下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

房地产行业：山证瑞阳供热 REIT 简析

晋中市榆次区主要供热管网资产，收入结构长期稳定

行业评级

买入

前次评级 买入

项目概况：项目是晋中市榆次区的主要供热资产，覆盖区内两成用热面积，运营管理机构市占率近八成，在榆次区供热市场稳定。项目为山西省晋中市榆次区城镇供热管网资产，含一期项目与冬季清洁采暖项目，运营期限至 2047 年 3 月 31 日，剩余年限 21 年。截至 2026 年 3 月末，供热收费面积 1,217.28 万平方米，占榆次区总供热面积的 20.23%；终端用户 14.53 万户（居民 13.25 万户、经营户 1.18 万户、机关团体 0.10 万户），需求情况较为刚性；项目所处榆次区供热市场竞争格局稳定，运营管理机构瑞阳供热在榆次区管理供热面积 4,672 万平方米、市占率 77.65%，入池资产与区内其他企业不存在存量面积交叉。

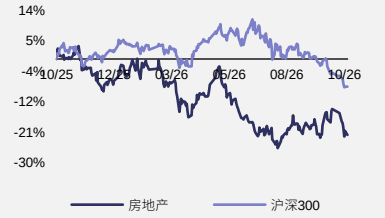
经营表现：报告期内收入结构稳定，整体量稳价升，停暖面积逐年累积上升。收入以按面积计量为主，占比稳定在 94%以上，两部制与停暖收入合计不足 6%；收费面积基本持平，三类用户单价小幅上行，停暖面积逐年累积上升（停热率由 12.65%升至 15.03%）。营业收入稳定在 2.54 亿至 2.57 亿元区间。

财务表现：成本以热源主导，营业成本可控且有下降趋势。热源成本占营业成本的七成左右，主热源采购价自 2014-2015 年供暖季以来未作调整；2024 年受供暖季极寒天气影响，应急热源采购与维修改造支出阶段性上升，2025 年起随购热成本、折旧及维修改造费回落。报告期内 EBITDA Margin 在 31.91%至 40.54%之间波动，2024 年为低点、其后回升。

估值与分派：分派率高于可比供热 REIT。资产评估价值 10.70 亿元、评估增值率 126.77%，评估采用税前折现率 7.31%，管理人预测基金存续期 IRR 为 5.06%。2026 年 4-12 月、2027 年预计可供分配金额分别为 8,946.46 万元和 7,643.04 万元，对应分派率 8.36%（未年化）和 7.14%，高于济南供热 REIT 按 2026 年 10 月 21 日市价计算的 5.14%；项目资产运营剩余年限 21 年。

风险提示：基金价格波动风险；管理风险；与基础设施项目相关的风险。

相对市场表现



郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn

胡正维

SAC 执证号：S0260524080002
huzhengwei@gf.com.cn

请注意，胡正维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

房地产开发与服务 26 年第 41 周:贴息政策助推国庆楼市走强，景气度改善提振板块信心	2026-10-11
物业管理行业 2026 年中报总结:收入业绩回归稳增，关注高股息物企投资机会	2026-10-09
“929”购房贴息政策点评:超预期的政策，有诚意的转折，控供给+稳需求，促拐点意图明确	2026-10-06

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、项目基本情况 4

二、经营表现及财务情况 5

三、资产价值评估 9

四、风险提示 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：山证晋中公投瑞阳供热 REIT 收入结构拆分（2025 年度）.....5

表 1：山证晋中公投瑞阳供热 REIT 基本情况概览.....4
表 2：2022-2025 年及 2026 年 1-3 月营业收入构成情况（单位：万元）.....6



下载日志已记录，仅供内部参考

一、项目基本情况

山证晋中公投瑞阳供热 REIT 的基础设施项目为位于山西省晋中市榆次区的一期项目、冬季清洁采暖项目的管网资产及供热附属设施设备。根据招募说明书披露，截至 2026 年 3 月末，项目覆盖供热收费面积 1,217.28 万平方米，占晋中市榆次区总供热面积的 20.23%；覆盖终端用户 14.53 万户，其中居民 13.25 万户、经营户 1.18 万户、机关团体 0.10 万户，居民用户占比超过九成，用热需求以居民供暖为主，终端需求较为集中且规模稳定。

原始权益人为晋中市公用基础设施投资控股（集团）有限公司，其供热类不动产资产均通过全资子公司瑞阳供热持有和运营，本项目项目公司为山西瑞璟热力有限责任公司。根据招募说明书披露，瑞阳供热在榆次区的管理供热面积 4,672 万平方米、占该区总供热面积的 77.65%，区域内其他供热企业与本项目在存量供热面积上不存在业务交叉。瑞阳供热持有的同类不动产项目总投规模约 31.98 亿元，为本项目入池资产总投规模的 3.54 倍；可扩募资产覆盖供热建筑面积 3,323.32 万平方米，为本项目入池资产供热建筑面积的 2 倍以上。发行方面，本项目募集份额 2 亿份、最终认购价格 5.832 元/份、募集资金 11.66 亿元，于 2026 年 9 月 17 日基金合同生效；截至 2026 年 3 月末资产评估价值 10.70 亿元，账面价值 4.72 亿元，评估增值率 126.77%。

表 1：山证晋中公投瑞阳供热 REIT 基本情况概览

项目名称	一期项目、冬季清洁采暖项目
城市	山西省
区域	山西省晋中市榆次区
建设类型	市政基础设施（供热）
建设内容和规模	一期项目：一次管网 161.27 千米、换热机组 187 台； 冬季清洁采暖项目：一次管网 26.83 千米、二次管网 263.76 千米（合计 290.59 千米）、换热机组 63 台； 合计入池管网 451.86 千米、换热机组 250 台。
开竣工时间	一期项目：2009 年 4 月至 2014 年 11 月； 冬季清洁采暖项目：2017 年 8 月至 2017 年 12 月。
运营起始时间	一期项目：2014 年 11 月 冬季清洁采暖项目：2018 年 1 月
项目权属、起止时间及剩余年限	2026 年 3 月 31 日至 2047 年 3 月 31 日 剩余年限：21 年
评估价值	10.70 亿元
分派率	8.36%（2026Q2-4E，未年化）；7.14%（2027E）

数据来源：招募说明书、广发证券发展研究中心

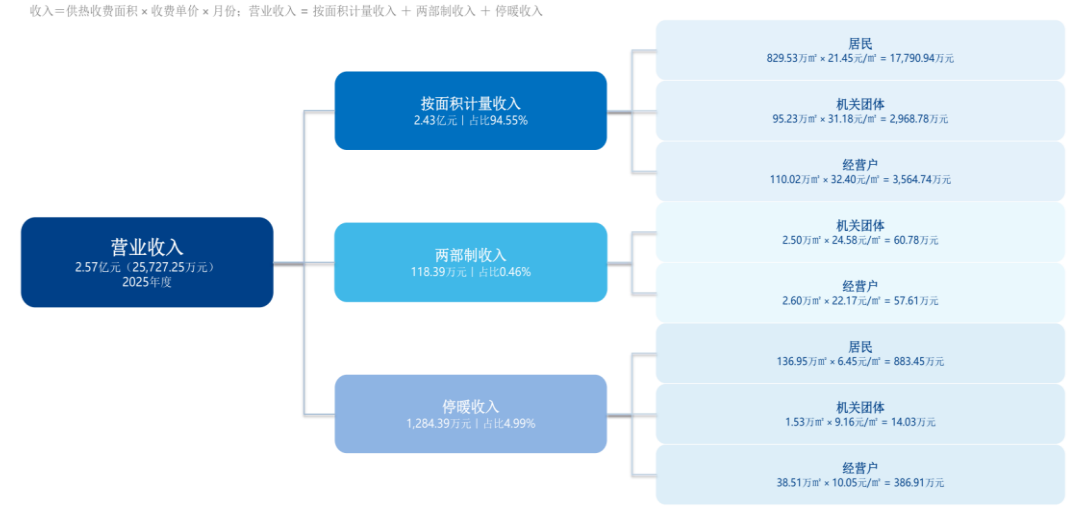
下载日志已记录，仅供内部参考

二、经营表现及财务情况

山证晋中公投瑞阳供热 REIT 的基础设施项目为一期项目、冬季清洁采暖项目，项目为晋中市榆次区城镇供热管网资产，采用外购热源、管网输配的经营模式：项目公司向热源厂购买热源，经一次管网（直连热源厂）、换热机组及二次管网输送至终端用户，服务对象为榆次区内的居民、机关团体与经营户。

根据招募说明书披露，项目收入全部来自向上述用户收取的采暖费，采暖费收入由“按面积计量收入”“两部制收入”“停暖收入”三部分构成，三项收入合计即为营业收入，据此计算的综合计费率稳定在 100%。

图 1：山证晋中公投瑞阳供热 REIT 收入结构拆分（2025 年度）



数据来源：招募说明书、广发证券发展研究中心

项目收入具体可从收入构成、用户结构、计费方式三个方面来看。

根据招募说明书披露，收入构成上，2022-2025 年及 2026 年 1-3 月，平均按面积计量收入占营业收入的比重为 94.97%，平均两部制收入占比分别为 0.50%，平均停暖收入占比为 4.53%。

用户结构上，按面积计量收入与停暖收入均按居民、机关团体、经营户三类用户分别计取，两部制收入来自具备热计量条件的机关团体与经营户。其中，停暖收入是指用户可能因为多种原因向供热企业申请停暖，停止用热的用户应当交纳基本热费，即按面积计量热费的 30%。

计费方式上，三类收入均按政府核定的收费标准计取——按面积计量收入＝供热收费面积×收费单价×月份，单价依据晋中市物价局核定的收费标准执行，居民按使用面积 4.30 元/月/平方米、机关团体按建筑面积 6.80 元/月/平方米、经营户按建筑面积 7.30 元/月/平方米；两部制按"基本热价×供热面积＋计量热价×热表读数"计费，其热价依据晋中市物价局核定；停暖用户依据晋中市城市管理局规定，按按面积计量热费的 30%缴纳基础热费。三类收费标准均由政府价格主管部门核定，晋中市热价自 2009 年以来未作调整，报告期内单价的变动仅源于提前缴费价格优惠的取消，计费规则本身未发生变化。

整体看，项目收入主要来自“面积×单价”，按面积计量是最主要的创收方式，收费规则与用户构成在报告期内均未发生变化，收入结构稳定。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：2022-2025 年及 2026 年 1-3 月营业收入构成情况（单位：万元）

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1-3 月
按面积计量收入	金额	24,268.35	24,196.73	24,387.42	24,324.47	14,526.70
	占比（%）	95.56	95.14	94.83	94.55	94.20
两部制收入	金额	120.49	122.15	142.43	118.39	96.47
	占比（%）	0.47	0.48	0.55	0.46	0.63
停暖收入	金额	1,005.80	1,114.45	1,188.17	1,284.39	798.34
	占比（%）	3.96	4.38	4.62	4.99	5.18
营业收入	金额	**25,394.64**	**25,433.33**	**25,718.03**	**25,727.25**	**15,421.50**

数据来源：招募说明书、广发证券发展研究中心

价格端历史抬升来自优惠收窄，而未来价格能否继续上行，取决于调价机制。根据招募说明书披露，项目现行收费标准自 2009 年沿用至今、由政府价格主管部门核定：按面积计量单价依据晋中市物价局《关于城区供热价格等有关问题的通知》，停暖收费依据晋中市城市管理局《关于规范供热报停收费的通知》，价格刚性较高、下行风险较小。后续调价路径明确但周期较长：需由供热企业提出申请、由发改委进行成本监审、居民集中供热属听证项目须召开听证会，最终报市政府审议批准，参考晋中市天然气价格调整，从公开征求意见到政策落地约需 8 个月。榆次区距太原市中心约 30 公里，太原晋中一体化持续推进。晋中热电联产热价（居民 4.30 元、非居民 6.80、7.30 元）低于太原（4.80 元、7.50 元）。招募说明书认为晋中热价制定于 2009 年，未来晋中市供热价格具备调价基础。

表 3：山西省各市供热收费标准（单位：元/月/㎡）

城市	非居民		居民	最近一次调价时间
	机关团体	经营性用户		
晋中市	6.80	7.30	4.30	2009 年
太原市	7.50		4.80	非居民 2008 年、居民 2009 年
阳泉市	7.00		4.20	非居民 2008 年、居民 2010 年
忻州市	7.00		-	2012 年
吕梁市	4.00	5.00	4.00	非居民 2010 年、居民 2023 年
长治市	7.20		4.40	2010 年
临汾市	5.80	7.10	-	2008-2009 年
晋城市	7.20		4.40	2012 年
朔州市	4.80		3.60	2013 年
大同市	6.30	7.00	4.70	2009 年
运城市	4.80		-	2012-2013 年

数据来源：招募说明书、广发证券发展研究中心

从量价两端看，报告期内项目呈“量稳价升”的走势，收入总额保持稳定。面积端小幅收缩，价格端稳步上行。整体判断，项目呈"价升量稳、停暖补量"的特征，收入稳定性来自政府核定单价的刚性与停暖面积的持续增长，而供暖面积本身已无明显扩张空间，未来收入弹性更多取决于调价政策而非用户增长。面积方面，按面积计量的供暖面积小幅收缩：居民由 840.92 万平方米降至 827.24 万平方米（下降 1.6%）、经营户由 117.48 万平

下载日志已记录，仅供内部参考

方米降至 107.26 万平方米（下降 8.7%），机关团体基本持平。供暖面积下降与新增入网小区的报停规律有关：新房交付后的第二个供暖季，建设单位或热用户可自主选择申请停暖，2021 年、2023 年交房量较大，相应在 2022-2023 年、2024-2025 年供暖季出现居民停暖面积较快上升。

表 4：2021-2024 年居民用户新增入网小区面积及停暖数据

交房年份	入网新增面积（万方）	总户数（户）	下一个供暖季报停面积（万方）	报停户数（户）	报停面积比例
2021 年	33.44	4,614	12.02	1,680	35.95%
2022 年	1.47	241	0.66	106	44.87%
2023 年	17.19	2,221	8.08	1,053	46.99%
2024 年	1.67	242	0.28	42	16.64%
合计	**53.76**	**7,318**	**21.04**	**2,881**	**39.13%**

数据来源：招募说明书、广发证券发展研究中心

价格方面，根据招募说明书披露，三类用户供暖单价全部上行：居民由 20.96 元/平方米升至 21.47 元/平方米（上涨 2.4%）、机关团体由 30.60 元/平方米升至 31.19 元/平方米（上涨 1.9%）、经营户由 31.98 元/平方米升至 32.56 元/平方米（上涨 1.8%）；单价抬升主要来自提前缴费价格优惠的收窄（自 2024-2025 年供暖季起全面按标准单价收缴）。量价合成后，2022-2025 年按面积计量收入稳定在 2.42 亿元至 2.44 亿元之间（2026 年 1-3 月为 1.45 亿元），停暖收费由 0.10 亿元增至 2025 年的 0.13 亿元（累计增长 30%），营业收入由 2.54 亿元小幅增至 2.57 亿元。

成本端，根据招募说明书披露，项目营业成本由热源成本、水费、电费、直接人工成本、供热服务费、维修改造费、折旧费用和污水处理费八项构成。其中热源成本是最核心的支出，占营业成本的比重在 66%至 80%之间；折旧费用次之，占营业成本约 19%，后随部分固定资产折旧年限到期及折旧会计估计变更逐年下降。分年看，2024 年供暖季极寒天气下锅炉超负荷运行并发生故障，应急热源采购增加、维修改造费由 2023 年的 608.49 万元升至 1,584.14 万元；2025 年占比回落至 69.32%，购热成本、折旧及维修改造费均较上一年下降；2026 年 1-3 月占比下降主要系当期折旧按月度平均计提，而供暖收入集中确认。

表 5：2022-2025 年及 2026 年 1-3 月营业成本占营业收入比重

项目	**2022 年**	**2023 年**	**2024 年**	**2025 年**	**2026 年 1-3 月**	**2023-2025 年平均**
营业收入（万元）	25,394.64	25,433.33	25,718.03	25,727.25	15,421.50	25,626.20
营业成本（万元）	18,331.26	19,747.42	19,843.66	17,834.17	9,663.86	19,141.75
成本/收入（%）	**72.19**	**77.64**	**77.16**	**69.32**	**62.66**	**74.70**

数据来源：招募说明书、广发证券发展研究中心

利润端，根据招募说明书披露，用 EBITDA 除以营业收入得 EBITDA Margin，22 年、23 年、24 年、25 年和 26Q1 的 EBITDA Margin 分别为 40.54%、35.83%、31.91%、38.13%、40.26%，报告期内波动幅度约 8.6 个百分点，走势与成本端波动一致。其中 2024 年下降最为明显，系 2023-2024 年供暖季极寒天气导致应急热源采购增加、热源成本上升与维修费用增加；2025 年随购热成本、折旧及维修改造费回落，利润率回升至 38.13%，2026 年 1-3 月进一步升至 40.26%。本项目 EBITDA Margin 在 2025 年、2026 年 1-3 月分别为 38.13%和

下载日志已记录，仅供内部参考

40.26%，高于可比 REITs 中的济南供热 REIT 同期的 14.05%和 27.39%。整体看，报告期内 EBITDA Margin 虽有波动，但始终保持在 30%以上，盈利水平较为稳定。

预测数据方面，根据招募说明书披露 2026 年 4-12 月、2027 年营业收入分别为 1.04 亿元和 2.60 亿元，EBITDA Margin 分别为 37.95%和 34.92%，较 2025 年的 38.13%小幅回落，受基金层面新增管理人报酬、托管费等固定费用影响；可供分配金额分别为 8,946.46 万元和 7,643.04 万元，对应现金流分派率分别为 8.36%（未年化）及 7.14%。2027 年预测值 2.60 亿元比 2022-2025 年的上限高约 1%，按面积计量收入 24,507.66 万元较 2025 年的 24,324.47 万元增长 0.75%，增量主要来自与入池换热机组相连的新增收费面积，预测期内单价无增长（调价至 2030-2031 年供暖季才体现）；EBITDA 方面，2027 年预测的 0.91 亿元与 2023 年持平，低于 2022 年的 1.03 亿元和 2025 年的 0.98 亿元；招募说明书披露的全周期（2026 年 3 月 31 日至 2047 年 3 月 31 日）预测现金流年复合增长率仅 1.16%，且存量居民停暖率按晋中市全市人口复合增长率 1.22%逐年调增、新增居民面积按 39.13%的加权平均停暖率预测。该预测期首段为 9 个月且处于供暖季现金流高点，招募说明书未对其年化，与全年分派率不具可比性。

表 6：山证晋中公投瑞阳供热REIT经营及财务情况

项目	2022	2023	2024	2025	2026 Q1	2026 Q2-4 E	2027 E
经营数据							
一期项目、冬季清洁采暖项目							
居民供暖面积（万方）	840.92	836.93	839.13	829.53	827.24	-	-
居民供暖单价（元/平）	20.96	21.01	21.19	21.45	21.47	-	-
机关供暖面积（万方）	94.18	95.33	95.63	95.23	94.84	-	-
机关供暖单价（元/平）	30.60	30.81	31.02	31.18	31.19	-	-
经营户供暖面积（万方）	117.48	114.79	113.23	110.02	107.26	-	-
经营户供暖单价（元/平）	31.98	32.00	32.15	32.40	32.56	-	-
按面积计量收入（亿元）	2.43	2.42	2.44	2.43	1.45	0.98	2.45
机关面积（万方）	2.58	2.58	2.58	2.5	2.36	-	-
机关平均单价（元/平）	25.36	24.72	24.64	24.58	31.19	-	-
经营户面积（万方）	2.33	2.44	2.60	2.6	2.6	-	-
经营户平均单价（元/平）	23.61	23.93	23.86	22.17	20.34	-	-
两部制收费（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
居民停暖面积（万方）	102.01	115.46	125.23	136.95	140.66	-	-
居民停暖单价（元/平）	6.45	6.45	6.45	6.45	6.45	-	-
机关停暖面积（万方）	3.68	2.49	2.01	1.53	1.58	-	-
机关停暖单价（元/平）	9.23	9.36	9.36	9.16	8.88	-	-
经营户停暖面积（万方）	31.22	34.47	35.99	38.51	40.73	-	-
经营户停暖单价（元/平）	10.05	10.05	10.05	10.05	10.05	-	-
停暖收费（亿元）	0.10	0.11	0.12	0.13	0.08	0.05	0.14
财务情况（单位：亿元）							
营业收入	2.54	2.54	2.57	2.57	1.54	1.04	2.6
EBITDA	1.03	0.91	0.82	0.98	0.62	0.39	0.91
EBITDA Margin	40.54%	35.83%	31.91%	38.13%	40.26%	37.95%	34.92%

下载日志已记录，仅供内部参考

可分配金额	-	0.89	0.76
现金流分派率		8.36% (未年化)	7.14%

数据来源：招募说明书，广发证券发展研究中心

三、资产价值评估

根据招募说明书披露，山证晋中公投瑞阳供热 REIT 的资产评估基准日为 2026 年 3 月 31 日，评估价值 10.70 亿元，账面价值 4.72 亿元，评估增值率 126.77%；资产运营剩余年限 21 年，运营终止日期为 2047 年 3 月 31 日。评估采用的税前折现率为 7.31%，管理人预测的基金存续期 IRR 为 5.06%，招募说明书披露的预测期（2026 年 3 月 31 日至 2047 年 3 月 31 日）预测现金流年复合增长率为 1.16%。

表 7：可比 REITs 估值与分派指标对比

水电环保	分派率	IRR	税前折现率	现金流增长率	剩余年限
山证晋中供热 REIT	7.14%	5.06%	7.31%	-	21 年
华夏中核 REIT	3.69%	6.10%	6.38%	-	35.78 年
华电能源 REIT	5.09%	5.47%	7.51%	6.25%	21 年
富国首创水务 REIT	8.05%	2.66%	-	8.80%	27.75-30.00 年
绍兴水利 REIT	6.58%	5.79%	7.48%	4.83%	30 年
济南供热 REIT	5.50%	大于 6%	7.99%	6.13%	28 年
平均	**6.16%**	**5.20%**	**7.34%**	**-**	-

数据来源：招募说明书、广发证券发展研究中心

以十年期国债收益率为参照，管理人预测的 IRR（5.06%）较十年期国债收益率（1.70%）高 336bp；按评估值口径，2027 年预测分派率 7.14%较十年期国债收益率高 544bp；与同属供热子类的济南供热 REIT 相比，本项目 2027 年预测分派率 7.14%，高于济南供热 REIT 按 2026 年 10 月 21 日市价计算的 5.14%。

四、风险提示

基金价格波动风险：基础设施项目市场价值、基金净值可能发生波动，从而引起基金价格出现波动。同时，基金在证券交易所上市，也可能因为市场供求关系等因素而面临交易价格大幅波动的风险。

管理风险：基础设施基金产品结构与其他证券投资基金相比较为复杂，在存续过程中，依赖于管理人对基金资产的管理，相关机构人员可能因知识、经验、管理水平、技术手段等限制，从而影响到基金的收益水平。

与基础设施项目相关的风险：如未来国家关于基础设施政策发生变化，可能存在因此导致基础设施项目运营收入降低的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发房地产行业研究小组

郭　镇 ：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢　苹 ：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

谢　淼 ：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李怡慧 ：资深分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡正维 ：资深分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



郭镇

SAC 执证号：S0260514080003
SFC CE No. BNN906
guoz@gf.com.cn



胡正维

SAC 执证号：S0260524080002
huzhengwei@gf.com.cn

请注意，胡正维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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。