

环保行业深度跟踪

两会聚焦固废、污水等领域，减税、融资改善等政策延续

核心观点：

- **关注：旺能环境+盈峰环境+碧水源+中再资环+天壕环境**
- “专项债+减税+扩内需”，两会聚焦固废、污水等领域。2020 年政府工作报告强调：（1）扩大内需战略，全年拟安排地方政府专项债 3.75 万亿元（同比+1.6 万亿元），我们观察到 2020 年以来环保专项债占比大幅提升；（2）加大减税、降费力度，一方面继续下调增值税税率，另一方面前期减税政策由 6 月前延长至今年年底，环卫等公司受益显著；（3）部署 2020 年环保目标：加强污水、垃圾处置设施建设等。环保既是“新基建”，又是与扶贫并列的“三大攻坚战”之一，并且存量可启动项目众多，我们预计 2 季度以后项目需求释放有望加速。
- **大固废（焚烧、环卫、湿垃圾等）是最值得重点关注的投资方向。**未来 3 年是垃圾焚烧的项目建设高峰期、环卫市场化招标高峰期、垃圾分类快速推广期（湿垃圾处置），若再考虑公募 REITS 的可能成熟（2-3 年内），我们预计大固废方向将迎来戴维斯双击：业绩、订单快速增长，运营资产估值水平提升。我们看好“焚烧+环卫”一体化的未来，并建议关注湿垃圾市场的即将启动。**重点关注旺能环境、盈峰环境、瀚蓝环境、维尔利等。**
- **11 个城市出台地方性法规，垃圾分类正快速推广。**近日山西省人民政府发布《山西省城市生活垃圾分类管理规定》，明确自 2020 年 6 月 1 日起将按照该规定实施城市生活垃圾分类。伴随垃圾分类考核时点接近以及固废法对垃圾分类的明确要求，目前 46 座重点城市均已启动垃圾分类工作，其中已有 11 个城市出台了正式地方性法规。我们认为不必纠结居民分类的推进速度是否过慢，而更应该关注各地政府为推行垃圾分类带动的需求释放，**即湿垃圾设备设施订单的快速增长（维尔利）和环卫市场化的加快（盈峰环境、旺能环境等）。**
- **融资改善后，开始关注中报预期和订单增速。**包括专项债规模提升、特别国债发行、贷款利率下行等融资改善迹象的持续出现，企业融资改善的趋势已经确认，同时疫情初步得到控制后，我们预计各地复工加快后，项目实施将恢复，且地方政府招标也将加快，可以开始关注中报业绩增速和在手订单增速。我们建议重点关注大固废方向和长江、黄河等重点流域水治理等方向的业绩、订单情况。
- **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。

行业评级

买入

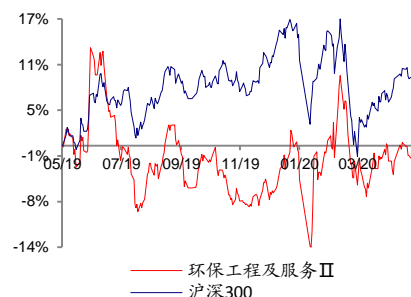
前次评级

买入

报告日期

2020-05-24

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：

环保行业深度跟踪：新一轮家 2020-05-17

电以旧换新政策出台，持续

看好焚烧+环卫模式

固废行业深度报告：焚烧+环 2020-05-14

卫，固废全产业链时代渐行

渐近

环保行业深度跟踪：公募 2020-05-10

REITs 打开估值空间，关注

固废产业链一体化

联系人：姜涛

shjiangtao@gf.com.cn

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
旺能环境	002034.SZ	CNY	17.05	2020.5.6	买入	24.40	1.22	1.55	13.92	10.97	10.06	8.83	9.5%	9.3%
中再资环	600217.SH	CNY	5.52	2020.5.5	买入	7.68	0.35	0.41	15.81	13.37	10.95	9.85	20.0%	18.4%
碧水源	300070.SZ	CNY	8.44	2020.5.6	增持	13.83	0.55	0.68	15.25	12.39	13.19	11.85	8.0%	9.0%
维尔利	300190.SZ	CNY	6.49	2020.5.6	买入	9.36	0.52	0.69	12.59	9.46	8.67	8.01	9.4%	11.1%
盈峰环境	000967.SZ	CNY	7.35	2020.5.20	买入	9.06	0.50	0.61	14.61	12.10	8.90	7.21	9.1%	9.7%
瀚蓝环境	600323.SH	CNY	20.95	2020.4.15	买入	24.71	1.37	1.63	15.26	12.87	10.37	8.78	11.6%	10.6%
天壕环境	300332.SZ	CNY	4.16	2020.5.11	增持	6.34	0.16	0.49	26.02	8.53	11.19	6.12	3.8%	9.9%

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

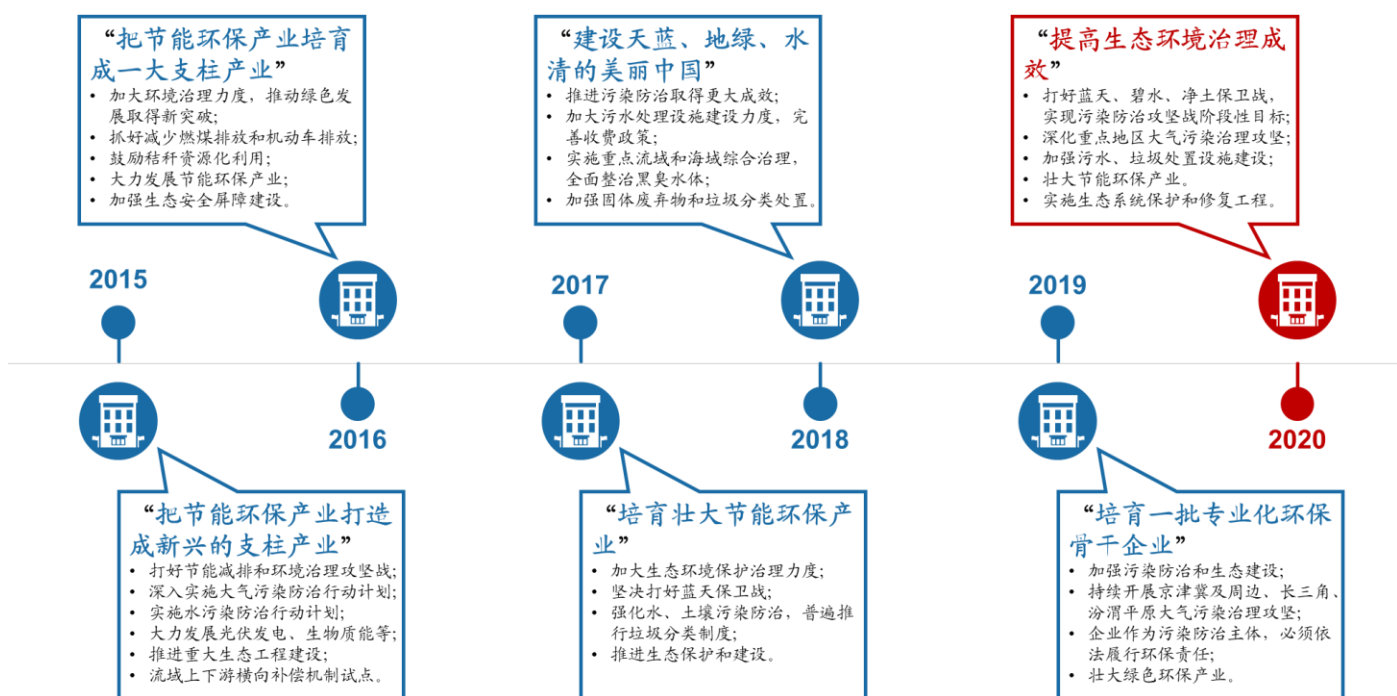
一、两会聚焦固废、污水等，减税、专项债等政策将延续

2020年政府工作报告篇幅较短，总体政策来看，增加专项债、优化民营经济发展环境、减税等政策对环保行业影响较大。针对环保行业的部分，政府工作报告重点提到以下几点：

- （一）加强污水、垃圾处置设施建设（投资的重点，特别是焚烧、环卫、分类）；
- （二）加快危化品生产企业搬迁改造（特别单列强调，涉及危废、土壤修复等）；
- （三）实施重要生态系统保护和修复重大工程（长江、黄河等重大工程）；
- （四）重点地区大气污染治理（每次必强调，依然是京津冀周边为重点）；

结合历年政府工作报告来看，环保产业的治理重心并未发生转变。实现“水、固、气”治理及相关政策制度的改良依旧为近年的主要目标，并且这是**连续三年会中强调“壮大节能环保产业”**。环保既是“新基建”，又是与扶贫并列的“三大攻坚战”之一，并且存量可启动项目众多，我们预计2季度以后项目需求释放有望加速。

图 1：历年两会政府工作报告关于环保治理的内容（2015-2020年）

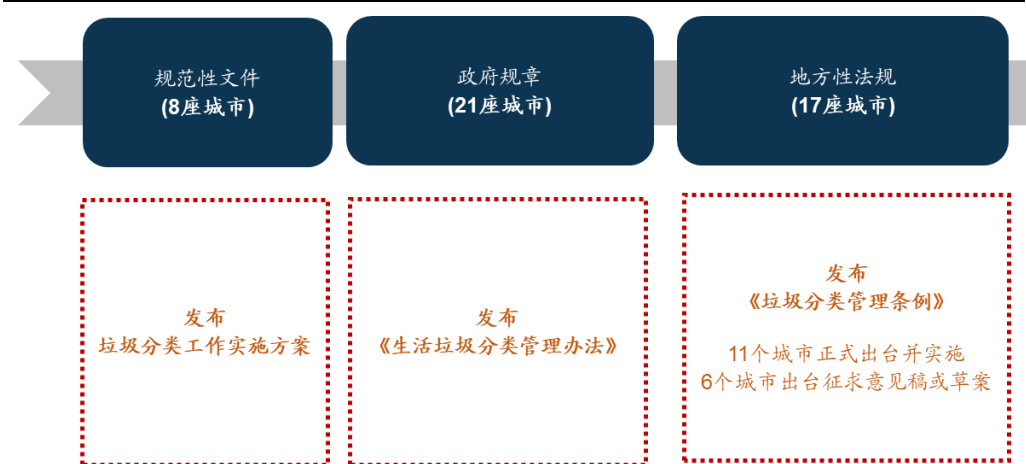


数据来源：生态环境部，中国政府网，广发证券发展研究中心

我们预计大固废（焚烧、环卫、湿垃圾等）、重点区域水治理等都是值得重点关注的投资方向。特别是固废领域，未来3年是垃圾焚烧的项目建设高峰期、环卫市场化招标高峰期、垃圾分类快速推广期（湿垃圾处置），若再考虑公募REITs的可能成熟（2-3年内），我们预计大固废方向将迎来戴维斯双击：业绩、订单快速增长，运营资产估值水平提升。我们看好“焚烧+环卫”一体化的未来，建议关注湿垃圾市场的即将启动。重点关注旺能环境、盈峰环境、瀚蓝环境、维尔利等。

46座重点城市加快垃圾分类立法，预计2025年实现地级垃圾分类全覆盖。根据重点城市政府官网统计，在46个试点城市中，目前有11个城市出台了正式地方性法规（6个城市出台了相关征求意见稿或草案），21个城市出台了政府规章，其余8个城市出台了规范性文件。2020年以来，北京、深圳已于2020年5月1日正式实施新版《垃圾分类管理条例》，南宁市预计将于8月份出台并实施正式条例，泰安市与南京市预计将于11月份出台并实施正式条例，垃圾分类立法明显加速。

图 2：46座重点城市中已有17座发布《垃圾分类管理条例》



数据来源：重点城市政府官网，广发证券发展研究中心

山西省垃圾分类法规6月1日正式启动。山西省人民政府发布《山西省城市生活垃圾分类管理规定》，明确自2020年6月1日起将按照该规定实施城市生活垃圾分类，适用范围在国家要求11个设区市的基础上扩大到11个县级市城市建成区。规定覆盖了生活垃圾前端分类投放、中端定时定点不落地收集转运、末端机械化智能分拣以及减量化、资源化、无害化处理的各个环节，突出了全流程体系建设的总体要求。伴随垃圾分类考核时点接近以及固废法对垃圾分类的明确要求，我们预计各地垃圾分类将进一步加速推进，并持续带动固废全产业链景气度提升。

表 1：《山西省城市生活垃圾分类管理规定》主要内容

山西省生活垃圾分类投放、标准			
分类	划分标准	处理方式	收集方式
可回收物	适宜回收和循环利用的物品	再生资源回收利用单位进行资源化利用	
有害垃圾	对人体健康、自然环境造成直接或潜在危害的生活废弃物	危险废物处置单位处置	
厨余垃圾	餐饮服务、集体供餐等单位在生产经营过程中和家庭日常生活中产生的食物残渣、食品废料和废弃油脂等	专业处理单位进行资源化利用	定时定点收集、分类运输 实行不落地管理
其他垃圾	在单位和个人日常生活中产生的，除可回收物、有害垃圾、厨余垃圾之外的生活废弃物	焚烧处理单位，处理后的废渣进行填埋	
大件垃圾	废旧的家具、家电等	由城市人民政府确定	可采取定时定点、自行运输或者提前预约的方式进行收集
装修垃圾	房屋装修过程中产生的废弃物		
保障机制			

1、城市人民政府应建立生活垃圾的分类、收集、运输网格化管理制度，实现生活垃圾全分类、全收集、全处理。

2、城市人民政府应对生活垃圾处理单位给予财政补助和支持。

- 3、城市人民政府可以通过特许经营、购买服务等方式，引导社会资本参与生活垃圾分类收集、运输、处理工作。
- 4、鼓励住宅小区、家庭厨房、餐饮场所等在生活中垃圾收集和处理中应用新技术、新工艺、新设备，促进生活垃圾减量化、资源化、无害化。
- 5、鼓励社会公益组织参与生活垃圾分类的宣传、引导、示范、监督。
- 6、城市生活垃圾分类管理部门应建立和完善监督检查制度，对生活垃圾分类投放管理责任人和生活垃圾分类收集、运输、处理单位进行监督检查。
- 7、单位和个人发现违反城市生活垃圾分类管理规定的行为，可向相关部门投诉和举报，接到投诉和举报的部门应当依法及时处理。

法律责任

单位：3000 元以上 1 万元以下罚款

个人：50 元以上 200 元以下罚款

单位和个人未进行生活垃圾分类或者未实行分类投放的，且拒不改正

5000 元以上 3 万元以下罚款

1、收集、运输单位将已经分类投放的生活垃圾混合收集、运输，且逾期未改正

2、收集、运输单位未按照规定的路线和时间、路线和要求将分类后的生活垃圾运送至指定的转运或者处理场所

3、收集、运输单位未使用密闭的运输工具，造成沿途丢弃、遗撒生活垃圾或者滴漏污水

数据来源：山西省人民政府发布《山西省城市生活垃圾分类管理规定》，广发证券发展研究中心

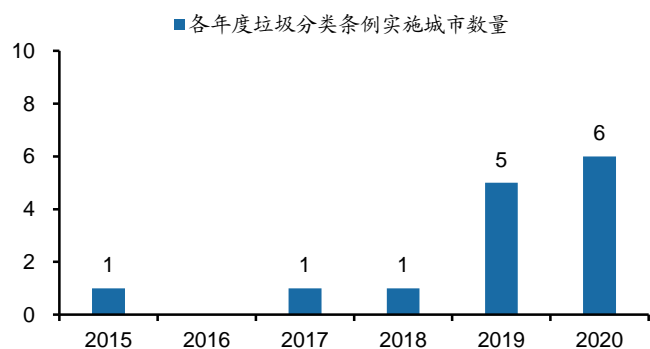
政策呵护垃圾分类制度建立，《固废法》修订案促使立法加速。2016年以来，我国陆续颁布了多项政策推进垃圾分类工作，其中2019年6月住建部等部委发布的《住房和城乡建设部等部门关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》中要求到2020年底46个重点城市将基本建成垃圾分类处理系统，到2025年全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。另一方面，最新固废法修订案于2020年4月通过，其中第六条总则中明确提及“国家推行生活垃圾分类制度”。垃圾分类制度重视程度与日俱增，全国垃圾分类制度建设有望进一步提速。

图 3：我国垃圾分类政策力度加强



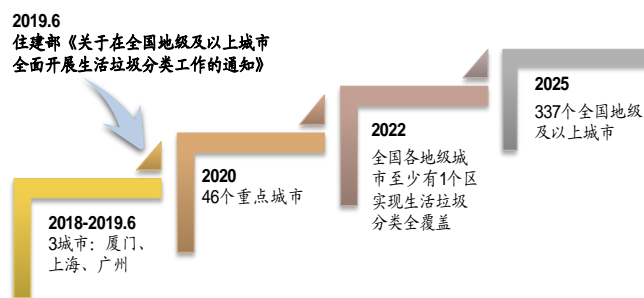
数据来源：发改委、住建部，广发证券发展研究中心

图 4：近两年垃圾分类立法明显加速



数据来源：住建部，广发证券发展研究中心

图 5：预计2025年将实现全国地级市垃圾分类全覆盖



数据来源：重点城市政府官网，广发证券发展研究中心

二、《水污染防治资金管理办法》印发，长效补偿机制有望建立

近日，财政部印发《水污染防治资金管理办法》，提出2020年支持水污染防治和水生态环境保护方面的资金的相关管理办法。结合早期发布的《中央财政促进长江经济带生态保护修复奖励政策实施方案》和近期发布的《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》，随着管理资金配套政策的落地压实，我们预计长期流域生态补偿机制将逐渐市场化、多元化，有望充实流域治理的资金端，提高项目的回款能力。

表 2：《水污染防治资金管理办法》主要内容

主要政策	详细内容
防治资金范围和期限	<p>1. 防治资金是指通过中央一般公共预算安排的，专门用于支持水污染防治和水生态环境保护方面的资金，包括流域上下游横向生态补偿机制奖励、长江经济带生态保护修复奖励等。</p> <p>2. 防治资金实施期限至 2020 年。期满后根据法律、行政法规和国务院有关规定及水污染防治工作形势的需要评估确定是否继续实施和延续期限。</p>
防治资金重点支持范围	<p>1. 重点流域水污染防治；集中式饮用水水源地保护；良好水体保护；地下水污染防治；其他需支持事项。</p> <p>2. 对已从中央基建投资等其他渠道获得中央财政资金支持的项目，不得纳入防治资金支持范围。</p>
防治资金分配方式	<p>1. 防治资金采取因素法和项目法相结合的方式分配。</p> <p>2. 落实党中央、国务院决策部署的重点任务，以及流域上下游横向生态补偿机制奖励的防治资金采取项目法分配。建立流域上下游横向生态补偿机制的省份可以申请防治资金奖励。</p> <p>3. 其他防治资金采取因素法分配。</p> <p>(1) 实施长江经济带生态保护修复奖励政策防治资金的分配因素和权重，按照《财政部 环境保护部 发展改革委 水利部关于印发〈中央财政促进长江经济带生态保护修复奖励政策实施方案〉的通知》（财建〔2018〕6号）规定执行。</p> <p>(2) 除前款规定外，采用因素法分配的其他防治资金主要以重点流域水污染防治任务量、集中式饮用水源地个数、良好湖泊保护个数、地下水污染防治任务量为因素分配，分配权重分别为 30%、30%、20%、20%。</p> <p>采用因素法分配的防治资金所支持的项目，由地方财政部门会同有关部门从中央环保投资项目储备库中择优确定项目。</p>
绩效管理	<p>财政部、生态环境部负责组织实施防治资金全过程预算绩效管理，并建立防治资金考核奖惩机制。具体包括：计划目标任务完成情况，相关制度建设情况，防治资金到位使用及项目实施进展情况，社会、生态效益情况等。财政部、生态环境部应当将各地防治资金绩效评价结果作为完善政策、改进管理及以后年度预算安排的重要依据。</p>

数据来源：财政部《水污染防治资金管理办法》，广发证券发展研究中心

财政部、生态环境部、水利部、国家林草局发布《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》，明确中央财政每年从水污染防治资金中安排一部分资金，支持引导沿黄九省（区）探索建立横向生态补偿机制。《方案》鼓励各地积极探索开展综合生态价值核算计量等多元化生态补偿机制创新探索，鼓励开展排污权、水权、碳排放权交易等市场化补偿方式。中央财政按照“早建早补、早建多补、多建多补”的原则安排奖励。

表 3：《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》主要内容

主要政策	详细内容
工作目标	

通过逐步建立黄河流域生态补偿机制，实现黄河流域生态环境治理体系和治理能力进一步完善和提升，河湖、湿地生态功能逐步恢复，水源涵养、水土保持等生态功能增强，生物多样性稳步增加，水资源得到有效保护和节约集约利用，干流和主要支流水质稳中向好，全流域生态环境保护取得明显成效，建立健全生态产品价值实现机制，增强自我造血功能和自身发展能力。

实施范围	1. 实施范围：沿黄九省（区），具体包括山西省、内蒙古自治区、山东省、河南省、四川省、陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区。
和期限	2. 实施期限：2020—2022 年开展试点，探索建立流域生态补偿标准核算体系，完善目标考核体系、改进补偿资金分配办法，规范补偿资金使用。
主要措施	<p>1. 建立黄河流域生态补偿机制管理平台。四部门会同有关部门和地方建立黄河流域生态补偿机制工作平台，探索开展生态产品价值核算计量，逐步推进综合生态补偿标准化、实用化，为市场化、多元化生态补偿机制建设提供有力支撑。</p> <p>2. 中央财政安排引导资金。中央财政每年从水污染防治资金中安排一部分资金，支持引导沿黄九省（区）探索建立横向生态补偿机制。资金纳入中央生态环保资金项目储备库管理，采用因素法分配，分配测算的主要因素及权重分别为：水源涵养指标 30%、水资源贡献指标 25%、水质改善指标 25%、用水效率指标 20%。资金安排向上中游倾斜，可按照各地机制建设进度、预算执行情况、绩效评价结果等设定调节系数。</p> <p>3. 鼓励地方加快建立多元化横向生态补偿机制。根据《生态文明体制改革总体方案》，跨省流域横向生态补偿机制建设以地方补偿为主。鼓励各地积极探索开展综合生态价值核算计量等多元化生态补偿机制创新探索，鼓励开展排污权、水权、碳排放权交易等市场化补偿方式，逐步以点带面，形成完善的生态补偿政策体系。试点初期，中央财政按照“早建早补、早建多补、多建多补”的原则，对开展生态补偿机制建设成效突出的省（区）安排奖励，鼓励地方早建机制、多建机制。对推进机制建设不力的省（区），从试点第二、三年逐步扣减补偿资金并用于奖励先进地区，强化约束作用，体现奖罚分明的原则。</p>
组织保障	明确部门职责分工；严格落实地方主体责任；强化绩效管理，明确奖惩政策，对达到工作目标的全额拨付补偿资金，对部分达到目标的根据水质水量折算享受补偿资金，对未达到目标的扣减资金并用于奖励生态环境保护和质量改善好的地区；扎实推进协同治理。

数据来源：财政部、生态环境部、水利部、国家林草局联合印发《支持引导黄河全流域建立横向生态补偿机制试点实施方案》，广发证券发展研究中心

三、市场放开+融资放宽，民营环保企业经营环境有望改善

近日，国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、生态环境部、银保监会、全国工商联等六部门联合印发了《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》，意见中明确了重点领域和行业需放开环保竞争性业务，持续完善招标投标机制，支持民营企业参与补短板强弱项工程建设，并且将加大对民营企业绿色金融的支持力度。此前环保行业民营企业受去杠杆等影响，项目获取能力和市场竞争力都有所下降，期待在市场放开+融资改善下，环保民企经营条件得以进一步改善。

表 4：《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》主要内容

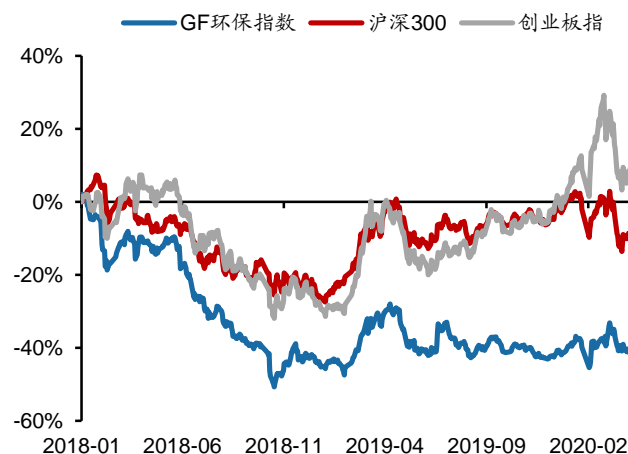
主要内容	细则
营造公平开放的市场环境	在石油、化工、电力、天然气等重点行业和领域放开节能环保竞争性业务，持续完善招标投标机制，积极兑现对企业各项承诺，支持民营企业参与补短板强弱项工程建设
完善稳定普惠的产业支持政策	引导民营企业参与节能环保重大工程建设，贯彻落实好现行税收优惠政策，加大绿色金融支持力度
推动提升企业经营水平	加大对民营企业绿色技术创新的支持力度，推进商业模式创新，督促企业守法合规经营
畅通信息沟通反馈机制	有关部门了解民营节能环保企业诉求，做好节能环保产业政策宣讲，营造民营节能环保企业发展的良好氛围

数据来源：发改委等《关于营造更好发展环境支持民营节能环保企业健康发展的实施意见》，广发证券发展研究中心

四、2018 年初以来环保指数走势

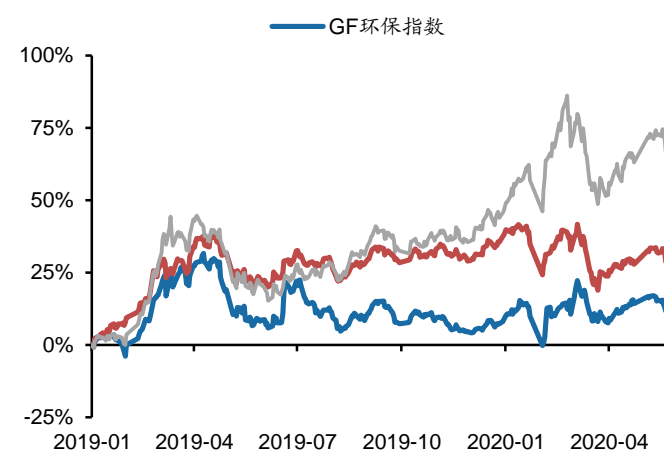
环保板块2018年以来走势远低于沪深300等大盘指数，截至2020年5月22日相对沪深300指数超跌32个百分点。2019年上半年环保指数走势与大盘较为接近，但后续再度出现分化。近三年来环保指数跌幅38.09%，处于各板块末位。当前GFHB样本股2020年一致预期净利润对应PE仅为20.9倍，板块估值处于历史底部。

图 6：GF 环保指数自2018年以来走势远低于大盘



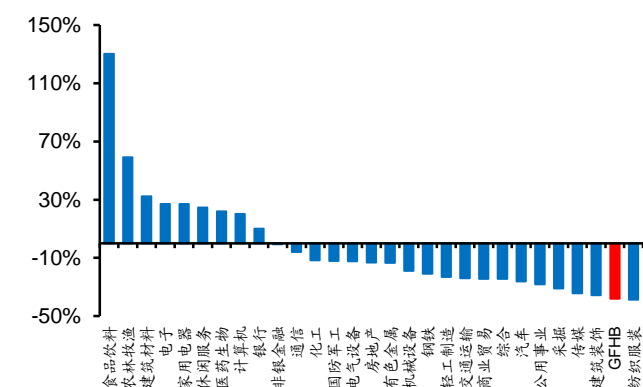
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 7：GF 环保指数2019年中以后走势分化



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，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，带领团队荣获 2019 年新财富环保行业第一名。
- 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：研究助理，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。

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。