

天华超净 (300390.SZ)

锂电材料业务快速增长，业绩提升显著

公司评级	买入
当前价格	61.47 元
合理价值	83.49 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-04

核心观点:

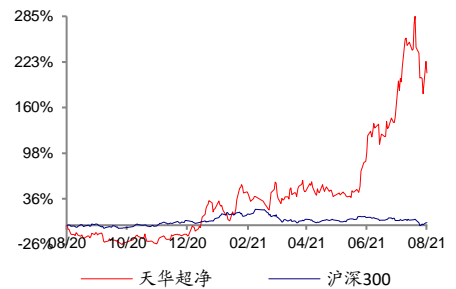
- **公司披露 21 年中报:** 2021 年上半年, 公司营收 14.31 亿元, 同比 +87.86%; 归母净利润 3.13 亿元, 同比 +66.57%; 上半年毛利率 39.37%, 同比 -9.3pct, 净利率 28.36%, 同比 +3.39pct。2021Q2 营收 7.63 亿元, 环比 +14.27%; 归母净利润 1.66 亿元, 环比 +13.91%。Q2 毛利率 42.64%, 环比 +7pct; 净利率 29.73%, 环比 +2.94pct。锂电材料业务快速增长, 推动上半年业绩实现大幅增长。
- **氢氧化锂供需关系紧张, 价格有望进入上行通道。** 2021 年上半年, 氢氧化锂价格持续攀升, 公司锂电材料实现收入 8.79 亿元。上周, Pilbara 拍卖锂精矿以创纪录价格 1250 美元/吨成交, 按此计算碳酸锂成本在 9.7 万元/吨, 已经超过了碳酸锂的现货市场价格 9 万/吨, 体现出当前锂精矿市场供需紧张的状态。我们预计下半年锂电需求将持续高涨, 且锂资源产能释放明显滞后, 下半年氢氧化锂价格有望进入上行通道。
- **下半年产能扩张加速, 业绩确定性进一步提高。** 目前一期项目 2 万吨产能已达设计规模, 公司将加快二期 2.5 万吨电池级氢氧化锂项目建设进度, 力争在 2021 年第四季度完成项目建设, 实现稳定的量产输出, 叠加氢氧化锂价格上行, 公司业绩确定性将进一步提高。
- **传统业务下游市场复苏, 增厚公司利润。** 2021 上半年, 防静电超净技术实现营收 3.22 亿元, 同比增长 22.02%; 医疗器械实现营收 2.31 亿元, 同比增长 112.61%。随着半导体、液晶显示等下游行业市场复苏, 公司防静电超净技术产品业务持续稳健发展; 新冠疫苗接种政策持续推进, 公司医疗产品销售规模扩大, 带动医疗产品业绩大幅增长。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 21-23 年实现归母净利润 6.95、12.13、18.46 亿元。参考可比公司估值, 我们给予公司 21 年 70 倍 PE, 对应合理价值 83.49 元/股, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量、新增产能释放以及客户拓展不及预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	758	1,313	3,672	6,894	10,208
增长率 (%)	-2.6	73.2	179.7	87.7	48.1
EBITDA (百万元)	128	369	843	1,480	2,219
归母净利润 (百万元)	62	286	695	1,213	1,846
增长率 (%)	23.0	362.5	143.1	74.4	52.2
EPS (元/股)	0.11	0.52	1.19	2.08	3.17
市盈率 (P/E)	55.89	47.42	51.54	29.55	19.41
ROE (%)	7.0	23.6	25.9	31.1	32.1
EV/EBITDA	26.82	37.63	41.38	23.11	14.79

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jichengwei@gf.com.cn

分析师:

李航



SAC 执证号: S0260521070001



lihang@gf.com.cn

请注意, 陈子坤, 李航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:

天华超净 (300390.SZ): 业绩符合预期, 下半年业绩确定性提高	2021-07-21
天华超净 (300390.SZ): 业绩大幅增长, 携手巨头布局锂电材料	2021-04-22
天华超净 (300390.SZ): 新能源业务启程, 布局锂稳定资源供应	2021-04-06

一、投资建议

公司业务主要涵盖防静电超净技术产品、医疗器械和锂电材料业务三大领域。2020年底，公司电池级氢氧化锂一期2万吨产能顺利投产，受行业高景气度影响，锂电材料业务快速增长，显著提升公司业绩。2021年上半年，公司实现营收14.31亿元，同比增长87.86%，其中防静电超净技术产品实现营收3.22亿元，同比增长22.02%；医疗器械产品实现营收2.31亿元，同比增长112.61%；上半年新增锂电材料实现收入8.79亿元，占总营收比例61.38%；归母净利润3.13亿元，同比增长66.57%，扣非归母净利润2.63亿元，同比增长39.02%。

图1：公司营业收入及增速（亿元）

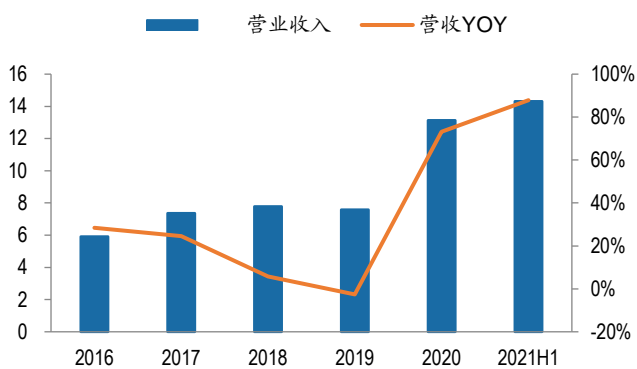
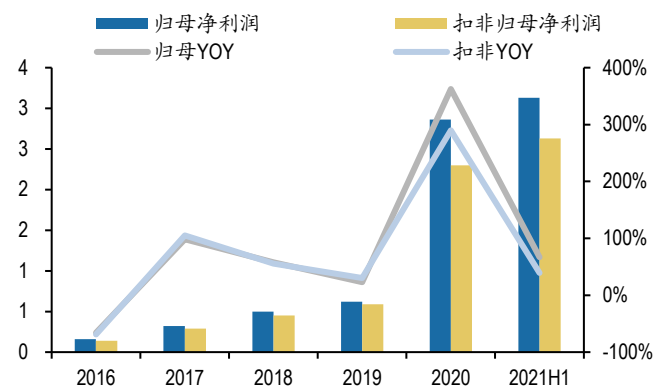


图2：公司归母净利润情况及增速（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

费用率下降显著，净利率大幅提升。根据公司财报，2021年上半年，锂电材料业务实现收入8.79亿元，占总营收比例为61.38%，毛利率为41.13%，低于医疗器械产品毛利率48.36%，由于锂电材料业务快速增长，导致公司毛利率小幅下滑，但整体稳定。公司维持“稳收入、降成本”方针，加强成本管理，2021年上半年，公司管理费用率及销售费用率大幅下降，财务费用率维持行业低水平，净利率大幅提高。

图3：公司毛利率及净利率情况（%）

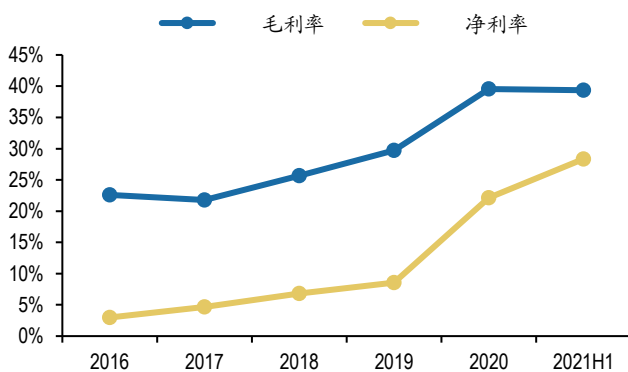
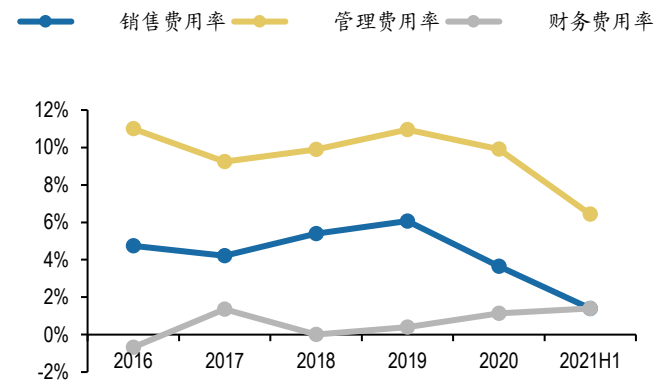


图4：公司期间费用率情况（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：管理费用包含研发费用

分季度来看：2021年二季度公司实现营业收入7.63亿元，同比增长44.07%，环比增长14.27%；归母净利润1.66亿元，同比增长18.79%，环比增长13.91%。公司二季度业务稳步推进，锂电材料业务快速增长，整体业绩显著提升。二季度毛利率42.64%，同比下降9.84pct，环比增幅7pct；净利率29.73%，同比上升3.03pct，环比增幅2.94pct，与一季度相比，公司毛利率及净利率水平均有提升，维持高盈利水平。

图5：公司分季度营收及归母净利润（亿元）

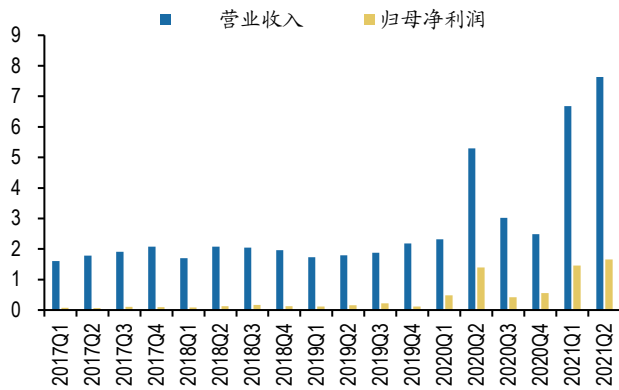
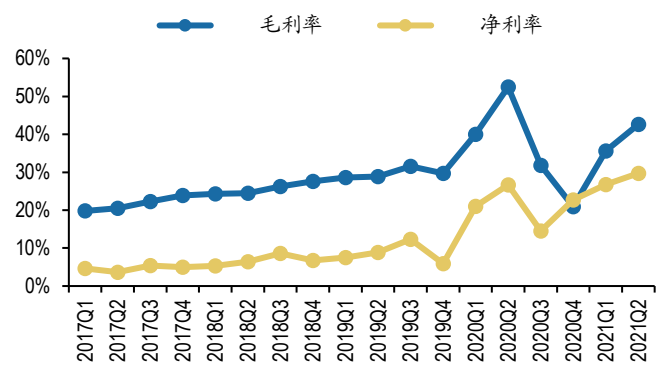


图6：公司分季度毛利率及净利率（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

公司盈利预测假设如下：

(1) 锂电材料需求强劲，产品价格持续上涨

2020年底电池级氢氧化锂一期2万吨产能已实现投产，二期2.5万吨产能预计于今年第四季度建成投产，25年有望实现10万吨产能规模。因此我们预计21、22、23年的全年产能分别为2.5、5.0、8.0万吨。从2020年开始，全球新能源汽车市场同频共振，锂电材料需求强劲，21年开始公司氢氧化锂产品月均出货量也达到了2000吨。因此我们预计21、22、23年公司氢氧化锂产品产能利用率分别为100%、90%、90%，产销率假设均为100%。21年上半年，氢氧化锂价格持续攀升，目前均价已超过9万元/吨。受锂电需求高涨以及锂资源产能释放滞后影响，预计下半年氢氧化锂价格将继续抬升，预计21、22、23年公司氢氧化锂产品均价为9万元/吨、12万元/吨、12万元/吨，那么21、22、23年锂盐业务营收将分别达到22.5、54、86.4亿元。假设锂盐业务毛利率21、22、23年维持在35%，则21、22、23年氢氧化锂业务毛利将分别达到7.88、18.90、30.24亿元。

(2) 防静电超净产品和医疗器械保持稳定增长

电子信息精密制造推动防静电超净需求，传统业务稳定。当前，我国正处于制造业产能升级加速中，精密电子信息生产向如液晶显示、半导体等行业向我国产能转移加快。随着我国电子信息等行业的迅速发展，防静电超净技术逐步得到普及，下游行业的持续增长有望带动国内防静电超净技术产品行业的市场规模不断扩大。公司提高自身研发、生产和系统集成等能力，技术积淀与市场积累，向中高端客户提供静电与微污染防控解决方案，传统业务伴随电子信息制造业周期性规律，预计在未来实现稳定的增长。

多年产品研发和市场开拓，医疗器械生产制造初具规模。医疗器械主要包括自

毁式、安全式、高压注射器等，公司旗下宇寿医疗是我国首批拥有自主知识产权并通过世界卫生组织WHO认证的一次性使用无菌医疗器械产品生产企业，产品获得欧盟CE、美国FDA 510K等国际认证，与国内外医疗机构建立长期合作关系，优势地位稳固。契合行业整体景气度向好，寿宇医疗加快创新发展，随着新冠疫苗接种规模按预期提升，公司拥有自毁型一次性使用注射器批文，海内外市场对注射器产品需求量增长带动公司医疗器械订单增加，预计今年医疗器械业务维持增长态势。

表1：公司业务拆分及盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
锂盐业务					
氢氧化锂产能(万吨)		0.20	2.50	5.00	8.00
产能利用率		20.00%	100.00%	90.00%	90.00%
产量(万吨)		0.04	2.50	4.50	7.20
产销率		100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销量(万吨)		0.04	2.50	4.50	7.20
氢氧化锂单价(元/吨, 税后)		50000	90000	120000	120000
收入(百万元)		20.00	2250.00	5400.00	8640.00
成本(百万元)		14.00	1462.50	3510.00	5616.00
毛利(百万元)		6.00	787.50	1890.00	3024.00
毛利率		30.00%	35.00%	35.00%	35.00%
防静电超净技术产品					
收入(百万元)	487.25	503.14	553.45	581.13	610.18
YOY	-1.07%	3.26%	10.00%	5.00%	5.00%
成本(百万元)	374.55	383.46	415.09	435.85	457.64
毛利(百万元)	112.70	119.68	138.36	145.28	152.55
毛利率	23.13%	23.79%	25.00%	25.00%	25.00%
医疗器械产品					
收入(百万元)	230.49	241.44	265.58	278.86	292.81
YOY	6.19%	4.75%	10.00%	5.00%	5.00%
成本(百万元)	134.02	136.87	159.35	167.32	175.68
毛利(百万元)	96.47	104.57	106.23	111.55	117.12
毛利率	41.85%	43.31%	40.00%	40.00%	40.00%
其他					
收入(百万元)	40.40	548.60	603.46	633.63	665.31
YOY	-41.26%	1257.92%	10.00%	5.00%	5.00%
成本(百万元)	24.34	259.67	271.56	316.82	365.92
毛利(百万元)	16.06	288.93	331.90	316.82	299.39
毛利率	39.75%	52.67%	55.00%	50.00%	45.00%
主营业务收入(百万元)	758.14	1313.18	3672.50	6893.62	10208.30
主营业务成本(百万元)	532.91	794.00	2308.50	4429.98	6615.24
毛利润(百万元)	225.23	519.18	1364.00	2463.64	3593.06
毛利率	29.71%	39.54%	37.14%	35.74%	35.20%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表2: 2022年氢氧化锂销量及价格变动带动净利润变动敏感性分析 (亿元)

销量(万吨) 价格(元)	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8
	60000	5.50	6.01	6.52	7.03	7.54	8.05	8.56	9.07	9.58	10.09	10.60
70000	5.93	6.52	7.12	7.71	8.31	8.90	9.50	10.09	10.69	11.28	11.88	12.47
80000	6.35	7.03	7.71	8.39	9.07	9.75	10.43	11.11	11.79	12.47	13.15	13.83
90000	6.78	7.54	8.31	9.07	9.84	10.60	11.37	12.13	12.90	13.66	14.43	15.19
100000	7.20	8.05	8.90	9.75	10.60	11.45	12.30	13.15	14.00	14.85	15.70	16.55
110000	7.63	8.56	9.50	10.43	11.37	12.30	13.24	14.17	15.11	16.04	16.98	17.91
120000	8.05	9.07	10.09	11.11	12.13	13.15	14.17	15.19	16.21	17.23	18.25	19.27
130000	8.48	9.58	10.69	11.79	12.90	14.00	15.11	16.21	17.32	18.42	19.53	20.63
140000	8.90	10.09	11.28	12.47	13.66	14.85	16.04	17.23	18.42	19.61	20.80	21.99
150000	9.33	10.60	11.88	13.15	14.43	15.70	16.98	18.25	19.53	20.80	22.08	23.35
160000	9.75	11.11	12.47	13.83	15.19	16.55	17.91	19.27	20.63	21.99	23.35	24.71
170000	10.18	11.62	13.07	14.51	15.96	17.40	18.85	20.29	21.74	23.18	24.63	26.07
180000	10.60	12.13	13.66	15.19	16.72	18.25	19.78	21.31	22.84	24.37	25.90	27.43

数据来源: 广发证券发展研究中心, 假设: 防静电超净产品和医疗器械净利润保持稳定水平

公司积极在高景气锂电材料行业进行扩产与布局, 氢氧化锂产能将在未来两年内迅速增长, 锂电材料需求强劲, 氢氧化锂产品价格持续攀升, 传统业务和防疫类产品维持稳定增长, 因此我们预计公司在主业与锂电材料业务上均将收获出色的业绩。预计2021/22/23年归母净利润为6.95、12.13、18.46亿元, 我们给予公司21年70倍PE, 对应合理价值83.49元/股, 给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值表 (收盘价截至2021年8月3日)

代码	名称	收盘价 (元/股)	EPS(元/股)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300073.SZ	当升科技	66.10	1.43	1.93	2.52	46.19	34.22	26.19
688005.SH	容百科技	122.95	1.48	2.73	4.02	83.07	45.04	30.58
603659.SH	璞泰来	134.27	1.83	2.47	3.18	73.37	54.36	42.22
002812.SZ	恩捷股份	255.95	2.33	3.37	4.47	109.85	75.95	57.26
002709.SZ	天赐材料	105.50	1.60	2.36	2.95	66.02	44.70	35.80

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, 盈利预测根据 Wind 一致预测。

二、风险提示

(一) 新能源汽车销量不及预期

全球电动化大势所趋, 目前电动车销量高速增长, 但若出现突发政策变动或全球经济问题, 有可能导致全球新能源车销量不及预期; 且相对于传统燃油车, 新能源汽车仍然属于新生事物, 考虑产品稳定性、使用便利性等因素, 消费者接受度仍

然存在不确定性，因而带来新能源汽车销量增长的不确定性。

（二）产能投建进度不及预期

根据公司规划，截至 2023 年公司有望实现 10 万吨的产能，但若各基地建设和产能释放节奏低于预期，将对公司竞争力产生影响。

（三）公司新客户开发或海外客户推进不及预期

公司目前客户推进顺利，在紧密配套头部客户的同时，积极导入海外新客户，但氢氧化锂产品认证过程较久，品质验证复杂，若新客户开发或海外客户推进不及预期，将对公司竞争力产生影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	393	911	2,774	4,626	7,210
货币资金	87	231	1,393	2,063	3,429
应收及预付	176	227	858	1,612	2,387
存货	108	296	443	850	1,269
其他流动资产	23	157	80	102	125
非流动资产	753	1,579	1,449	1,494	1,484
长期股权投资	177	0	0	0	0
固定资产	263	925	970	1,015	1,005
在建工程	41	26	26	26	26
无形资产	35	173	0	0	0
其他长期资产	238	455	453	453	453
资产总计	1,147	2,491	4,223	6,120	8,694
流动负债	233	717	963	1,623	2,313
短期借款	64	142	40	20	10
应付及预收	137	280	593	1,135	1,694
其他流动负债	32	295	330	467	609
非流动负债	17	287	287	287	287
长期借款	0	233	233	233	233
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	54	54	54	54
负债合计	249	1,004	1,250	1,910	2,600
股本	551	551	583	583	583
资本公积	72	78	826	826	826
留存收益	258	516	1,211	2,424	4,270
归属母公司股东权益	881	1,213	2,688	3,901	5,747
少数股东权益	16	274	285	310	347
负债和股东权益	1,147	2,491	4,223	6,120	8,694

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	147	350	371	810	1,448
净利润	65	291	706	1,237	1,884
折旧摊销	38	41	30	50	55
营运资金变动	26	13	-393	-503	-517
其它	18	5	27	26	26
投资活动现金流	-173	-330	134	-103	-54
资本支出	-59	-85	91	-103	-55
投资变动	-115	-249	40	0	0
其他	1	4	3	1	1
筹资活动现金流	-65	131	657	-38	-27
银行借款	71	299	-102	-20	-10
股权融资	0	0	32	0	0
其他	-136	-168	728	-18	-17
现金净增加额	-92	138	1,162	669	1,366
期初现金余额	173	82	231	1,393	2,063
期末现金余额	82	220	1,393	2,063	3,429

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-2.6%	73.2%	179.7%	87.7%	48.1%
营业利润增长	37.8%	339.1%	147.6%	79.3%	52.2%
归母净利润增长	23.0%	362.5%	143.1%	74.4%	52.2%
获利能力					
毛利率	29.7%	39.5%	37.1%	35.7%	35.2%
净利率	8.6%	22.1%	19.2%	17.9%	18.5%
ROE	7.0%	23.6%	25.9%	31.1%	32.1%
ROIC	8.1%	14.3%	20.7%	26.2%	28.2%
偿债能力					
资产负债率	21.7%	40.3%	29.6%	31.2%	29.9%
净负债比率	27.8%	67.5%	42.0%	45.4%	42.7%
流动比率	1.69	1.27	2.88	2.85	3.12
速动比率	1.21	0.77	2.40	2.30	2.54
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.53	0.87	1.13	1.17
应收账款周转率	4.60	8.12	4.56	4.56	4.56
存货周转率	7.04	4.44	8.30	8.11	8.05
每股指标 (元)					
每股收益	0.11	0.52	1.19	2.08	3.17
每股经营现金流	0.27	0.63	0.64	1.39	2.48
每股净资产	1.60	2.20	4.61	6.69	9.86
估值比率					
P/E	55.89	47.42	51.54	29.55	19.41
P/B	3.92	11.18	13.33	9.19	6.23
EV/EBITDA	26.82	37.63	41.38	23.11	14.79

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	758	1,313	3,672	6,894	10,208
营业成本	533	794	2,308	4,430	6,615
营业税金及附加	7	13	37	69	102
销售费用	46	48	184	345	408
管理费用	51	73	184	345	510
研发费用	32	57	147	276	408
财务费用	3	15	13	1	-10
资产减值损失	-9	-39	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	58	0	1	1
营业利润	75	328	812	1,456	2,216
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	75	328	812	1,456	2,216
所得税	10	37	106	218	332
净利润	65	291	706	1,237	1,884
少数股东损益	3	5	11	25	38
归属母公司净利润	62	286	695	1,213	1,846
EBITDA	128	369	843	1,480	2,219
EPS (元)	0.11	0.52	1.19	2.08	3.17

广发新能源和电力设备研究小组

陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。

纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。

李蒙：资深分析师，毕业于北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。

蒋淑霞：研究助理，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。

曹瑞元：研究助理，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

李航：毕业于中央财经大学，2021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	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30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。