

# 瑞丰新材 (300910.SZ)

## 22Q2 业绩超预期，基本面拐点已显现

### 核心观点:

- 公司发布 2022 年半年报，Q2 业绩超预期。2022H1 公司实现营业收入 10.21 亿元，同比+110.06%；实现归母净利润 1.46 亿元，同比+40.47%；基本每股收益 0.97 元/股。单季度看，22Q2 公司实现营业收入 6.24 亿元，同比+161%，环比+57.58%；实现归母净利润 0.95 亿元，同比+109.49%，环比+83.59%。公司业绩大幅增长，主要系复合剂增长较多所致。
- 短期来看，原材料价格下行，产品价差走扩，客户导入进展顺利，放量逻辑通畅，基本面拐点已显现。公司原材料多为原油的下游副产品或者衍生品，价格一定程度随原油价格波动。考虑三季度以来原油价格持续回落，公司原材料采购大部分以月度定价，而产品销售价格大部分为季度定价，因此 Q3 产品价差有望持续走扩，预计公司盈利能力仍将环比提升。瑞丰新材把握住 21Q1 美国雪灾造成四大添加剂供应链断裂的时间窗口，同时自身复合剂 API 认证也于 21 年 6 月份完成，二者加速了公司在下游头部客户的导入进展。
- 长期来看，瑞丰新材拥有产品、产业链一体化、客户壁垒以及规模等方面优势。**1.产品**：单剂核心品类自主可控+复合剂通过高级别 API 认证；**2.产业链一体化**带来较为明显的成本优势；**3.客户壁垒**：海外头部润滑油企业相继导入+国内润滑油公司存在较强进口替代意愿；**4.规模优势**有望持续增长。
- **盈利预测与投资建议**。预计 22-24 年公司 EPS 分别为 2.49/3.93/5.55 元/股。参考可比公司 2023 年 PE 估值，给予 2023 年业绩 35 倍 PE 估值水平，对应的合理价值 137.45 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示**。客户导入不及预期；新增产能项目建设不及预期风险；汽车产业政策风险；海外市场拓展风险。

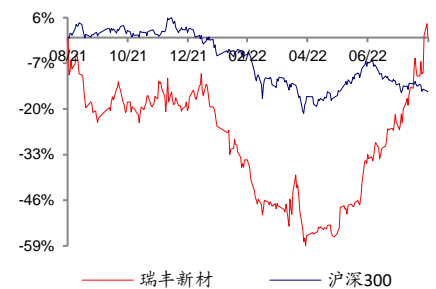
### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	861	1,081	2,498	3,544	4,846
增长率 (%)	31.1	25.6	131.0	41.9	36.7
EBITDA (百万元)	234	227	411	679	991
归母净利润 (百万元)	183	201	373	589	833
增长率 (%)	85.9	9.9	85.6	57.9	41.4
EPS (元/股)	1.22	1.34	2.49	3.93	5.55
市盈率 (x)	52.09	59.58	37.97	24.05	17.01
ROE (%)	8.8	9.3	14.7	18.7	20.9
EV/EBITDA (x)	34.65	47.68	32.09	19.27	12.82

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	94.44 元
合理价值	137.45 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-31

### 相对市场表现



### 分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

### 分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-23942150



wuxr@gf.com.cn

### 分析师:

郭齐坤



SAC 执证号: S0260522080005



021-38003580



guoqikun@gf.com.cn

请注意，邓先河、郭齐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。

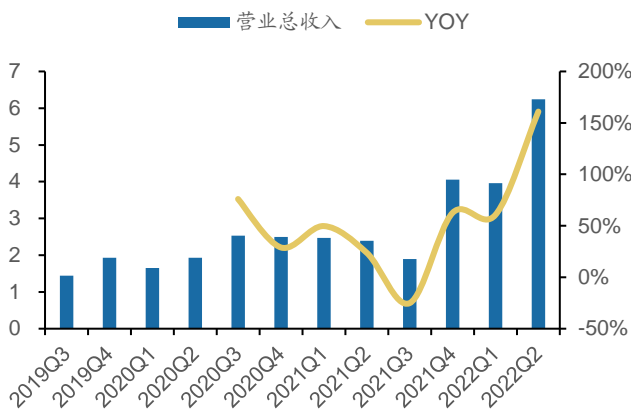
### 相关研究:

瑞丰新材 (300910.SZ) :21	2022-04-12
年业绩符合预期，复合剂销售逐步放量	
瑞丰新材 (300910.SZ) :Q3	2021-10-28
业绩略低于预期，远期成长逻辑未变	

## 一、22Q2 业绩超预期，复合剂放量显著

公司发布2022年半年报，Q2业绩超预期。2022H1公司实现营收10.21亿元，同比+110.06%；实现归母净利润1.46亿元，同比+40.47%；基本每股收益0.97元/股。单季度看，22Q2公司实现营收6.24亿元，同比+161%，环比+57.58%；实现归母净利润0.95亿元，同比+109.49%，环比+83.59%。公司营业收入大幅增长，主要系公司复合剂系列产品增长较多所致。

图 1：瑞丰新材季度营业总收入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

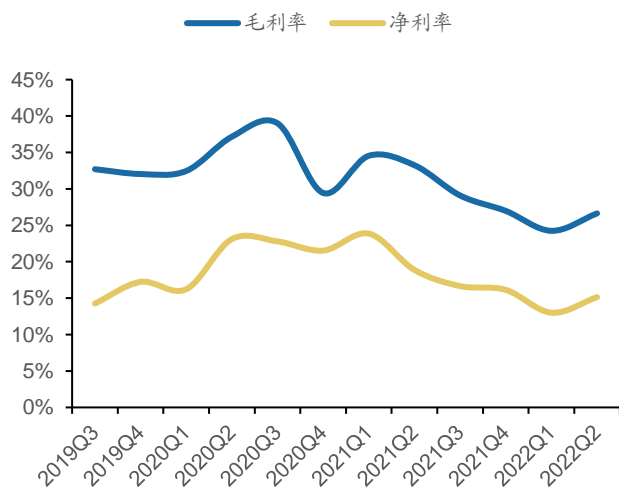
图 2：瑞丰新材季度归母净利润（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

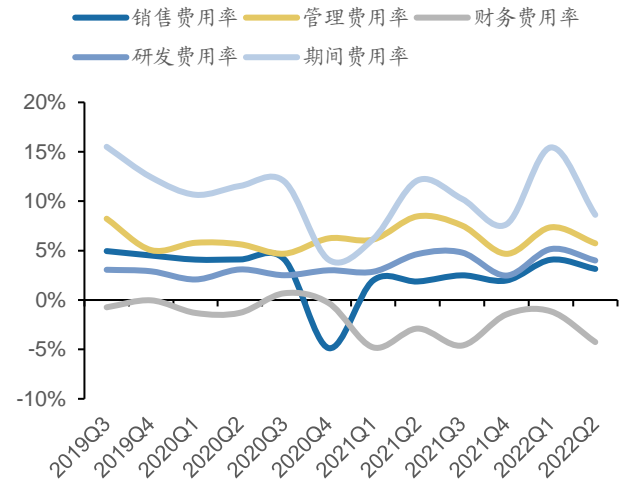
**Q2 公司产品提价，期间费用率下降，盈利能力逐步修复。**22Q2 公司实现毛利率 26.64%，环比+2.40pct；净利率 15.14%，环比+2.14pct。二季度产品原材料价格整体微降，润滑油添加剂提价较多，公司实现原材料涨价传导，盈利能力逐步修复。从期间费用率来看，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率均有所下降，22Q2 期间费用率为 8.62%，环比-6.82pct，成本控制进一步优化。

图 3：瑞丰新材季度毛利率与净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

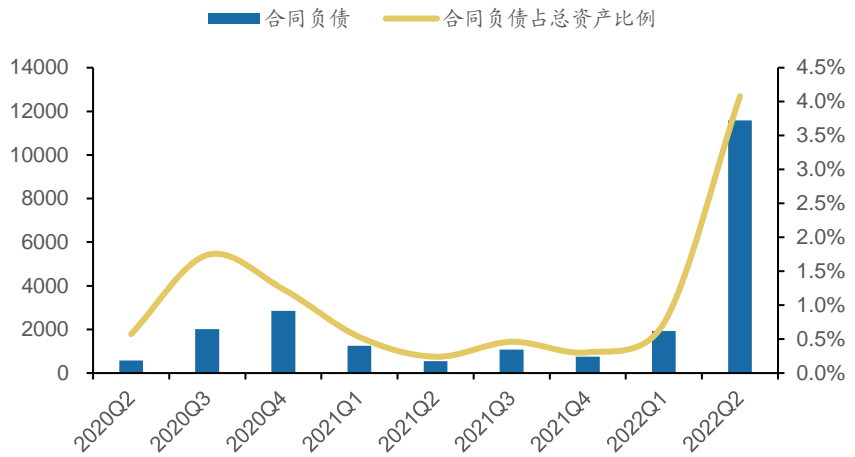
图 4：瑞丰新材季度期间费用率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

合同负债大幅增长，产品需求旺盛。2022H1期末，合同负债增长至1.16亿元，环比一季度末增长约1亿元，占总资产的比例达到4.08%，相较于2021年末+3.77pct，主要系预收货款大幅增所致。

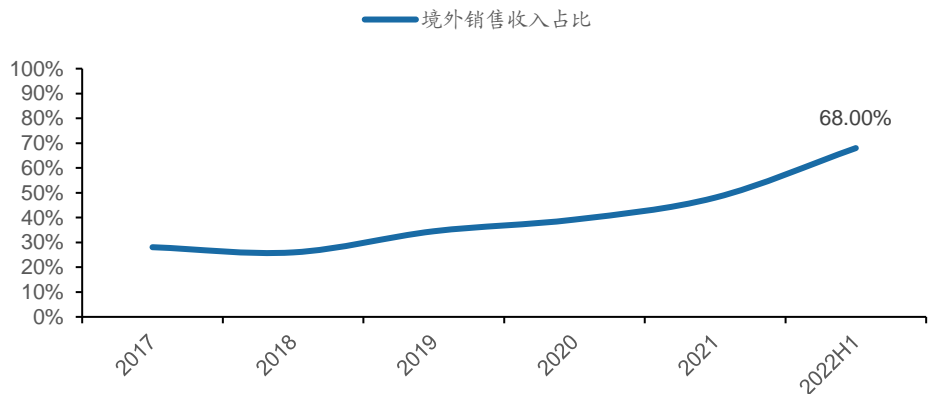
图 5：瑞丰新材合同负债大幅增长（万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

境外销售增长迅速，出口占比持续提升。2017年，公司境外销售收入占比为28.07%，随着公司不断开拓国际市场，2021年增长至48.05%，2022H1再次实现突破，出口占比达68%。在复合剂润滑油领域，公司努力向高端润滑油添加剂领域突破。2022H1，用公司研制的汽油机油复合剂产品RF6188调制的API SP 5W-30汽油机油通过全部发动机台架试验，SP是美国石油学会汽油机油现行规格中的最高质量等级。公司复合剂产品认证持续突破，有助于在核心客户准入方面取得突破，抢占国际市场份额，提升公司的综合竞争能力。公司出口销售主要采用美元或欧元结算，受益于美元升值，2022H1实现汇兑损益1618.41万元。

图 6：瑞丰新材境外销售收入占比



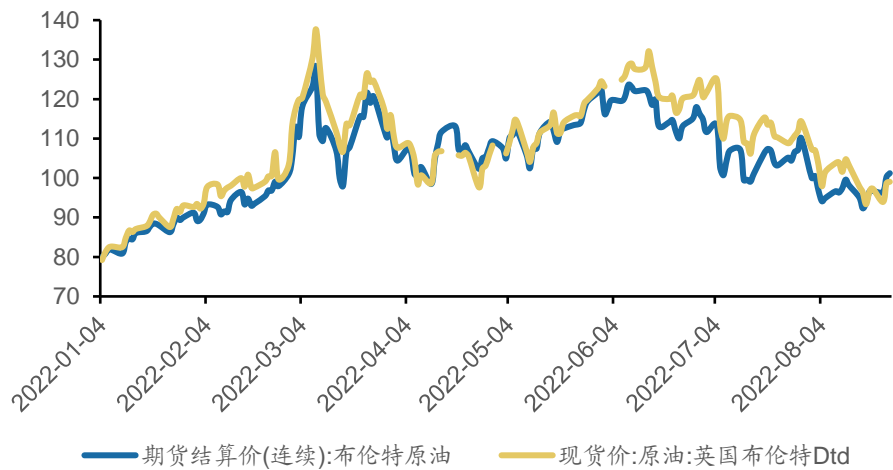
数据来源：公司招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

## 二、22Q3 环比有望持续向好，公司长逻辑逐步兑现

短期来看，原材料价格下行，产品价差走扩，客户导入进展顺利，放量逻辑通畅。

**22Q3盈利能力有望持续上行。**公司原材料多为原油的下游副产品或者衍生品，主要有基础油和 $\alpha$ 烯烃等价格随原油价格相对波动。上半年原油价格维持高位震荡，6月份曾高达123.58美元/桶，三季度以来已有所回落，目前维持在101.22美元/桶，下降幅度达18.09%，Q3公司成本端的原材料压力将逐步减轻。由于公司采取“基于安全库存、以销定产、以产定购”的采购模式，原材料采购大部分以月度定价，而产品销售价格大部分为季度定价，因此三季度产品价差有望持续走扩，预计公司盈利能力仍将环比提升。

图 7：三季度以来原油价格逐步下行（美元/桶）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**客户导入进展顺利，放量逻辑通畅。**在逆全球化趋势兴起，叠加新冠疫情反复，地缘政治冲突背景下，全球润滑油添加剂的供应链带来重大挑战。瑞丰新材把握住21Q1美国雪灾造成四大添加剂供应链断裂的时间窗口，同时自身复合剂API认证也于21年6月份完成，二者加速了公司在下游头部客户的导入进展。根据21年报，公司第二和第四大客户分别为道达尔和中石化，22H1进一步突破其他几家海外头部润滑油客户。相比四大添加剂厂商而言，瑞丰当前产销体量相对较小，因此任意头部润滑油客户的导入，都能给予公司较大的边际弹性增量。

长期来看，瑞丰新材核心竞争力主要体现在四个方面，产品、产业链一体化、客户壁垒以及规模优势。

**1.产品：单剂核心品类自主可控+复合剂通过高级别API认证。**公司自1999年开始润滑油添加剂单剂的研发，经过接近20年不断研发和拓展，公司具有完整的主流单剂自主生产能力。单剂品类齐全，是进行复合剂配方研发、复合剂 API 认证的基础

与前提条件，是以单剂向复合剂转型，进入主流市场的坚实基础，也是公司较国际四大之外其他公司的核心优势。公司目前已自主掌握了CK-4 级柴油机油复合剂配方工艺、SP级汽油机油复合剂配方工艺等。同时CI-4、SN、SP级别复合剂已经通过国外权威的第三方台架测试(API)，复合剂满足高级别认证向下兼容原则，因此公司复合剂产品具备“国六”及以下润滑油添加剂产品供应需求。

**2.产业链一体化带来较为明显的成本优势。**瑞丰始终在核心原材料的自产化上不断探索进步。公司通过自主研发生产十二烷基酚、线性长链烷基苯、3.5-甲酯等核心原材料，填补国内空白，保证了公司产品的市场竞争力，同时降低了成本。瑞丰坚持基础化工原料-单剂-复合剂的一体化生产，而海外四大润滑油添加剂厂商的单剂工厂主要在美国本土，在国内主要建立复合剂生产工厂。因此在国内以及亚太市场，“四大”的单剂供应依靠外采或者海外工厂供应，相对而言，产业链一体化给予瑞丰较为明显的成本优势。此外，考虑到下游润滑油企业盈利能力相对较弱，在保证润滑油添加剂产品质量的同时，拥有的成本优势使得瑞丰能够对下游有相对较大的让利空间。

**3.客户壁垒：海外头部润滑油企业相继导入+国内润滑油公司存在较强进口替代意愿。**在国际市场上，经过20世纪90年代末期润滑油添加剂公司之间剧烈的兼并和收购，产业逐渐集中，因此导致高端润滑油添加剂供应格局相对封闭。根据半年报，四家国际知名润滑油添加剂公司路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿在较长时间内控制了全球85%左右的添加剂市场份额。瑞丰新材成功把握重要的时间窗口，突破了海外头部润滑油客户，因此对于其他润滑油添加剂企业而言，瑞丰具备较大的先发优势。近年来随着中美贸易摩擦加剧，国家已经充分认识到润滑油添加剂进口替代的重要性，19年中石化资本参股瑞丰新材，进一步扶持了瑞丰在润滑油添加剂行业的成长，同时也加快了润滑油添加剂的国产替代进程。

**4.规模优势有望持续增长。**根据半年报数据，公司现有润滑油单剂产能超过10万吨，与此同时，公司在两大生产基地沧州和新乡分别规划15万吨润滑油添加剂产能，半年报显示沧州一期项目进度7.32%，新乡项目则有望2023年底投产。公司持续规模扩张，未来成长动力十足。

### 三、盈利预测和投资建议

#### （一）核心假设

**润滑油添加剂：**产能方面，公司现有润滑油单剂产能超过10万吨，根据公司环评公告及年报，新乡和沧州两大生产基地分别规划15万吨润滑油添加剂产能，预计如期投放，开工率在现有水平上稳中有升。**市场方面，**我们预计润滑油添加剂进口替代过程如上文分析，同时公司把握美国德州雪灾等黑天鹅事件导致全球供应紧张以及自身API认证通过等因素，加快了客户认证进程以及复合剂放量过程，22Q2出现了明显的经营拐点。**毛利率方面，**考虑到公司Q1受原材料价格上涨等影响，Q2实现产品提价，毛利率持续修复。同时Q3原材料价格有所下滑，我们预计产品价差有望进一步走扩。

**无碳纸显色剂：**无碳纸显色剂是公司的传统业务，行业发展相对停滞，公司后期项

目的建设重心主要集中在润滑油添加剂领域。考虑到公司在无碳纸显色剂的龙头地位，我们预计公司无碳纸显色剂营收及毛利率维持相对稳定。

表1: 公司主要产品业绩预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
润滑油添加剂	营业收入	百万元	580	788	998	2433	4745
	增速	%	29.86%	35.86%	26.66%	143.68%	36.74%
	营业成本	百万元	403	514	669	1730	3179
	毛利润	百万元	177	275	329	702	1566
	毛利率	%	31%	35%	33%	29%	33%
无碳纸显色剂	营业收入	百万元	74	63	74	71	71
	增速	%	-4.59%	-14.78%	15.90%	-3.10%	0.00%
	营业成本	百万元	50	40	44	42	42
	毛利润	百万元	24	24	29	29	29
	毛利率	%	32%	38%	40%	41%	41%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

我们预计2022-2024年公司营收分别为24.98/35.44/48.46亿元，归母净利润分别为3.73 /5.89/8.33亿元，对应EPS分别为2.49/3.93/5.55元/股。

公司估值水平的高低取决于行业空间、竞争格局、公司业绩增速以及稳定性等多重因素，结合公司所处的行业赛道和空间、润滑油添加剂的产品属性以及公司市场地位，我们选取万华化学、利安隆和奥福环保为可比公司。

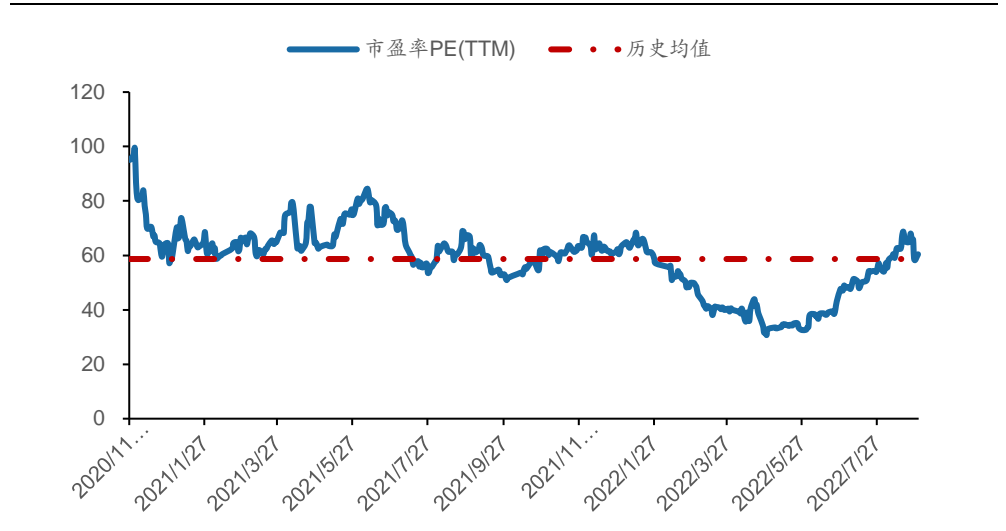
选取万华化学作为可比公司的原因：万华主营产品MDI和瑞丰新材主营产品润滑油添加剂均为千亿以上市场空间，且二者均属于各自领域国内龙头公司，润滑油添加剂行业的周期波动小于MDI行业，盈利能力相对较为稳定。同时考虑万华在MDI行业已经过了高速成长期，瑞丰目前正处于客户导入初期，市占率有望快速提升，因此给予相对较高估值。

选取利安隆作为可比公司的原因：瑞丰新材与利安隆均属于助剂行业，产品属性具备一定可比性，但产品细分领域差异较大。相较利安隆，未来几年瑞丰新材业绩复合增速较高。此外，利安隆收购锦州康泰，从要从事润滑油添加剂单剂业务，与瑞丰具备一定可比性。

选取奥福环保作为可比公司的原因：瑞丰新材与奥福环保均属于“小而美”的化工细分行业“隐形冠军”，在产业链环节以及市场地位方面具备一定可比性。相较蜂窝陶瓷载体百亿市场空间，润滑油添加剂行业空间更大。

参考的可比公司2023年平均PE估值为13倍，考虑到公司所处的行业市场空间较大、行业进入壁垒较高、业绩增长确定性较强以及API认证通过等因素，同时考虑到公司21-24年归母净利润复合增速较快，约为60%，同时考虑公司上市以来，历史PE估值均值为58.67倍，我们给予瑞丰新材2023年业绩35倍PE估值水平，对应的合理价值137.45元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图 8: 瑞丰新材市盈率PE(TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值表

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600309.SH	万华化学	2756.70	87.80	6.96	8.44	9.79	12.62	10.40	8.97
300596.SZ	利安隆	118.60	51.65	2.47	3.05	3.67	20.89	16.94	14.07
688021.SH	奥福环保	20.39	26.38	1.55	2.53	3.27	17.01	10.43	8.07
	平均						16.84	12.59	10.37

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (对比公司的盈利预测均取自 WIND 一致预期; 收盘价截止 2022/8/29。)

## 四、风险提示

### (一) 客户导入不及预期

公司目前处于加速导入下游客户的过程, 若不及预期, 影响复合剂产品的放量。

### (二) 汽车产业政策风险

燃油发动机是润滑油添加剂主要应用领域之一。欧洲部分国家已经出台了燃油汽车禁售时间表, 中国目前尚未出台燃油汽车禁售时间表, 但2017年工信部副部长辛国斌透露工信部正在研究、制定“停止生产销售传统能源汽车时间表”。如果“停止生产销售传统能源汽车时间表”正式实施, 将会降低增量市场对燃油发动机用润滑油的需求量, 从而对公司润滑油添加剂生产销售产生不利影响。

### (三) 海外市场拓展风险

公司2017-2020H1出口金额占营收比重逐年增长, 但目前国际润滑油添加剂市场主要被路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿等几家国际知名添加剂厂商所占据, 如

果公司在海外市场销售不能持续增长或不能保持稳定，将会影响公司效益。

#### **（四）新增产能项目建设不及预期风险**

目前公司产能建设正有序推进，但若未来产能建设或投放速率不及预期，将对公司营收造成不利影响。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,981</b>	<b>1,957</b>	<b>2,314</b>	<b>2,872</b>	<b>3,758</b>
货币资金	1,434	1,160	978	1,090	1,500
应收及预付	140	225	486	669	881
存货	108	290	564	825	1,088
其他流动资产	299	281	286	287	288
<b>非流动资产</b>	<b>322</b>	<b>501</b>	<b>586</b>	<b>730</b>	<b>864</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	170	285	382	508	625
在建工程	64	56	46	66	86
无形资产	72	72	70	68	66
其他长期资产	16	88	88	88	88
<b>资产总计</b>	<b>2,303</b>	<b>2,458</b>	<b>2,900</b>	<b>3,602</b>	<b>4,622</b>
<b>流动负债</b>	<b>226</b>	<b>300</b>	<b>359</b>	<b>459</b>	<b>630</b>
短期借款	0	0	5	15	35
应付及预收	152	248	202	271	356
其他流动负债	74	52	152	174	239
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>226</b>	<b>300</b>	<b>359</b>	<b>460</b>	<b>630</b>
股本	150	150	150	150	150
资本公积	1,531	1,531	1,531	1,531	1,531
留存收益	396	477	859	1,461	2,311
归属母公司股东权益	2,077	2,158	2,540	3,142	3,992
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,303</b>	<b>2,458</b>	<b>2,900</b>	<b>3,602</b>	<b>4,622</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>861</b>	<b>1,081</b>	<b>2,498</b>	<b>3,544</b>	<b>4,846</b>
营业成本	563	752	1,756	2,409	3,245
营业税金及附加	7	5	20	28	39
销售费用	13	22	87	117	150
管理费用	48	69	145	195	257
研发费用	23	37	112	159	218
财务费用	-4	-33	-46	-35	-13
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资净收益	1	1	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>214</b>	<b>233</b>	<b>431</b>	<b>681</b>	<b>963</b>
营业外收支	0	-2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>213</b>	<b>231</b>	<b>431</b>	<b>681</b>	<b>963</b>
所得税	30	30	58	92	130
<b>净利润</b>	<b>183</b>	<b>201</b>	<b>373</b>	<b>589</b>	<b>833</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>183</b>	<b>201</b>	<b>373</b>	<b>589</b>	<b>833</b>
EBITDA	234	227	411	679	991
EPS (元)	1.22	1.34	2.49	3.93	5.55

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>217</b>	<b>58</b>	<b>-82</b>	<b>273</b>	<b>556</b>
净利润	183	201	373	589	833
折旧摊销	27	31	34	44	53
营运资金变动	3	-177	-485	-355	-326
其它	4	3	-5	-5	-4
<b>投资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>-201</b>	<b>-105</b>	<b>-170</b>	<b>-165</b>
资本支出	-32	-194	-110	-175	-170
投资变动	0	0	0	0	0
其他	42	-7	5	5	5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,011</b>	<b>-124</b>	<b>5</b>	<b>10</b>	<b>19</b>
银行借款	0	0	5	10	20
股权融资	1,062	0	0	0	0
其他	-51	-124	0	-1	-1
<b>现金净增加额</b>	<b>1,234</b>	<b>-271</b>	<b>-183</b>	<b>112</b>	<b>410</b>
期初现金余额	185	1,419	1,160	978	1,090
期末现金余额	1,419	1,149	978	1,090	1,500

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	31.1%	25.6%	131.0%	41.9%	36.7%
营业利润增长	87.7%	9.0%	85.3%	57.9%	41.4%
归母净利润增长	85.9%	9.9%	85.6%	57.9%	41.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.6%	30.5%	29.7%	32.0%	33.0%
净利率	21.2%	18.6%	14.9%	16.6%	17.2%
ROE	8.8%	9.3%	14.7%	18.7%	20.9%
ROIC	8.5%	7.9%	12.8%	17.4%	20.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	9.8%	12.2%	12.4%	12.8%	13.6%
净负债比率	10.9%	13.9%	14.1%	14.6%	15.8%
流动比率	8.75	6.53	6.44	6.25	5.97
速动比率	8.13	5.36	4.52	4.06	3.85
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.44	0.86	0.98	1.05
应收账款周转率	8.04	6.58	7.00	7.30	7.60
存货周转率	7.95	3.73	4.43	4.29	4.45
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.22	1.34	2.49	3.93	5.55
每股经营现金流	1.44	0.39	-0.55	1.82	3.71
每股净资产	13.85	14.39	16.93	20.95	26.61
<b>估值比率</b>					
P/E	52.09	59.58	37.97	24.05	17.01
P/B	4.59	5.55	5.58	4.51	3.55
EV/EBITDA	34.65	47.68	32.09	19.27	12.82

## 广发基础化工行业研究小组

- 邓先河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭齐坤：高级分析师，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁续：高级研究员，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 李凌芳：研究员，华东理工大学硕士，2015 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。