

# 化学制品行业

## 陈家港化工园区停产，关注对农药供给影响

### 核心观点：

#### ● 环保高压，农药行业供给持续偏紧

我国逐渐形成了中央环保督查及回头看叠加地方自查、环保税从成本端进行环保整治，而排污许可证制度从污染源头进行环保整治的全面整治体系。农药行业具有小散乱、生产环节污染较重、多分布在生态敏感区等特点，供给端受环保监管约束明显。

根据国家统计局数据，2018年我国农药原药总产量为208.3万吨，同比下滑9.5%。受环保高压影响，我国农药原药产量自2017年开始连续两年出现明显下滑。供给偏紧背景下，农药价格自2016年下半年以来普涨。

#### ● 上市公司受益环保整治，行业集中度持续提升

截至2018年三季报，SW农药板块实现净利润89亿，同比增长28%，净利润在2017年146.9%的高增长基础仍然实现稳步增长。环保高压背景下，落后小产能生存空间持续被压缩，上市公司抓住行业机遇纷纷规划扩产，同时积极进行同行业并购整合，农药行业新建产能将于2018年下半年到2020年密集释放，支撑上市公司业绩持续增长。

#### ● 江苏拟开展安全隐患排查整治，关注对农药供给影响

受天嘉宜化工安全事故影响，江苏省环境厅要求陈家港园区全面停产，目前联化科技、江苏吴中、安诺其均已公告园区内子公司停产，相关农药品种短期供给受到影响。根据我们统计，园区停产对农药品种联苯菊酯、异噁草松、烯草酮、硝磺草酮；中间体BF腈、CCMP影响较大。

江苏省拟从3月22日至5月底在全省范围内开展化工企业环境安全隐患排查整治专项行动，后续关注对农药供给的影响。江苏是我国农药大省，后续关注产能占比较大的品种如毒死蜱、百草枯、吡虫啉等。

#### ● 行业需求相对刚性，农产品价格处于底部

全球农药市场容量变动主要与五大经济作物（小麦、稻米、玉米、大豆、棉花）种植面积变动正相关，受各国出台的农业保护政策影响，全球农作物播种面积波动较小，农药整体需求较为刚性。

我国农药原药70%用于出口，2018年我国农药原药出口149万吨，同比下滑8.7%。出口负增长主要由于环保高压下企业供应不足导致，随着上市公司新建产能释放，未来有望改善。

● **产业链上市公司：**扬农化工、海利尔、百傲化学、先达股份、利民股份等。

● **风险提示：**1、因为环保督查低于预期，导致不合规或者排污不达标企业复产，从而引起原材料及农药产品价格大幅波动；2、因环保、安全等因素，导致企业开工率出现持续下滑；3、全球经济持续低于预期或人民币汇率大幅波动，导致观经济低于预期，出口数量等下滑。

### 行业评级

买入

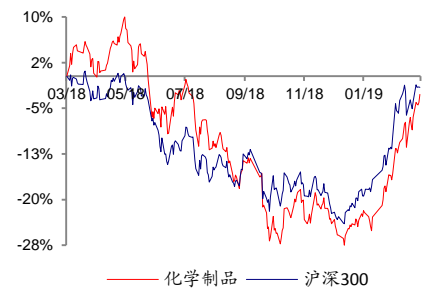
前次评级

买入

报告日期

2019-03-26

### 相对市场表现



分析师：

郭敏



SAC 执证号：S0260514070001



021-60750613



gzguomin@gf.com.cn

分析师：

王玉龙



SAC 执证号：S0260518070002

SFC CE No. BNX005



021-60750613



wangyulong@gf.com.cn

请注意，郭敏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：

联系人：

吴鑫然 0755-88286915

wuxr@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/25	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
国瓷材料	300285.SZ	买入	人民币	21.37	23.80	0.85	0.85	25.3	25.1	23.6	18.2	16.9	14.5
道恩股份	002838.SZ	买入	人民币	22.13		0.50	0.77	44.7	28.8	36.4	24.7	11.4	15.1
百合花	603823.SH	增持	人民币	18.46		0.96	1.15	19.3	16.1	10.3	8.1	14.5	14.8
中泰化学	002092.SZ	增持	人民币	9.53		1.18	1.30	8.1	7.3	7.3	6.8	12.1	11.8
三友化工	600409.SH	买入	人民币	6.99		1.01	1.06	6.9	6.6	4.3	3.7	17.3	15.3
国恩股份	002768.SZ	买入	人民币	25.70		1.10	1.37	23.3	18.8	15.8	12.8	14.7	15.4
强力新材	300429.SZ	买入	人民币	4.37		0.27	0.38	16.0	11.6	9.0	6.7	10.8	13.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 目录索引

一、环保高压，农药行业供给持续偏紧.....	5
1.1 环保持续高压，农药价格普涨.....	5
1.2 行业供给收缩，龙头市占率提升 .....	6
1.3 江苏拟开展安全隐患排查整治，关注对农药供给影响 .....	7
二、行业需求相对刚性，农产品价格处于底部.....	9
三、产业链上市公司 .....	10
四、风险提示 .....	11

## 图表索引

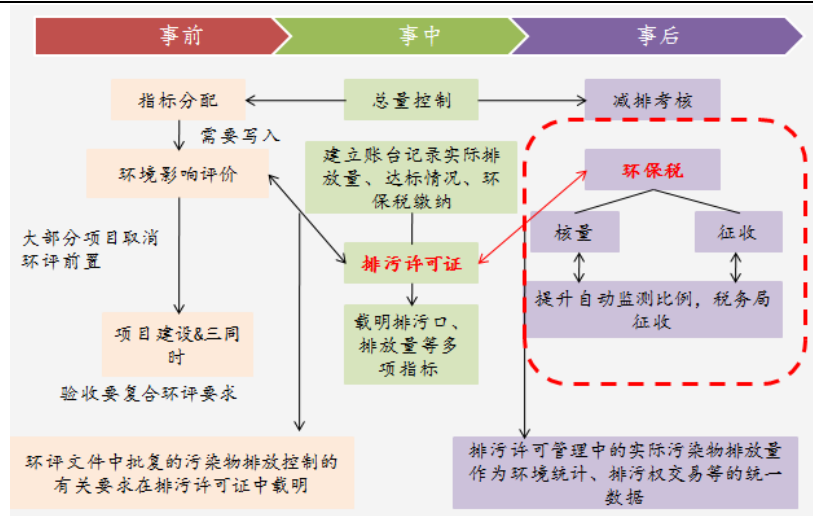
图 1 我国逐渐建成全面的污染防治管理体系 .....	5
图 2 农药及中间体价格自 2016 年下半年持续上涨 .....	5
图 3 我国农药原药产量情况 .....	6
图 4: SW 农药板块营业收入增长情况 .....	6
图 5: SW 农药板块净利润增长情况 .....	6
图 6: 我国农药企业分省数量及占比情况 .....	8
图 7: 全球主要农作物播种面积 (百万公顷) .....	9
图 8: 主要农产品价格处于底部 (美分/蒲式耳) .....	9
图 9: 我国主要农产品年末库存/消费量情况 (%) .....	9
图 10 我国农药原药出口情况 .....	10
表 1: 主要农药上市公司扩产计划 .....	7
表 2: 陈家港化工园区前期复产的主要农药及中间体企业 .....	7
表 3: 陈家港园区关停影响较大农药品种 (产能单位: 吨) .....	8
表 4: 江苏省产能占比较大的农药大品种 .....	9

## 一、环保高压，农药行业供给持续偏紧

### 1.1 环保持续高压，农药价格普涨

我国已经形成了较为全面的环保整治体系，农药行业供给受较大影响。2016年以来，在“绿水青山就是金山银山”的指导思想下，我国逐渐形成了中央环保督查及回头看叠加地方不定期自查、环保税从成本端进行环保整治，而排污许可证制度从污染源头进行环保整治的全面整治体系。农药行业具有行业小散乱、生产环节污染较重、多分布在生态敏感区等特点，供给端受环保监管约束明显。

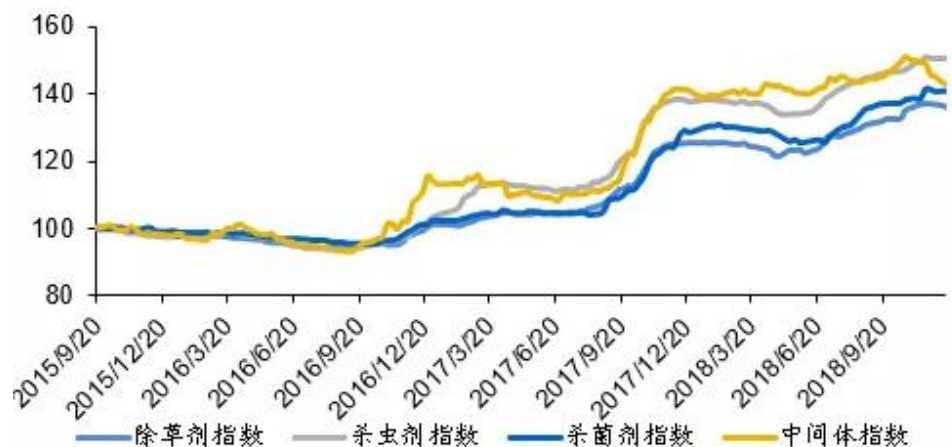
图 1 我国逐渐建成全面的污染防治管理体系



数据来源：生态环境部官网、广发证券发展研究中心

农药价格自2016年下半年以来普涨。2016年下半年以来，受国内环保整治影响，农药中小产能被关停整改较多，原药供应收紧明显；此外，国内中间体小企业的生产受到严重影响，大幅推高中间体价格，进而影响原药企业的原材料采购，进一步推高了原药价格。

图 2 农药及中间体价格自 2016 年下半年持续上涨

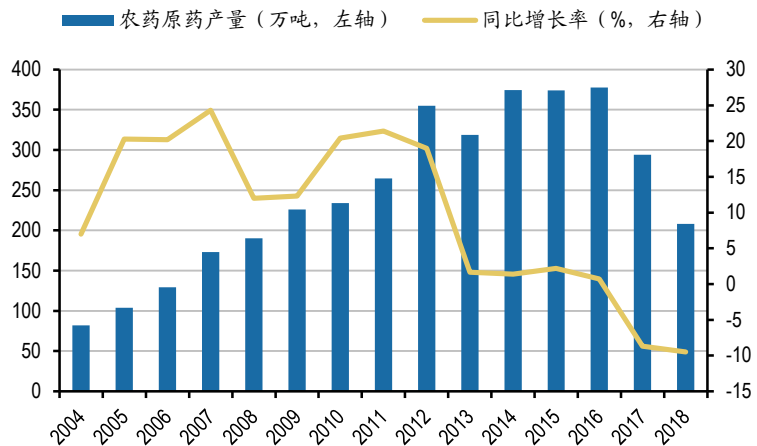


数据来源：中农立华、广发证券发展研究中心

## 1.2 行业供给收缩，龙头市占率提升

农药原药供给收缩明显。根据国家统计局数据，2018年我国农药原药总产量达到208.3万吨，同比下滑9.5%。受环保高压影响，我国农药原药产量自2017年开始连续两年出现明显下滑。

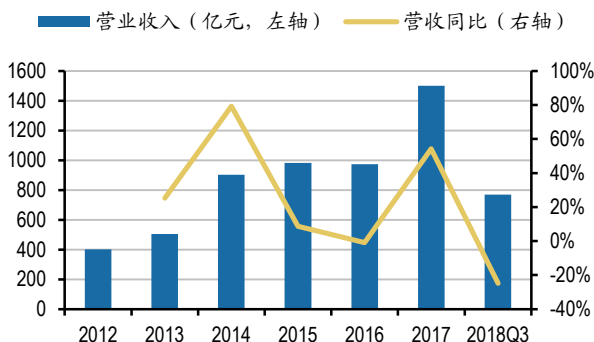
图3 我国农药原药产量情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

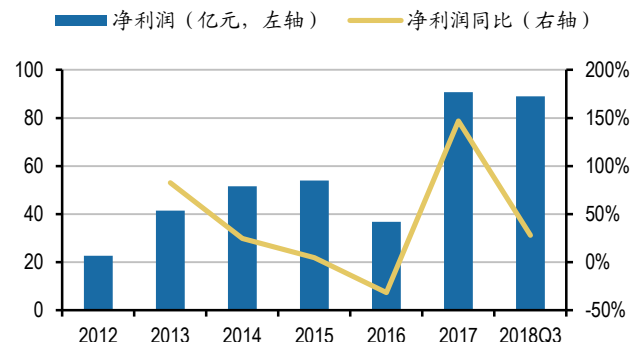
农药上市公司显著受益于本轮环保整治。本轮环保整治通过两种路径影响行业，一方面生产乱象得到抑制，小产能开工受限，环保成本上升而逐渐退出；另一方面产品供不应求导致价格上涨，规范大企业受环保整治影响较小，“量价齐升”实现利润增长。行业利润向大中型优势企业集中，主要上市公司业绩明显增长。截至2018年三季报，SW农药板块实现营收769.4亿，同比下滑24.9%，SW农药板块实现净利润89亿，同比增长28%；前三季度营收下滑可能是由于2018年4月份起在以苏北环保风暴为代表的全国环保整治背景下，部分企业开工受到限制；净利润在2017年146.9%的高增长基础上仍然实现稳步增长。

图4: SW农药板块营业收入增长情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5: SW农药板块净利润增长情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

上市公司持续扩产，农药集中度有望进一步提升。农药行业景气度自2017年以来明显回升，环保高压背景下，落后小产能生存空间持续被压缩。上市公司税收、

环保规范，技术、资金优势明显，抓住行业机遇纷纷规划扩产，同时积极进行同行业并购整合，农药行业新建产能将于 2018 年下半年到 2020 年密集释放，支撑上市公司业绩增长，行业集中度也将进一步提高。

**表1：主要农药上市公司扩产计划**

上市公司	扩产计划
海利尔	公司规划 7000 吨/年水剂项目、2000 吨/年丙硫菌唑原药项目以及 50000 吨/年水溶肥项目的建设，同时布局第二代烟碱类新产品噻虫嗪、噻虫胺及第三代烟碱类新产品呋虫胺，共计年产 3500 吨规模；丙硫菌唑与新烟碱项目已于 2018 年二季度开工建设。
利尔化学	公司规划广安基地新建 1000 吨/年丙炔氟草胺、10000 吨/年草铵膦和 1000 吨/年氟环唑项目，预计将于 2019 年全逐渐投产。
广信股份	公司 2018 年规划新投两大产品（吡唑醚菌酯、噁唑菌酮），三大工程（热电联产、码头项目、研发中心），全部项目共约使用 3 年时间建成达产；期中邻苯二胺技改项目、部分对邻硝基氯化苯项目、东至热电联产项目将于 2018 年优先投放。
扬农化工	公司正全力推进优嘉三期项目，同时根据市场情况，新增 3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯、200 吨/年羟吡啶酯项目，有望于 2020 年逐渐投产。
利民股份	公司新河 1 万吨/年百菌清已于 10 月份投产，双吉的 1 万吨代森类项目预计今年年底投产，今明两年产能增长显著；本部新建 1000 吨吡唑醚菌酯目前通过环评，500 吨的苯醚甲环唑预计今年年底开工建设，规划新建的 3.5 万吨代森锰锌项目目前在环评阶段；此外，公司计划现金收购老牌农药企业威远生化。
先达股份	公司在辽宁葫芦岛投资 7.7 亿元建设 6000 吨原药、10000 吨制剂，包括烯草酮、烯酰吗啉、甲氧咪草烟及小产品 4 个原药车间，计划于 19 下半年投产。
百傲化学	公司募投项目年产 7500 吨 CIT/MIT、500 吨 OIT、2000 吨 BIT 系列产品建设项目预计将于 2019 年上半年投产，将有效解决目前杀菌剂产能不足的问题。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 1.3 江苏拟开展安全隐患排查整治，关注对农药供给影响

**事件：**据新华社报道，2019年3月21日江苏盐城市响水县陈家港镇天嘉宜化工有限公司化学储罐发生爆炸事故，并波及周边16家企业。江苏省环境厅3月22日公告要求陈家港园区全面停产，目前联化科技、江苏吴中、安诺其均已公告园区内子公司进入停产状态，相关农药品种短期供给将受到影响。

根据响水县政府网站信息，陈家港园区目前共有56家企业，2018年受苏北环保风暴影响，园区全面停产整顿，自2018年8月起19家企业整改完成后陆续复产。受爆炸事件影响，陈家港化工园区目前已经全面停产。

**表2：陈家港化工园区前期复产的主要农药及中间体企业**

生产企业	主要产品
盐城南方化工	联苯菊酯、烯草酮、噻草酮、氟噻草胺等
天容集团	杀虫单、杀螟丹、杀虫环等
绿利来	乙草胺、丁草胺、灭草松等
响水中山生物	莠灭净、灭草松、双氟磺草胺等
江苏威耳化工	CCMP、乙螨唑、氟啶虫酰胺、呋虫胺等
盐城联化	邻氯苯腈、对氯苯腈、联苯醇、农药中间体

数据来源：响水县政府官网，广发证券发展研究中心

短期关注受陈家港园区停产边际影响较大的农药品种。根据我们统计，园区停产对农药品种联苯菊酯、异噁草松、烯草酮、硝磺草酮；中间体BF腈、CCMP影响较大。

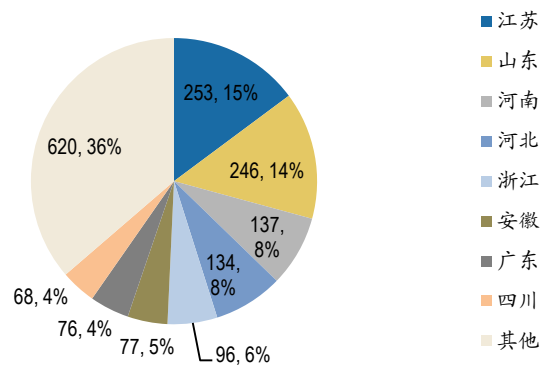
表3: 陈家港园区关停影响较大农药品种 (产能单位: 吨)

产品名称	主要用途	主要园区企业	相关产能	全国产能
联苯菊酯	杀虫剂	南方化工	500	约 3600
异噁草松	除草剂	江苏联化	1500	6800
烯草酮	除草剂	南方化工	1200	11000
硝磺草酮	除草剂	中山生物	3000	5600
BF 腈	工业杀菌剂、染料中间体等	江苏联化、盐城联化	17500	约 40000
CCMP	杀虫剂吡虫啉中间体	威耳化工	1800	35000

数据来源：响水县政府官网，百川资讯，公司公告，广发证券发展研究中心

江苏拟开展安全隐患排查，关注对农药供给影响。江苏是我国农药大省，根据工信部统计，2017年全国农药企业数量为1707家，其中江苏253家，占比14.8%，其次是山东省246家。农药生产过程中会产生大量废水，江苏省内农药企业主要分布在生态敏感区如苏北连云港、徐州、淮安、苏南长江及太湖流域。

图 6: 我国农药企业分省数量及占比情况



数据来源：工信部，广发证券发展研究中心

2018年4月，央视报道灌河口三个化工园区（燕尾港、堆沟港和陈家港）存在工业废水、化工废料非法偷排的环境污染问题，苏北灌云、灌南、响水、滨海四园区开展全面停产排查，相关企业自三季度末开始逐渐复产，此次安全事故或将影响相关企业复产进度甚至引发新一轮停产改造。3月22日上午，江苏省生态环境厅紧急召开全省化工企业环境安全隐患排查整治专项行动部署会，要求各地自即日起至5月底，在全省范围内开展化工企业环境安全隐患排查整治专项行动。3月25日，国务院安委会发出紧急通告，全面开展危险化学品安全隐患集中排查整治，持续加大安全执法力度。



表4: 江苏省产能占比较大的农药大品种

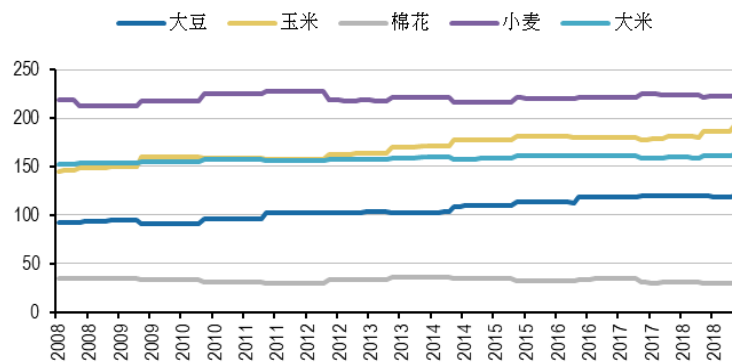
产品名称	江苏产能(千吨)	全国产能占比
毒死蜱	73	76%
百草枯	24	54%
吡虫啉	11	39.7%
草铵膦	11	29.1%
草甘膦	182	24.2%

数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

## 二、行业需求相对刚性, 农产品价格处于底部

农药需求相对稳定。全球农药市场容量变动主要与五大经济作物(小麦、稻米、玉米、大豆、棉花)种植面积变动正相关, 受各国出台的农业保护政策影响, 全球农作物播种面积波动较小, 农药整体需求较为刚性。

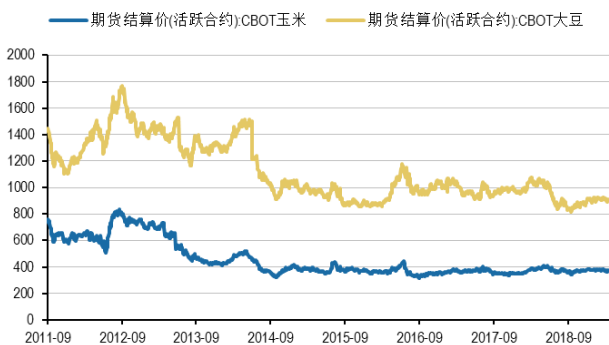
图 7: 全球主要农作物播种面积(百万公顷)



数据来源: WIND, USDA, 广发证券发展研究中心

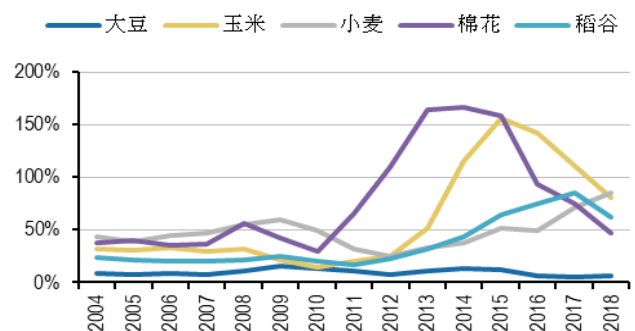
农产品价格目前处于底部。农产品价格通过影响农民种植收益, 进而影响次年种植面积以及农户在农化产品投入积极性; 2013年以来主要农产品价格持续低迷, 目前库销比等关键指标有所改善, 农产品价格有底部复苏迹象。

图8: 主要农产品价格处于底部(美分/蒲式耳)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

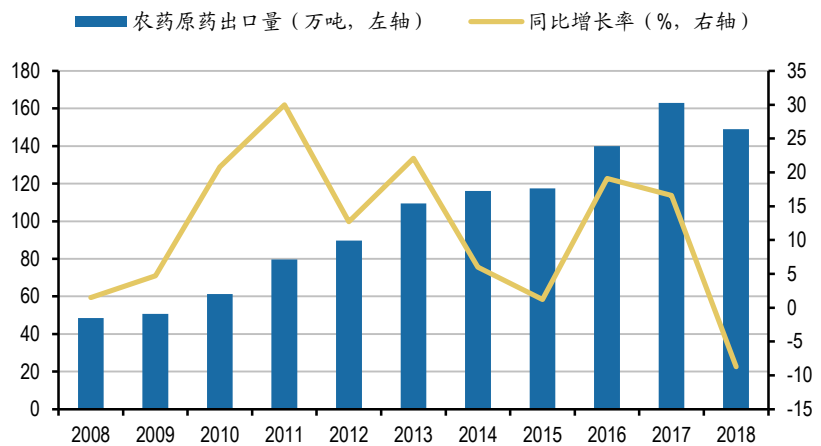
图9: 我国主要农产品年末库存/消费量情况(%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

**出口是我国农药需求增长主要引擎。**我国农药主要用于出口，根据国家统计局数据，2018年我国农药原药出口占比达到71.5%。近年来我国农药出口一直保持较高速增长，即使在2008~2009年金融危机以及2014~2015年全球农化行业周期底部情况下，依然实现正增长。2018年我国农药原药出口149万吨，同比下滑8.7%，尽管2016~2017年海外农化巨头经历一波补库存透支了部分需求，但我们认为出口数据的下滑主要原因在于国内环保高压的形势下，国内农药原药生产受限从而导致供应不足，考虑到主要农药公司自2018年以来持续释放新建产能，未来出口有望重新恢复正增长。

图 10 我国农药原药出口情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### 三、产业链上市公司

#### 扬农化工 (600486.SH)

公司是国内杀虫剂、除草剂行业龙头。杀虫剂方面，公司拥有国内规模最大、配套最全的拟除虫菊酯产业链，各类菊酯产能超过8000吨并配套5000吨贲亭酸甲酯，其中卫生菊酯国内市场占有率高达70%；除草剂方面，公司是全球麦草畏第一大生产商，拥有2万吨麦草畏产能，同时拥有3万吨草甘膦产能。公司目前正全力推进优嘉三期项目，同时根据市场情况，新增3800吨/年联苯菊酯、1000吨/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯、200吨/年羟吡啶酯项目，有望于2020年逐渐投产。

#### 海利尔 (603639.SH)

公司是国内吡虫啉行业龙头，现有吡虫啉产能2500吨/年、啶虫脒产能1200吨/年和中间体CCMP产能2500吨/年，兼具制剂与原药产能，并配套中间体CCMP，形成了“中间体-原药-制剂”一体化产业链。公司1000吨吡啶醚菌酯项目已于2017年底率先投产，产能负荷持续提升，逐渐贡献业绩增量。此外，公司公告丙硫菌唑、新一代烟碱产品噻虫嗪、呋虫胺项目于2018年二季度已开工建设，公司近期与青岛平度化工园区签订意向协议，制剂项目有望落地，多个项目持续推进保障公司未来长期成长性。

### 百傲化学 (603360.SH)

公司是国内异噻唑啉类工业杀菌剂行业龙头，目前拥有异噻唑啉酮类杀菌剂 CIT/MIT（含MIT）、OIT产能分别为15000吨、500吨，公司产品供不应求，各产品产能利用率均接近或超过100%。公司募投项目7500吨CIT/MIT、500吨OIT、2000吨BIT以及10000吨F腈中间体预计将于2019年逐渐投产，有效解决杀菌剂产能不足问题。

### 先达股份 (603086.SH)

公司主要从事高效低毒除草剂生产与销售，2018年中报除草剂占公司收入76%，兼营杀菌剂和中间体业务。公司目前具有1100吨烯草酮、3500吨异噁草松、1000吨咪草烟、500吨灭草烟产能，细分领域竞争优势明显，目前烯草酮产量全国第一、异噁草松产量全国第二。公司在辽宁葫芦岛投资7.7亿元建设6000吨原药、10000吨制剂，包括烯草酮、烯酰吗啉、甲氧咪草烟及小产品4个原药车间，计划于19下半年投产，保障未来持续成长。

### 利民股份 (002734.SZ)

公司主营业务以杀菌剂为主，目前具有4万吨代森锰锌、3万吨百菌清、2000吨霜脲氰、5000吨三乙磷酸铝、1000吨嘧霉胺产能，此外还具有1000吨除草剂硝磺草酮产能。公司主营产品产能和市占率均居国内前列，其中代森锰锌、霜脲氰、嘧霉胺、三乙磷酸铝均为国内规模最大，百菌清全球产能最大，产品定价能力强。公司新增苯醚甲环唑产能500吨有望在19年三季度完成投产，二期500吨产能预计2020年落地；新建1000吨吡唑醚菌酯项目则有望在2020投产；此外，公司拟收购老牌农药产商威远生化，布局阿维菌素、草铵膦等产品。

## 四、风险提示

- 1、因为环保督查影响持续低于预期，导致不合规或者排污不达标企业复产，从而引起原材料价格、及农药产品价格大幅波动；
- 2、化工企业因为环保、安全等因素，导致企业开工率出现持续下滑，企业盈利出现大幅波动；
- 3、全球经济持续低于预期或人民币汇率大幅波动，导致宏观经济低于预期，出口数量下降。

## 广发基础化工行业研究小组

- 郭敏：首席分析师，同济大学材料学硕士，7年基础化工和新材料行业研究经验，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 王玉龙：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，3年基础化工和新材料行业研究经验，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：联系人，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 何雄：联系人，剑桥大学材料化学博士，2018年进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 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性

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。