

公用事业行业深度跟踪

年报初窥：现金流改善分红提升，公用事业化加速推进

核心观点：

- **关注：**华能国际 H+华电国际 H+国电电力+内蒙华电+申能股份+长江电力+桂冠电力+九丰能源+佛燃能源
- **板块盈利稳定，现金流显著改善分红提升。**以已发布 2025 年报的 27 家公司为样本，因电价下滑板块营收小幅下降（同比-3.3%），归母净利润同比+3.5%。（1）业绩增长主要来自燃料成本下降火电盈利改善，归母净利润同比增长 9.4%；绿电受弃风弃光提升及电价下行等影响，业绩同比下降 7.4%；水电因电量增长预计盈利稳定；核电受电价影响业绩下滑；燃气盈利稳定。（2）25 年公用板块 ROE 为 8.6%（24 年为 8.7%），其中火电 ROE 修复至 9.4%（同比+0.5pct）。（3）**现金流改善明显**，经营现金流同比+23.9%，绿电投资出现见顶回落迹象，火电自由现金流大幅提升并转正，绿电接近转正，而核电投资支出明显提升，自由现金流较紧张；（4）各板块分红率均有所提升，整体提升 2.5pct 至 55.2%，尤其火电分红总额同比提升 15%，其余板块通过分红率提高稳定分红金额。**总体来看，电力业绩仍在向上，尤其火电表现出色，现金流明显改善分红提升，公用事业化程度持续加深。**
- **龙头公司新能源装机增速放缓，风光电价下滑影响盈利。**从电力公司经营方面来看，2025 年龙头新能源装机投产放缓，华润电力新增风光权益装机 10.7GW（风电 4.8、光伏 5.9GW），但 2026 年仅规划并网 5.45GW；华能国际新增风光 7.7GW（风电 2.5、光伏 5.2GW），2026 年总体持平但更多向风电倾斜；中国电力新增风光 5.3GW。从上网电价来看，2025 年火电电价同比下降 1-3 分/千瓦时，风电光伏电价降幅扩大，普遍在 7%-10% 左右。
- **年报业绩已初步验证，一季报业绩为决定因素。**电力公司年报陆续披露，火电业绩出色及年报减值等已有所预期，一季报将是电力板块行情的重要影响因素。**重估行情继续、多维度改善进行中：**（1）电价方面，各地长协下调预期已经充分预期，近期煤价回升利好月度、现货价格回升；（2）供需方面，火电绿电装机增速下降和 AI 需求的不断超预期有望缓解此前电力供大于求的悲观预期；（3）电力系统改革加速，现货交易扩大、容量电价+辅助服务、绿证等利好风光的消纳改善；（4）资本开支方面，投资高峰度过、自由现金流改善和分红预期提升。
- **公用事业化加速推进，关注板块年报及一季报业绩。**（1）火电：绩优高股息的华能国际电力股份、华电国际电力股份、国电电力、申能股份、内蒙华电、赣能股份；（2）水电：业绩高增的长江电力、资产注入的桂冠电力；（3）燃气：煤制气落地的九丰能源、绿甲醇催化的佛燃能源；（4）高 ROE 低 PB 绿电：龙源电力 H、福能股份；（5）核电：出台机制电价政策的中广核电力。
- **风险提示。**燃煤成本波动；来水不及预期；利用小时数波动。

行业评级

买入

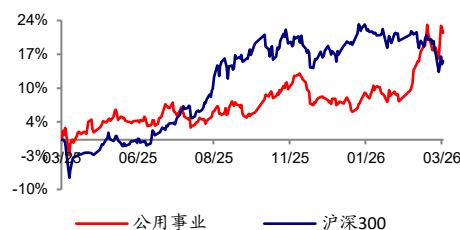
前次评级

买入

报告日期

2026-03-29

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

郝兆升



SAC 执证号：S0260524070001



0755-82557403



haozhaosheng@gf.com.cn

请注意，郝兆升并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

公用事业行业月度跟踪:重申 2026-03-22

绿电重估行情，关注年报一季报业绩

公用事业行业深度跟踪:算电 2026-03-15

协同项目持续落地，电力 AI 时代到来

公用事业行业深度跟踪:两会 2026-03-08

焦点：培育未来能源，首提算电协同

联系人：刘恒君 021-38003779

liuhengjun@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			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
华能国际	600011.SH	CNY	7.49	2025/10/29	买入	10.33	1.03	1.09	7.27	6.87	1.81	1.70	10.40	10.20
华能国际 电力股份	00902.HK	HKD	6.07	2025/10/29	买入	8.06	1.03	1.09	5.19	4.93	1.29	1.22	10.40	10.20
华电国际	600027.SH	CNY	5.10	2025/10/30	买入	7.04	0.69	0.74	7.39	6.89	2.91	2.81	10.90	11.70
华电国际 电力股份	01071.HK	HKD	4.44	2025/10/30	买入	5.79	0.69	0.74	5.67	5.32	2.24	2.16	10.90	11.70
国电电力	600795.SH	CNY	5.02	2025/10/27	买入	6.60	0.46	0.49	10.91	10.24	1.99	1.87	12.40	12.20
华能蒙电	600863.SH	CNY	5.33	2025/09/02	买入	4.87	0.36	0.38	14.81	14.03	6.77	6.68	13.00	12.80
长江电力	600900.SH	CNY	27.25	2026/01/14	买入	36.05	1.44	1.50	18.92	18.17	9.87	9.74	15.20	15.10
桂冠电力	600236.SH	CNY	9.86	2025/11/05	买入	8.35	0.42	0.44	23.48	22.41	11.24	10.93	15.80	15.70
国投电力	600886.SH	CNY	14.64	2025/11/05	买入	15.70	0.95	0.99	15.41	14.79	3.87	3.75	10.10	10.10
川投能源	600674.SH	CNY	15.41	2025/10/22	买入	18.89	1.06	1.12	14.54	13.76	62.44	61.57	10.90	10.70
中国广核	003816.SZ	CNY	4.65	2026/03/27	买入	5.14	0.21	0.23	22.14	20.22	6.37	5.81	8.00	8.50
中广核电 力	01816.HK	HKD	3.61	2026/03/27	买入	4.10	0.21	0.23	15.52	14.07	4.37	3.99	8.00	8.50
九丰能源	605090.SH	CNY	39.09	2025/10/28	买入	45.70	2.62	3.13	14.92	12.49	10.81	9.25	15.60	17.20
佛燃能源	002911.SZ	CNY	14.52	2026/01/23	买入	15.42	0.84	0.89	17.29	16.31	1108.98	1065.12	11.80	12.10

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

目录索引

一、年报初窥：板块现金流分红提升，公用事业化加速	5
二、行业高频数据跟踪	8
三、板块行情跟踪.....	9
四、风险提示	10

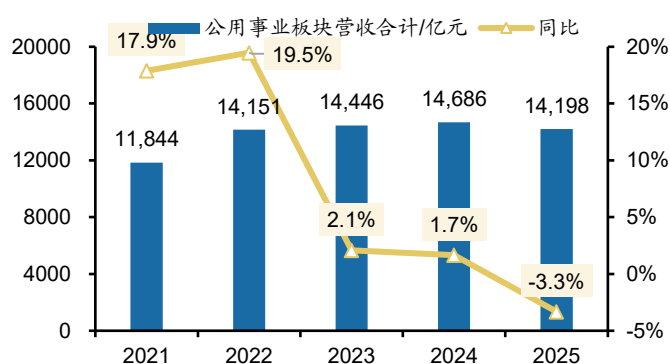
图表索引

图 1: 当前公用板块营收同比小幅下降	5
图 2: 当前公用板块业绩同比小幅增长 3.5%	5
图 3: 当前公用板块细分行业营收（亿元）	5
图 4: 当前公用板块细分行业归母净利润（亿元）	5
图 5: 公用板块经营现金流持续改善	6
图 6: 公用板块细分行业自由现金流	6
图 7: 2025 年火电现金分红总额增幅较大	7
图 8: 公用板块细分行业分红比例情况	7
图 9: 秦皇岛 5500 大卡现货煤价（元/吨）	8
图 10: 广州港动力煤印尼烟煤价格情况（元/吨）	8
图 11: 全国主要港口煤炭库存量变动情况（万吨）	8
图 12: 三峡入库流量	9
图 13: 锦屏一级入库流量	9
图 14: 国内 LNG 到岸价（美元/百万英热）	9
图 15: NYMEX 天然气期货价格（美元/百万英热）	9
图 16: 2020 年至今 GFGY 跑赢沪深 300 31.97pct	9
图 17: 2021 年 8 月至今 GFGY 跑赢沪深 300 50.61pct	9
图 18: GFGY 板块 PE 位于 2010 年以来 38.6%分位水平	10
图 19: GFGY 板块 PB 位于 2010 年以来 27.4%分位水平	10
图 20: 2026 年初至今 GFGY 涨跌幅 15.74%居于申万各行业上游	10
图 21: 本周公用事业 A 股细分板块涨跌幅	10
图 22: 本周 GFGY(A 股)样本池个股涨跌幅前五名情况	10
表 1: 当前已披露 2025 年报个股细分板块核心财务指标	5
表 2: 2025 年部分电力公司新增装机情况	7
表 3: 2025 年部分电力公司分电源电价情况	7
表 4: 全国性城燃公司营业收入、利润对比	7

一、年报初窥：板块现金流分红提升，公用事业化加速

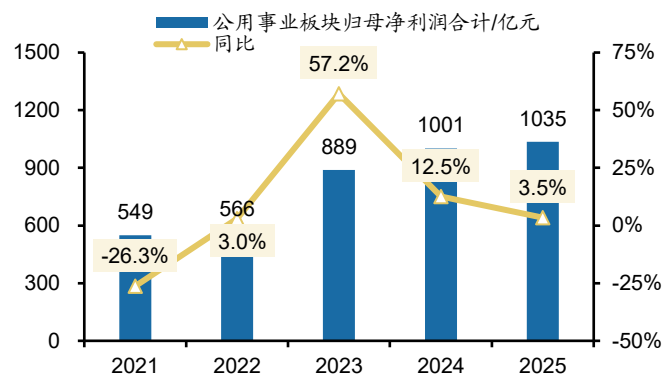
板块业绩稳定增长，现金流改善分红提升。以GFGY指数中截至2025年3月27日已发布2025年度报告的27家公司为样本（火电7家、绿电8家、水电1家、核电1家、燃气10家，下同），2025年由于电价下滑，公用事业板块营收同比小幅下降3.3%；由于煤炭价格下降，火电业绩同比提升9.4%，带动板块归母净利润同比增长3.5%；水电仅甘肃能源发布年报，且水电利润占比较小不具代表性，但2025年来水整体较好，预计水电板块盈利稳定增长；绿电受弃风弃光提升及电价下行等不利影响，业绩同比下降7.4%；核电板块中国广核受电价下滑影响业绩同比下降9.9%；燃气板块业绩小幅下滑1.4%。综合影响下，当前公用板块ROE为8.6%、同比基本持平，其中火电板块ROE修复至9.4%、同比提升0.5个百分点。

图 1：当前公用板块营收同比小幅下降



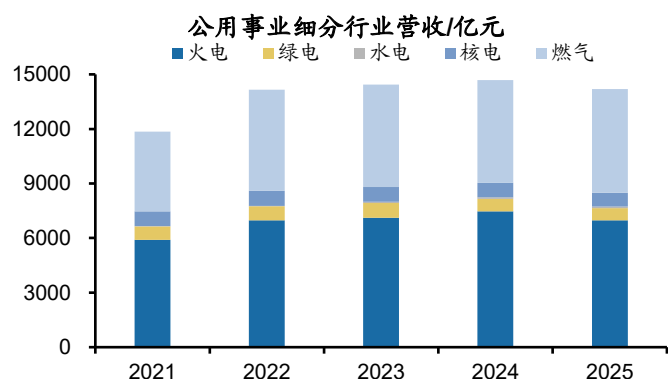
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：当前公用板块业绩同比小幅增长3.5%



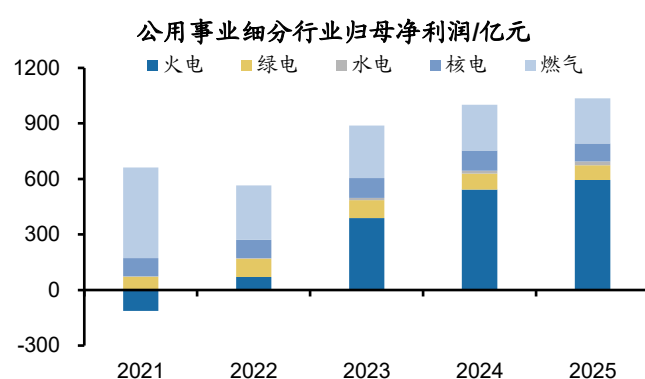
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：当前公用板块细分行业营收（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：当前公用板块细分行业归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1：当前已披露2025年报个股细分板块核心财务指标

细分板块	营业收入/亿元			归母净利润/亿元			ROE		
	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比/pct
火电	7473	6979	-6.6%	544	595	9.4%	9.0%	9.4%	0.5%
绿电	681	667	-2.1%	85	79	-7.4%	6.8%	5.9%	-0.9%
水电	87	91	4.3%	16	21	24.8%	12.1%	13.6%	1.5%
核电	789	757	-4.1%	108	98	-9.9%	9.1%	7.9%	-1.1%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

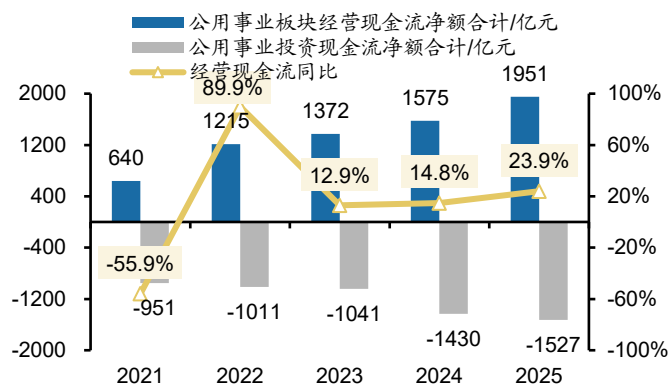
燃气	5655	5704	0.9%	247	243	-1.4%	8.7%	8.2%	-0.4%
合计	14686	14198	-3.3%	1001	1035	3.5%	8.7%	8.6%	-0.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：以 GFGY 指数中截至 2025 年 3 月 27 日已发布 2025 年度报告的 27 家公司为样本（火电 7 家、绿电 8 家、水电 1 家、核电 1 家、燃气 10 家）

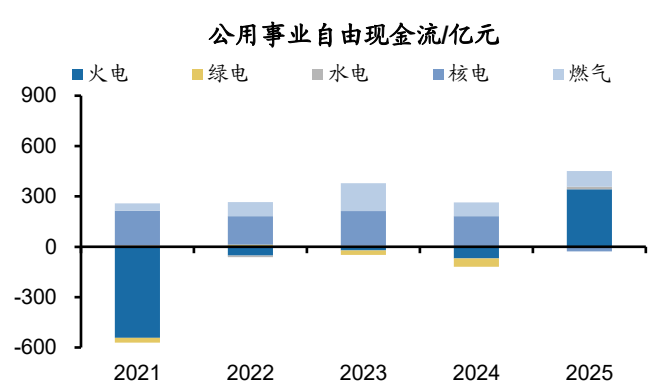
板块经营现金流明显提升，投资规模小幅扩大，自由现金流改善显著。考虑港股部分公司尚未披露现金流量表，以上述样本中的10家A股公司作为样本对现金流进行分析（火电3家、绿电3家、水电1家、核电1家、燃气2家）：受益于燃料成本下降，火电板块经营现金流同比大幅提升42.2%，绿电受益于补贴回收经营现金流同比提升72.4%，核电经营现金流下滑，燃气稳定。公用事业板块经营现金流同比增长23.9%。2025年电力板块投资支出小幅扩大，其中火电小幅收缩2%，绿电微增2%，燃气下滑11.2%，仅核电大幅增长60.3%，带动投资总规模持续同比增长6.8%，绿电投资支出已经出现见顶回落的迹象，核电投资支出预计将维持高位。板块自由现金流显著改善，火电板块自由现金流从2024年的-70亿元大幅提升至343亿元，其中华能国际、华电国际、大唐发电均转正，绿电也接近转正，核电自由现金流紧张，燃气稳定，板块整体自由现金流同比提升192%至424亿元。

图 5：公用板块经营现金流持续改善



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

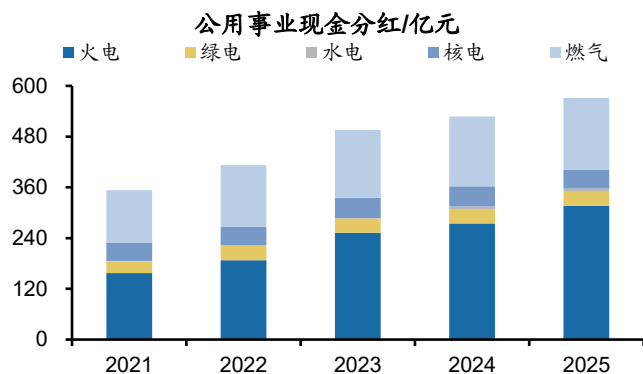
图 6：公用板块细分行业自由现金流



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

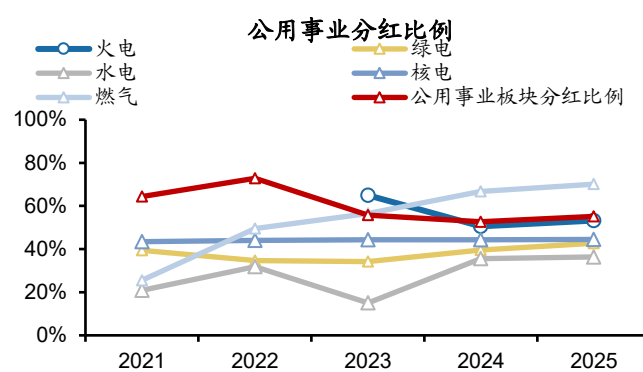
2025年度现金分红总额提升明显，分红比例小幅提升。从各板块分红金额来看，整体保持稳定，火电受益于业绩改善叠加市值管理等考核提升，分红率从50.6%提升至53.2%，绿电从39.6%提升至42.7%，核电小幅提升，燃气从66.7%提升至70.1%，板块整体分红率由52.7%提升至55.2%，分红总额由2024年的527亿元提升至571亿元，火电贡献明显。

图 7：2025年火电现金分红总额增幅较大



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：公用板块细分行业分红比例情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

龙头公司新能源装机增速放缓，风光电价持续下滑。从电力公司经营方面来看，2025年龙头新能源装机投产放缓，华润电力新增风光权益装机10.7GW（风电4.8、光伏5.9GW），华能国际新增风光7.7GW（风电2.5、光伏5.2GW），中国电力新增风光5.3GW。从上网电价来看，2025年火电电价同比下降1-3分/千瓦时，风电光伏电价降幅扩大，普遍在7%-10%左右。

表 2：2025年部分电力公司新增装机情况

	总装机/GW			风电装机/GW			光伏装机/GW		
	2024	2025	新增	2024	2025	新增	2024	2025	新增
华能国际	145.13	155.87	10.74	18.11	20.62	2.51	19.84	25.07	5.23
华电国际	59.82	77.92	18.11						
大唐发电	79.11	86.19	7.08	10.06	11.20	1.14	6.04	7.18	1.14
中国电力	49.39	54.75	5.36	14.13	16.00	1.87	18.62	22.07	3.45
华润电力*	72.43	89.65	17.21	24.31	29.08	4.76	9.43	15.34	5.90

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：华润电力为权益装机口径

表 3：2025年部分电力公司分电源电价情况

元/千瓦时	火电平均上网电价			风电平均上网电价			光伏平均上网电价		
含税	2024	2025	同比	2024	2025	同比	2024	2025	同比
华能国际	0.481	0.465	-3.2%	0.511	0.456	-10.7%	0.420	0.378	-10.0%
华电国际	0.526	0.511	-2.8%						
大唐发电	0.481	0.469	-2.5%	0.458	0.420	-8.2%	0.447	0.414	-7.4%
中国电力	0.443	0.416	-6.1%	0.506	0.464	-8.2%	0.458	0.420	-8.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

受燃气销量放缓影响，燃气公司收入利润增减不一，整体稳定。燃气板块整体来看，佛燃能源表现较好，业绩同比增长20.7%，新奥股份、中国燃气业绩小幅增长，华润燃气、昆仑能源业绩降幅较大，港华燃气、新奥能源、香港中华煤气业绩小幅下滑，燃气板块整体业绩下滑1.4%。

表 4：全国性城燃公司营业收入、利润对比

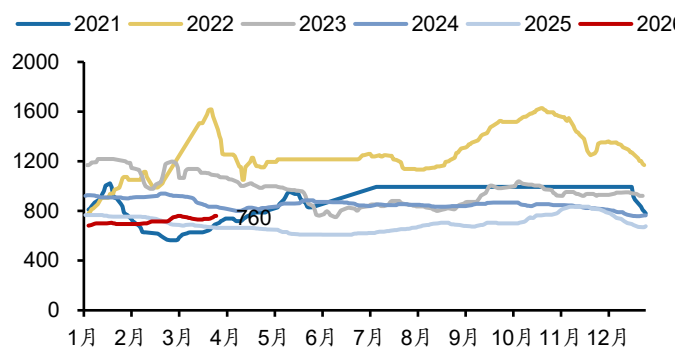
营业收入/亿元						归母净利润/亿元				
2022	2023	2024	2025	25 年同比增速		2022	2023	2024	2025	25 年同比增速

新奥股份	1,540.44	1,437.54	1,358.36	1,314.57	-3.2%	58.44	70.91	44.93	46.81	4.2%
佛燃能源	189.23	255.38	315.89	335.95	6.3%	6.55	8.44	8.53	10.30	20.7%
华润燃气	842.70	917.75	950.82	882.74	-7.2%	42.28	47.34	37.86	32.04	-15.4%
昆仑能源	1,719.44	1,773.54	1,870.46	1,939.79	3.7%	52.28	56.82	59.60	53.46	-10.3%
港华燃气	179.31	179.81	197.38	188.88	-4.3%	8.62	14.27	14.87	14.32	-3.7%
新奥能源	1,100.51	1,138.58	1,098.53	1,119.05	1.9%	58.67	68.16	59.87	59.04	-1.4%
香港中华煤气	544.48	516.28	513.70	490.69	-4.5%	46.88	55.01	52.89	51.38	-2.9%
中国燃气	715.52	805.28	738.02	731.42	-0.9%	62.14	37.59	28.87	30.01	3.9%
北京控股	793.75	823.13	840.64	872.28	3.8%	65.12	54.98	51.23	50.56	-1.3%
北京燃气蓝天	14.23	19.36	16.88	19.18	13.6%	0.17	0.82	0.85	0.87	2.5%

数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

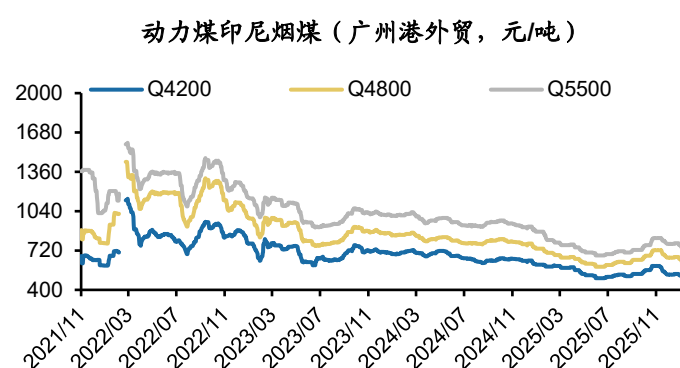
二、行业高频数据跟踪

图 9：秦皇岛5500大卡现货煤价（元/吨）



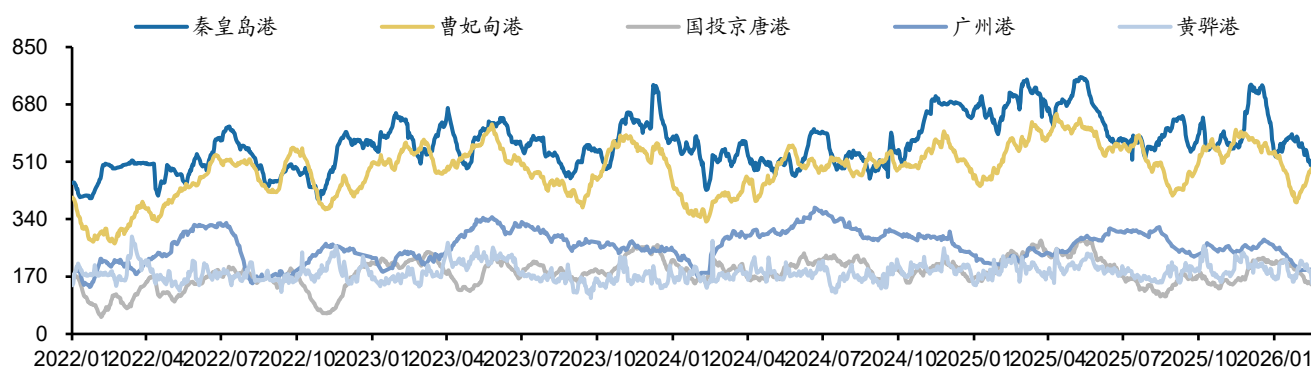
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10：广州港动力煤印尼烟煤价格情况（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

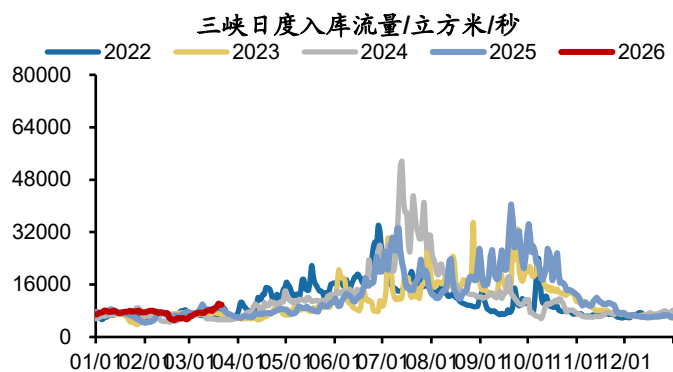
图 11：全国主要港口煤炭库存量变动情况（万吨）



数据来源：秦皇岛煤炭网，广发证券发展研究中心

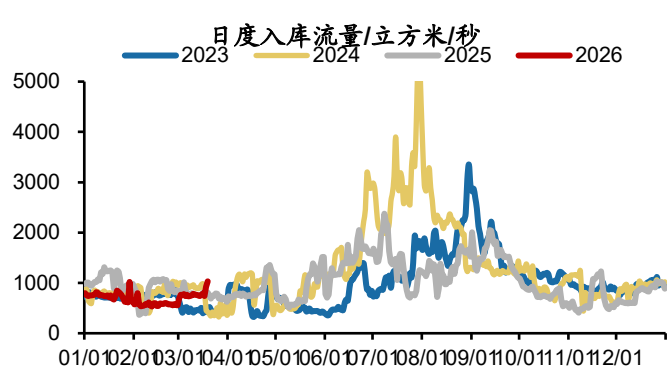
备注：秦皇岛港、曹妃甸港、国投京唐港数据截至 2026 年 3 月 28 日，广州港数据截止 3 月 27 日，黄骅港数据截止 3 月 27 日

图 12: 三峡入库流量



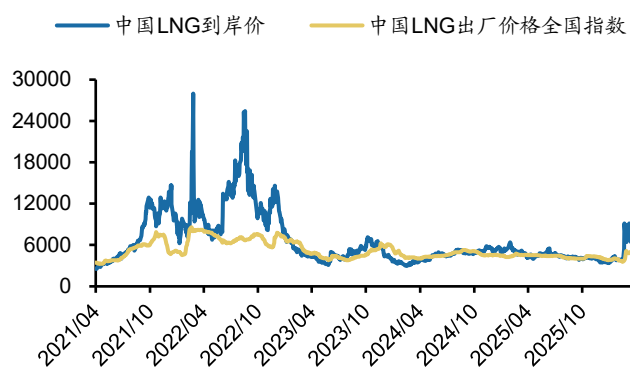
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 锦屏一级入库流量



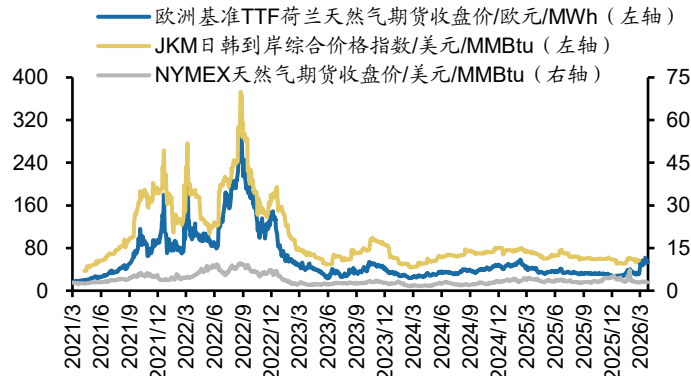
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 国内LNG到岸价（美元/百万英热）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

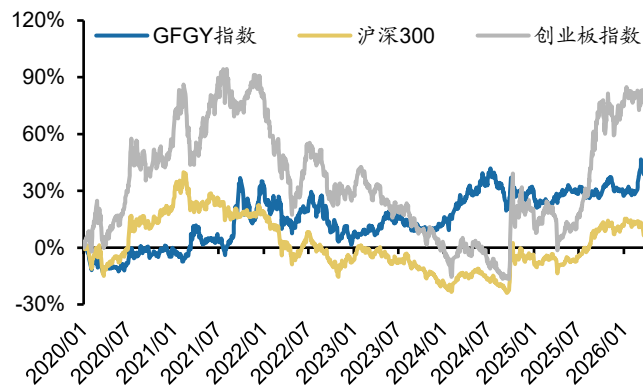
图 15: NYMEX天然气期货价格（美元/百万英热）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

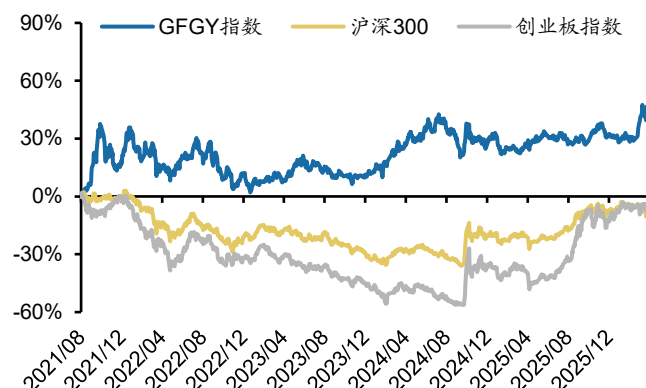
三、板块行情跟踪

图 16: 2020年至今GFGY跑赢沪深300 31.97pct



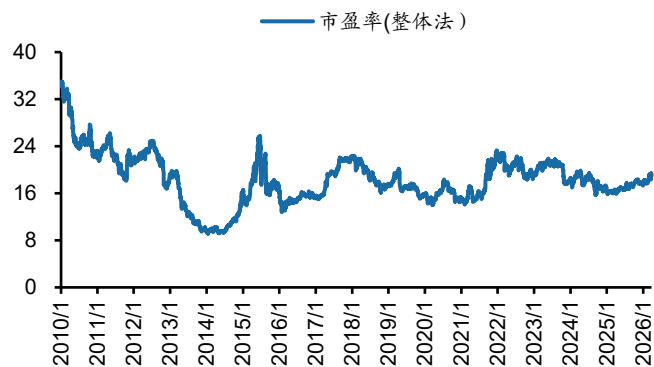
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2021年8月至今GFGY跑赢沪深300 50.61pct



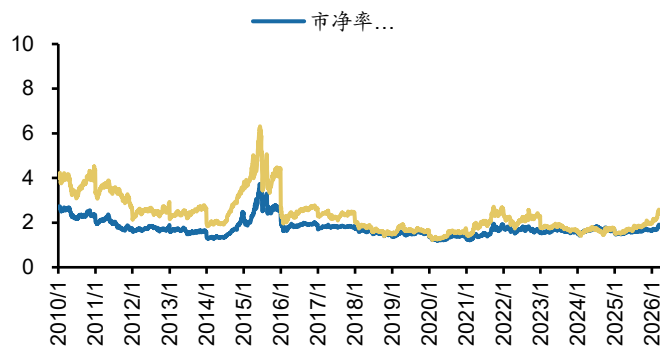
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: GFGY板块PE位于2010年以来38.6%分位水平



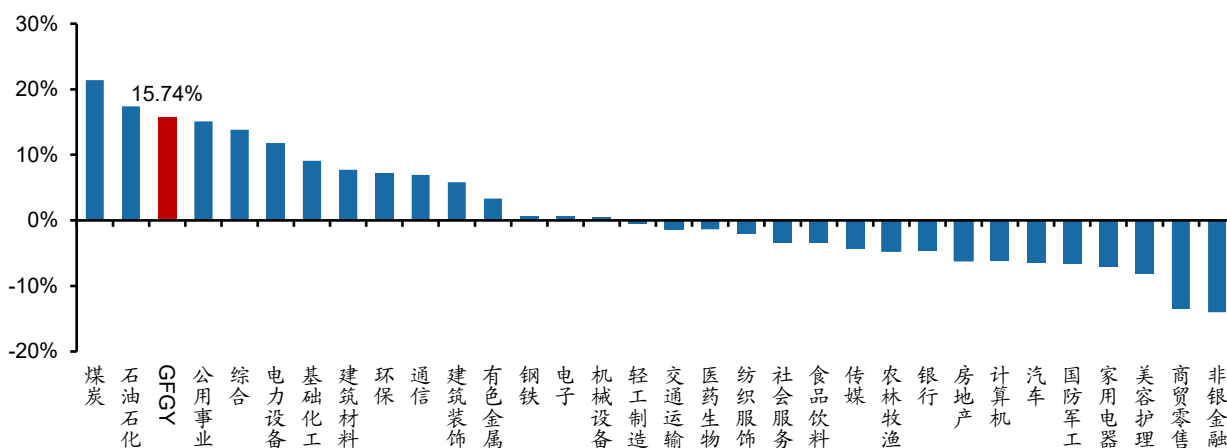
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: GFGY板块PB位于2010年以来27.4%分位水平



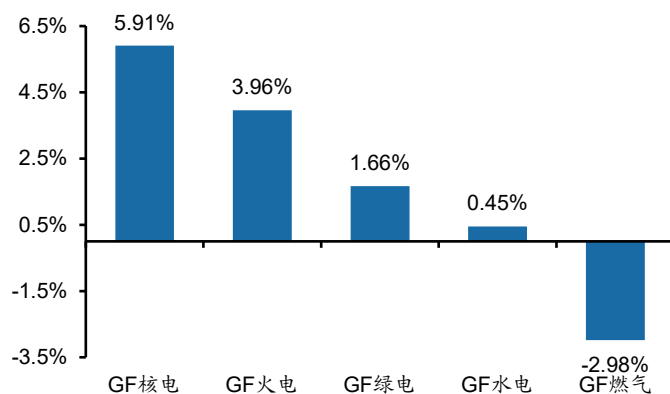
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 2026年初至今GFGY涨跌幅15.74%居于申万各行业上游



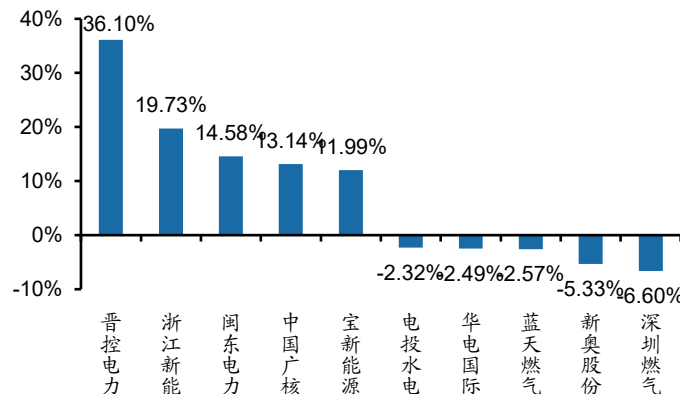
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 本周公用事业A股细分板块涨跌幅



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 本周GFGY(A股)样本池个股涨跌幅前五名情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

燃煤成本波动: 由于火电公司盈利水平受动力煤价格影响较大, 虽预计未来一段时

间内，随着煤炭行业下游需求的放缓和新增产能的增加，我国煤炭市场供求整体形势将相对宽松，煤炭价格将处于平稳态势，但也不排除煤炭价格的再次大幅上涨挤压火电公司的盈利空间，带来盈利水平波动的风险。

来水不及预期：水电公司发电量主要依靠来水情况，近两年来水相对正常，2026年来水存在不确定性，若后续来水不及预期，则会影响水电公司盈利。

利用小时数波动：经济发展情况对全社会用电量影响较大，从而影响电力公司需求，用电量需求不足则会影响发电利用小时数，进而影响业绩。



更多调研关注公众号：调研纪要更新

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。

陈 龙：联席首席分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，2024 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 47 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	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
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。