

# 万华化学 (600309.SH)

## 周期底部突显韧性, 看好利润中枢抬升

### 核心观点:

- **公司发布 2022 年三季报。**公司 2022 年前三季度实现营收 1304.20 亿元, 同比增长 21.53%, 实现归母净利润 136.08 亿元, 同比下滑 30.36%; 22Q3 公司实现营收 413.02 亿元, 同比增长 4.14%, 实现归母净利润 32.25 亿元, 同比下滑 46.35%, 环比下滑 35.61%。
- **成本上升叠加需求承压, 公司盈利能力触底。**根据公司经营数据公告, 2022 年三季度原料及能源价格高企, 纯苯/煤炭/丙烷/丁烷均价分别同比 +4.08%/+6.92%/+5.25%/+3.86%; 22Q3 聚氨酯/石化/精细化工品及新材料系列销量为 107/283/24 万吨, 环比分别 -5/-27/+1 万吨, 销售均价分别为 1.46/0.60/2.01 万元/吨, 环比分别 -7%/-8%/-14%。22Q3 公司销售净利率为 8.34%, 环比 -2.79pct, 为公司历史净利润率最底部。
- **22Q4 以来聚氨酯底部逐步修复。**供给端不可抗力、欧洲天然气价格大涨推高制造成本下, 22Q4 以来聚氨酯业务盈利由底部逐步修复, 据 Wind 数据, 22Q4 至今综合 MDI/TDI 均价环比 +5%/+40%, 综合 MDI-纯苯/TDI-甲苯价差环比 +11%/+72%。MDI 扩产方面: 万华福建新建 40 万吨以及万华烟台技改扩产 10 万吨预计 22 年底逐步投产。TDI 扩产方面: 万华福建 25 万吨/年 TDI 扩建项目预计 23 年上半年投产。
- **新材料放量可期, 控股股东承诺不减持彰显信心。**根据公司项目公告, 40 万吨 POE 项目已于 8 月份获批, 4 万吨尼龙 12 项目已于 10 月份正式投产, 此外公司正在建设及规划的柠檬醛、特种异氰酸酯、锂电材料、聚醚胺、PBAT、PLA、CMP 材料、碳纤维等有望陆续投产。公司控股股东国丰集团公告承诺在未来六个月内不减持, 彰显长期发展信心。
- **盈利预测及投资建议。**预计 22-24 年公司 EPS 分别为 6.20/9.29/10.64 元/股, 考虑估值及公司龙头地位, 我们维持公司合理价值为 127 元/股, 对应 22 年业绩 20 倍 PE, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**新项目投产推迟; 下游需求不及预期; 原油价格大幅波动。

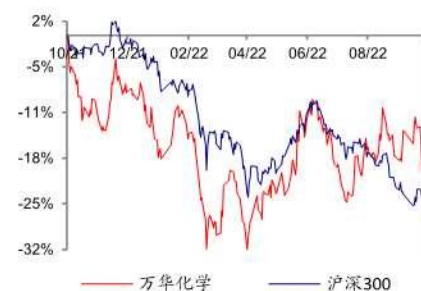
### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	73,433	145,538	172,726	184,874	207,525
增长率 (%)	7.9	98.2	18.7	7.0	12.3
EBITDA (百万元)	18,453	39,659	35,452	49,978	58,128
归母净利润 (百万元)	10,041	24,649	19,478	29,153	33,402
增长率 (%)	-0.9	145.5	-21.0	49.7	14.6
EPS (元/股)	3.20	7.85	6.20	9.29	10.64
市盈率 (P/E)	28.47	12.87	13.87	9.27	8.09
ROE (%)	20.6	36.0	24.4	30.7	29.6
EV/EBITDA	17.29	9.06	8.80	6.27	5.35

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	86.05 元
合理价值	127 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-25

### 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

请注意, 邓先河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:

万华化学 (600309.SH): “北溪”天然气管道遭破坏, MDI 挂牌价大幅上调	2022-09-28
万华化学 (600309.SH): 欧洲 TDI 装置相继停产, 福建 TDI 项目夯实龙头地位	2022-08-17
万华化学 (600309.SH): Q2 业绩超预期, 彰显龙头韧性	2022-07-29
联系人: 丁续	
dingxu@gf.com.cn	

图1: 万华化学主要原材料及产品价格跟踪 (截至2022.10.23)

主要原料	产品	产品价格趋势均价								产品价格趋势均价变动					
		21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4至今	历史均价	22Q3同比	22Q3环比	22Q4至今同比	22Q4至今环比	22Q4至今相较历史均价
主要原料	纯苯	5585	7575	7989	7319	7933	9140	8312	7841	5951	2%	9%	7%	-6%	32%
	硫磺	866	704	968	1190	868	1011	977	1153	531	3%	-3%	-3%	18%	117%
	动力煤	655	762	1037	1168	975	1049	1111	1352	640	7%	6%	16%	22%	111%
	丙烷	607	573	714	809	845	820	697	625	519	-2%	-15%	-2%	-10%	20%
	丁烷	568	559	719	779	850	828	663	606	528	-5%	-18%	-2%	-11%	15%
聚氨酯	MDI	21529	18234	20190	20586	20587	18100	16036	16778	18187	-20%	-11%	-18%	5%	-12%
	TDI	24293	20557	22288	22035	22514	21507	19832	21048	22097	10%	-8%	-4%	6%	-10%
	TDI	14826	14128	14148	14686	18703	17370	17472	24475	18798	23%	1%	67%	40%	-7%
	纯苯+MDI-纯苯	15206	14441	14286	13814	11319	10942	9628	9863	11050	-2%	-12%	-2%	2%	-13%
	综合MDI-纯苯	18788	14085	15800	16346	16091	13287	11821	13063	15481	-25%	-11%	-20%	11%	-24%
	TDI-甲苯价差	9597	8459	7360	7686	12270	9238	9706	16739	6486	32%	5%	118%	72%	30%
石化	丙烯	7635	8090	7797	8031	8131	8216	7264	7571	7327	-7%	-12%	-6%	4%	3%
	丙烯腈	9170	9544	13795	14679	14021	12704	7882	7400	8296	-4%	-26%	-9%	-8%	-11%
	丙烯酸丁酯	14614	16692	18361	15316	15044	13579	9805	9377	10645	-2%	-28%	-3%	-4%	-12%
	丙烯酸甲酯	12248	15460	17292	17425	17512	17765	12805	12196	10645	3%	-28%	-3%	-5%	15%
	PO	18452	16670	16557	15365	11416	10918	9382	8977	11558	-4%	-14%	-2%	6%	-14%
	MTBE	5141	6073	5947	6388	7130	7875	7221	7405	5764	30%	-2%	16%	-4%	28%
	NPB	13137	18337	19963	16300	16433	10096	9727	11779	11779	-4%	-2%	-6%	-4%	-17%
	叔丁醇	11298	13918	14962	9783	10218	9941	7423	7390	6603	-20%	12%	12%	0%	12%
	丁二烯	7647	8016	10755	6371	7977	10694	9325	7788	9401	-1%	-13%	22%	-16%	-17%
	苯乙烯	8092	9677	9059	8761	9221	10204	9479	8808	8809	5%	-7%	1%	0%	0%
精细化工品与新材料	PVC	8779	9504	9903	10741	9200	8853	6734	6498	7232	-32%	-24%	-39%	-3%	-10%
	LLDPE	11418	10523	11055	12315	11993	11668	9934	9845	10124	-1%	-15%	-2%	-1%	-3%
	PP	8649	8528	8583	8568	8662	8685	7945	7776	8205	-7%	-9%	-9%	-2%	-5%
	TPU	19912	23496	24335	27579	28025	27554	26900	26900	20822	11%	-1%	-2%	0%	29%
	PC	23180	28470	28195	24935	22638	21173	17663	19969	21165	-50%	-37%	-19%	17%	17%
	SAP	12604	13462	13500	14196	14375	15288	15054	14250	61072	12%	-1%	0%	-5%	-17%
	MMA	12987	12660	13806	12662	12283	12869	11413	11185	14089	-17%	-11%	-12%	-2%	-2%
	PMMA	17475	17636	17491	17566	16974	17075	17243	18408	19746	-1%	0%	5%	7%	-7%
	HDI	61923	160923	88846	84071	77958	74346	69036	66000	61072	-22%	-7%	-21%	-4%	8%
	IPDI	76000	76000	76000	77517	79000	66600	57000	71115	71115	-12%	-6%	-25%	-14%	-2%

数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心, 注: 价格单位中丙烷、丁烷为美元/吨, 其余为元/吨

图2: 万华化学产品经营数据 (截至2022年三季报)

万华化学主营产品市场价格跟踪								万华化学主营产品市场价格跟踪								万华化学主营产品市场价格跟踪										
聚氨酯系列经营数据								石化系列经营数据								精细化学品及新材料系列经营数据										
产量	销量	均价	营收	成本	毛利	毛利率	%	产量	销量	均价	营收	成本	毛利	毛利率	%	产量	销量	均价	营收	成本	毛利	毛利率	%			
17Q1	35	40	1.52	81	140	67	73	52%	17Q1	38	67	0.49	33	89	39	10	14%	17Q1	5	4	1.88	8	18	12	6	32%
17Q2	52	47	1.69	79	159	67	82	58%	17Q2	49	85	0.43	36	84	75	9	11%	17Q2	6	5	1.80	10	24	17	8	31%
17Q3	50	51	1.64	84	180	67	82	58%	17Q3	48	101	0.38	38	84	75	9	11%	17Q3	7	8	1.64	13	32	26	8	29%
17Q4	45	45	1.63	74	160	67	82	58%	17Q4	25	78	0.58	45	84	75	9	11%	17Q4	7	7	1.76	12	24	17	8	31%
18Q1	42	44	1.84	81	168	72	96	57%	18Q1	38	72	0.48	35	83	73	10	12%	18Q1	8	6	1.92	11	27	18	9	33%
18Q2	51	51	1.71	87	188	72	96	57%	18Q2	37	110	0.44	48	83	73	10	12%	18Q2	9	8	1.90	16	30	21	9	29%
18Q3	47	48	1.57	75	141	81	90	42%	18Q3	33	108	0.51	54	106	97	9	9%	18Q3	6	8	1.87	15	30	21	9	29%
18Q4	48	50	1.34	66	165	85	70	43%	18Q4	43	97	0.53	51	106	97	9	9%	18Q4	10	10	1.90	15	30	21	9	29%
19Q1	64	66	1.25	82	185	95	70	43%	19Q1	45	80	0.50	40	75	68	7	10%	19Q1	10	8	1.90	15	32	24	8	28%
19Q2	70	68	1.25	82	154	92	61	43%	19Q2	46	67	0.52	35	126	111	15	12%	19Q2	10	10	1.79	17	39	29	10	25%
19Q3	64	68	1.17	76	154	92	61	43%	19Q3	54	119	0.43	51	126	111	15	12%	19Q3	11	11	1.67	18	39	29	10	25%
19Q4	70	65	1.19	78	134	87	47	30%	19Q4	54	179	0.42	75	104	104	0.04	0.04%	19Q4	12	13	1.96	20	32	26	8	29%
20Q1	61	60	1.08	64	134	87	47	30%	20Q1	45	128	0.43	55	104	104	0.04	0.04%	20Q1	12	9	1.90	14	32	26	8	29%
20Q2	62	66	1.10	70	210	107	103	49%	20Q2	40	153	0.30	50	127	117	10	8%	20Q2	13	13	1.36	18	48	34	4	29%
20Q3	74	76	1.10	84	210	107	103	49%	20Q3	50	158	0.35	55	127	117	10	8%	20Q3	14	16	1.41	22	48	34	4	29%
20Q4	90	88	1.43	126	284	153	131	48%	20Q4	53	189	0.38	72	271	222	49	18%	20Q4	18	17	1.46	25	66	47	18	29%
21Q1	96	92	1.49	138	321	160	156	48%	21Q1	66	235	0.51	121	344	287	56	16%	21Q1	17	16	1.83	30	89	75	14	19%
21Q2	106	97	1.51	147	321	160	156	48%	21Q2	102	274	0.55	150	371	311	60	16%	21Q2	19	18	2.15	36	104	91	13	15%
21Q3	96	101	1.55	157	321	160	156	48%	21Q3	89	281	0.60	156	344	287	56	16%	21Q3	20	20	2.09	42	114	101	13	12%
21Q4	103	98	1.87	184	332	169	165	49%	21Q4	122	254	0.80	187	392	311	81	20%	21Q4	24	23	2.05	47	129	116	13	11%
22Q1	101	95	1.85	156	332	169	165	49%	22Q1	118	300	0.63	188	392	311	81	20%	22Q1	23	21	2.41	51	144	131	13	10%
22Q2	114	112	1.57	178	332	169	165	49%	22Q2	110	310	0.68	204	392	311	81	20%	22Q2	23	23	2.34	54	154	141	13	10%
22Q3	101	107	1.46	156	332	169	165	49%	22Q3	112	283	0.60	171	392	311	81	20%	22Q3	25	24	2.81	48	169	156	13	10%

数据来源: 公司财报, 公司季度经营数据公告, 广发证券发展研究中心

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>40,526</b>	<b>72,291</b>	<b>84,343</b>	<b>88,244</b>	<b>97,756</b>
货币资金	17,574	34,216	34,545	37,731	41,129
应收及预付	7,090	10,013	13,634	13,885	15,783
存货	8,704	18,282	23,574	23,627	26,217
其他流动资产	7,159	9,780	12,590	13,002	14,627
<b>非流动资产</b>	<b>93,226</b>	<b>118,018</b>	<b>132,160</b>	<b>151,651</b>	<b>170,169</b>
长期股权投资	1,314	3,930	4,930	6,130	7,530
固定资产	56,371	65,233	79,501	93,925	107,911
在建工程	23,257	29,352	26,846	29,292	31,005
无形资产	6,905	7,982	9,182	10,382	11,582
其他长期资产	5,380	11,521	11,701	11,921	12,141
<b>资产总计</b>	<b>133,753</b>	<b>190,310</b>	<b>216,503</b>	<b>239,895</b>	<b>267,925</b>
<b>流动负债</b>	<b>68,134</b>	<b>98,002</b>	<b>108,080</b>	<b>109,983</b>	<b>114,189</b>
短期借款	38,245	53,873	49,183	48,250	43,908
应付及预收	17,714	20,390	27,762	27,339	30,510
其他流动负债	12,175	23,739	31,135	34,394	39,771
<b>非流动负债</b>	<b>13,968</b>	<b>20,612</b>	<b>25,112</b>	<b>30,612</b>	<b>36,112</b>
长期借款	11,822	15,644	19,644	24,644	29,644
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,146	4,968	5,468	5,968	6,468
<b>负债合计</b>	<b>82,102</b>	<b>118,614</b>	<b>133,192</b>	<b>140,595</b>	<b>150,301</b>
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161
留存收益	43,104	63,671	74,889	90,283	107,925
归属母公司股东权益	48,780	68,499	79,717	95,110	112,752
少数股东权益	2,870	3,197	3,595	4,190	4,871
<b>负债和股东权益</b>	<b>133,753</b>	<b>190,310</b>	<b>216,503</b>	<b>239,895</b>	<b>267,925</b>

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>73,433</b>	<b>145,538</b>	<b>172,726</b>	<b>184,874</b>	<b>207,525</b>
营业成本	55,916	107,317	142,720	141,643	157,659
营业税金及附加	676	880	1,036	1,202	1,349
销售费用	788	1,052	1,036	1,185	1,302
管理费用	1,420	1,892	1,727	2,218	2,698
研发费用	2,043	3,168	3,282	4,067	4,981
财务费用	1,076	1,479	148	173	198
资产减值损失	-488	-1,075	-250	-250	-250
公允价值变动收益	-6	7	0	0	0
投资净收益	179	492	500	551	626
<b>营业利润</b>	<b>11,825</b>	<b>29,425</b>	<b>23,211</b>	<b>34,893</b>	<b>39,964</b>
营业外收支	-93	-274	-100	-100	-100
<b>利润总额</b>	<b>11,732</b>	<b>29,151</b>	<b>23,111</b>	<b>34,793</b>	<b>39,864</b>
所得税	1,317	4,112	3,236	5,045	5,780
<b>净利润</b>	<b>10,415</b>	<b>25,039</b>	<b>19,876</b>	<b>29,748</b>	<b>34,084</b>
少数股东损益	373	391	398	595	682
<b>归属母公司净利润</b>	<b>10,041</b>	<b>24,649</b>	<b>19,478</b>	<b>29,153</b>	<b>33,402</b>
EBITDA	18,453	39,659	35,452	49,978	58,128
EPS (元)	3.20	7.85	6.20	9.29	10.64

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,850</b>	<b>27,922</b>	<b>35,497</b>	<b>47,314</b>	<b>55,087</b>
净利润	10,415	25,039	19,876	29,748	34,084
折旧摊销	5,236	8,161	12,528	15,420	18,592
营运资金变动	-411	-7,323	2,935	2,011	2,324
其它	1,609	2,045	159	135	87
<b>投资活动现金流</b>	<b>-23,855</b>	<b>-28,758</b>	<b>-26,331</b>	<b>-34,522</b>	<b>-36,649</b>
资本支出	-23,119	-26,845	-25,630	-33,633	-35,636
投资变动	-721	-1,996	-1,200	-1,440	-1,640
其他	-16	83	500	551	626
<b>筹资活动现金流</b>	<b>19,813</b>	<b>17,587</b>	<b>-8,838</b>	<b>-9,606</b>	<b>-15,040</b>
银行借款	91,773	117,914	-690	4,067	658
股权融资	720	305	0	0	0
其他	-72,680	-100,632	-8,148	-13,673	-15,698
<b>现金净增加额</b>	<b>12,785</b>	<b>16,711</b>	<b>329</b>	<b>3,186</b>	<b>3,398</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4,519</b>	<b>17,303</b>	<b>34,216</b>	<b>34,545</b>	<b>37,731</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>17,303</b>	<b>34,014</b>	<b>34,545</b>	<b>37,731</b>	<b>41,129</b>

### 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	7.9%	98.2%	18.7%	7.0%	12.3%
营业利润增长	-3.8%	148.8%	-21.1%	50.3%	14.5%
归母净利润增长	-0.9%	145.5%	-21.0%	49.7%	14.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.9%	26.3%	17.4%	23.4%	24.0%
净利率	14.2%	17.2%	11.5%	16.1%	16.4%
ROE	20.6%	36.0%	24.4%	30.7%	29.6%
ROIC	11.5%	18.3%	12.4%	16.4%	16.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.4%	62.3%	61.5%	58.6%	56.1%
净负债比率	159.0%	165.4%	159.9%	141.6%	127.8%
流动比率	0.59	0.74	0.78	0.80	0.86
速动比率	0.46	0.54	0.54	0.57	0.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.55	0.76	0.80	0.77	0.77
应收账款周转率	11.64	16.83	14.69	15.35	15.12
存货周转率	8.44	7.96	7.33	7.82	7.92
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.20	7.85	6.20	9.29	10.64
每股经营现金流	5	9	11	15	18
每股净资产	15.54	21.82	25.39	30.29	35.91
<b>估值比率</b>					
P/E	28.47	12.87	13.87	9.27	8.09
P/B	5.86	4.63	3.39	2.84	2.40
EV/EBITDA	17.29	9.06	8.80	6.27	5.35

## 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。