

# 业绩持续高增，装机并网提速——2022 年年报点评

粤水电 (002060.SZ)

## 核心观点

2022 年基建投资高增带动公司工程施工及勘测设计业务快速增长，推动公司业绩持续快速增长。2022 年公司实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 19.2%。虽毛利率略有承压下行，但期间费用的良好管控及投资收益的增厚使得公司归母净利率增速高于营业收入增速，具备较强的盈利能力。公司的清洁能源装机并网提速，充足的储备项目将强力支撑公司清洁能源装机持续高增，加之重组落地增强公司工程施工业务实力，在基建发展持续高景气的背景下，工程施工业务将继续发力，助推公司高增长。

## 点评

**业绩快速增长，毛利率略有下滑。**2022 年公司实现营业收入 169.0 亿元，同比增长 17.1%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 19.2%。基建投资高增助推公司业绩保持高速增长，工程施工贡献 82.5% 的营收，发电业务贡献 60.2% 的毛利润。发电业务毛利率下降拖累公司毛利率增长，2022 年公司毛利率为 10.3%，下降 0.93 个百分点。

**装机并网提速，重组落地增强工程施工实力。**截至 2022 年 12 月末，公司清洁能源项目总装机为 2035.3MW。年内新增装机 492.9MW，约为 2021 年的 4.9 倍。截至 2022 年底公司在建装机超 3000MW，2020-2022 年清洁能源储备项目装机容量超 10GW，清洁能源装机并网有望持续提速。公司与建工集团重组事项落地，重组增厚公司建筑资产，增强公司工程施工实力及拿单能力。工程施工及发电双主业有望持续高增，共同推动公司高速发展。

**下调目标价至 7.41 元，维持买入评级不变。**我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.49/0.58/0.65 元（原预测公司 2023-2024 年 EPS 为 0.45/0.56 元）。给予可比公司 2023 年平均 PE 估值 15X，目标价 7.41 元（原目标价 9.17 元），维持买入评级不变。

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:s1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期：2023 年 03 月 31 日

当前股价：6.87 元

目标价格 6 个月：7.41 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-3.24/-2.69	-1.86/-6.80	-16.73/-17.52
12 月最高/最低价 (元)			10.13/6.17
总股本 (万股)			339,371.46
流通 A 股 (万股)			120,190.37
总市值 (亿元)			233.15
流通市值 (亿元)			82.57
近 3 月日均成交量 (万)			1537.35
主要股东			
广东省建筑工程集团控股有限公司			77.50%

## 股价表现



## 相关研究报告

重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,361.31	16,903.88	105,345.44	121,147.25	133,261.98
YOY(%)	14.13	17.70	523.20	15.00	10.00
净利润(百万元)	328.02	390.93	1,677.17	1,969.74	2,198.80
YOY(%)	24.45	19.18	329.02	17.44	11.63
毛利率(%)	11.25	10.32	10.00	10.00	10.00
净利率(%)	2.28	2.31	1.59	1.63	1.65
ROE(%)	8.36	9.92	31.70	28.64	25.42
EPS(摊薄/元)	0.10	0.12	0.49	0.58	0.65
P/E(倍)	71.08	59.64	13.90	11.84	10.60
P/B(倍)	6.43	5.92	4.41	3.39	2.70

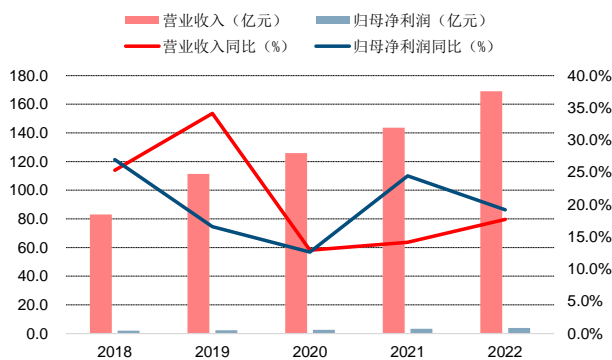
资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 目录

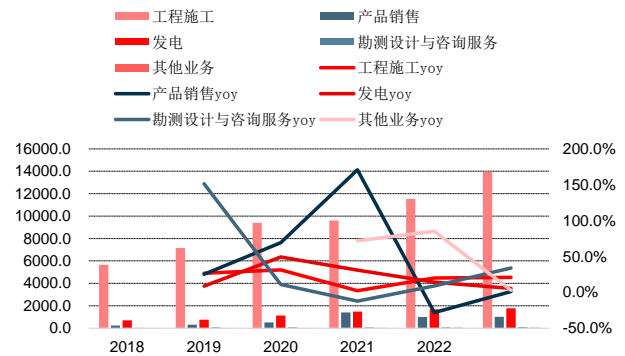
1. 业绩持续高增，毛利率略有下滑 .....	1
2. 清洁能源装机并网提速明显，重组落地增强公司工程施工业务实力.....	2
盈利预测及投资建议：上调盈利预测，维持买入评级.....	4
风险分析 .....	4
报表预测 .....	5

## 1. 业绩持续高增，毛利率略有下滑

公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 169.0 亿元，同比增长 17.1%，实现归母净利润 3.9 亿元，同比增长 19.2%。分业务类型来看，2022 年公司主业收入均实现增长，工程施工、发电、产品销售及勘测设计与咨询服务收入分别为 139.4 亿元、17.8 亿元、10.2 亿元及 0.99 亿元。受益于基建投资高速增长，2022 年公司的工程施工及勘测设计与咨询服务业务都实现了快速增长，同比增速分别为 20.9% 及 33.98%，工程施工业务作为公司的核心业务，依然贡献公司绝大多数收入，2022 年工程施工业务收入占比约为 82.5%，2022 年由于东莞市轨道交通 1 号线一期工程等项目进入施工高峰期，工程施工业务中的市政工程营收同比高增 42.9%，带动工程施工业务持续增长。受疫情及组件价格高位等原因影响，2022 年公司新能源装机并网有所滞后，风力发电和太阳能发电的收入同比增速较上年同期大幅收窄，韩江高陂水利枢纽（龙湖水电站）全部机组在年中的并网发电使公司 2022 年水利发电营收同比增长 47.8%，带动发电业务营收同比增长 5.5%。

**图表1： 业绩快速增长**


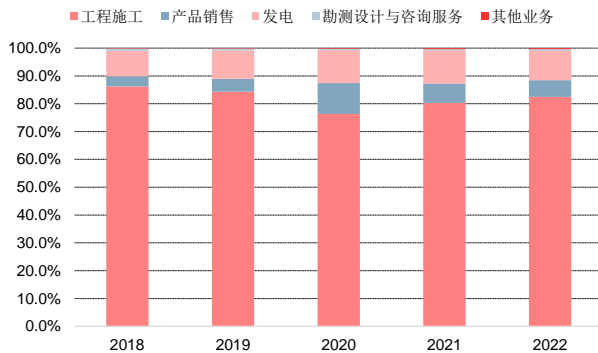
资料来源：公司公告，中信建投

**图表2： 工程施工及勘测设计与咨询业务增速较快**


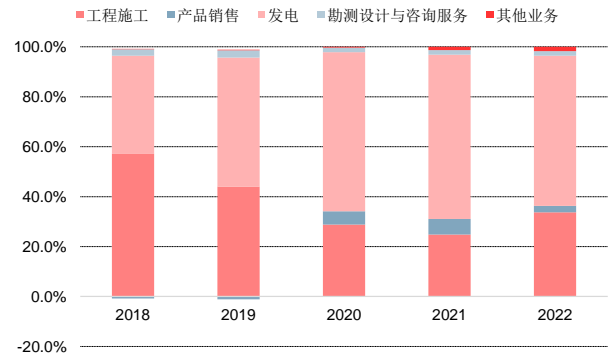
资料来源：公司公告，中信建投

2022 年公司毛利率为 10.3%，较 2021 年下降 0.93 个百分点，发电业务毛利率较上期下降约 4.1 个百分点拉低了公司综合毛利率。公司持续加强工程施工管控，2022 年工程施工业务毛利率较上期提升 0.74 个百分点，其中水利水电工程和市政工程毛利率分别提升 0.74 个百分点及 0.83 个百分点；补贴退坡下新能源上网电价有所下降，加之新投产的水电项目尚需培育，使得公司发电业务毛利率有所下滑，但由于公司发电资源禀赋较强，公司发电业务仍维持 58.8% 的高毛利，其中，水利、风力及太阳能发电业务的毛利率分别为 52.4%、60.98% 及 59.9%。高毛利下，发电业务贡献了公司主要的毛利润，2022 年发电业务毛利润占比达 60.2%。随着疫情费用开支的下降、工程管控的持续加强、发电项目的逐步成熟及项目运营管理能力的提升，公司毛利率有望得到提升。

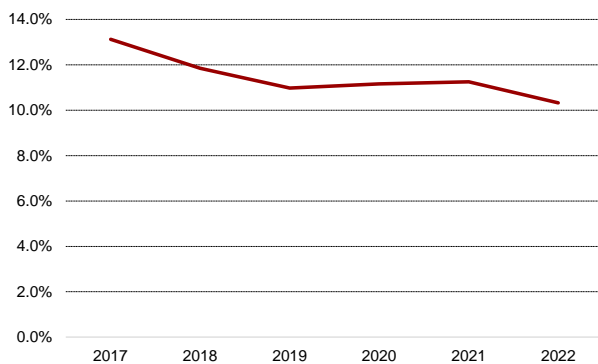
2022 年公司归母净利润增速高于营收增速的主要原因在于：1、期间费用管控良好，2022 年公司期间费用率为 7.17%，较上年同期下降 0.62 个百分点，其中受益于信贷对于基建及能源等业务的大力支持，公司财务费用率下降 0.54 个百分点，同时公司管理费用率也下降了 0.13 个百分点；2、2022 年实现投资净收益 7.2 亿元，为去年同期的 28.8 倍；3、期末少数股东损益为 21.3 亿元，同比下降 44.1%。

**图表3： 工程施工仍是主要收入来源**


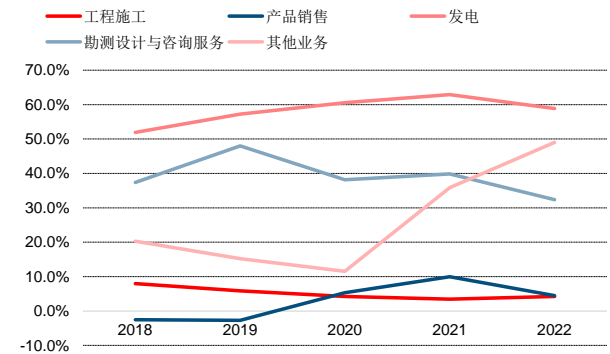
资料来源：公司公告，中信建投

**图表4： 发电业务贡献主要毛利**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表5： 综合毛利率有所承压**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表6： 工程施工毛利率有所提升**


资料来源：公司公告，中信建投

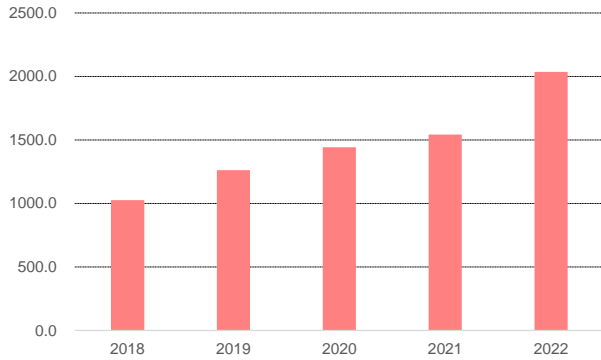
## 2. 清洁能源装机并网提速明显，重组落地增强公司工程施工业务实力

**清洁能源装机并网提速明显，储备项目充足支撑高增。**截至 2022 年 12 月末，公司清洁能源项目总装机为 2035.3MW，年内新增装机 492.9MW，2022 年下半年以来，公司装机并网提速，年内新增装机量约为 2021 年的 4.9 倍。2023 年公司装机持续提升，截至 2023 年 3 月 28 日，公司累计已投产发电的清洁能源项目总装机 2120.2MW，较 2022 年末增长 84.9MW。公司在手订单充足，截至 2022 年底在建装机超 3000MW，2020-2022 年清洁能源储备项目装机容量超 10GW，2023 年清洁能源装机计划投产装机 3200MW，公司清洁能源业务发展持续提速中。

**光伏装机占比提升，上网电价及发电小时数略有下滑。**分装机类型看，截至 2022 年 12 月末，公司总装机中水力发电、风力发电及光伏发电装机分别为 313MW、723MW 及 999.3MW，分别占比 35.5%、49.1%及 15.4%，随着遂溪县官田水库二期 50MWp 光伏发电项目、乌什一期 100 兆瓦光储发电项目、巴楚三期 100 兆瓦光储发电项目及阿瓦提县粤水电 40 万千瓦光伏+储能市场化并网项目等光伏项目的并网，公司 2022 年光伏发电装机占比较 2021 年末提升 9.8 个百分点，成为占比最大的装机类型。2022 年公司上网电量为 37.7 亿千瓦时，同比上涨 7.2%，但受补贴退坡及疫情等影响，2022 年公司上网电价为 0.47 元/千瓦时，较去年同期下降 12.8%，发电

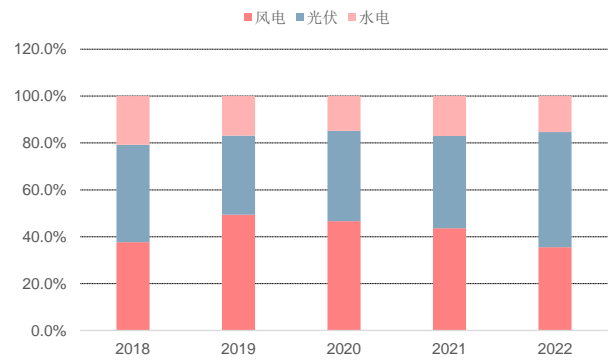
厂利用小时数为 2297.4 小时，较去年同期下降 2.1%。

**图表7：清洁能源装机并网提速明显（单位:MW）**



资料来源：公司公告，中信建投

**图表8：光伏装机占比提升**



资料来源：公司公告，中信建投

**重组落地增强公司工程施工业务实力。**公司发行股份购买广东省建筑工程集团控股有限公司（以下简称“建工集团”）100%股份的事项于 2023 年 1 月 6 日完成资产过户和工商变更登记，公司与建工集团的重组事项落地。建工集团是广东省建筑行业的龙头企业，此次重组有助于增厚公司工程施工业务实力，进一步增强公司拿单能力。且公司控股股东-广东省建筑工程集团控股有限公司对建工集团 2022-2025 年的扣费归母净利润做出承诺，一定程度上保障了公司的盈利能力，重组后公司的总资产及营收净利规模将得到提升，有助于提升公司持续经营能力。

## 盈利预测及投资建议：上调盈利预测，维持买入评级

考虑到重组事项落地，建工集团并表，以及公司清洁能源装机并网的持续提速，我们上调公司盈利预测，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.49/0.58/0.65 元（原预测公司 2023-2024 年 EPS 为 0.45/0.56 元），给予可比公司 2023 年平均 PE 估值 15X，对应目标市值为 251.6 亿元，下调 2023 年目标价至 7.41 元/股（原目标价为 9.17 元），维持买入评级不变。

**图表9：可比公司估值表**

	公司代码	市值（亿元）	净利润（亿元）			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
中国电建	601669.SH	1227	109	126	148	11.3	9.7	8.3
中国能建	601868.SH	865	73	78	91	11.8	11.1	9.5
长江电力	600900.SH	5021	214	295	310	23.5	17.0	16.2
龙源电力	001289.SZ	1147	51	68	80	22.4	16.8	14.4
华能水电	600025.SH	1271	69	78	86	18.3	16.3	14.8
三峡能源	600905.SH	1557	71	98	117	21.9	15.8	13.3
		<b>平均值</b>				<b>18</b>	<b>14.5</b>	<b>12.7</b>
粤水电	002060.SZ	231	3.91	16.77	19.70	59.0	13.8	10.5

资料来源：wind，中信建投

注：2023 年归母净利润为wind 一致预测，市值截至 3 月 30 日收盘

## 风险分析

- 1、清洁能源业务落地不及预期。公司签订多项清洁能源项目框架协议，储备项目丰富。但项目落地尚需经过测风、测光等，且尚需申请并网指标，若资源禀赋不及预期或并网指标无法落实等，可能会导致清洁能源业务落地不及预期。
- 2、清洁能源业务运营不及预期。清洁能源运营受多方面因素影响，若电力需求增速不及预期，或来风、光照和来水情况出现波动，可能会导致公司清洁能源项目运营效率下降，影响清洁能源项目收入及利润。
- 3、综合毛利率持续下降。工程施工业务门槛较低，市场竞争激烈，若人工费用及原材料费用持续上涨，或将降低公司工程施工毛利率；新能源业务参与方众多，市场竞争同样越来越激烈，加之国补退坡等问题，或将使公司发电业务毛利率下滑。



## 报表预测

### 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>14,866.11</b>	<b>19,694.39</b>	<b>102,112.5</b>	<b>117,429.3</b>	<b>129,172.3</b>
现金	2,855.12	4,089.58	10,534.54	12,114.73	13,326.20
应收票据及应收账款合	10,254.64	13,510.70	78,208.44	89,939.70	98,933.67
其他应收款	417.59	625.92	3,322.26	3,820.60	4,202.66
预付账款	423.86	507.80	3,623.05	4,166.51	4,583.16
存货	658.94	468.91	4,361.46	5,015.68	5,517.25
其他流动资产	255.96	491.48	2,062.76	2,372.17	2,609.39
<b>非流动资产</b>	<b>16,866.21</b>	<b>20,687.10</b>	<b>138,531.4</b>	<b>41,823.65</b>	<b>157,220.9</b>
长期投资	419.43	363.62	366.18	368.75	371.32
固定资产	10,106.99	10,698.53	29,861.98	33,020.72	54,927.43
无形资产	1,909.09	2,013.71	1,678.09	1,342.48	1,006.86
其他非流动资产	4,430.70	7,611.24	106,625.1	7,091.70	100,915.3
<b>资产总计</b>	<b>31,732.32</b>	<b>40,381.49</b>	<b>240,643.9</b>	<b>159,253.0</b>	<b>286,393.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,050.39</b>	<b>21,181.23</b>	<b>164,629.6</b>	<b>158,991.0</b>	<b>232,509.6</b>
短期借款	6,255.76	5,344.97	70,573.45	50,819.01	113,512.1
应付票据及应付账款合	4,779.81	9,501.40	42,058.29	48,367.04	53,203.74
其他流动负债	7,014.82	6,334.86	51,997.90	59,805.05	65,793.76
<b>非流动负债</b>	<b>9,561.66</b>	<b>15,056.71</b>	<b>70,398.44</b>	<b>-7,083.07</b>	<b>44,608.43</b>
长期借款	9,233.21	14,771.01	70,112.74	-7,368.77	44,322.73
其他非流动负债	328.45	285.70	285.70	285.70	285.70
<b>负债合计</b>	<b>27,612.05</b>	<b>36,237.94</b>	<b>235,028.0</b>	<b>151,908.0</b>	<b>277,118.0</b>
少数股东权益	194.86	204.33	325.05	466.83	625.10
股本	1,202.26	1,202.26	1,202.26	1,202.26	1,202.26
资本公积	647.15	647.15	647.15	647.15	647.15
留存收益	2,075.99	2,089.80	3,441.39	5,028.77	6,800.73
归属母公司股东权益	3,925.41	3,939.22	5,290.81	6,878.18	8,650.15
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,732.32</b>	<b>40,381.49</b>	<b>240,643.9</b>	<b>159,253.0</b>	<b>286,393.2</b>

### 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>846.86</b>	<b>2,200.56</b>	<b>8,974.07</b>	<b>8,325.36</b>	<b>9,684.22</b>
净利润	366.19	412.26	1,797.89	2,111.52	2,357.07
折旧摊销	777.93	983.55	1,538.97	1,710.34	2,605.27
财务费用	584.42	595.88	3,684.06	4,122.19	4,425.81
投资损失	-0.25	-7.21	-2.61	-2.61	-2.61
营运资金变动	-1,230.57	-31.10	2,246.77	379.20	293.95
其他经营现金流	349.12	247.17	-291.02	4.72	4.72
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,081.32</b>	<b>-4,247.97</b>	<b>-119,089.</b>	<b>94,995.32</b>	<b>-118,004.</b>
资本支出	1,993.30	4,455.14	119,085.0	-95,000.0	118,000.0
长期投资	-171.00	56.55	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-2,903.61	-8,759.65	-238,174.	189,995.3	-236,004.
<b>筹资活动现金流</b>	<b>152.44</b>	<b>3,418.07</b>	<b>116,560.5</b>	<b>-101,740.</b>	<b>109,531.9</b>
短期借款	1,000.29	-910.79	65,228.48	-19,754.4	62,693.09
长期借款	1,587.48	5,537.80	55,341.73	-77,481.5	51,691.49
其他筹资现金流	-2,435.33	-1,208.93	-4,009.64	-4,504.56	-4,852.65
<b>现金净增加额</b>	<b>-71.43</b>	<b>1,369.25</b>	<b>6,444.97</b>	<b>1,580.18</b>	<b>1,211.47</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

### 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>14,361.31</b>	<b>16,903.88</b>	<b>105,345.4</b>	<b>121,147.2</b>	<b>133,261.9</b>
营业成本	12,745.74	15,158.88	94,810.89	109,032.5	119,935.7
营业税金及附加	47.83	52.81	373.77	429.83	472.81
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	275.56	294.65	1,941.07	2,232.23	2,455.45
研发费用	129.15	160.12	1,053.45	1,272.05	1,465.88
财务费用	584.42	595.88	3,684.06	4,122.19	4,425.81
资产减值损失	-34.63	-75.61	-471.22	-541.91	-596.10
信用减值损失	-137.01	-111.34	-895.46	-1,029.78	-1,132.76
其他收益	17.98	22.41	19.74	19.74	19.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.25	7.21	2.61	2.61	2.61
资产处置收益	1.21	1.45	-2.77	-2.77	-2.77
<b>营业利润</b>	<b>426.39</b>	<b>485.66</b>	<b>2,135.08</b>	<b>2,506.31</b>	<b>2,796.95</b>
营业外收入	0.80	4.03	1.72	1.72	1.72
营业外支出	5.02	15.75	8.75	8.75	8.75
<b>利润总额</b>	<b>422.17</b>	<b>473.95</b>	<b>2,128.05</b>	<b>2,499.28</b>	<b>2,789.92</b>
所得税	55.97	61.68	330.16	387.76	432.85
<b>净利润</b>	<b>366.19</b>	<b>412.26</b>	<b>1,797.89</b>	<b>2,111.52</b>	<b>2,357.07</b>
少数股东损益	38.17	21.33	120.72	141.78	158.27
<b>归属母公司净利润</b>	<b>328.02</b>	<b>390.93</b>	<b>1,677.17</b>	<b>1,969.74</b>	<b>2,198.80</b>
EBITDA	1,784.52	2,053.38	7,351.09	8,331.82	9,821.01
EPS (元)	0.10	0.12	0.49	0.58	0.65

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.13	17.70	523.20	15.00	10.00
营业利润(%)	21.31	13.90	339.62	17.39	11.60
归属于母公司净利润	24.45	19.18	329.02	17.44	11.63
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.25	10.32	10.00	10.00	10.00
净利率(%)	2.28	2.31	1.59	1.63	1.65
ROE(%)	8.36	9.92	31.70	28.64	25.42
ROIC(%)	5.86	5.24	22.78	3.84	12.08
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	87.02	89.74	97.67	95.39	96.76
净负债比率(%)	306.63	386.78	2317.57	426.62	1558.00
流动比率	0.82	0.93	0.62	0.74	0.56
速动比率	0.75	0.86	0.56	0.67	0.50
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.45	0.42	0.44	0.76	0.47
应收账款周转率	1.42	1.26	1.36	1.36	1.36
应付账款周转率	3.00	1.77	2.51	2.51	2.51
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.12	0.49	0.58	0.65
每股经营现金流(最新)	0.25	0.65	2.64	2.45	2.85
每股净资产(最新摊薄)	1.07	1.16	1.56	2.03	2.55
<b>估值比率</b>					
P/E	71.08	59.64	13.90	11.84	10.60
P/B	6.43	5.92	4.41	3.39	2.70
EV/EBITDA	11.59	12.63	22.32	8.04	18.48



## 分析师介绍

### 竺劲

房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10 年证券从业经验。多次荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业）、新财富最佳分析师（房地产行业）、机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）、卖方分析师水晶球奖（房地产行业）等奖项。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层  
电话: (8610) 8513-0588  
联系人: 李祉瑶  
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号  
南塔 2106 室  
电话: (8621) 6882-1600  
联系人: 翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话: (86755) 8252-1369  
联系人: 曹莹  
邮箱: caoying@csc.com.cn

## 中信建投 (国际)

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话: (852) 3465-5600  
联系人: 刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csci.hk