

宁德时代 (300750.SZ)

Q2 业绩环比超预期大增, H2 盈利有望持续提升

核心观点:

- Q2 提价落地, 业绩环比超预期大增。**公司披露半年报, 2022H1 实现营收 1129.71 亿元, 同比+156.32%, 其中境内收入占比 78.81%, 同比提升 1.95pct, 归母净利 81.68 亿元, 同比+82.17%, 扣非净利 70.51 亿元, 同比 79.95%, 毛利率 18.68%, 受原材料涨价影响, 同比-8.58pct。22Q2 营收 642.93 亿元, 同比+158.12%, 环比+32.01%, 归母净利 66.75 亿元, 同比+163.91%, 环比+347.09%, 扣非净利 60.74 亿元, 同比+170.40%, 环比+521.73%, 毛利率 21.85%, 环比+7.37pct, 经营性现金净流量 116.06 亿元, 环比+64.02%, 拟每 10 股派发 6.52 元。
- 动力电池原材料涨价顺利传导, 三季度电池均价弹性仍存。**22H1 公司电池产能约 154.25GWh, 产量 125.32GWh, 我们测算二季度公司电池出货量约 62GWh, 单 Wh 盈利约 0.06 元, 环比提升 350%+, 主要源于大部分动力电池客户涨价于 Q2 开始执行, 以及一季度追溯调整。Q3 仍有部分动力电池客户和储能电池客户执行涨价, 预计产品均价仍有上升弹性。
- 欧洲订单显著放量, 美国市场着力渗透, 全球份额持续提升。**2022 年公司欧洲订单 (PSA、宝马、大众等) 进入批量交付拐点, 据 SNE research, 2022H1 公司全球动力电池市占率达到 34.8%, 同比+6.2pct。公司深化海外客户合作, 上半年与福特建立战略合作关系, 涵盖中美欧动力电池供应, 拟在匈牙利投资建设电池工厂, 进一步完善全球战略布局。据 6 月 28 日《新能源汽车系列之十一: 动力电池迎来第二轮全球格局重组》, 我们测算 25 年前公司全球市占率有望单边上升至 38%。
- 盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年 EPS 11.09、16.93、23.93 元, 综合考虑公司增长空间、市场地位和可比公司估值水平, 给予 23 年 40 倍估值, 给予合理价值 677.26 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。**技术创新进度较慢; 销量不及预期; 投产不及预期。

盈利预测:

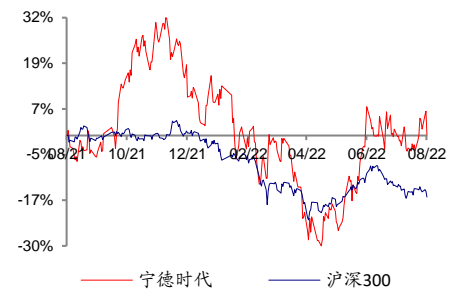
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	50,319	130,356	404,078	537,507	682,773
增长率 (%)	9.9	159.1	210.0	33.0	27.0
EBITDA (百万元)	11,158	24,560	38,999	57,201	82,286
归母净利润 (百万元)	5,583	15,931	27,069	41,321	58,407
增长率 (%)	22.4	185.3	69.9	52.7	41.4
EPS (元/股)	2.40	6.83	11.09	16.93	23.93
市盈率 (P/E)	146.49	86.03	46.34	30.36	21.48
ROE (%)	8.7	18.9	24.3	27.0	27.6
EV/EBITDA	69.69	54.38	28.85	18.26	11.51

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	514.00 元
合理价值	677.26 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-26

相对市场表现



分析师: 陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师: 纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jjchengwei@gf.com.cn

请注意, 陈子坤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:

宁德时代 (300750.SZ): 欧 2022-08-15

洲布局再进一步, 全球份额进入加速提升拐点

宁德时代 (300750.SZ): Q1 2022-05-03

释放成本压力, Q2 后价格传导+资源贡献盈利修复

宁德时代 (300750.SZ): 21 2022-04-26

年业绩兑现竞争力, 海外布局进入收获期

联系人: 蒋淑霞

jiangshuxia@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、二季度利润环比高增，下半年盈利能力有望持续提升.....	4
二、盈利预测及投资建议.....	7
三、风险提示.....	9

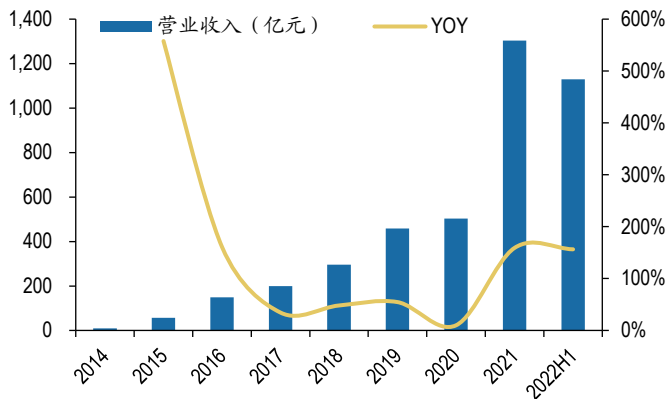
图表索引

图 1: 公司历年营业收入及增速.....	4
图 2: 公司历年归母净利润及增速.....	4
图 3: 公司季度营业收入及增速.....	4
图 4: 公司季度归母净利润及增速.....	4
图 5: 公司季度毛利率和季度净利率.....	5
图 6: 公司半年度分业务营收占比.....	5
图 7: 公司半年度分业务毛利率.....	5
图 8: 公司历年期间费用率情况.....	6
图 9: 公司历年研发投入及研发费用率.....	6
图 10: 公司季度经营性现金净流量情况.....	6
图 11: 公司历年经营现金流情况.....	6
图 12: 公司历年应收账款情况.....	7
图 13: 公司历年资产结构情况.....	7
图 14: 公司历年产能与同行对比 (GWh).....	7
图 15: 公司历年单位折旧与同行对比 (元/Wh).....	7
表 1: 公司动力电池业务盈利预测.....	8
表 2: 相对估值表.....	8

一、二季度利润环比高增，下半年盈利能力有望持续提升

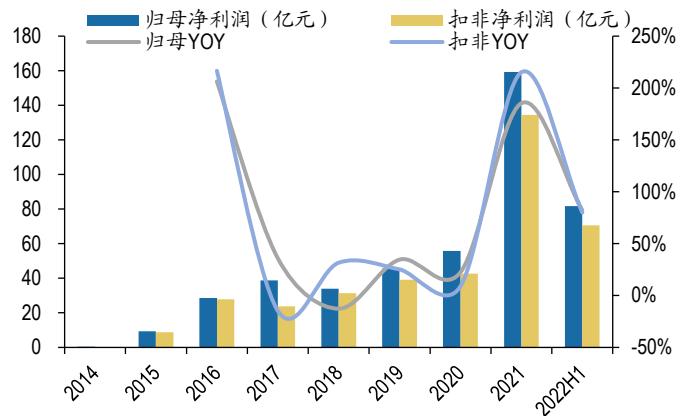
Q2归母净利环比增长超300%。公司披露2022年半年报，实现营收1129.71亿元，同比+156.32%，其中境内收入占比78.81%，同比提升1.95pct，归母净利81.68亿元，同比+82.17%，扣非归母净利70.51亿元，同比+79.95%。其中22Q2营收642.73亿元，同比+158.12%，环比+32.08%，归母净利66.75亿元，同比+163.91%，环比+347.09%，扣非归母净利60.74亿元，同比+170.40%，环比+521.73%。新能源汽车与储能景气高增带动公司业绩超预期增长，未来随着生产经营规模的持续扩大，公司在供应链管理、成本控制、市场开拓、技术迭代、客户服务等方面的竞争优势逐渐凸显。

图1：公司历年营业收入及增速



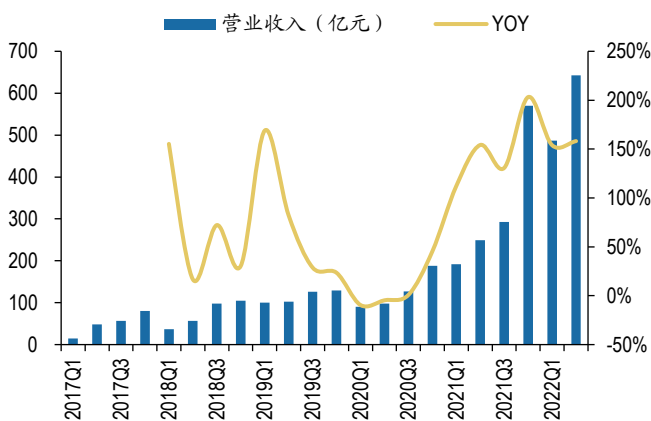
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：公司历年归母净利润及增速



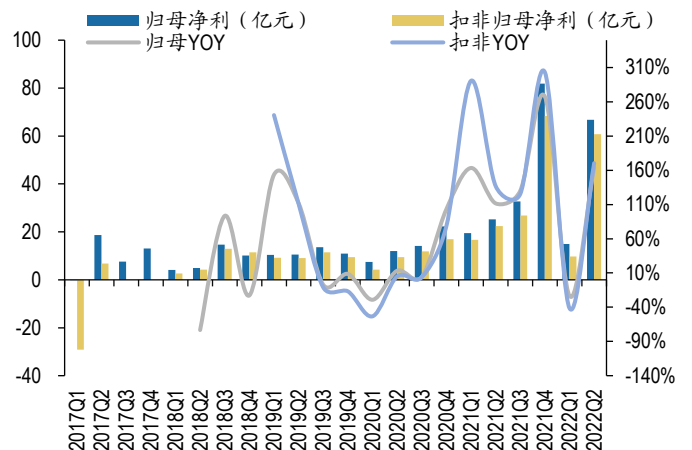
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：公司季度营业收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：公司季度归母净利润及增速



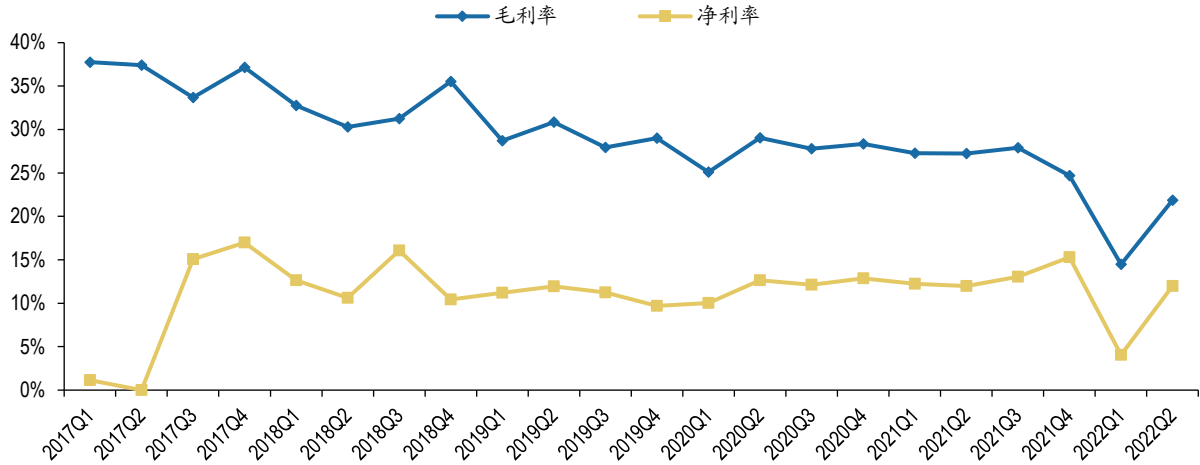
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：已剔除极端值。

二季度提价落地，毛利率环比提升7.37pct。22H1毛利率18.68%，受原材料涨价影响，同比-8.58pct，境内毛利率14.49%，同比-10.92pct，境外毛利率

15.15%，同比-19.24pct。22Q2毛利率21.85%，环比+7.37pct，主要源于大部分动力电池客户涨价于Q2开始执行，以及一季度追溯调整。预计Q3仍有部分动力电池客户和储能电池客户执行涨价，公司产品均价有望继续上升。

图5：公司季度毛利率和季度净利率

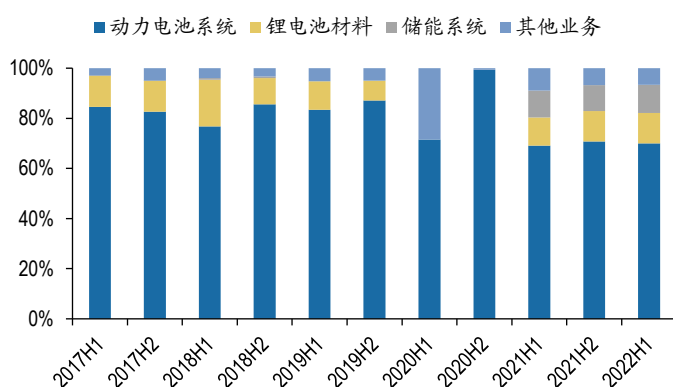


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：已剔除极端值。

储能电池毛利承压有望提价，其他业务毛利贡献显著。2022H1公司动力电池系统业务实现收入791.43亿元，同比+159.90%，毛利率15.04%，同比-7.96pct；锂电材料业务实现收入136.70亿元，同比+174.15%，毛利率20.65%，同比-0.5pct；储能业务实现收入127.36亿元，同比+171.41%，毛利率6.43%，同比-30.17pct，毛利率承压主要由于上半年原材料涨价未顺利传导。其他业务毛利率高达74.86%，主要涵盖技术服务协议、废料回收、B品销售等业务范畴，其中技术服务协议业务由于前期研发支出已计提，盈利能力较强，公司已与ATL、现代摩比斯、Arun Plus相继签订技术服务协议，后续该项业务有望持续跟随公司业务规模扩大而增长。

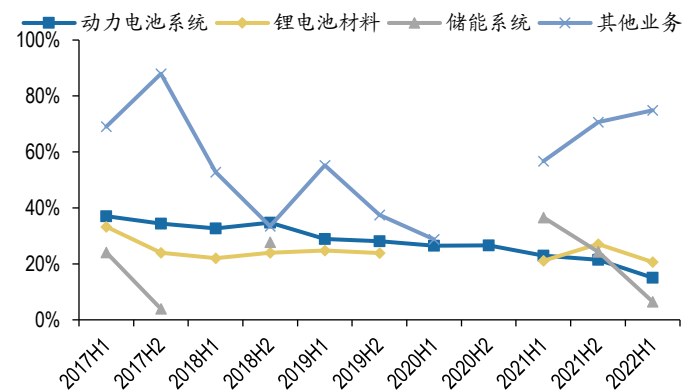
图6：公司半年度分业务营收占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：20年中报未披露分业务营收情况。

图7：公司半年度分业务毛利率

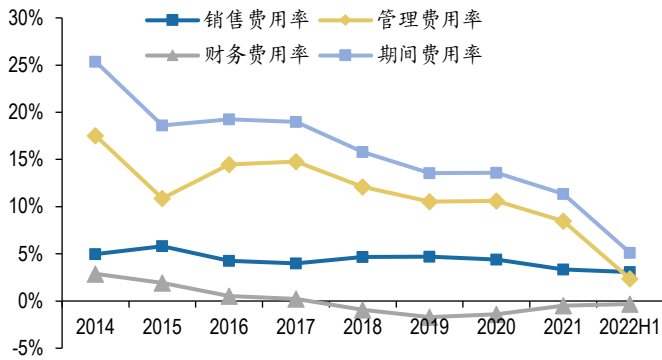


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：已剔除极端值。

费用管控良好，期间费用率同比下滑0.79pct。2022年上半年期间费用率5.10%，同比降低0.79pct，其中销售费用率3.07%，同比下降0.55pct，管理费用率2.35%，同比降低0.89pct，财务费用率-0.32%，同比提升0.64pct。公司持续强化研发优势，22H1研发支出57.68亿元，同比增长106.46%，研发费用率6.34%，同比下滑1.23pct。

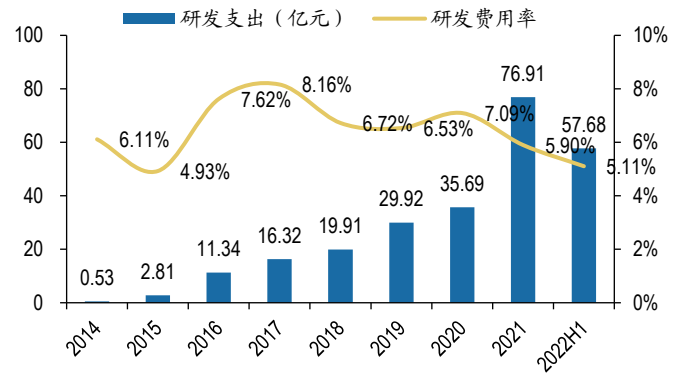
图8: 公司历年期间费用率情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 管理费用率包含研发费用。

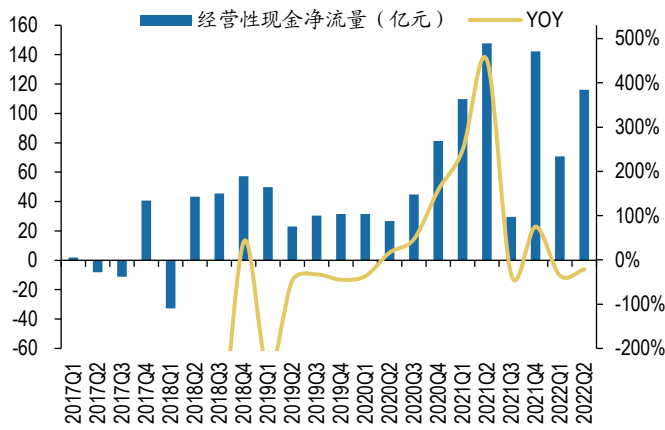
图9: 公司历年研发投入及研发费用率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

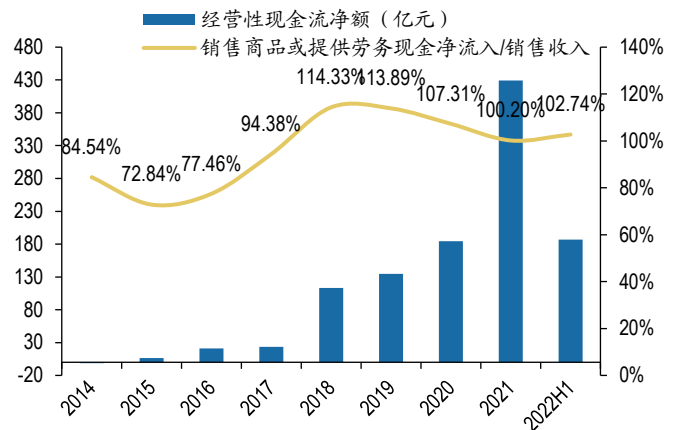
二季度经营性现金流同比高增。2022H1公司经营性现金流净额186.82亿元, 同比+167.88%。2022H1应收账款占收入的比重33.15%, 同比提升1.43pct, 应收账款周转率提升至3.69, 同比+0.20%, 公司应收账款回款能力向好, 在手现金流充裕。

图10: 公司季度经营性现金净流量情况



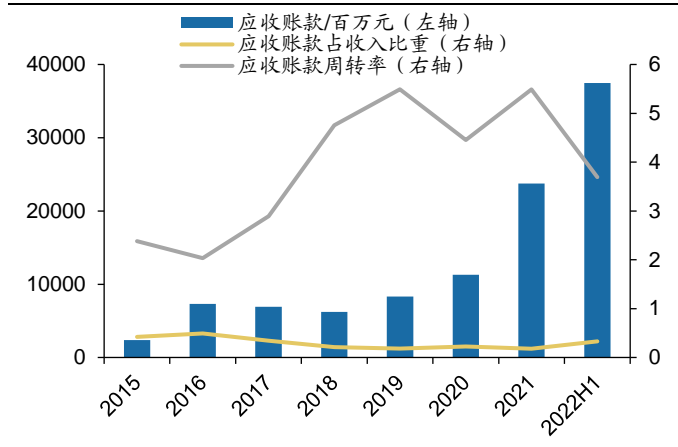
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图11: 公司历年经营现金流情况



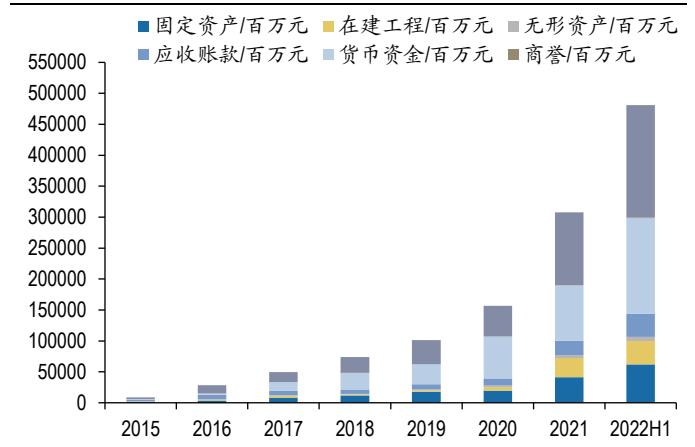
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图12: 公司历年应收账款情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

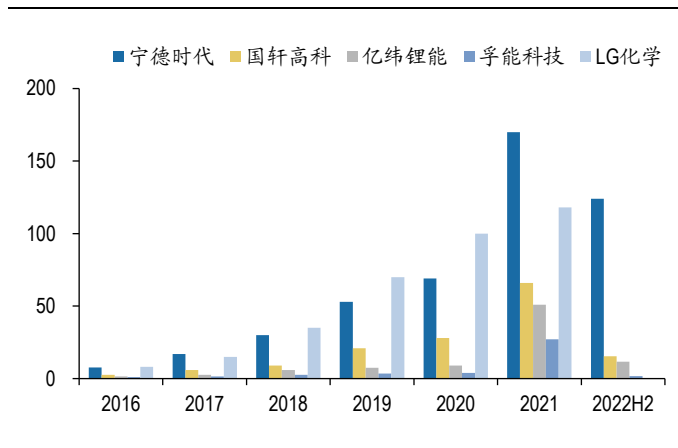
图13: 公司历年资产结构情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

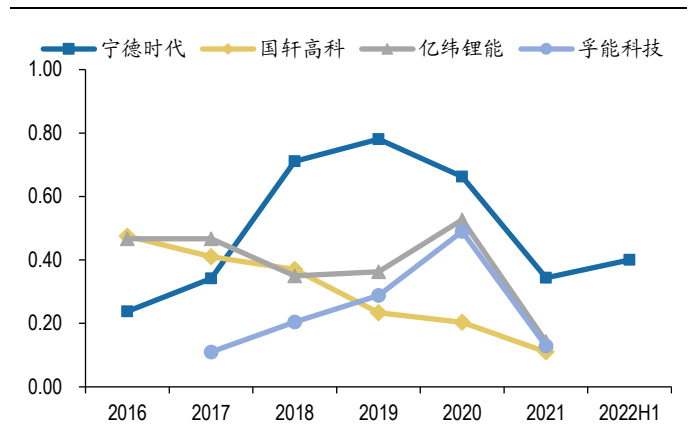
折旧政策相对激进, 蕴含利润弹性。2022H1公司新增产能进入加速投产期, 据测算上半年产能约124GWh, 远高于国内外同类型竞争企业, 相比业内其他企业, 公司设备折旧年限下限较短, 折旧政策相对激进。2022H1公司计提折旧共49.64亿元, 单Wh折旧约0.40元。横向来看, 公司单GWh折旧高于可比公司, 利润弹性较大, 且随着产能领先优势扩大而提高。

图14: 公司历年产能与同行对比 (GWh)



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图15: 公司历年单位折旧与同行对比 (元/Wh)



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测及投资建议

公司动力电池系统业务盈利预测假设如下:

(1) 募投项目逐步扩产后, 预计2022-2024年底动力电池名义产能可达423GWh、608GWh和800GWh, 受益于动力电池行业中高速增长, 考虑产能爬坡因素, 2022年国内新能源汽车销量有望继续大幅增长, 且公司海外订单持续放量, 尤其欧洲市场订单有望迎接拐点, 储能需求超预期增长, 对应销量可实现362GWh、520GWh和684GWh, 复合增速约72%;

(2) 在过去三年行业价格竞争激烈, 电池组售价降幅较大, 随着动力电池行业出清, 公司加大CTP等新技术应用, 议价权有望逐步提升, 预计未来几年降幅逐

渐收窄，同时随着长协等机制的灵活运用，预计22-24年均价为1.00、0.91、0.86元/Wh。

(3) 下游新能源汽车需求景气度提升同时，考虑公司管理优化，预计2022-2024年产销率为90%。

表1: 公司动力电池业务盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
产能 (GWh)	17.00	29.90	53.00	82.90	170.90	422.90	607.90	800.00
产能利用率	75.94%	87.02%	89.17%	74.83%	95.25%	95.00%	95.00%	95.00%
产量 (GWh)	12.91	26.02	47.26	51.71	162.30	401.76	577.51	760.00
产销率	91.79%	81.90%	86.67%	90.58%	82.20%	90.00%	90.00%	90.00%
销量 (GWh)	11.85	21.31	40.96	46.84	133.41	361.58	519.75	684.00
YOY	74.01%	79.83%	92.21%	14.36%	184.82%	171.03%	43.75%	31.60%
售价 (元/Wh) (不含税)	1.41	1.16	0.96	0.88	0.79	1.00	0.91	0.86
YOY	-31.63%	-17.61%	-20.28%	-7.70%	-10.79%	26.92%	-8.85%	-5.83%
营业收入 (百万元)	16656.83	24515.43	38583.53	39425.82	91490.77	281579.50	364378.00	432637.17
YOY	19.19%	47.18%	57.38%	2.18%	132.06%	207.77%	29.41%	18.73%
营业成本 (百万元)	10799.41	16155.47	27604.67	28955.60	71361.78	231083.85	295259.87	342475.44
单位成本 (元/Wh)	0.91	0.77	0.68	0.64	0.61	0.82	0.74	0.68
YOY	-19.93%	-16.13%	-10.73%	-5.63%	-5.71%	35.00%	-10.00%	-8.00%
毛利率	35.17%	34.10%	28.45%	26.56%	22.00%	17.93%	18.97%	20.84%

数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司纵向布局产业链、横向拓宽业务线深化护城河, 打开成长上限, 拓展电池资产管理服务挖掘产品全生命周期商业价值, 以CTP、CTC技术推动整车模块化发展, 重塑产业链核心地位。公司全面推进海内外市场, 预计2022-2024年EPS为11.09、16.93、23.93元/股, 考虑公司以综合制造能力和国际化管理能力推动全球竞争力提升, 在上游原材料价格大幅上涨的情况下仍维持稳定毛利率, 随着公司强化一体化优势和全球化布局, 成本、技术、渠道日趋成熟, 有望带来产业链上下游议价权和市场格局的持续强化, 同时全球新能源汽车销量持续超预期带动公司动力电池出货量高增。因此我们给予公司23年40倍估值, 给予合理价值677.26元/股, 维持“买入”评级。

表2: 相对估值表

股票代码	公司名称	净利润 (百万元)			净利润增速 (%)			PE 估值		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002594.SZ	比亚迪	3045.19	8718.04	15377.97	-28.08%	186.29%	76.39%	256.32	103.45	103.45
002074.SZ	国轩高科	101.89	619.67	1445.05	-31.92%	508.17%	133.20%	837.34	110.80	110.80

数据来源: Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

注: 已更新至 2022 年 8 月 25 日收盘。

三、风险提示

动力电池技术创新进度较慢；下游新能源汽车销量不及预期；公司各基地投产不及预期。

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
流动资产	112,865	177,735	472,167	629,845	800,029	经营活动现金流	18,430	42,908	114,990	111,469	140,976
货币资金	68,424	89,072	181,055	261,960	358,979	净利润	6,104	17,861	29,423	45,159	63,833
应收及预付	22,168	31,684	147,676	181,261	210,478	折旧摊销	4,868	6,437	10,380	13,485	18,225
存货	13,225	40,200	113,917	149,702	185,591	营运资金变动	6,498	17,470	73,804	51,761	57,462
其他流动资产	9,048	16,780	29,519	36,922	44,981	其它	960	1,141	1,384	1,064	1,456
非流动资产	43,753	129,932	139,552	156,068	180,843	投资活动现金流	-15,052	-53,781	-19,192	-28,925	-42,317
长期股权投资	4,813	10,949	10,949	10,949	10,949	资本支出	-13,302	-43,765	-20,000	-30,000	-43,000
固定资产	19,622	41,275	46,046	56,711	74,637	投资变动	-4,044	-11,391	0	0	0
在建工程	5,750	30,998	35,998	41,998	48,998	其他	2,294	1,375	808	1,075	683
无形资产	2,518	4,480	4,330	4,180	4,030	筹资活动现金流	37,431	23,659	-3,815	-1,639	-1,639
其他长期资产	11,050	42,230	42,230	42,230	42,230	银行借款	9,451	26,277	-2,123	0	0
资产总计	156,618	307,667	611,719	785,912	980,872	股权融资	20,536	1,551	0	0	0
流动负债	54,977	149,345	423,974	553,009	684,136	其他	7,444	-4,169	-1,692	-1,639	-1,639
短期借款	6,335	12,123	10,000	10,000	10,000	现金净增加额	40,232	12,074	91,983	80,905	97,020
应付及预收	31,271	107,190	336,354	442,469	550,382	期初现金余额	23,200	63,432	89,072	181,055	261,960
其他流动负债	17,371	30,032	77,620	100,539	123,754	期末现金余额	63,432	75,506	181,055	261,960	358,979
非流动负债	32,447	65,700	65,700	65,700	65,700						
长期借款	6,068	22,119	22,119	22,119	22,119						
应付债券	14,382	15,855	15,855	15,855	15,855						
其他非流动负债	11,996	27,726	27,726	27,726	27,726						
负债合计	87,424	215,045	489,674	618,708	749,836						
股本	2,329	2,331	2,440	2,440	2,440						
资本公积	41,662	43,164	43,054	43,054	43,054						
留存收益	19,799	35,254	62,323	103,643	162,051						
归属母公司股东权益	64,207	84,513	111,582	152,903	211,310						
少数股东权益	4,987	8,109	10,463	14,301	19,727						
负债和股东权益	156,618	307,667	611,719	785,912	980,872						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	50,319	130,356	404,078	537,507	682,773
营业成本	36,349	96,094	323,737	424,990	526,537
营业税金及附加	295	487	2,020	2,688	3,414
销售费用	2,217	4,368	13,335	17,738	23,897
管理费用	1,768	3,369	12,122	16,125	23,897
研发费用	3,569	7,691	24,245	32,250	40,966
财务费用	-713	-641	342	-576	-1,465
资产减值损失	-827	-2,034	-500	-500	-500
公允价值变动收益	287	0	0	0	0
投资净收益	-118	1,233	808	1,075	683
营业利润	6,959	19,824	33,435	51,317	72,537
营业外收支	23	63	0	0	0
利润总额	6,983	19,887	33,435	51,317	72,537
所得税	879	2,026	4,012	6,158	8,704
净利润	6,104	17,861	29,423	45,159	63,833
少数股东损益	521	1,929	2,354	3,839	5,426
归属母公司净利润	5,583	15,931	27,069	41,321	58,407
EBITDA	11,158	24,560	38,999	57,201	82,286
EPS (元)	2.40	6.83	11.09	16.93	23.93

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	9.9%	159.1%	210.0%	33.0%	27.0%
营业利润增长	20.8%	184.8%	68.7%	53.5%	41.4%
归母净利润增长	22.4%	185.3%	69.9%	52.7%	41.4%
获利能力					
毛利率	27.8%	26.3%	19.9%	20.9%	22.9%
净利率	12.1%	13.7%	7.3%	8.4%	9.3%
ROE	8.7%	18.9%	24.3%	27.0%	27.6%
ROIC	5.6%	11.1%	14.5%	17.6%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	69.9%	80.0%	78.7%	76.4%
净负债比率	126.3%	232.2%	401.2%	370.0%	324.6%
流动比率	2.05	1.19	1.11	1.14	1.17
速动比率	1.79	0.88	0.78	0.81	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.42	0.66	0.68	0.70
应收账款周转率	4.46	5.49	7.30	8.11	9.13
存货周转率	3.80	3.24	3.55	3.59	3.68
每股指标 (元)					
每股收益	2.40	6.83	11.09	16.93	23.93
每股经营现金流	8	18	47	46	58
每股净资产	27.56	36.26	45.72	62.65	86.59
估值比率					
P/E	146.49	86.03	46.34	30.36	21.48
P/B	12.74	16.22	11.24	8.20	5.94
EV/EBITDA	69.69	54.38	28.85	18.26	11.51

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：联席首席分析师，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。

曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

李靖：高级分析师，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。

张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。

陈昕：高级研究员，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。

蒋淑霞：高级研究员，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。

陈思宇：高级研究员，毕业于西安交通大学，2019年进入广发证券发展研究中心。

朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。

张芷菡：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

高翔：研究员，硕士，毕业于新加坡国立大学，理学硕士，2022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。