

万华化学 (600309)

万华化学百万吨乙烯项目盈利预测及敏感性分析

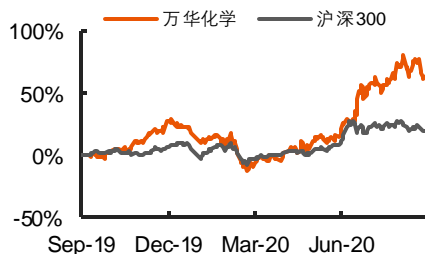
推荐 (维持)

现价: 70.32 元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.whchem.com
大股东/持股	烟台国丰投资控股集团有限公司 /21.59%
实际控制人	烟台市人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	3,140
流通 A 股(百万股)	1,424
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	2,207.87
流通 A 股市值(亿元)	1,001.19
每股净资产(元)	13.16
资产负债率(%)	62.7

行情走势图



相关研究报告

- 《万华化学*600309*疫情影响上半年业绩,仍看好公司长期投资价值》 2020-08-20
- 《万华化学*600309*业绩短期下行不改长期成长性,夯实基础等待冬去春来》 2020-04-03
- 《万华化学*600309*福建公司成立,将成为公司第三个异氰酸酯生产基地》 2020-03-04
- 《万华化学*600309*万华的战略三板斧:自主创新、产业延伸、走向国际》 2020-02-24

证券分析师

刘永来 投资咨询资格编号
S1060520070002
LIUYONGLAI647@PINGAN.COM.CN



投资要点

事项:

万华化学100万吨乙烯项目进展顺利,预计四季度将正式投产。

平安观点:

- **万华乙烯项目成本优势显著,投产后利于各版块协同:** 万华百万吨乙烯项目主要建设年产 100 万吨乙烯装置及下游衍生产品,成本优势突出,主要表现在: 1) 轻烃裂解路线本身就比石脑油和轻柴油裂解工艺收率高、成本低; 2) 万华在 LPG 采购上具有较强的议价能力; 3) 公司巨大的 LPG 储存能力使其可以灵活地应对 LPG 市场的价格波动,降低采购成本。乙烯项目的投产将有利于完善万华烟台工业园聚氨酯产业链一体化,有利于解决工业园聚醚多元醇生产过程中需要的原料环氧乙烷、环氧丙烷,并可以消耗异氰酸酯产业链的副产品 HCl,推动产业平衡发展。
- **乙烯项目的盈利中枢历史回测结果为 27.63 亿元:** 利用历史回测法预测万华化学乙烯项目的盈利中枢大约为 27.63 亿元,现金流中枢大约为 40.23 亿元,以 2019 年 100 亿左右的净利润和 45 亿左右的期末现金余额为基准,乙烯项目的投产将给公司带来近 30%的业绩增幅(长期年化),同时也将极大地补充公司的现金流(长期年化)。
- **投资建议:** 公司是全球聚氨酯、石化和新材料行业的龙头企业,其中乙烯项目的顺利投产和正常运营预计将为公司贡献新的业绩增长点和利润增幅。根据我们的预测,净利润增幅大约在 30%左右(长期年化)。三季度以来聚氨酯行业逐渐走出疫情的影响,近期 MDI 和聚醚等产品价格持续反弹,根据市场和公司最近的基本运行状况,我们维持公司 2020-2022 年的归母净利润预测为 82、112 和 141 亿元,对应的 EPS 分别为 2.60、3.56 和 4.49 元,对应的 PE 分别为 27、20 和 16 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 下游行业增速下滑; 2) 竞争加剧影响盈利; 3) 疫情继续恶化影响公司业务; 4) 中东原料供应如不稳定,将影响企业运行。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	72,837	68,051	67,000	87,094	106,658
YoY (%)	37.1	-6.6	-1.5	30.0	22.5
净利润(百万元)	15,566	10,130	8,179	11,169	14,091
YoY (%)	39.8	-34.9	-19.3	36.6	26.2
毛利率(%)	35.5	28.0	26.6	26.7	26.7
净利率(%)	21.4	14.9	12.2	12.8	13.2
ROE(%)	40.6	24.1	18.7	21.0	21.6
EPS(摊薄/元)	4.96	3.23	2.60	3.56	4.49
P/E(倍)	14.2	21.8	27.0	19.8	15.7
P/B(倍)	5.8	5.2	4.8	4.0	3.4

正文目录

一、 万华化学百万吨乙烯项目简介	4
1.1 万华化学乙烯项目简介	4
1.2 低成本优势、产业链协同效应	5
二、 百万吨乙烯项目盈利预测及敏感性分析	6
2.1 假设条件	6
2.2 基准情境下，乙烯项目的盈利中枢回测结果为年化 27.63 亿元.....	6
三、 投资建议	9
四、 风险提示	9

图表目录

图表 1	公司的业务板块及主要产品	4
图表 2	万华化学乙烯项目与丙烷脱氢、聚氨酯和新材料板块的协同.....	5
图表 3	中国 LPG 主要进口来源国	5
图表 4	中国 LPG 主要下游应用	5
图表 5	万华乙烯项目盈利中枢历史回测结果（亿元）.....	7
图表 6	盈利（亿元）vs 开工负荷（LPG 成本折扣=85%）.....	7
图表 7	盈利（亿元）vs LPG 成本折扣（开工负荷=90%）.....	7
图表 8	盈利中枢二维分布矩阵（亿元）.....	8
图表 9	现金流中枢二维分布矩阵（亿元）.....	8

一、万华化学百万吨乙烯项目简介

1.1 万华化学乙烯项目简介

万华化学是我国化工行业的龙头，公司业务主要分为三大板块：

- 聚氨酯业务：涵盖 MDI、TDI、聚醚多元醇等聚氨酯产业集群；
- 石化业务：丙烯及其下游的丙烯酸及酯、环氧丙烷，目前在建的乙烯及其下游 LLDPE 和环氧乙烷等；
- 精细化学品及新材料业务：主要涵盖聚碳酸酯、SAP、水性 PUD、PA 乳液、TPU、ADI 系列等。

万华的产品种类繁多，应用广泛，其主要的下游应用包括生活家居、运动休闲、汽车交通、建筑工业和电子电器等。

图表1 公司的业务板块及主要产品



备注：乙烯项目计划 2020 年四季度投产

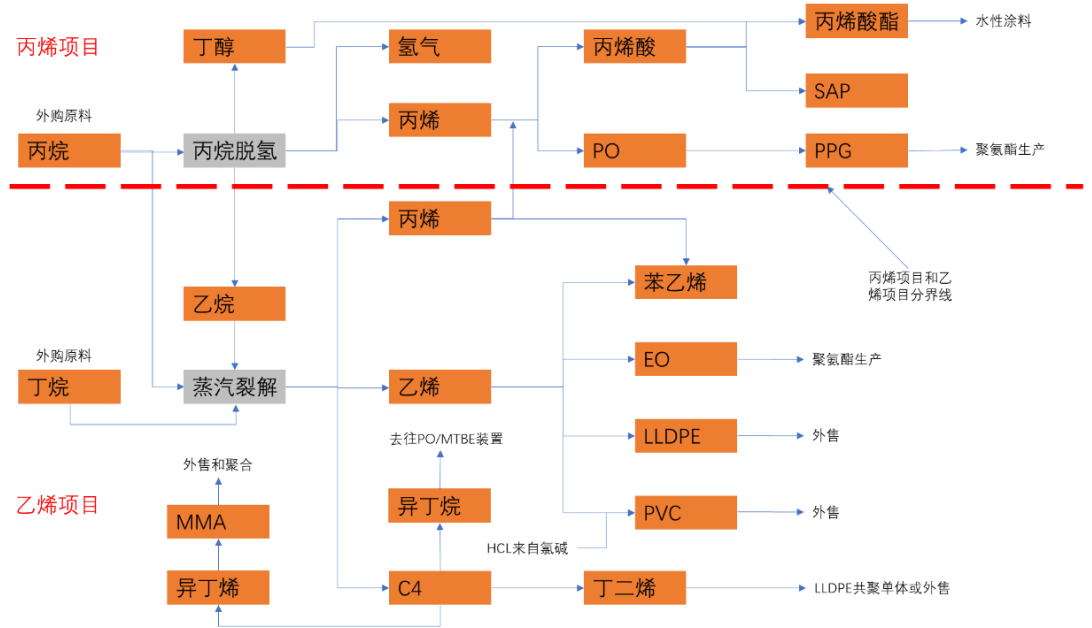
资料来源：公司公告、平安证券研究所

万华化学涉足石化业务的目的是为了跟聚氨酯业务相配套，由于丙烷脱氢和轻烃裂解等工艺相比石脑油裂解具有原料供应和生产成本优势，因此万华的丙烯板块主要采用先进的丙烷脱氢工艺，而在建的乙烯项目主要采用蒸汽裂解液化气（丙烷）工艺。

现有丙烯及其下游产品不但给万华带来新的利润增长点，而且实现了跟聚氨酯板块的协同效应，举例来说，丙烯项目的产品环氧丙烷是聚醚的原料，丙烯酸酯是万华功能化学品和先进材料业务的原料，聚氨酯业务副产的丁醇和氢气可以作为石化业务的原料或者燃气。

而乙烯项目建成之后，不但实现了跟丙烯业务的板块内协同（比如丙烷脱氢副产乙烷可用作蒸汽裂解原料、乙烯副产丙烯可用作环氧丙烷原料），而且乙烯项目出产的 EO、MMA 等化学品也会跟聚氨酯板块、功能化学品和新材料板块实现协同。

图表2 万华化学乙烯项目与丙烷脱氢、聚氨酯和新材料板块的协同



资料来源：公司公告、平安证券研究所

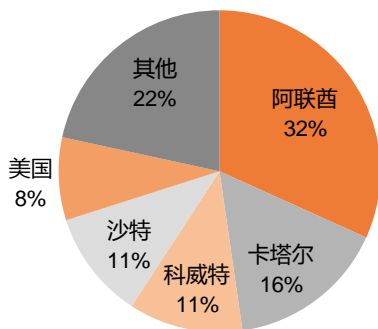
百万吨乙烯项目位于万华烟台工业园。万华烟台工业园是万华化学在亚太地区规模最大、水平最高、最具竞争力的生产基地，工业园总占地面积 12 平方公里，规划总投资 1100 亿元，其中投资 300 亿元的一期工程“老厂搬迁及 MDI 一体化项目”和“环氧丙烷及丙烯酸酯一体化项目”已经于 2015 年顺利建成投产，并取得良好收益。而二期工程包括乙烯、聚氨酯产业链和化工新材料等二十多个项目，目前正在稳步推进中，建成达产后将进一步提升万华的市场竞争力。

作为万华烟台工业园二期工程的核心--百万吨乙烯项目，总投资 168 亿元，占地 2400 亩，主要建设年产 100 万吨乙烯装置、年产 45 万吨 LLDPE 装置、年产 40 万吨 PVC 装置、年产 15 万吨 EO 装置、年产 30 及 65 万吨 PO/SM 装置、年产 5 万吨丁二烯装置以及相关配套辅助工程。

1.2 低成本优势、产业链协同效应

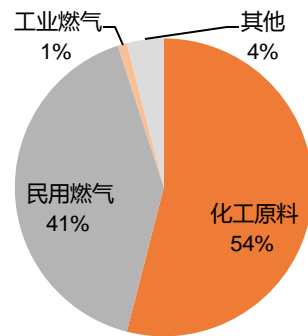
万华乙烯项目具有较大的成本优势，成本优势主要来自于三个方面：

图表3 中国 LPG 主要进口来源国



资料来源：海关总署、平安证券研究所

图表4 中国 LPG 主要下游应用



资料来源：石化联合会、平安证券研究所

- 1) 首先万华采用的轻烃（以 LPG 或丙烷为原料）裂解路线本身就比石脑油和轻柴油裂解工艺收率高，平摊到单吨烯烃上的成本相对较低；
- 2) 其次因为海外采购量巨大，万华在 LPG 采购上具有较强的议价能力。2016 年 2 月万华获得沙特阿美 CP 价格推荐权，成功进入中东 LPG 行业基准价格决策委员会，成为第一家获得 CP 价格推荐权的中国企业。作为国际液化气市场的基准价格之一，沙特阿美的 CP 合同价格广泛应用在中国的液化气进出口贸易和采购环节，万华获得 CP 价格推荐权将极大提升公司在国际液化气市场的议价能力，同时帮助万华获得稳定的原料供应。
- 3) 万华控制石化成本的另一大法宝是其总容量 240 万立方米的 LPG 地下储藏库，该储藏库毗邻港口设施和泊位，还有 13 个地上压力球罐和自有 10 万吨级码头。由于 LPG 价格具有明显的季节性，往往冬天价格较高，而夏天价格较低，公司巨大的 LPG 储存能力使其可以灵活地应对 LPG 市场的价格波动，降低采购成本。

乙烯项目的投产将有利于完善万华烟台工业园聚氨酯产业链一体化，有利于解决工业园聚醚多元醇生产过程中需要的原料环氧乙烷、环氧丙烷，并可以消耗异氰酸酯产业链的副产品 HCl，推动产业平衡发展。同时该项目还采用国际最先进工艺和万华自主研发的环保法 PO/SM 技术，致力打造国内最高水平的乙烯产业链，填补国内空白，打破国外垄断。

二、 百万吨乙烯项目盈利预测及敏感性分析

2.1 假设条件

乙烯项目将为公司带来多少业绩增量是市场上普遍关注的核心问题。我们利用 2011 至今的产品和原料的历史数据进行回测，计算出项目在不同条件下的盈利中枢。预测用到的主要假设如下：

- 1) 乙烯项目的原材料部分来自现有聚氨酯和丙烷脱氢业务的副产，乙烯项目的产品部分供聚氨酯、石化和新材料板块内部使用，为简化起见，原材料和产品价格统一按市场价格进行计算。
- 2) 产品价格和原材料价格使用 Wind 数据库 2011-2020 年 9 月份的市场价格，对于乙烷、加氢汽油和抽余碳四等缺少历史价格的产品，按照原材料、相关产品的价格进行估算。
- 3) 不考虑历史上原材料和产品的相关税率的调整，丙烷关税假设为 1%，丙烷的增值税假设为 9%，产品的增值税假设为 13%
- 4) 销售费用、财务费用和管理费用以及所得税率等参数按照公司历史比率进行估算
- 5) 乙烯项目不考虑研发费用、资产减值、对外投资收益等不适用的利润表要素
- 6) 不考虑公司利用 200 多万方的 LPG 洞库进行 LPG 贸易的利润

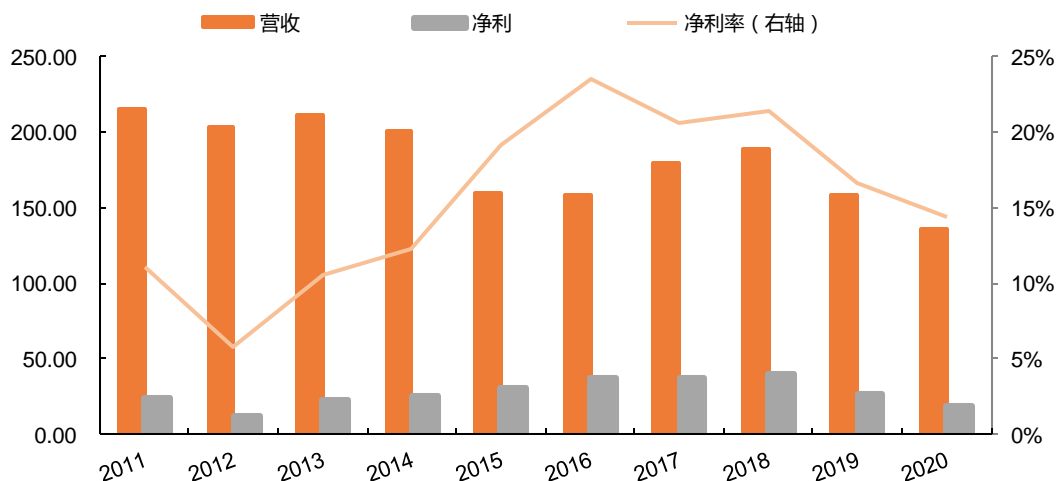
2.2 基准情境下，乙烯项目的盈利中枢回测结果为年化 27.63 亿元

由于本研究使用历史回测法，即原材料成本和产品价格已经确定。因此影响乙烯项目盈利的诸多变量中，我们认为项目的开工负荷以及项目实际 LPG 成本相对于 LPG 年度市场价格的折扣是影响乙烯项目盈利的最关键变量，因此我们研究了这两个变量共 99 种组合下，乙烯项目盈利中枢的变化。

同时我们结合行业具体情况和公司的 LPG 洞窟容量，假设项目开工负荷 90%和 LPG 成本折扣为 85%为项目的基准假设情景。在基准假设情景下，2011-2020 年（2020 年数据为截止 9 月前三周数据）的营收中枢分别为 216、204、212、201、159、158、180、190、159 和 135 亿元，十年均值为

181 亿元；净利润中枢分别是 24.02、11.74、22.24、24.83、30.56、37.13、37.20、40.67、26.38 和 19.44 亿元，十年均值为 27.63 亿元。

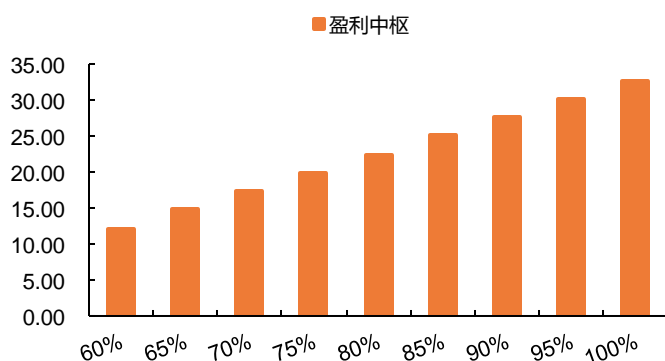
图表5 万华乙烯项目盈利中枢历史回测结果 (亿元)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

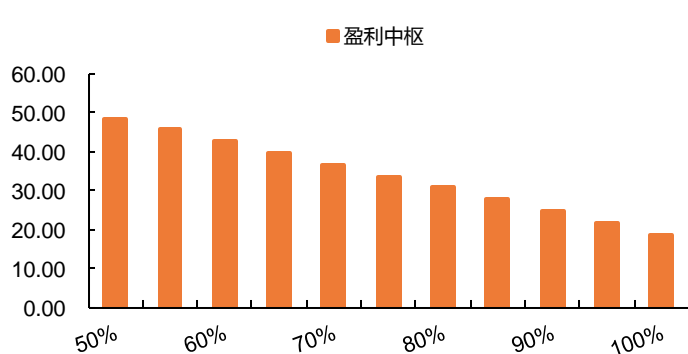
在 LPG 折扣为 85%的基准情景下，盈利中枢十年均值随着开工负荷的增长而增长，每上升 5 个百分点，盈利中枢大约增加 2.57 亿元；在开工负荷为 90%的基准情景下，盈利中枢随着 LPG 成本折扣 (定义为实际采购成本和年度市场均价的比值) 的上升而下降，其中成本折扣每上升 5 个百分点，盈利中枢下降 2.97 亿元。

图表6 盈利 (亿元) vs 开工负荷 (LPG 成本折扣=85%)



资料来源：平安证券研究所

图表7 盈利 (亿元) vs LPG 成本折扣 (开工负荷=90%)



资料来源：平安证券研究所

我们计算了开工负荷 (60%-100%每隔 5%取点) 和 LPG 折扣 (50%-100%每隔 5%取点) 组合的 99 种假设情景下盈利中枢和现金流中枢的变化，并把回测结果排列为矩阵，显而易见，当开工负荷最低且 LPG 实际成本等于市场价格的时候，得到最低盈利中枢为 6.24 亿元；当开工负荷最高且 LPG 享受到最佳成本优惠的时候，得到最高盈利中枢为 55.88 亿元。同时考虑行业和公司特点，我们认为开工负荷位于 85%-95%且 LPG 折扣位于 75%-95%是最为可能的区间，因此盈利中枢大概率位于 19.44 亿元-36.47 亿元区间。

图表8 盈利中枢二维分布矩阵(亿元)

	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
50%	26.04	29.77	33.50	37.23	40.96	44.69	48.42	52.15	55.88
55%	24.06	27.63	31.19	34.76	38.32	41.89	45.45	49.02	52.58
60%	22.08	25.48	28.88	32.28	35.68	39.08	42.48	45.88	49.28
65%	20.10	23.34	26.57	29.81	33.04	36.28	39.51	42.75	45.98
70%	18.12	21.19	24.26	27.33	30.40	33.47	36.54	39.61	42.68
75%	16.14	19.04	21.95	24.85	27.76	30.66	33.57	36.47	39.38
80%	14.16	16.90	19.64	22.38	25.12	27.86	30.60	33.34	36.08
85%	12.18	14.75	17.33	19.90	22.48	25.05	27.63	30.20	32.77
90%	10.20	12.61	15.02	17.43	19.84	22.24	24.65	27.06	29.47
95%	8.22	10.46	12.71	14.95	17.19	19.44	21.68	23.93	26.17
100%	6.24	8.32	10.39	12.47	14.55	16.63	18.71	20.79	22.87

备注：横轴百分比为开工负荷；纵轴百分比为LPG成本折扣。

资料来源：平安证券研究所

我们也计算了项目现金流中枢的历史回测结果，并把回测结果排列为矩阵，由于净利润是现金流的最大组成部分，且折旧采用线性折旧，因此现金流矩阵的分布和净利润矩阵的分布保持一致。显而易见，当开工负荷最低且LPG实际成本等于市场价格的时候，得到最低现金流中枢为18.84亿元；当开工负荷最高且LPG享受到最佳成本优惠的时候，得到最高盈利中枢为68.49亿元。同时考虑行业和公司特点，我们认为开工负荷位于85%-95%且LPG折扣位于75%-95%是最为可能的区间，因此现金流中枢大概率位于32.04亿元-49.08亿元区间。

图表9 现金流中枢二维分布矩阵(亿元)

	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
50%	38.65	42.38	46.11	49.84	53.57	57.30	61.03	64.76	68.49
55%	36.67	40.23	43.80	47.36	50.93	54.49	58.06	61.62	65.19
60%	34.69	38.09	41.49	44.89	48.29	51.69	55.09	58.49	61.89
65%	32.71	35.94	39.18	42.41	45.64	48.88	52.11	55.35	58.58
70%	30.72	33.79	36.86	39.93	43.00	46.07	49.14	52.21	55.28
75%	28.74	31.65	34.55	37.46	40.36	43.27	46.17	49.08	51.98
80%	26.76	29.50	32.24	34.98	37.72	40.46	43.20	45.94	48.68
85%	24.78	27.36	29.93	32.51	35.08	37.65	40.23	42.80	45.38
90%	22.80	25.21	27.62	30.03	32.44	34.85	37.26	39.67	42.08
95%	20.82	23.07	25.31	27.55	29.80	32.04	34.29	36.53	38.78

100% 18.84 20.92 23.00 25.08 27.16 29.24 31.32 33.39 35.47

备注：横轴百分比为开工负荷；纵轴百分比为LPG成本折扣。

资料来源：平安证券研究所

综上，利用历史回测法预测万华化学乙烯项目的盈利中枢大约为 27.63 亿元，现金流中枢大约为 40.23 亿元，以 2019 年 100 亿左右的净利润和 45 亿左右的期末现金余额为基准，乙烯项目的投产将给公司带来近 30% 的业绩增幅（长期年化），同时也将极大地补充公司的现金流（长期年化）。

三、投资建议

公司是全球聚氨酯、石化和新材料行业的龙头企业，其中乙烯项目的顺利投产和正常运营预计将为公司贡献新的业绩增长点和利润增幅。根据我们的预测，净利润增幅大约在 30% 左右（长期年化）。三季度以来聚氨酯行业逐渐走出疫情的影响，近期 MDI 和聚醚等产品价格持续反弹，根据市场和公司的基本最近运行状况，我们维持公司 2020-2022 年的归母净利润预测为 82、112 和 141 亿元，对应的 EPS 分别为 2.60、3.56 和 4.49 元，对应的 PE 分别为 27、20 和 16 倍。维持“推荐”评级。

四、风险提示

- 1) 市场风险：公司产品主要应用在房地产、基础设施建设、家具家电、纺织服装、鞋材、胶黏剂等行业，这些行业如果出现增速下滑，将影响公司的产品销售。
- 2) 竞争风险：公司跟科思创、陶氏杜邦和亨斯迈等企业竞争越来越激烈，如果竞争加剧，将会影响企业的盈利。
- 3) 疫情风险：如果疫情继续恶化影响相关企业的复工，公司的销售和开工将受到影响。
- 4) 原料供应风险：公司对中东原料的依赖越来越强，原料的供应如果不稳定，将影响企业的正常运行。
- 5) 项目进展不及预期：公司在建的乙烯、MDI、TDI、先进材料等项目进展不及预期将会影响企业的利润达成。
- 6) 研发进展缓慢：新技术的开发具有高风险的特点，如果进展缓慢将会影响公司在相关领域的步伐。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	27769	34686	38517
现金	4566	0	4719	0
应收票据及应收账款	4433	13117	9696	18242
其他应收款	575	343	850	610
预付账款	438	421	695	672
存货	8587	9004	13840	14108
其他流动资产	4885	4885	4885	4885
非流动资产	73382	69693	83422	94365
长期投资	718	811	920	1028
固定资产	37478	38179	51565	61983
无形资产	5337	5784	6216	6687
其他非流动资产	29849	24919	24722	24668
资产总计	96865	97462	118108	132882
流动负债	44800	42251	53091	56493
短期借款	20034	26392	20034	30187
应付票据及应付账款	16411	8901	23969	16245
其他流动负债	8355	6958	9087	10061
非流动负债	8134	6199	6761	6361
长期借款	5963	4027	4590	4189
其他非流动负债	2172	2172	2172	2172
负债合计	52934	48450	59852	62855
少数股东权益	1567	2551	3609	4625
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2162	2162	2162
留存收益	37144	43906	53026	63336
归属母公司股东权益	42364	46461	54647	65402
负债和股东权益	96865	97462	118108	132882

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25933	-2066	32253	6450
净利润	10593	9163	12226	15107
折旧摊销	4601	3647	4604	6074
财务费用	1080	867	992	1010
投资损失	-159	-114	-130	-131
营运资金变动	8951	-15627	14562	-15609
其他经营现金流	867	-1	-1	-2
投资活动现金流	-18367	157	-18202	-16885
资本支出	17815	-3783	13621	10835
长期投资	-21	-94	-102	-107
其他投资现金流	-573	-3719	-4684	-6157
筹资活动现金流	-9233	-9015	-2973	-4438
短期借款	1165	0	0	0
长期借款	238	-1935	562	-400
普通股增加	406	0	0	0
资本公积增加	-1542	0	0	0
其他筹资现金流	-9501	-7080	-3536	-4038
现金净增加额	-1674	-10924	11078	-14873

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	67000	87094	106658
营业成本	48998	49176	63861	78129
营业税金及附加	576	594	818	1014
营业费用	2783	2346	2969	3834
管理费用	1434	1712	1752	2282
研发费用	1705	1185	1925	2325
财务费用	1080	867	992	1010
资产减值损失	-284	0	0	0
其他收益	961	0	0	0
公允价值变动收益	8	1	1	2
投资净收益	159	114	130	131
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	12297	11236	14908	18197
营业外收入	79	50	40	45
营业外支出	115	137	150	131
利润总额	12260	11148	14798	18111
所得税	1667	1986	2571	3004
净利润	10593	9163	12226	15107
少数股东损益	463	984	1058	1017
归属母公司净利润	10130	8179	11169	14091
EBITDA	18332	16298	20880	25781
EPS(元)	3.23	2.60	3.56	4.49

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-6.6	-1.5	30.0	22.5
营业利润(%)	-37.3	-8.6	32.7	22.1
归属于母公司净利润(%)	-34.9	-19.3	36.6	26.2
获利能力				
毛利率(%)	28.0	26.6	26.7	26.7
净利率(%)	14.9	12.2	12.8	13.2
ROE(%)	24.1	18.7	21.0	21.6
ROIC(%)	16.2	13.1	16.3	15.9
偿债能力				
资产负债率(%)	54.6	49.7	50.7	47.3
净负债比率(%)	59.8	67.6	39.6	54.0
流动比率	0.5	0.7	0.7	0.7
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.3
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	7.6	7.6	7.6	7.6
应付账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.23	2.60	3.56	4.49
每股经营现金流(最新摊薄)	8.65	-0.66	10.27	2.05
每股净资产(最新摊薄)	13.49	14.80	17.40	20.83
估值比率				
P/E	21.8	27.0	19.8	15.7
P/B	5.2	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA	13.6	15.7	11.8	10.2

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033