

# 长海股份 (300196.SZ)

由行业景气驱动进入内生驱动 (扩规模+降成本+调结构) 阶段

## 核心观点:

- **事件:** 长海股份发布 2021 年报, 2021 年实现收入 25.06 亿元, 同比+22.71%, 归母净利润 5.72 亿元, 同比+111.46%, 扣非净利润 4.89 亿元, 同比+93.26%。
- **玻纤粗纱高景气驱动业绩新高, 盈利能力与龙头差距收窄。** 公司 2021 年业绩创新高主要来自玻纤业务高景气带来的涨价, 2021 年玻纤业务收入 17.24 亿元, 同比+29%, 毛利率 41%, 同比+10pct。2021 年玻纤行业整体处于高景气周期, 背后一方面是国内供给端温和释放以及海外供给端受疫情影响 (表现为出口超预期, 在 2021 年海运费大涨情况下公司出口业务同比增长 38%, 高于国内收入增速), 另一方面是需求端超预期 (热塑纱需求旺盛, 国内粗纱库存低位运行); 2022 年粗纱行业景气度韧性值得期待。近两年公司玻纤盈利能力与龙头差距收窄, 背后是冷修技改红利及公司成本控制力的体现。
- **扩规模+降成本+调结构共同驱动公司内生长。** 公司在玻纤行业竞争力和盈利能力处于加强态势, 背后的驱动力来自扩规模+降成本+调结构。(1) 扩规模: 目前公司玻纤在产产能 30 万吨, 预计拟建项目落地后产能规模可达 95 万吨; 树脂产能将从 9.5 万吨扩充到 17 万吨。(2) 降成本: 技改+新产能释放+上游的配套率提升+一体化布局将进一步带来单位成本下降。(3) 调结构: 高端高毛利率产品 (热塑纱、风电纱等) 占比有望提升, 抬高整体盈利水平。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.77、2.14、2.64 元/股, 最新收盘价对应 PE 分别为 8.0、6.6、5.4x。我们给予公司 2022 年 15X PE 估值, 对应公司合理价值为 26.55 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 玻纤需求不及预期、玻纤行业产能大幅扩张等。

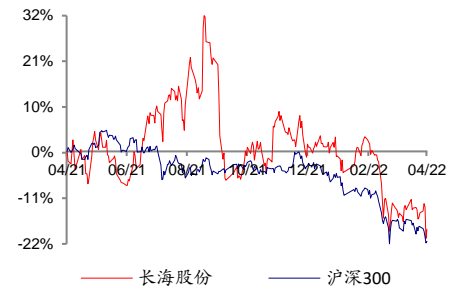
## 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,043	2,506	3,250	4,157	5,038
增长率 (%)	-7.6	22.7	29.7	27.9	21.2
EBITDA (百万元)	475	738	929	1,152	1,418
归母净利润 (百万元)	271	572	723	876	1,078
增长率 (%)	-6.5	111.5	26.4	21.1	23.0
EPS (元/股)	0.66	1.40	1.77	2.14	2.64
市盈率 (P/E)	25.71	12.52	7.99	6.60	5.37
ROE (%)	9.1	16.4	16.9	16.7	16.7
EV/EBITDA	13.02	9.31	5.82	4.61	3.55

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	14.15 元
合理价值	26.55 元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-23

## 相对市场表现



分析师: 邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师: 谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师: 苗蒙



SAC 执证号: S0260521120002



021-38003633



miaomeng@gf.com.cn

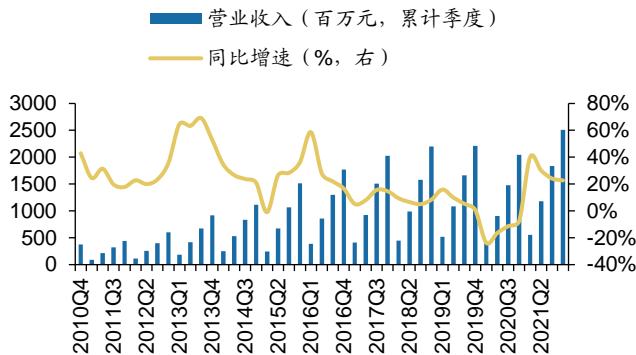
请注意, 邹戈, 苗蒙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究:

长海股份 (300196.SZ): 盈利	2021-10-29
能力维持高位, 规模扩张呈加速态势	
长海股份 (300196.SZ): 盈利	2021-08-22
能力维持高位, 新一轮规模扩张加速	
长海股份 (300196.SZ): 新一轮规模扩张呈加速态势	2021-05-18

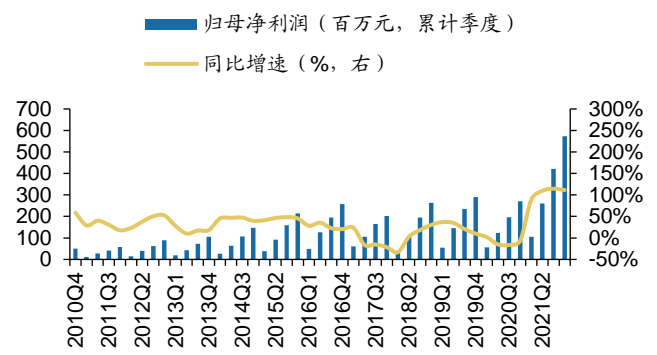
**事件：**长海股份发布2021年报，2021年实现收入25.06亿元，同比+22.71%，归母净利润5.72亿元，同比+111.46%，扣非净利润4.89亿元，同比+93.26%。其中21Q4单季度实现收入6.73亿元，同比+19.07%，归母净利润1.52亿元，同比+103.46%，扣非净利润1.26亿元，同比+84.59%。

图1：公司营业收入及同比增速



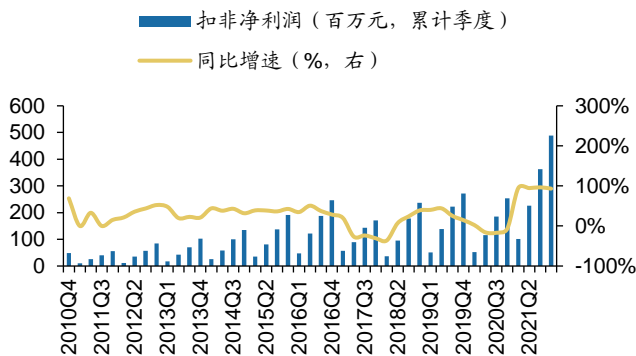
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：公司归母净利润及同比增速



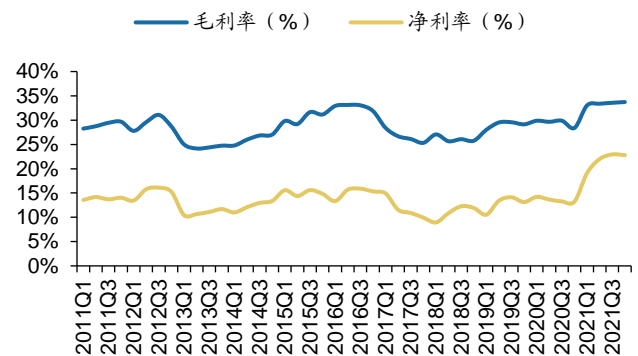
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3：公司扣非净利润及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：公司毛利率及净利率

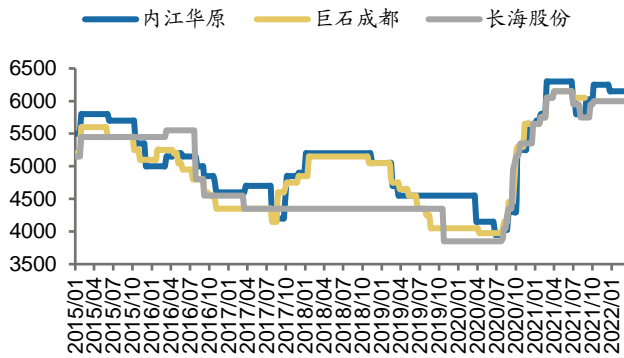


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**受益玻纤粗纱高景气，公司业绩创新高。**公司2021年收入25.06亿元，同比+22.71%，归母净利润5.72亿元，同比+111.46%，扣非净利润4.89亿元，同比+93.26%，公司非经常性损益8327万元，其中7376万元来自闲置贵金属铑粉出售。分业务来看，2021年玻纤业务收入17.24亿元，同比+29%，玻纤纱及制品销量20.4万吨，同比+4%（21年新建10万吨产线于21Q3点火，对产量增量贡献较小），吨收入8439元/吨，同比+1653元/吨；毛利率41%，同比+10pct，吨毛利3447元/吨，同比+1335元/吨；玻纤业务增长主要是行业景气带来玻纤涨价所致。树脂业务收入6.82亿元，同比+12%，销量8万吨，同比-11%（天马项目技改），吨收入8518元/吨，同比+1726元/吨；毛利率17%，同比-6pct，吨毛利1458元/吨，同比略下滑101元/吨（上游原材料大幅涨

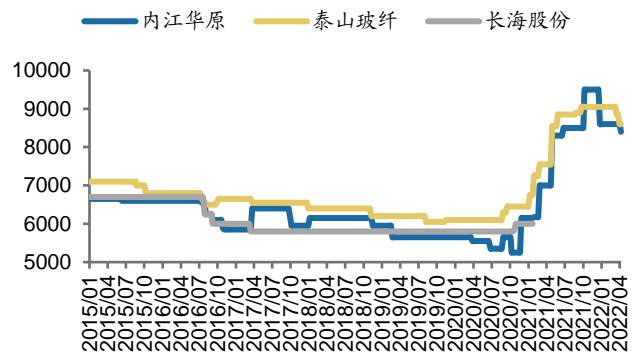
价)。归因来看,公司业绩创新高主要来自玻纤业务高景气带来的价格同比提升,2021年玻纤行业整体处于高景气周期,2400tex缠绕直接纱全年均价同比+37%,2400texSMC合股纱全年均价同比+41%;行业高景气背后一方面是国内供给端温和释放以及海外供给端受疫情影响(表现为出口超预期,在2021年海运费大涨情况下公司出口业务同比增长38%,高于国内收入增速),另一方面是需求端超预期(热塑纱需求旺盛,国内粗纱库存低位运行)。

图5: 2400tex缠绕直接纱价格(元/吨)



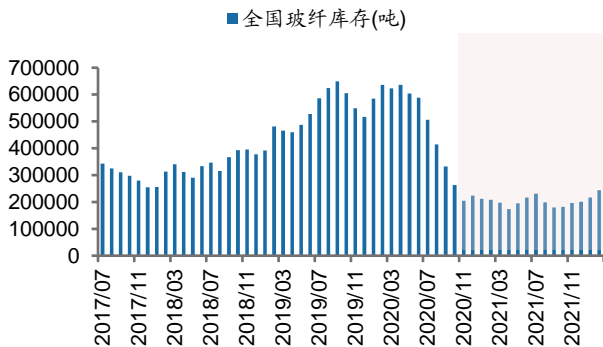
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图6: 2400texSMC合股纱价格(元/吨)



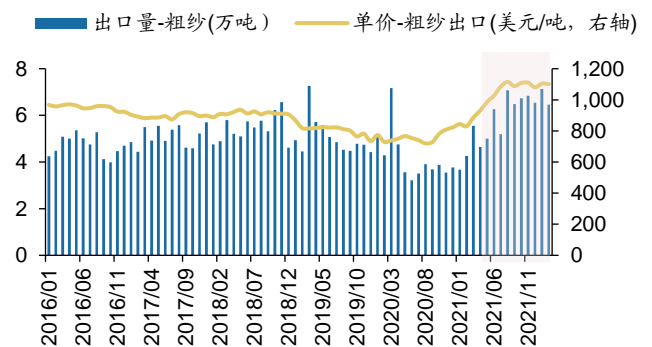
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图7: 2021年至今玻纤厂家库存低位运行



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

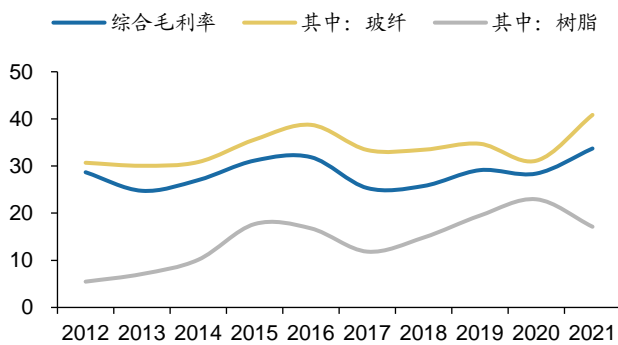
图8: 2021年至今粗纱行业出口量价齐升



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

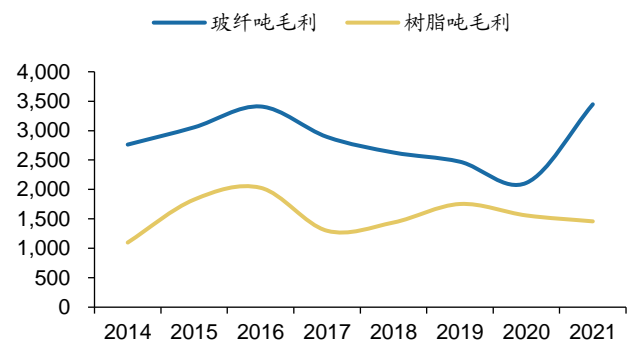
冷修技改的红利，2020-2021年盈利能力与龙头差距收窄，公司成本控制力较强。对比过去几年长海股份玻纤业务与行业龙头中国巨石粗纱业务盈利能力，2014-2016年长海与巨石的毛利率差距在5pct左右，吨毛利长海比巨石高600元/吨左右（长海深加工比重高于巨石，吨毛利天然更高），2017-2019年差距扩大到13pct左右，吨毛利几乎持平，背后是巨石作为行业技术引领者，更早开启冷修技改，冷修技改带来的降本增效以及结构优化使其毛利率逐步实现大幅领先；2020-2021年毛利率收窄至5pct左右，长海吨毛利领先幅度恢复到400元/吨的差距，背后是长海在2017-2018开启了本部一线、二线的冷修扩产，技改+单线规模提升带来降本增效。

图9：长海股份主要产品毛利率（%）



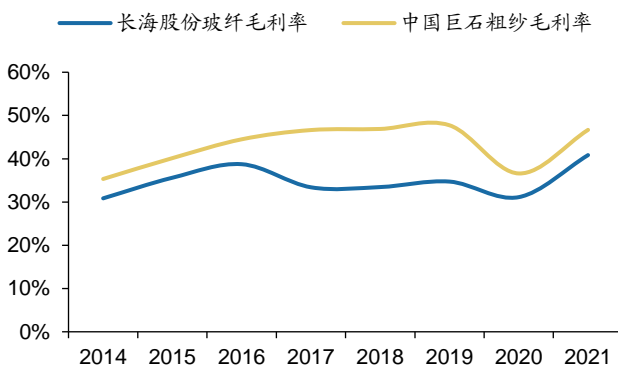
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：长海股份主要产品吨毛利（元/吨）



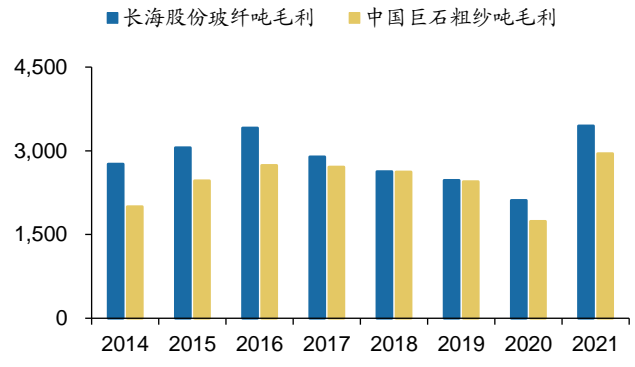
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图11：粗纱毛利率对比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：粗纱吨毛利对比（元/吨）



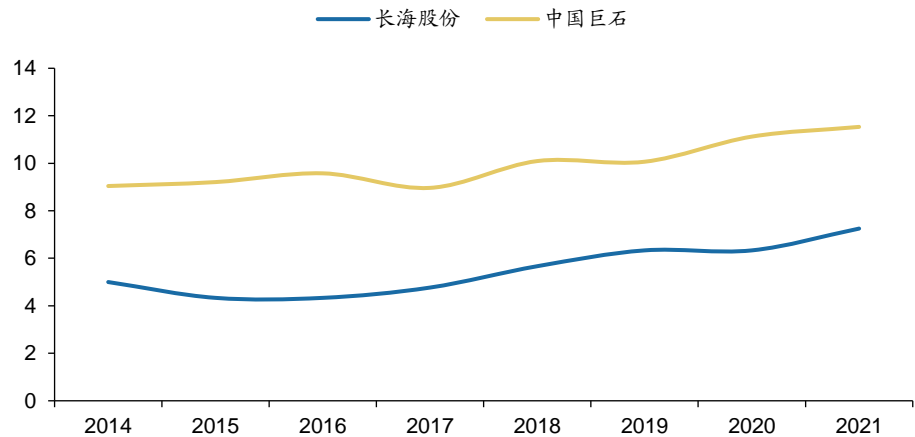
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表1: 中国巨石2013-2017年冷修统计

生产线	设计产能(万吨)	投产日期	冷修技改时间
桐乡一线	6	2004.9	2012.11
桐乡二线	12	2006.1	2014.5
攀登电子纱线1	1.5	2006.11	2014
桐乡三线	12	2007.4	2013.12
成都一线	5	2008.1	2015
桐乡四线	18	2008.2	2015Q4
桐乡五线	18	2008.6	2015Q4
成都二线	8	2008.8	2013.3
九江一线	20	2010.2	2017Q4
九江二线		2010.6	2017Q4
成都三&四线	5	2010.3	2013.8
桐乡六线	4	2010.6	2015.3
九江三线	3	2010.6	2017Q4
成都三&四线	9	2013.8	2015

数据来源: 公司生产线相关公告, 广发证券发展研究中心

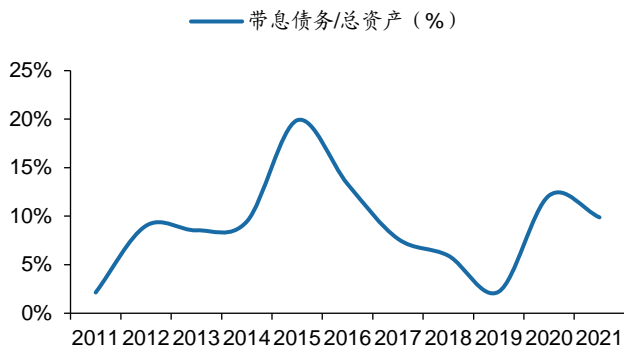
图13: 长海股份与中国巨石粗纱单线规模对比(万吨/线)



数据来源: 公司财报, 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

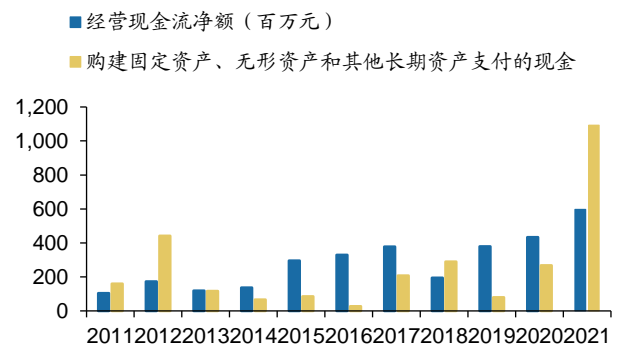
经营现金流表现优异, 公司仍有较大加杠杆空间。公司2021年经营性现金流净额5.98亿元, 同比+38%, 经营现金流净额/净利润达104%。2021Q4公司带息债务仅4.64亿元, 带息债务/总资产不到10%, 目前公司仍有较大的加杠杆空间去实现规模扩张。2021年公司资本开支10.93亿元, 同比+300%, 固定资产22.8亿元, 同比+56% (主要是10万吨粗纱项目投产、2条薄毡线的扩产及10万吨树脂项目技改)。

图14: 长海股份带息债务/总资产



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图15: 长海股份资本开支与经营现金流



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

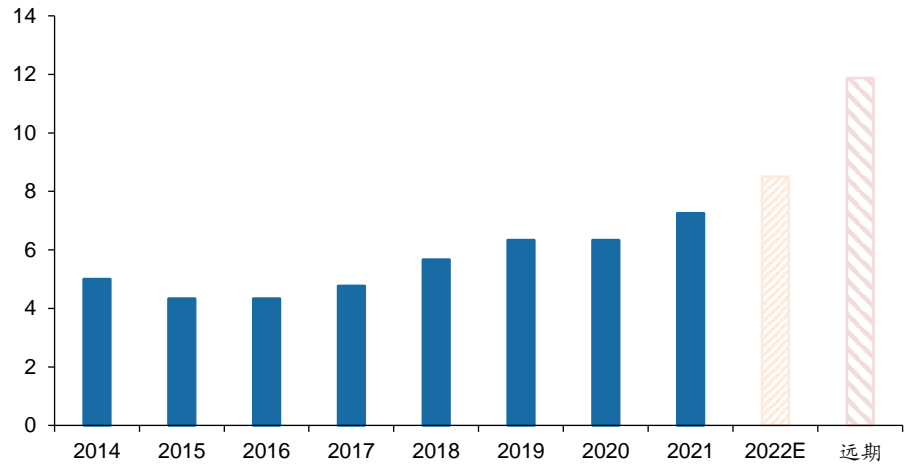
**扩规模+降成本+调结构共同驱动公司内生增长。**从历史数据来看,公司在玻纤行业具备护城河、盈利能力也处于长期领先地位;而2022年开始公司将进入新一轮内生增长阶段,背后的驱动力来自扩规模+降成本+调结构。

**(1) 扩规模:**粗纱方面,公司于2021Q3点火一条10万吨的粗纱产线(产能同比+50%),但由于烤窑及产能爬坡,并未在2021年贡献产量增长,预计该产线在2022年给公司带来明显的产量增量;同时2022年公司拟择机将原有的一条年产3万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线升级改造为一条年产8万吨高端高性能玻璃纤维及特种织物生产线,建设周期12个月,预计对2023年带来5万吨的粗纱产能增量;中期来看,公司拟在江苏省常州市经济开发区投资建设4条年产15万吨玻纤池窑拉丝生产线,近期公司公告竞得HL070802地块土地使用权用于该项目建设;2021年公司玻纤粗纱产量约20万吨,目前公司玻纤在产产能30万吨,预计技改+拟建项目落地后粗纱产能规模可达95万吨。树脂方面,天马集团原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线的技改扩建成10万吨新线项目目已完成,产能将从9.5万吨扩充到17万吨。

**(2) 降成本:**一方面,玻纤纱、制品、树脂业务规模扩张的同时,通过技改将带来单位成本下降;玻纤纱的技术迭代使得新线比老线更有竞争力,随着2021年10万吨粗纱新线投产及近期公告的天马3万吨老线技改扩张驱动玻纤纱单位成本下降,中期来看,公司拟建项目全部落地后公司粗纱单线规模将提升至近12万吨,相比2020年底接近翻倍;公司新建薄毡线其生产效率有较大提升将带来单位成本下降(公司新建5条薄毡线现已完成两条生产线的扩产并实现产能利用预期,剩余三条生产线将根据市场需求逐步投建);天马集团原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线的技改扩建成10万吨新线(目前正在调试测试)将带来效率提升和单位成本下降。另一方面,公司逐步增加玻纤纱上游的配套率,比如浸润剂,一体化布局将进一步带来单位成本下降。

**(3) 调结构:**公司制定了“在现有玻纤制品基础上进行技术提升,实现质量升级产品优化,逐步向高端产品转型”的发展战略,高端高毛利率产品(热塑纱、风电纱等)占比的提升,有望提升整体盈利水平。近期公告的天马技改项目,产品主要定位于风电及新能源汽车等高端领域,随着技术突破、产品认证和产能技改,2023年值得期待。

图16: 长海股份粗纱单线规模演变 (万吨/线)



数据来源: 公司财报, 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

注: 2022E 考虑到天马项目技改扩产; 远期规划考虑到公司拟建的 4 条 15 万吨产线

表 2: 长海股份玻纤业务吨成本拆分 (元/吨)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
①材料	6,273	4,074	3,385	2,938	3,045	2,651	2,179	2,053	2,312
②人工工资	583	414	461	611	690	638	581	581	668
③折旧	411	359	370	430	484	441	427	464	452
④动力能源	1,609	1,202	1,148	1,220	1,339	1,273	1,172	1,152	1,189
⑤运输								169	157
⑥其他	198	145	161	192	209	224	288	255	216

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**2022年粗纱行业景气度韧性值得期待。**玻纤及制品的需求应用非常广泛,因此全球玻纤需求与GDP增速高度相关,且增速中枢明显高于GDP增速(随着技术进步玻纤成本中枢下行,其作为替代性新材料渗透率提升)。国内玻纤需求经历过2005-2010年低基数下的爆发式增长后,玻纤需求约为GDP增速1倍;随着海外疫情恢复和下游风电、热塑景气向上,2022年玻纤粗纱需求仍将保持旺盛态势。供给方面,玻纤粗纱海外企业基本没有产能扩张而且俄乌冲突将带来欧洲天然气等成本大幅上升,削弱其有效供给;据卓创资讯统计,2021全年国内新增9条线合计产能88万吨(同比+15%),预计2022年国内点火5条粗纱线合计产能60万吨(同比+10%),能耗指标限制下,国内供给扩张放缓,2022年玻纤供需整体仍偏紧。

**表3: 预计2022年点火的在建池窑线 (截止2022年3月底)**

大区	省市	企业名称	基地	生产线	年产能 (万吨)	建设情况	备注
西南	重庆	重庆三磊	黔江区	2 线	10	无碱玻纤粗纱	计划 2022 年上半年点火
华北	河北	邢台金牛	邢台	4 线	10	无碱玻璃纤维 纱	2022 年 3 月底点火
西南	重庆	重庆国际复合材料	长寿	F12 线	15	无碱粗纱	2022 年存点火计划
华南	广东	建滔化工集团忠信世纪玻纤	清远	6 线	6	电子纱	计划年底点火
西南	四川	巨石成都	成都	3 线	15	短切纱为主	在建设中, 据了解, 上半年投产
华东	浙江	巨石桐乡	桐乡	智能电子线 3 线	10	电子纱	在建, 计划 2022 年点火投产

数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

**投资建议:** 历史上公司在玻纤行业具备较宽的护城河、盈利能力也处于长期领先地位, 而且公司竞争力和盈利能力处于加强态势。2022年玻纤粗纱行业景气度有望延续, 公司也将进入内生增长 (扩规模+降成本+调结构) 驱动新阶段, 中长期成长可期。预计公司2022-2024年EPS分别为1.77、2.14、2.64元/股, 最新收盘价对应PE分别为8.0、6.6、5.4x。我们给予公司2022年15X PE估值, 对应公司合理价值为26.55元/股, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 疫情继续扩散, 玻纤需求不及预期; 玻纤行业产能大幅扩张; 新产能、新产品进度低于预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,134</b>	<b>2,024</b>	<b>2,284</b>	<b>2,625</b>	<b>3,124</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>433</b>	<b>598</b>	<b>697</b>	<b>1,041</b>	<b>1,250</b>
货币资金	1,244	751	837	937	1,214	净利润	270	572	723	875	1,077
应收及预付	361	439	565	727	879	折旧摊销	160	161	179	200	214
存货	166	220	266	345	415	营运资金变动	-24	-69	-146	3	-20
其他流动资产	364	615	615	616	617	其它	28	-66	-59	-37	-21
<b>非流动资产</b>	<b>1,744</b>	<b>2,672</b>	<b>3,222</b>	<b>4,096</b>	<b>5,006</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-202</b>	<b>-1,040</b>	<b>-583</b>	<b>-913</b>	<b>-946</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-266	-918	-594	-925	-957
固定资产	1,462	2,308	2,804	3,606	4,452	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	87	68	138	228	308	其他	64	-122	12	12	12
无形资产	159	155	138	121	104	<b>筹资活动现金流</b>	<b>418</b>	<b>-72</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>	<b>-28</b>
其他长期资产	36	141	141	141	141	银行借款	571	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,878</b>	<b>4,697</b>	<b>5,506</b>	<b>6,721</b>	<b>8,130</b>	股权融资	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>433</b>	<b>707</b>	<b>733</b>	<b>978</b>	<b>1,180</b>	其他	-153	-73	-28	-28	-28
短期借款	27	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>621</b>	<b>-530</b>	<b>86</b>	<b>100</b>	<b>277</b>
应付及预收	242	561	540	733	899	<b>期初现金余额</b>	<b>622</b>	<b>1,244</b>	<b>751</b>	<b>837</b>	<b>937</b>
其他流动负债	165	145	194	245	282	<b>期末现金余额</b>	<b>1,244</b>	<b>714</b>	<b>837</b>	<b>937</b>	<b>1,214</b>
<b>非流动负债</b>	<b>484</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>500</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	444	464	464	464	464						
其他非流动负债	40	36	36	36	36						
<b>负债合计</b>	<b>917</b>	<b>1,206</b>	<b>1,233</b>	<b>1,478</b>	<b>1,680</b>						
股本	409	409	409	409	409						
资本公积	806	806	806	806	806						
留存收益	1,649	2,180	2,963	3,935	5,142						
归属母公司股东权益	2,963	3,494	4,277	5,249	6,456						
少数股东权益	-2	-4	-5	-6	-6						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,878</b>	<b>4,697</b>	<b>5,506</b>	<b>6,721</b>	<b>8,130</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,043</b>	<b>2,506</b>	<b>3,250</b>	<b>4,157</b>	<b>5,038</b>
营业成本	1,462	1,661	2,153	2,761	3,296
营业税金及附加	17	16	20	26	31
销售费用	80	59	77	98	119
管理费用	84	90	116	149	180
研发费用	84	103	134	171	208
财务费用	22	11	13	15	17
资产减值损失	-1	-3	-4	-5	-6
公允价值变动收益	2	0	0	0	1
投资净收益	8	11	11	11	11
<b>营业利润</b>	<b>310</b>	<b>660</b>	<b>835</b>	<b>1,011</b>	<b>1,243</b>
营业外收支	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>309</b>	<b>660</b>	<b>834</b>	<b>1,010</b>	<b>1,243</b>
所得税	39	88	112	135	166
<b>净利润</b>	<b>270</b>	<b>572</b>	<b>723</b>	<b>875</b>	<b>1,077</b>
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>271</b>	<b>572</b>	<b>723</b>	<b>876</b>	<b>1,078</b>
EBITDA	475	738	929	1,152	1,418
EPS (元)	0.66	1.40	1.77	2.14	2.64

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-7.6%	22.7%	29.7%	27.9%	21.2%
营业利润增长	-6.1%	113.2%	26.4%	21.1%	23.0%
归母净利润增长	-6.5%	111.5%	26.4%	21.1%	23.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.4%	33.7%	33.8%	33.6%	34.6%
净利率	13.2%	22.8%	22.2%	21.1%	21.4%
ROE	9.1%	16.4%	16.9%	16.7%	16.7%
ROIC	8.0%	12.6%	13.7%	14.4%	15.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.6%	25.7%	22.4%	22.0%	20.7%
净负债比率	31.0%	34.6%	28.9%	28.2%	26.1%
流动比率	4.93	2.87	3.11	2.68	2.65
速动比率	4.52	2.53	2.72	2.31	2.27
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.53	0.53	0.59	0.62	0.62
应收账款周转率	5.88	6.01	6.02	5.99	6.01
存货周转率	12.29	11.39	12.20	12.05	12.15
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.66	1.40	1.77	2.14	2.64
每股经营现金流	1.06	1.46	1.70	2.55	3.06
每股净资产	7.25	8.55	10.46	12.84	15.80
<b>估值比率</b>					
P/E	25.71	12.52	7.99	6.60	5.37
P/B	2.35	2.05	1.35	1.10	0.90
EV/EBITDA	13.02	9.31	5.82	4.61	3.55

## 广发建材行业研究小组

- 邹 戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 璐：联席首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 苗 蒙：高级分析师，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。
- 张 乾：高级研究员，南京大学硕士，2020年6月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。