

28 October 2022

Research Analyst
Shirui Ouyang
 (852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

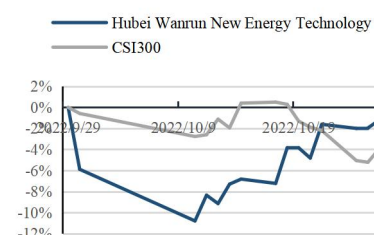
Leading company in positive electrode materials lithium iron phosphate; rapid capacity expansion unlocks room for growth Buy (Initiation)

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	2,229	13,986	32,561	37,104
Growth (YoY %)	224%	527%	133%	14%
Net profit (RMB mn)	353	1,320	1,817	2,135
Growth (YoY %)	890%	274%	38%	18%
EPS (RMB)	4.14	15.49	21.32	25.06
P/E (X)	47.68	12.74	9.25	7.87

Investment Thesis

- **Wanrun mainly engaged in lithium iron phosphate, the positive electrode material of lithium-ion batteries; and ranked top3 in shipments for three years in a row.** The company mainly produced lithium iron phosphate, iron phosphate, and manganese, serving as an important supplier to CATL and BYD. In 2021, it achieved revenue of RMB2.2bn (+224%, YoY), and revenue from lithium iron phosphate accounted for 99% of the total revenue. Its market share in domestic lithium iron phosphate was 16.70%/13.50%/11.8% during 2019-2021, ranking top3 for consecutive three years. In 2022H1, it achieved revenue of RMB3.4bn and net profit of RMB494mn, +387%/+252%, YoY.
- **Lithium iron phosphate is in strong demand and manufacturers' profits will return to a reasonable level after gradual capacity ramp up in 2023.** Lithium iron phosphate batteries are rapidly picking up as power batteries in the recent two years, with the installed share increasing significantly from 29% at the beginning of 2021 to 58% in August 2022, and are still expected to see a slight rise next year. As the large-scale capacity expansion began in early 2021 and will release gradually from 2H22 to 2023, the supply shortage will ease significantly in 2023 and market shares of leading manufacturers are expected to improve due to aggressive expansion. The industry's average profit was about RMB10,000 per ton due to tight supply in 2022, which may return to RMB3,000-5,000 in the medium-term, while manufacturers who are integrative and advanced in technology will be generally more profitable.
- **Deeply bounding up with the two major battery manufacturers, Wanrun saw a rapid production rise.** The productions of Wanrun are supplied to both CATL and BYD, which will be 50,000 tons to each in 2022 according to our estimates. With the gradual release of production capacity in 2023, its market share may increase significantly. Wanrun saw a significant expansion in 2022-2023: its production capacity in 2021 was 43,000 tons, which will reach to 240,000 tons and 480,000 tons at the end of 2022 and 1Q23. Therefore, we estimate the company's shipments in 2022/2023 to be 100,000-120,000 tons and 300,000-350,000 tons respectively, with a YoY growth of 170%+, driving its market share to rise from 11% in 2021 to 18% in 2023.
- **The company's self-made iron phosphate in ammonia method builds cost advantage and further cost reductions deserves expectation after new capacity in Shandong was put into production.** Its new production capacity of 240,000 tons in Binzhou, Shandong will be put into production in 1Q23, with lower electricity cost than current average, which will further reduce the company's unit cost.
- **Earnings Forecast & Rating:** Given the company's capacity expansion, customer and cost advantage, we estimate its 2022-2024 net profit to be RMB1.32/ 1.82/2.14bn, with a YoY growth of 274%/38%/18%, corresponding to P/E of 13x/9x/8x. We give a target price of RMB319.8 and a "Buy" rating in our initial coverage.
- **Risks:** Lower-than-expected production progress; risk of technical route change; fiercer competition in the industry; risk of centralized customers and going concern; risk of stock price's sharp fluctuation as new share

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	197.28
52-week Range (RMB)	190.11/259.99
P/B (X)	6.36
Free floating market cap (RMB mn)	3,743.07
Total market cap (RMB mn)	16,811.25

Basic Data

BVPS (HKD)	31.03
Liabilities/assets (%)	70.37
Total Issued Shares (mn)	85.22
Shares outstanding (mn)	18.97

Related reports

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Duohong Zeng** (曾朵红), **Qiaoyan Ruan** (阮巧燕) and **Xiaotian Liu** (刘晓恬).

铁锂正极材料龙头，迅速放量打开成长空间 买入（首次）

2022 年 10 月 28 日

证券分析师
欧阳诗睿

(852) 3892 3120

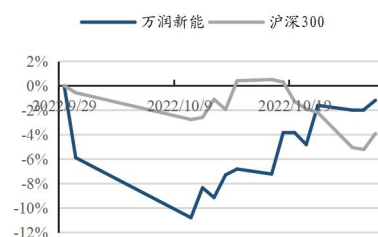
ouyangshirui@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,229	13,986	32,561	37,104
同比	224%	527%	133%	14%
归属母公司净利润（百万元）	353	1,320	1,817	2,135
同比	890%	274%	38%	18%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	4.14	15.49	21.32	25.06
P/E（现价&最新股本摊薄）	47.68	12.74	9.25	7.87

投资要点

- **万润主营磷酸铁锂正极，连续三年出货行业前三：**公司从事锂电正极材料生产销售，主要产品包括磷酸铁锂、磷酸铁、锰酸锂，是宁德时代、比亚迪的重要供应商。公司核心高管团队经验丰富，均具有多年的锂电正极材料的生产管理经验。2021 年公司营收 22 亿元，同增 224%，其中磷酸铁锂收入占比 99%。公司 2019-2021 年铁锂正极材料国内市占率分别为 16.7%、13.5%、11.8%，连续三年位于行业前三。2022H1 公司实现营收 34 亿元，同增 387%，归母净利为 4.94 亿元，同增 252%。
- **铁锂正极需求强劲，23 年产能逐步落地后预计盈利回归合理水平。**近两年铁锂电池在动力领域迅速回升，乘用车市场装机占比已从 21 年初 29%大幅提升至 58%，预计明年仍会有小幅提升。我们测算 22-23 年铁锂电池需求 292、542gwh，对应铁锂正极需求 100、185 万吨，同增 146%/85%，25 年需求近 500 万吨，22-25 年 CAGR70%。供给端，21 年初开始大规模扩产，22 年 H2 到 23 年产能逐步释放，预计 23 年供给紧张明显缓解，其中头部厂商扩产激进，份额有望提升。盈利看，22 年供给偏紧，行业平均单吨利润约 1 万元，中期看预计逐步回归至 3000-5000 元，但一体化及技术领先厂商盈利更好。
- **公司绑定两大头部电池厂商，突破产能瓶颈迅速上量。**公司同时供应宁德时代、比亚迪两大头部电池厂商，我们预计 2022 年公司分别供应宁德与比亚迪 5 万吨，占各自比重 15%及 25%，23 年随公司产能释放，份额有望明显增加。产能方面，22-23 年产能大幅扩张助力高增，21 年底产能为 4.3 万吨，预计 22 年底将达 24 万吨，23 年 Q1 末达 48 万吨。因此，我们预计公司 22/23 年出货量分别为 10-12 万吨、30-35 万吨，同比增速均 170%+，市占率有望由 2021 年的 11%提升至 18%。
- **氨法自制磷酸铁筑成本优势，山东新产能投产后有望进一步降本。**公司采用固相法生产铁锂，产品性能优异，压实密度 2.4-2.5g/ml。铁锂原材料磷酸铁公司基本实现自供，且采用氨法相对钠法更具成本优势。同时，公司山东滨州 24 万吨新产能 23Q1 将投产，电费低于公司现阶段用电均价 0.6-0.7 元/度，有望进一步降低公司单位成本。考虑 22 年供给紧缺，我们预计公司单吨利润为 1.2 万元/吨，同比增 40%，23 年回归至合理水平 0.6 万元/吨。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司突破产能瓶颈迅速上量，且具备客户及成本优势，我们预计 2022-2024 年公司归母净利 13.2/18.17/21.35 亿元，同比增长 274%/38%/18%，对应 PE 为 13/9/8 倍，给予公司 2023 年 15 倍，目标价 319.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目投产进度不及预期，技术路线变动的风险，同行业竞争加剧，客户集中及持续经营的风险，新股股价波动较大的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	197.28
一年最低/最高价	190.11/259.99
市净率(倍)	6.36
流通 A 股市值(百万元)	3,743.07
总市值(百万元)	16,811.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	31.03
资产负债率(% ,LF)	70.37
总股本(百万股)	85.22
流通 A 股(百万股)	18.97

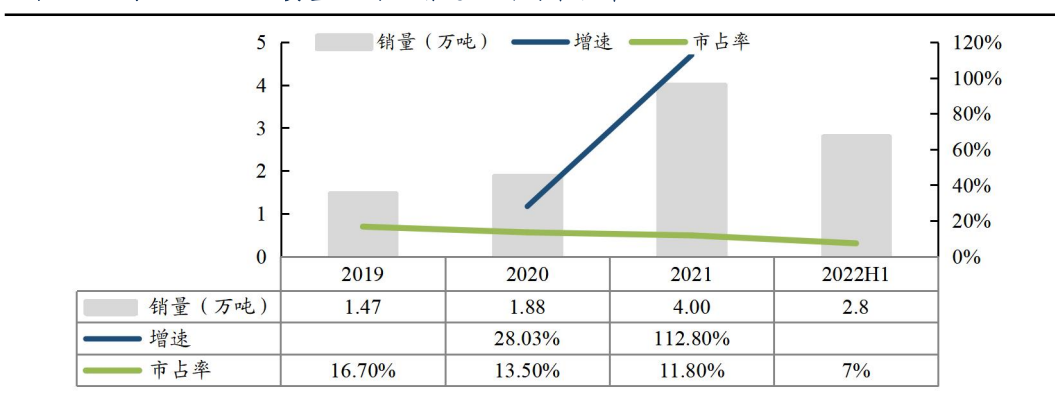
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、阮巧燕和刘晓恬的指导。

1. 万润新能：磷酸铁锂正极材料核心供应商

专注锂电正极材料生产，出货连续三年位列行业前三。公司主要产品涵盖磷酸铁锂正极材料及前驱体、锰酸锂正极材料等，磷酸铁锂为收入主要来源。2019-2021 年贡献营收 93%/92%/99%。2019-2021 年，公司铁锂正极材料国内市占率分别为 16.70%、13.50%、11.8%，连续三年位于行业前三，市占率下滑主要由于产能扩张速度不及同行，随着新产能的逐步释放，我们预计 2022 年全年出货可达 10-12 万吨。

图 1：公司铁锂正极出货量及同比增速、国内市占率



数据来源：招股说明书、鑫椏资讯，东吴证券（香港）

下游高景气带动盈利高增，期间费用率有所改善。2021 年新能源汽车进入放量增长期，同时随着特斯拉 Model3 铁锂版本、比亚迪“汉”和宏光 MINI 等铁锂车型热卖，磷酸铁锂车型产销量持续攀升。受下游终端消费需求及动力电池装机容量增长的影响，公司磷酸铁锂产品供不应求，2021 年，公司磷酸铁锂平均售价及销量分别同比增长 64.37% 和 112.80%。2022 年业绩持续高增，上半年实现营收 33.94 亿元，同增 386.58%，归母净利润 4.94 亿元，同增 251.9%。此外，公司费用管控能力不断提升，2021 年销售、财务、管理三费率均有所下降。

2. 动力回升叠加储能爆发，铁锂市场空间广阔

动力领域回升叠加储能爆发，铁锂正极需求强劲。磷酸铁锂电池安全性高、循环寿命长，还具有原材料来源广泛、价格低、无毒无污染、可在高温下环境使用等优点。

1) 动力领域：技术进步性能提升，装机占比迅速提升。技术进步和封装工艺的改进推动了铁锂电池能量密度瓶颈突破和成本下降，使其具备较高性价比。铁锂电池装机份额从 2021 年 1 月的 38% 逐步提升至 2022 年 8 月的 62%，铁锂化趋势显著。受益于铁锂电池需求高增，铁锂正极材料产量份额持续提升，增速远超三元及行业整体，2022 年 1-8 月铁锂正极产量 57.53 万吨，同增 185%，占比 61%。

图 2：正极材料产量及同环比增速、份额

单位：吨	22年1月	22年2月	22年3月	22年4月	22年5月	22年6月	22年7月	22年8月	2019年合计	2020年合计	2021年合计	2022年1-8月
正极	100,950	94,330	107,700	103,140	110,140	126,250	146,820	150,590	259,760	306,340	749,000	939,920
-同比	132.9%	132.9%	112.9%	90.6%	95.4%	104.8%	128.8%	120.8%	22.8%	17.9%	144.5%	114%
-环比	16.6%	-6.6%	14.2%	-4.2%	6.8%	14.6%	16.3%	2.6%				
正极-磷酸铁锂	59,100	55,220	61,000	59,550	66,380	78,800	96,300	98,900	74,390	123,060	372,080	575,250
-占比	59%	59%	57%	58%	60%	62%	66%	66%	29%	40%	50%	61%
-同比	235.2%	214.6%	165.8%	142.6%	155.3%	180.4%	206.7%	191.7%	7%	65%	202%	185%
-环比	20.9%	-6.6%	10.5%	-2.4%	11.5%	18.7%	22.2%	2.7%				
正极-三元材料	41,850	39,110	46,700	43,590	43,760	47,450	50,520	51,690	185,370	183,280	376,920	364,670
-占比	41%	41%	43%	42%	40%	38%	34%	34%	71%	60%	50%	39%
-同比	62.7%	70.4%	69.0%	47.4%	44.0%	41.4%	54.1%	50.7%	23%	-1%	106%	54%
-环比	11.0%	-6.5%	19.4%	-6.7%	0.4%	8.4%	6.5%	2.3%				

数据来源：鑫椤资讯，东吴证券（香港）

2) **储能领域**：全球储能锂电市场呈现爆发增长，2021 年全球储能锂离子电池出货量达 60GWh，同比高增 140%，其中中国储能锂离子电池出货量为 15GWh，同比翻倍增长。我们预计 2025 年全球市场储能电池出货量有望达 760GWh，2021-2025 年复合增速近 90%，储能市场空间广阔。此外，随着 5G 基础设施建设全面铺开，5G 基站备用电源储能市场增幅明显，将带动磷酸铁锂材料需求提升。

3) **铁锂正极需求空间广阔，预计 2022-2025 年复合增速 70%**。汽车电动化趋势明显，叠加储能和消费相关的铁锂需求，我们预计 2022 年磷酸铁锂电池需求达 292GWh，铁锂正极实际需求达 100 万吨，同比+146%。2025 年我们预计全球铁锂正极需求 493 万吨，2022-2025 年复合增速 70%。

3. 主流厂商加码布局产能，铁锂正极竞争格局相对稳定

铁锂需求爆发，主流厂商加码布局铁锂产能，第一梯队扩产最为激进。铁锂正极行业龙头优势明显，2021 国内磷酸铁锂前三大产量占比 58%，较 2020 年提升 2pct，行业集中度提高。公司积极扩产，2021 年产能约 4.0 万吨，预计 2022 年底产能可达 24 万吨，新增 20 万吨；23 年 Q1 鲁北万润一期 24 万吨落地，年底产能有望达 48 万吨，份额有望稳步提升。

图 3：国内铁锂正极厂商 2021 全年产量格局

	产量（万吨）	份额
德方纳米	89,900	24%
湖南裕能	82,200	22%
湖北万润	43,800	12%
国轩高科	32,950	9%
融通高科	30,300	8%
安达科技	22,700	6%
重庆特瑞	21,150	6%
北大先行	16,900	5%
比亚迪	15,100	4%
江西升华	13,200	4%
江西金锂	2,000	1%
斯科兰德	1,880	1%
合计	372,080	100%

数据来源：鑫椤资讯，东吴证券（香港）

图 4：国内铁锂正极厂商 2022 年 1-8 月产量格局

	生产基地	规划产能	2021年底	2022年中	2022年底	2023年中	2023年底
德方纳米	广东佛山	3.0	3.0	3	3	3	3
	曲靖德方	7.0	7.0	7	7	7	7
	曲靖德方	10.0	2.0	2	2	2	2
	亿纬合资	10.0		11	11	11	11
	技改增量	--	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
	宜宾江安（宇德合资）	8.0		8	8	8	8
湖南裕能	磷酸铁锂	44.0			11	11	20
	合计	82.0	15.5	26.5	45.5	45.5	54.5
	湖南湘潭/广西靖西	6.0	4.0	4	7.4	7.4	7.4
	四川遂宁	17.0	10.0	10	17	17	17
	贵州	30.0		10	10	10	20
	云南	35.0		10	10	10	15
湖北万润	合计	88.0	14.0	34.0	44.4	44.4	59.4
	合计	89.3	4.0	19	24	48	48
	天津	3.0	1.0	1	1	1	1
龙蟠科技	常州	2.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
	四川	15.0	3.0	3	15	15	15
	湖北	10.0					6
	山东	5.0			6	6	6
	印尼	10.0					5
	合计	45.6	8.5	8.5	26.5	26.5	37.5
富临精工	江西宜春	16.2	1.0	1.0	1.2	1.2	6.2
	四川射洪一期	6.0	5.0	5	6	6	6
	四川射洪二期	8.0			8	8	8
	合计	30.2	6.0	6.0	15.2	15.2	20.2

数据来源：各公司公告，东吴证券（香港）

2023 年产能逐步落地后预计铁锂单位盈利回归合理水平。当前行业整体产能利用率仍维持高水平 93%，供需紧平衡格局有望延续至 2022 年底。2023 年，随着铁锂正极厂商产能大量释放，以及钛白粉、磷化工等新进入者投产，我们预计行业整体供给 237 万吨、需求 185 万吨，产能利用率降至 78%，供需格局扭转。我们预计 2023-2024 年铁锂正极单吨盈利逐步向 3000-5000 元稳态水平收敛。

4. 产能瓶颈突破有望提升市占率，产业链深度布局筑成本优势

深度绑定头部电池厂商，下游需求强劲支撑订单增长。公司深度绑定宁德和比亚迪（供磷酸铁锂/磷酸铁）两大客户，2021 年分别占公司收入 44.35%和 36.28%。我们预计 2022-2023 年公司供给宁德及比亚迪铁锂正极出货量合计为 10 万吨、23 万吨。考虑公司此前出货受限于产能，产能落地后份额有望逐步提升，我们预计 2022-2023 年万润新能对应市占率分别为 10.3%、17.6%。

产业链深度布局形成成本优势，盈利能力处行业前列。1）氨法自制磷酸铁筑成本优势。掌握磷酸铁锂前驱体制备工艺并具备量产能力对于压缩成本与掌握议价能力有突出作用，2019-2021 年公司磷酸铁产能分别为 2.32 万吨、2.76 万吨、4.1 万吨，基本实现磷酸铁的完全自供。公司使用氨法制备磷酸铁，相较钠法铁法更具成本优势。我们预计氨法综合成本相较钠法可低约 4000 元。此外，副产品磷酸氨可作化肥，具有一定经济价值。2）山东滨州基地产能具备成本优势。公司新产能基地选址山东滨州，总规划 66 万吨产能，山东基地电费低于公司现阶段用电均价 0.6-0.7 元/度，因此，新产能投产后有望进一步降低公司单位成本。

5. 盈利预测与估值

我们预计 2022-2024 年公司营业总收入分别为 139.86/325.61/371.04 亿元，同比增长 539%/133%/14%。考虑到公司突破产能瓶颈迅速上量，且具备客户及成本优势，我们预计 2022-2024 年公司归母净利 13.2/18.17/21.35 亿元，同比增长 274.28%/37.68%/17.53%，对应 PE 为 13/9/8 倍。以德方纳米、容百科技、当升科技、中伟股份为可比公司，2023 年估值平均值为 13.67 倍，公司为第一梯队铁锂正极厂商，可享受估值溢价，我们给予公司 2023 年 15 倍，目标价 319.8 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

项目投产进度不及预期的风险，技术路线变动的风险，同行业竞争加剧的风险，客户集中及持续经营的风险，新股股价波动较大的风险。

C 万润三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,391	20,950	38,069	40,737	营业总收入	2,229	13,986	32,561	37,104
货币资金及交易性金融资产	310	2,139	3,152	1,261	营业成本(含金融类)	1,534	11,746	29,074	33,131
经营性应收款项	1,720	15,510	27,383	31,052	税金及附加	10	95	197	212
存货	304	2,497	5,925	6,819	销售费用	12	42	98	111
合同资产	0	0	0	0	管理费用	85	210	423	482
其他流动资产	56	805	1,610	1,606	研发费用	80	280	554	594
非流动资产	2,274	3,406	4,609	5,527	财务费用	21	89	178	209
长期股权投资	24	24	34	44	加:其他收益	4	32	75	85
固定资产及使用权资产	1,314	2,199	3,086	3,748	投资净收益	-7	-28	-33	0
在建工程	597	837	1,137	1,377	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	139	146	153	160	减值损失	-44	-45	-50	-55
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	14	23	25
长期待摊费用	2	2	1	0	营业利润	441	1,498	2,064	2,431
其他非流动资产	199	199	199	199	营业外净收支	-55	1	1	1
资产总计	4,665	24,356	42,678	46,264	利润总额	386	1,499	2,064	2,431
流动负债	2,742	14,439	31,128	32,792	减:所得税	33	195	268	316
短期借款及一年内到期的	835	7,869	11,477	11,723	净利润	353	1,304	1,796	2,115
非流动负债					减:少数股东损益	0	-16	-21	-20
经营性应付款项	751	4,061	13,748	14,355	归属母公司净利润	353	1,320	1,817	2,135
合同负债	864	1,762	4,361	4,970	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.14	15.49	21.32	25.06
其他流动负债	292	747	1,542	1,745	EBIT	469	1,614	2,216	2,574
非流动负债	350	750	750	750	EBITDA	546	1,794	2,533	2,976
长期借款	156	556	556	556	毛利率(%)	31.19	16.02	10.71	10.71
应付债券	0	0	0	0	归母净利率(%)	15.82	9.44	5.58	5.76
租赁负债	1	1	1	1	收入增长率(%)	223.84	527.34	132.81	13.95
其他非流动负债	193	193	193	193	归母净利润增长率(%)	890.36	274.28	37.68	17.53
负债合计	3,093	15,189	31,879	33,542					
归属母公司股东权益	1,487	9,098	10,751	12,695					
少数股东权益	85	69	48	27					
所有者权益合计	1,572	9,167	10,799	12,722					
负债和股东权益	4,665	24,356	42,678	46,264					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-366	-10,471	-698	-409	每股净资产(元)	23.27	106.77	126.17	148.97
投资活动现金流	-391	-1,325	-1,529	-1,294	最新发行在外股份(百万股)	85	85	85	85
筹资活动现金流	920	13,625	3,230	-198	ROIC(%)	20.86	13.93	9.54	9.36
现金净增加额	163	1,828	1,003	-1,901	ROE-摊薄(%)	23.71	14.51	16.90	16.82
折旧和摊销	77	180	317	402	资产负债率(%)	66.30	62.36	74.70	72.50
资本开支	-491	-1,296	-1,487	-1,284	P/E (现价&最新股本摊薄)	48.09	12.85	9.33	7.94
营运资本变动	-837	-11,819	-3,064	-3,403	P/B (现价)	8.55	1.86	1.58	1.34

数据来源:Wind,东吴证券(香港),全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

