

研究所
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：汤永俊 S0350121080058
 tangyj03@ghzq.com.cn

二季度业绩环比改善，多项目推进驱动成长

——万华化学（600309）2023年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
万华化学	5.9%	3.1%	13.1%
沪深300	1.5%	-2.2%	-7.6%

市场数据

市场数据	2023/07/27
当前价格(元)	94.66
52周价格区间(元)	77.95-108.00
总市值(百万)	297,208.42
流通市值(百万)	297,208.42
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	520.38
近一月换手(%)	0.24

相关报告

《万华化学（600309）2023年6月月报：下游汽车、冰箱产量同环比提升，石化业务价差逐步修复（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-07-15

《万华化学（600309）2023年5月月报：MDI价差逐步修复，福建TDI项目投产（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-06-11

《万华化学（600309）2023年4月月报：收购巨力47.81%股权，蓬莱基地多项目环评公示（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-05-21

《万华化学（600309）一季报点评：一季度业绩环

事件：

2023年7月28日，万华化学发布2023年中报：2023年上半年公司实现营业收入876.26亿元，同比下滑1.67%；实现归属于上市公司股东的净利润85.68亿元，同比减少17.48%；加权平均净资产收益率为10.63%，同比下降4.01个百分点。销售毛利率16.42%，同比减少2.03个百分点；销售净利率10.56%，同比减少1.55个百分点。

其中，2023年Q2实现营收456.87亿元，同比-3.48%，环比+8.94%；实现归母净利润45.15亿元，同比-9.86%，环比+11.40%；ROE为5.58%，同比减少1.35个百分点，环比增加0.44个百分点。销售毛利率15.40%，同比减少1.19个百分点，环比减少2.13个百分点；销售净利率10.64%，同比减少0.48个百分点，环比增加0.18个百分点。

投资要点：

■ 2023Q2归母净利环比改善，三季度聚合MDI价差逐步修复

2023Q2，公司实现归母净利润45.15亿元，同比-4.94亿元，环比+4.62亿元，环比增长主要受益于财务费用和所得税环比减少，以及其他收益环比提升。其中实现毛利润70.36亿元，环比-3.16亿元；其他收益3.46亿元，环比+1.72亿元；财务费用达1.52亿元，环比-3.97亿元；所得税达3.64亿元，环比-1.80亿元。公司毛利润环比下滑，主要由于公司聚合MDI等产品价差有所收窄，据Wind，2023Q2聚合MDI价差达10078元/吨，环比-4.05%；公司其他收益环比增长，主要为本期收到的可计入其他收益的政府补助增加所致；同时，公司财务费用环比减少或由于汇兑收益增加所致。期间费用率方面，2023Q2年公司销售/管理/财务费用率分别为0.69%/3.31%/0.33%，同比+0.17/+0.79/+0.12pct，环比-0.07/+0.02/-0.98pct。进入三季度，聚合MDI等产品价格价差逐步修复，据Wind，截至7月27日，2023Q3聚合MDI均价达16044元/吨，环比+3.02%；聚合MDI价差达10667元/吨，环比+5.85%，随着主要产品景气修复，看好公司三季度盈利逐步上行。

比改善，原料下行推动盈利持续修复（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-04-15

《万华化学（600309）2023年3月月报：收购巨力反垄断获批，下游汽车、冷柜产量同环比提升（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-04-11

■ 新产能投放叠加原料价格回落，公司2023年上半年盈利环比改善

2023年上半年，公司实现营业收入876.26亿元，同比-1.67%，环比+14.62%；实现归母净利润85.68亿元，同比-17.48%，环比+46.45%。盈利能力环比大幅改善，一方面得益于福建MDI、TDI等多套装置建成投产，PC等多产品技改扩能，实现产品产销量增长；同时，主要原料价格逐步回落，据Wind，2023H1纯苯均价达6917元/吨，同比-19.02%，环比-9.73%；烟煤均价达899元/吨，同比-4.34%，环比-5.21%。

分板块看，2023H1聚氨酯板块实现营收327.71亿元，环比+10.53%，毛利率29.12%，环比增加8.87个百分点；石化板块实现营收361.31亿元，环比+18.76%，毛利率2.31%，环比增加0.55个百分点；精细化学品及新材料板块实现营收112.64亿元，环比+16.32%，毛利率22.05%，环比减少4.55个百分点。

期间费用方面，2023H1公司销售/管理/财务费用率分别为0.72%/3.30%/0.80%，同比+0.16/+0.58/+0.17pct。2023H1，公司经营产生的现金流量净额达112.22亿元，同比减少21.43%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。

■ 聚氨酯龙头地位稳固，新项目有序推进

公司作为全球聚氨酯龙头企业，规模优势显著。2023年上半年，公司福建25万吨/年TDI项目投产，同时完成了对烟台巨力的收购，聚氨酯业务竞争力进一步提升，MDI产能达305万吨/年，TDI产能达103万吨/年（考虑巨力23万吨/年TDI产能）。同时，公司积极进行各项目的建设，一方面继续推动乙烯二期、蓬莱一期、福建TDI二期等重点项目，另一方面稳步推进POE、柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化进程。截至2023年中，公司在建工程达439.65亿元，占固定资产比例达49.85%，随着公司新产能逐步落地，公司未来呈高成长。

■ 研发投入持续加大，技术驱动力稳步增强

公司近年在研发领域投入强度持续加大，2023H1公司研发投入达17.91亿元，同比增长17.06%。报告期内，公司继续加大与高校的产学研合作，布局前瞻性的学科领域，上半年公司共申请国内外发明专利363件，新获得发明专利授权473件。公司持续创新，各园区通过优化工艺，各装置在节能降耗方面取得了持续突破，大宗产品竞争力进一步提升。各项自研技术加速成果转化，福建TDI装置一次性开车成功，光学级MS树脂中试成功产出合格产品。水性树脂、改性异氰酸酯、TPU等不断推出差异化的产品，助力业务业绩快速提升。改性PC、改性尼龙12、膜材料等解决方案不断完善，拓宽应用

领域。

- **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司主要产品价格价差，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 193.24、265.23、352.22 亿元，对应 PE 分别 15、11、8 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	165565	164756	208020	269819
增长率（%）	14	0	26	30
归母净利润（百万元）	16234	19324	26523	35222
增长率（%）	-34	19	37	33
摊薄每股收益（元）	5.17	6.15	8.45	11.22
ROE（%）	21	20	22	22
P/E	17.92	15.38	11.21	8.44
P/B	3.79	3.09	2.42	1.88
P/S	1.76	1.80	1.43	1.10
EV/EBITDA	11.39	10.04	7.53	5.80

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1: 万华化学主要产品季度经营数据

项目	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2022	2021	2020	
整体	营收(亿元)	456.87	419.39	351.45	413.02	473.34	417.84	382.20	396.61	363.45	313.12	1655.65	1455.38	734.33
	归母净利润(亿元)	45.15	40.53	26.25	32.25	50.09	53.74	51.07	60.11	69.09	66.21	162.34	246.49	100.41
	毛利润(亿元)	70.36	73.52	56.27	53.65	78.55	85.87	65.27	106.67	109.63	100.61	274.33	382.18	196.67
聚氨酯板块	营收(亿元)	170.75	156.96	140.32	156.17	176.12	156.35	163.97	156.76	146.61	137.58	628.96	604.92	344.17
	销量(万吨)	124.00	111.00	104.00	107.00	112.00	95.00	98.39	101.11	97.06	92.44	418.00	389.00	288.44
	价格(元/吨)	13769.81	14140.48	13492.35	14595.54	15724.79	16457.47	16664.29	15503.77	15106.00	14883.59	15046.80	15550.70	11932.14
石化板块	营收(亿元)	179.45	181.87	133.23	171.01	204.15	187.97	187.20	156.32	149.97	120.60	696.35	614.09	230.85
	销量(万吨)	367.00	317.00	205.00	283.00	310.00	300.00	233.98	261.23	273.79	235.00	1098.00	1004.00	628.30
	价格(元/吨)	4889.57	5737.13	6498.87	6042.62	6585.54	6265.57	8000.68	5983.94	5477.66	5132.04	6342.00	6116.47	3674.22
精细化学品及新材料	营收(亿元)	59.24	53.39	48.60	48.23	53.74	50.67	46.61	42.12	35.74	30.17	201.24	154.64	79.48
	销量(万吨)	39.00	35.00	27.00	24.00	23.00	21.00	22.73	20.18	16.64	16.45	95.00	76.00	55.49
	价格(元/吨)	15190.44	15255.66	17999.67	20097.46	23364.78	24128.38	20503.36	20874.20	21477.26	18340.97	21183.33	20347.09	14321.91

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

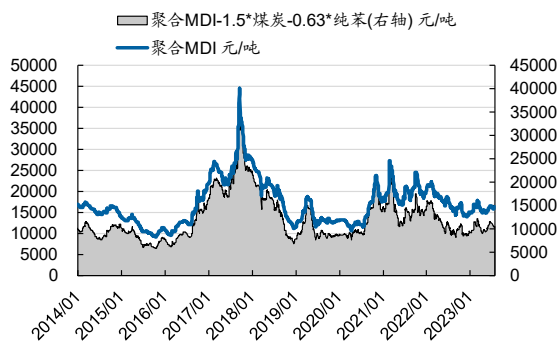
表 2: 万华化学主要经营指标变化情况

项目	2023H1	2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2023H同比	2023H环比	
整体	净利润(亿元)	92.5	62.5	107.9	112.6	137.8	73.9	30.3	-14.3%	48.0%
	毛利润(亿元)	143.9	109.9	164.4	172.0	210.2	134.7	62.0	-12.5%	30.9%
聚氨酯板块	毛利润(亿元)	95.4	60.0	93.8	80.6	131.6	102.9	46.9	1.8%	59.0%
	产量(万吨)	246.0	201.0	215.0	199.5	201.5	164.4	122.7	14.4%	22.4%
	销量(万吨)	235.0	211.0	207.0	199.5	189.5	164.2	124.2	13.5%	11.4%
	单吨毛利(元/吨)	4060.2	2844.5	4529.2	4038.7	6943.6	6263.9	3774.6	-10.4%	42.7%
	毛利率(%)	29.1%	20.2%	28.2%	25.1%	46.3%	49.0%	34.9%	0.9%	8.9%
	价格(元/吨)	13944.9	14051.8	16061.0	16076.0	14997.7	12787.2	10802.0	-13.2%	-0.8%
石化板块	单吨成本(元/吨)	9884.7	11207.3	11531.8	12037.3	8054.1	6523.3	7027.5	-14.3%	-11.8%
	毛利润(亿元)	8.3	5.3	20.7	56.2	48.7	9.8	0.0	-59.7%	56.2%
	产量(万吨)	225.0	222.0	228.0	211.3	188.7	103.4	84.5	-1.3%	1.4%
	销量(万吨)	684.0	488.0	610.0	495.2	508.8	347.5	280.7	12.1%	40.2%
	单吨毛利(元/吨)	121.8	109.3	339.3	1135.4	957.3	281.4	1.4	-64.1%	11.4%
	毛利率(%)	2.3%	1.8%	5.3%	16.4%	18.0%	7.7%	0.0%	-3.0%	0.6%
精细化学品及新材料	价格(元/吨)	5282.4	6234.3	6428.2	6936.8	5318.0	3645.9	3709.4	-17.8%	-15.3%
	单吨成本(元/吨)	5160.6	6125.0	6088.9	5801.4	4360.8	3364.4	3707.9	-15.2%	-15.7%
	毛利润(亿元)	24.8	25.8	29.9	14.1	18.8	14.0	6.2	-16.8%	-3.6%
	产量(万吨)	79.0	52.0	46.0	43.3	35.7	32.4	24.9	71.7%	51.9%
	销量(万吨)	74.0	51.0	44.0	42.9	33.1	33.0	22.5	68.2%	45.1%
	单吨毛利(元/吨)	3356.4	5051.2	6784.2	3284.1	5674.8	4241.5	2755.6	-50.5%	-33.6%
精细化学品及新材料	毛利率(%)	22.1%	26.6%	28.6%	15.9%	28.5%	29.5%	19.4%	-6.5%	-4.6%
	价格(元/吨)	15221.3	18986.9	23729.2	20677.2	19919.1	14386.6	14227.4	-35.9%	-19.8%
	单吨成本(元/吨)	11864.9	13935.7	16945.0	17393.0	14244.3	10145.1	11471.8	-30.0%	-14.9%

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

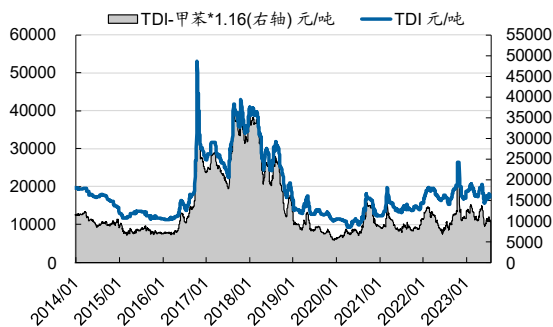
2、主要产品价格价差情况

图 1: 聚合 MDI 价格价差情况



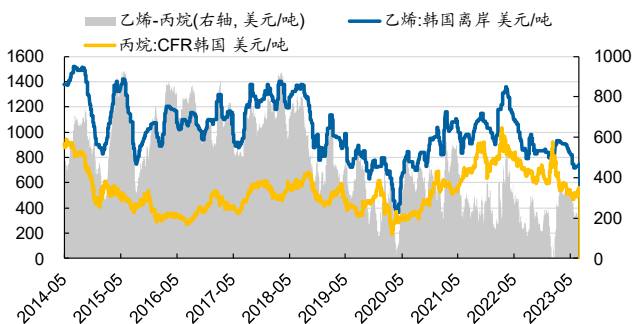
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: TDI 价格价差情况



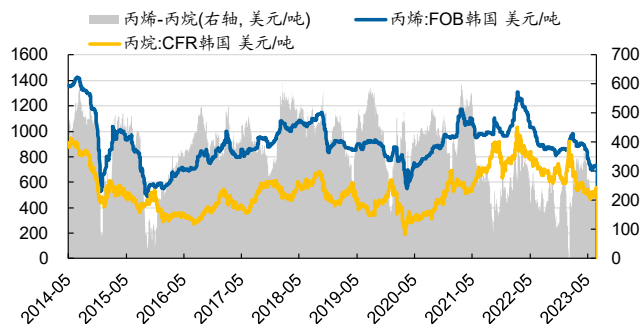
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 乙烯价格价差情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

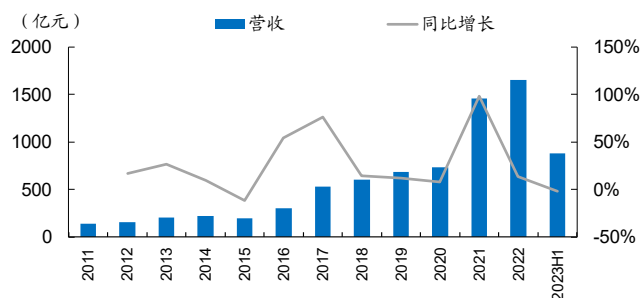
图 4: 丙烯价格价差情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

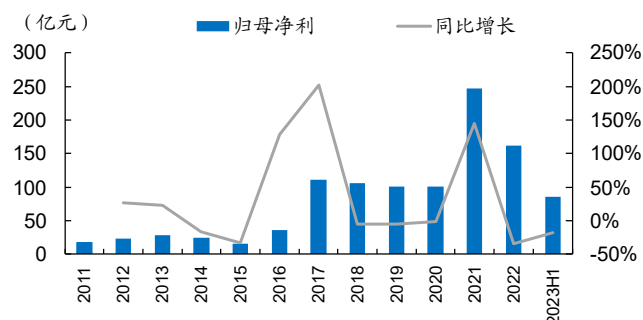
3、公司财务数据

图 5：2023H1 营收环比上升 14.62%



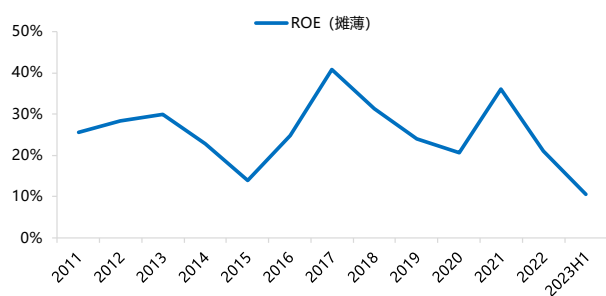
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023H1 归母净利润环比上升 46.45%



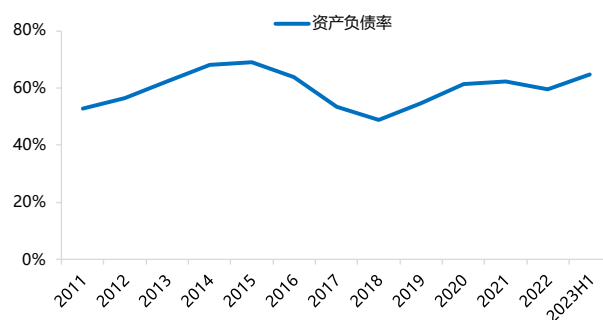
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023H1 净资产收益率下滑



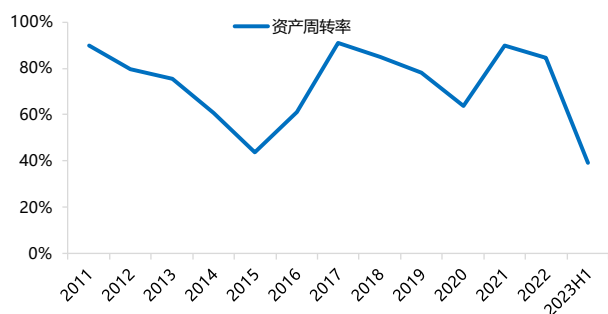
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023H1 资产负债率上行



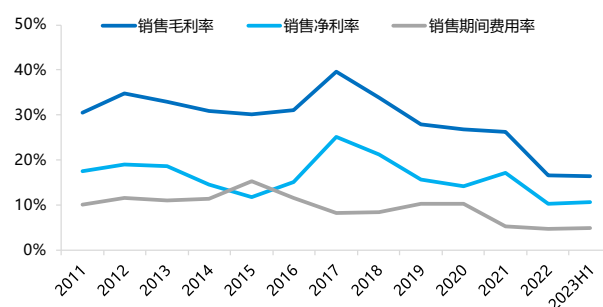
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023H1 资产周转率为 39.29%



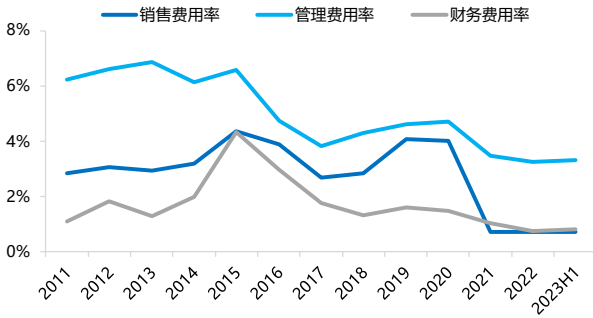
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023H1 毛利率为 16.42%



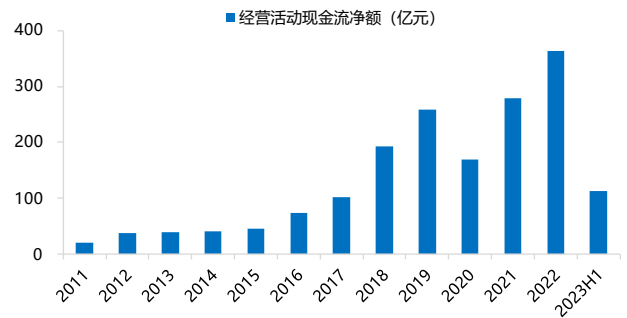
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11: 2023H1 期间费用率维持



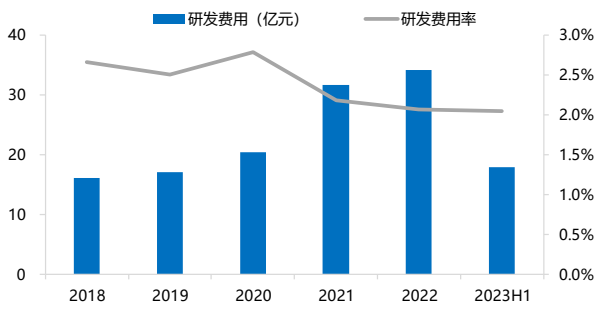
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023H1 经营活动现金流净额 112.22 亿元



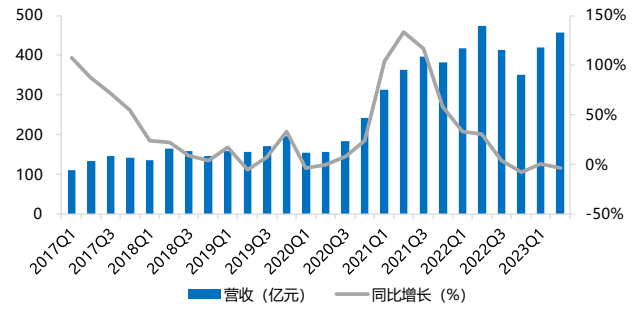
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023H1 研发费用达 17.91 亿元



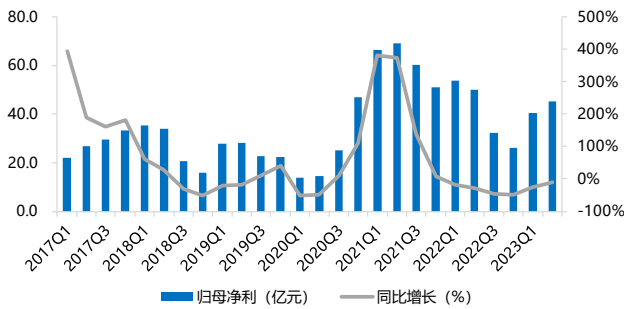
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023Q2 营收环比增加 8.94%



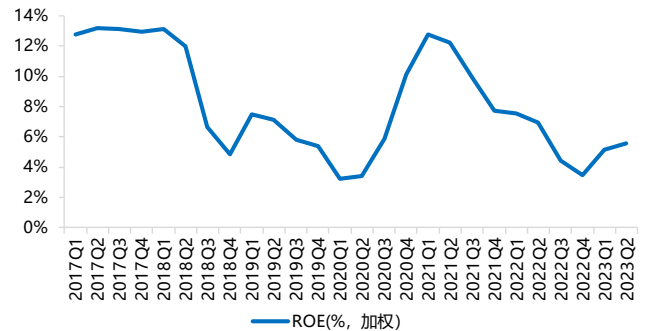
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023Q2 归母净利润环比增加 11.40%



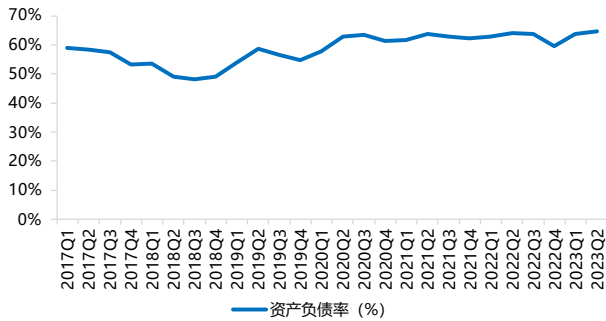
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度净资产收益率



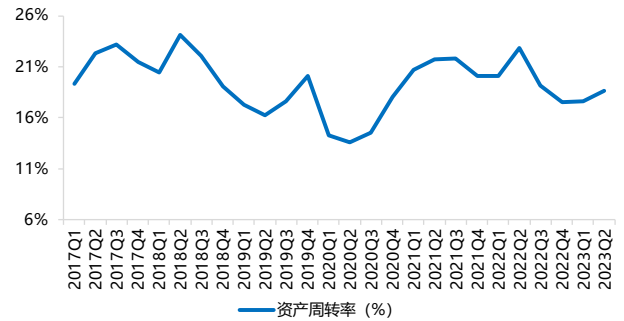
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产负债率



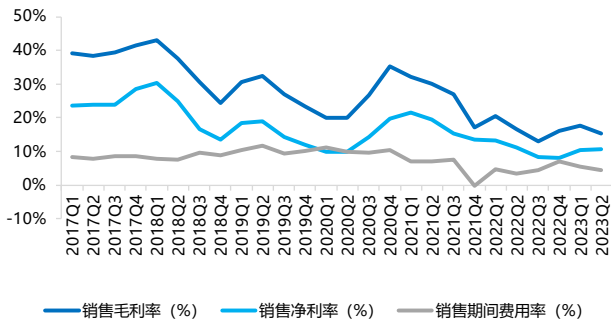
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产周转率



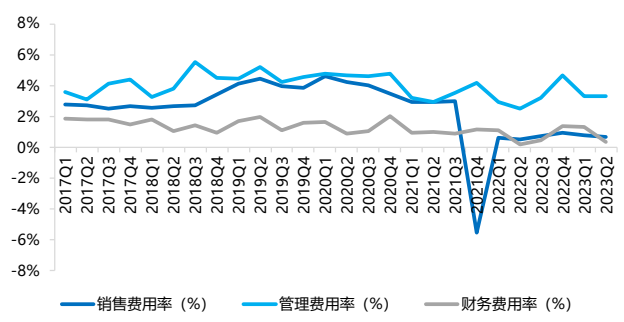
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度毛利率及净利率



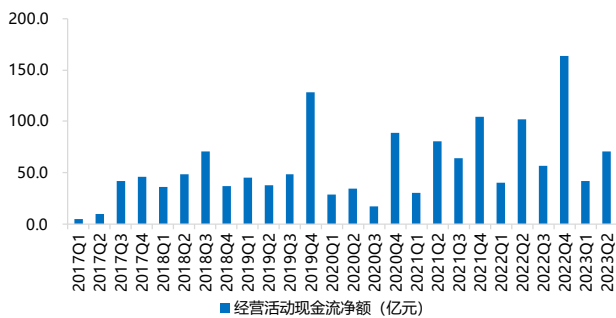
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度期间费用率



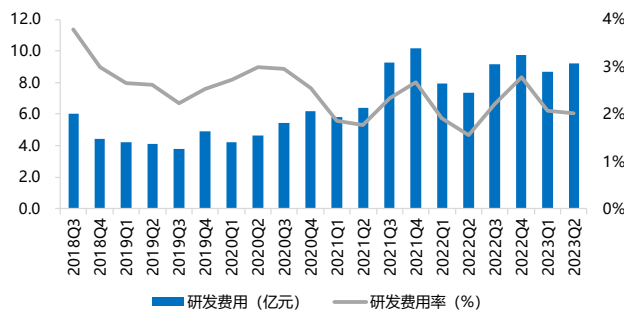
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 2023Q2 经营活动现金流净额 70.55 亿元



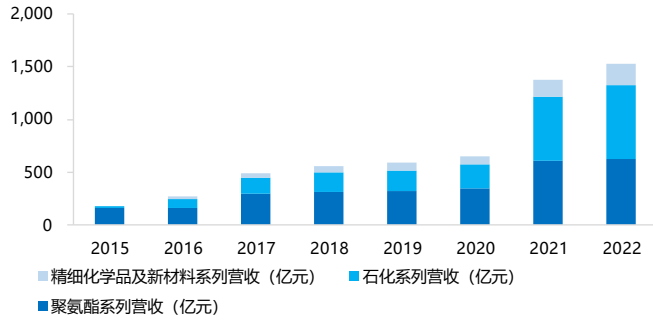
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度研发费用情况



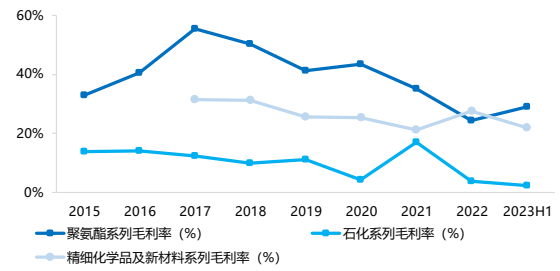
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 公司主要产品收入情况



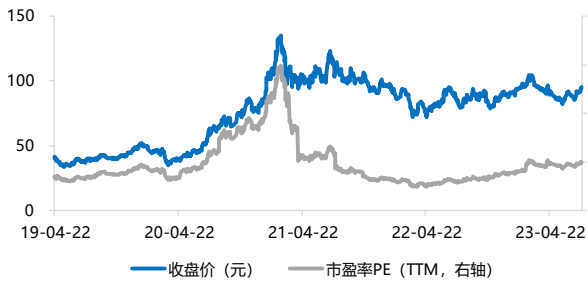
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 公司主要产品毛利率



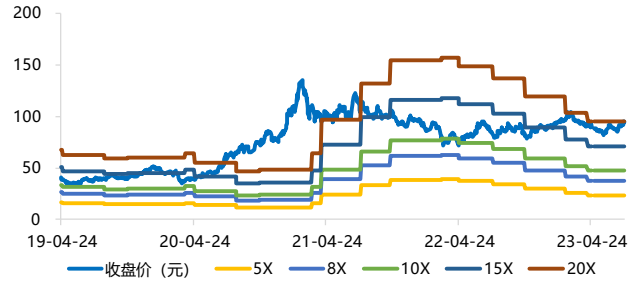
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 收盘价及 PE (TTM)



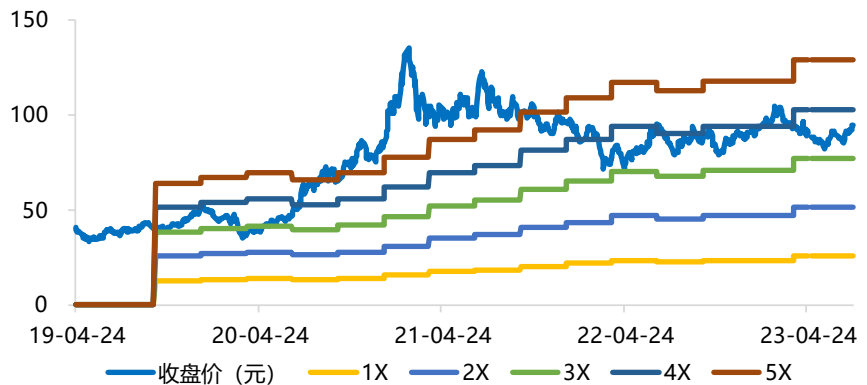
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司2023-2025年归母净利润分别为193.24、265.23、352.22亿元，对应PE分别15、11、8倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 政策落地情况;
- 2) 新产能建设进度不达预期;
- 3) 新产能贡献业绩不达预期;
- 4) 原材料价格波动;
- 5) 环保政策变动;
- 6) 经济大幅下行;
- 7) 丙烷价格大幅震荡;

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	94.66		投资评级:	买入		日期:	2023/07/27	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值				2022A	2023E	2024E	2025E	
盈利能力					每股指标								
ROE	21%	20%	22%	22%	EPS				5.17	6.15	8.45	11.22	
毛利率	17%	20%	20%	21%	BVPS				24.47	30.63	39.08	50.29	
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值								
销售净利率	10%	12%	13%	13%	P/E				17.92	15.38	11.21	8.44	
成长能力					P/B				3.79	3.09	2.42	1.88	
收入增长率	14%	0%	26%	30%	P/S				1.76	1.80	1.43	1.10	
利润增长率	-34%	19%	37%	33%									
营运能力					利润表 (百万元)				2022A	2023E	2024E	2025E	
总资产周转率	0.82	0.74	0.81	0.87	营业收入				165565	164756	208020	269819	
应收账款周转率	18.27	17.52	17.89	17.71	营业成本				138132	132429	165448	213899	
存货周转率	9.10	8.24	8.90	8.63	营业税金及附加				913	989	1248	1619	
偿债能力					销售费用				1153	1236	1560	2024	
资产负债率	60%	54%	50%	46%	管理费用				1966	1977	2704	3508	
流动比	0.54	0.54	0.64	0.83	财务费用				1235	1513	1539	1494	
速动比	0.34	0.32	0.40	0.55	其他费用/(-收入)				3420	3509	4576	5936	
资产负债表 (百万元)					营业利润				19839	23706	32454	43101	
					营业外净收支				-298	5	10	10	
现金及现金等价物	18989	13832	22842	39176	利润总额				19541	23711	32464	43111	
应收款项	9060	9402	11627	15239	所得税费用				2499	3154	4545	6036	
存货净额	18185	19997	23382	31265	净利润				17042	20558	27919	37075	
其他流动资产	5298	8886	8432	11899	少数股东损益				808	1233	1396	1854	
流动资产合计	51532	52117	66283	97579	归属于母公司净利润				16234	19324	26523	35222	
固定资产	78558	86468	94092	100121									
在建工程	37064	43967	51275	58380	现金流量表 (百万元)				2022A	2023E	2024E	2025E	
无形资产及其他	27460	31292	35071	38876	经营活动现金流				36337	28081	44594	50720	
长期股权投资	6229	8686	11064	13482	净利润				16234	19324	26523	35222	
资产总计	200843	222530	257785	308439	少数股东权益				808	1233	1396	1854	
短期借款	44019	44019	44019	44019	折旧摊销				9354	10511	13160	13573	
应付款项	24205	24184	29603	38667	公允价值变动				-173	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动				8821	-4613	2179	-1383	
其他流动负债	26792	27943	29860	34374	投资活动现金流				-34325	-31630	-33977	-32778	
流动负债合计	95017	96146	103482	117060	资本支出				-32614	-29494	-31999	-30740	
长期借款及应付债券	16168	16168	16168	16168	长期投资				-2144	-2607	-2528	-2568	
其他长期负债	8321	8321	8321	8321	其他				434	472	550	530	
长期负债合计	24489	24489	24489	24489	筹资活动现金流				-17188	-1608	-1608	-1608	
负债合计	119506	120635	127971	141550	债务融资				-6310	0	0	0	
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资				850	0	0	0	
股东权益	81337	101895	129814	166889	其它				-11727	-1608	-1608	-1608	
负债和股东权益总计	200843	222530	257785	308439	现金净增加额				-15202	-5157	9010	16334	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

贾冰，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，1年化工行业研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科，化工行业研究助理。

杨丽蓉，浙江大学金融硕士，浙江大学化学工程与工艺本科，化工行业研究助理

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。