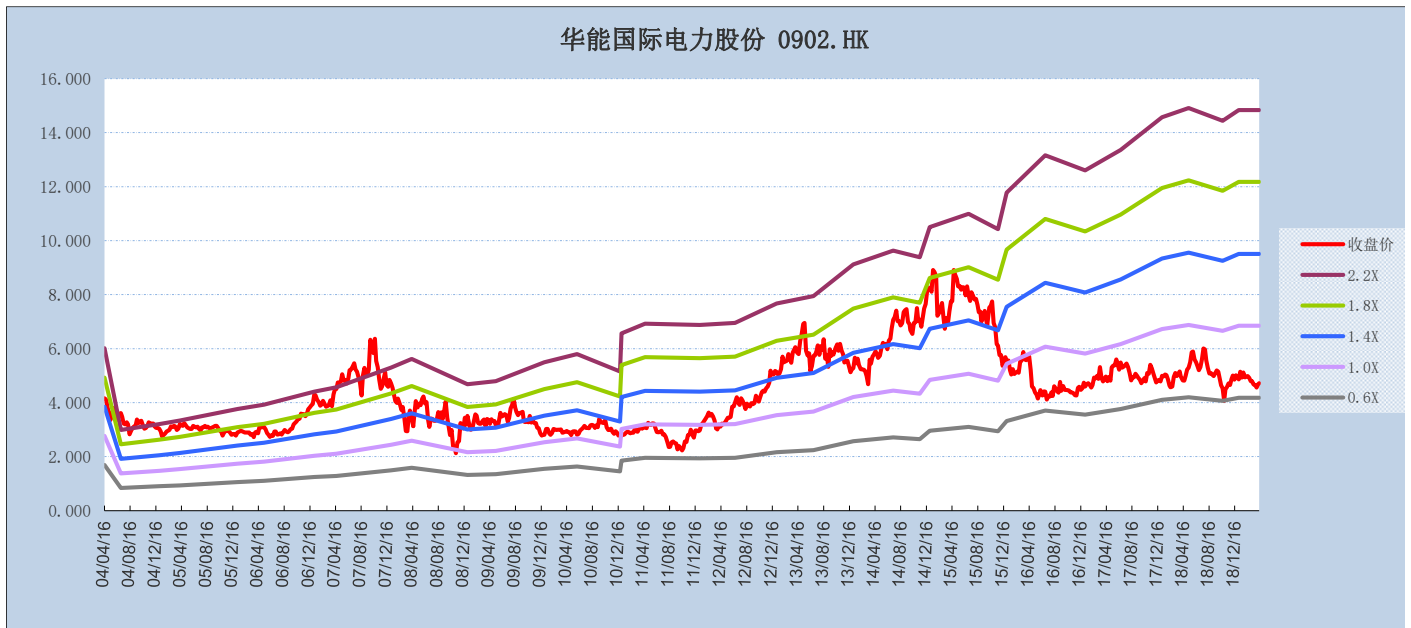
注：不考虑增值税率下降带来的利润弹性

图15: 华能国际A股PB band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16: 华能国际H股PB band



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表6: 可比公司估值表

代码	公司	货币	股价 (元/股)	EPS (元/股)		PE		BPS		PB	
				2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
600027.SH	华电国际	CNY	4.62	0.16	0.33	29	14	4.35	4.96	1.06	0.93
600011.SH	华能国际	CNY	6.67	0.07	0.29	95	23	5.30	5.60	1.26	1.19
601991.SH	大唐发电	CNY	3.55	0.07	0.18	49	19	2.44	2.53	1.46	1.40
600795.SH	国电电力	CNY	2.78	0.15	0.22	19	13	2.64	2.81	1.05	0.99
600023.SH	浙能电力	CNY	5.01	0.35	0.45	14	11	4.61	4.86	1.09	1.03
000543.SZ	皖能电力	CNY	5.56	0.27	0.43	21	13	5.62	6.11	0.99	0.91
600021.SH	上海电力	CNY	9.43	0.77	0.54	12	18	6.33	6.39	1.49	1.48
000539.SZ	粤电力A	CNY	4.96	0.15	0.27	32	18	4.57	4.72	1.08	1.05
600900.SH	长江电力	CNY	16.80	1.03	1.02	16	17	6.25	6.75	2.69	2.49
600236.SH	桂冠电力	CNY	5.99	0.44	0.46	14	13	2.59	2.75	2.31	2.18
000600.SZ	建投能源	CNY	7.92	0.24	0.48	33	17	6.11	6.50	1.30	1.22
01071.HK	华电国际 电力股份	HKD	3.35	0.18	0.39	18	9	5.09	5.81	0.66	0.58
00902.HK	华能国际 电力股份	HKD	4.67	0.08	0.34	57	14	6.20	6.55	0.75	0.71

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 华能国际 A/H 股预测值来自广发预测, 其余来自 wind 一致预测

风险提示: 煤炭价格上涨风险; 电力需求不及预期; 电价下调风险; 新机组投产不及预期

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	48,782	61,799	52,217	56,698	59,451
货币资金	9,478	15,833	10,000	12,000	14,000
应收及预付	26,269	30,535	26,647	28,934	29,747
存货	7,405	9,544	8,225	8,506	8,489
其他流动资产	5,630	5,887	7,344	7,258	7,216
非流动资产	333,569	341,642	358,298	367,039	375,433
长期股权投资	19,317	19,370	18,370	18,370	18,370
固定资产	248,268	246,317	259,776	267,020	273,641
在建工程	28,349	26,020	29,341	29,985	31,026
无形资产	13,921	13,806	14,682	15,535	16,266
其他长期资产	23,713	36,129	36,129	36,129	36,129
资产总计	382,351	403,441	410,515	423,738	434,884
流动负债	157,523	138,206	139,419	142,615	139,922
短期借款	81,015	61,039	57,481	60,994	58,346
应付及预收	17,213	14,684	16,295	16,644	16,463
其他流动负债	59,295	62,484	65,643	64,977	65,113
非流动负债	131,682	163,449	162,449	161,449	160,449
长期借款	108,025	129,548	129,548	129,548	129,548
应付债券	15,994	25,985	24,985	23,985	22,985
其他非流动负债	7,663	7,916	7,916	7,916	7,916
负债合计	289,205	301,655	301,868	304,064	300,371
股本	15,200	15,698	15,698	15,698	15,698
资本公积	15,639	18,337	18,337	18,337	18,337
留存收益	39,565	38,988	43,769	51,037	60,971
归属母公司股东权益	75,672	83,235	87,946	95,214	105,148
少数股东权益	17,474	18,552	20,701	24,459	29,365
负债和股东权益	382,351	403,441	410,515	423,738	434,884

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	152,970	169,861	179,413	185,708	191,520
营业成本	135,662	150,659	154,288	154,951	155,489
营业税金及附加	1,400	1,807	1,816	1,882	1,956
销售费用	17	42	33	36	38
管理费用	3,943	4,233	4,522	4,663	4,815
研发费用	45	46	42	48	48
财务费用	9,507	10,470	10,077	10,033	9,993
资产减值损失	1,223	1,146	1,000	1,000	1,000
公允价值变动收益	-3	-20	0	0	0
投资净收益	2,170	1,573	1,800	1,800	1,800
营业利润	3,950	3,648	9,441	14,902	19,985
营业外收支	-376	-212	-200	-200	-200
利润总额	3,574	3,436	9,241	14,702	19,785
所得税	1,581	1,029	2,310	3,675	4,946
净利润	1,993	2,407	6,931	11,026	14,839
少数股东损益	251	969	2,149	3,758	4,906
归属母公司净利润	1,742	1,439	4,781	7,268	9,933
EBITDA	31,350	32,925	40,986	47,227	53,578
EPS (元)	0.11	0.09	0.30	0.46	0.63

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	30,076	28,892	47,247	40,798	47,885
净利润	1,993	2,407	6,931	11,026	14,839
折旧摊销	19,447	19,852	22,274	23,099	24,405
营运资金变动	-231	-3,111	8,520	-2,798	-798
其它	8,867	9,743	9,522	9,471	9,438
投资活动现金流	-34,177	-20,528	-38,330	-31,240	-32,199
资本支出	-25,875	-20,580	-40,130	-32,040	-32,999
投资变动	-9,800	-1,261	0	-1,000	-1,000
其他	1,499	1,313	1,800	1,800	1,800
筹资活动现金流	3,293	-2,368	-14,750	-7,558	-13,686
银行借款	-23,823	-50,198	-3,558	3,513	-2,648
股权融资	5,838	8,971	0	0	0
其他	21,278	38,858	-11,192	-11,071	-11,038
现金净增加额	-807	5,996	-5,833	2,000	2,000
期初现金余额	10,193	9,396	15,833	10,000	12,000
期末现金余额	9,396	15,418	10,000	12,000	14,000

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.7	11.0	5.6	3.5	3.1
营业利润增长	-77.5	-7.6	158.8	57.8	34.1
归母净利润增长	-83.2	-17.4	232.3	52.0	36.7
获利能力					
毛利率	11.3	11.3	14.0	16.6	18.8
净利率	1.3	1.4	3.9	5.9	7.7
ROE	2.3	1.7	5.4	7.6	9.4
ROIC	2.1	2.8	4.2	5.2	6.1
偿债能力(%)					
资产负债率	75.6	74.8	73.5	71.8	69.1
净负债比率	59.7	59.9	57.8	56.5	54.3
流动比率	0.31	0.45	0.37	0.40	0.42
速动比率	0.26	0.37	0.31	0.33	0.36
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.43	0.44	0.45	0.45
应收账款周转率	6.72	6.18	7.02	6.67	6.69
存货周转率	17.56	17.78	18.76	18.22	18.32
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.09	0.30	0.46	0.63
每股经营现金流	1.98	1.84	3.01	2.60	3.05
每股净资产	4.98	5.30	5.60	6.07	6.70
估值比率					
P/E	53.82	80.52	21.34	14.04	10.27
P/B	1.24	1.39	1.16	1.07	0.97
EV/EBITDA	9.97	10.38	8.03	6.98	6.05

广发公用事业行业研究小组

- 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。
- 邱长伟：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：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。

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	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）。

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。