

2023年07月27日
万华化学(600309.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

聚氨酯

Q2 业绩符合预期，异氰酸酯行业格局重塑进行时

■ **事件：**万华化学发布 2023 年半年报，报告期内公司实现营业收入 876.26 亿元，同比-1.67%，实现归母净利润 85.68 亿元，同比-17.48%。2023Q2 公司实现营业收入 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+11.4%。

■ **2023Q2 业绩符合预期，聚氨酯、新材料板块销量增长，石化板块价差回暖。**从产销看，据公司公告，2023Q2 聚氨酯板块福建新产能投放，销量同比+11%，环比+12%，均价环比-3%，据中国海关，2023Q2 中国聚合 MDI 出口近 30 万吨，同比-5%，环比-3%，TDI 出口近 8 万吨，同比-8%，环比-23%，MDI 出口仍在高位；据产业在线，MDI 下游冰箱 5 月国内总产量同比+25%，外销增量显著；石化板块产量同比-3%，环比-9%（模拟扣除 LPG 贸易），均价环比-15%；新材料板块 PC 等多产品技改扩能，销量同比+70%，环比+11%，均价环比持平。我们的价格价差跟踪显示，2023Q2 公司聚氨酯产品 MDI 综合含税价差为 1.24 万元/吨（同比-6%，环比-2%），TDI 价差 1.13 万元/吨，环比-5%，硬泡聚醚价差环比-8%；石化产品价差有所回暖，C3&C4/C2 平台综合价差环比+25%/+47%，新材料板块 TPU/PC/PMMA 价差环比-69%/-2%/-30%，但 PC 配套双酚 A 项目投产、TPU 不断推出差异化的产品均提升了盈利水平。综上所述，2023Q2 公司实现毛利润 70.36 亿元，费用率（四费&税金）为 5%，维持低水平。（详细数据图表请见后文）

■ **公司福建 TDI 新产能投放，异氰酸酯行业格局重塑进行时。**据公司公告，二季度万华福建 25 万吨/年 TDI 装置投产，并完成对烟台巨力的收购，实现西北地区产业布局，当前公司 TDI 总产能达 95 万吨，超过科思创成为全球第一，行业话语权凸显。当前全球异氰酸酯行业格局重塑已拉开序幕，据财联社 6 月 20 日消息，阿布扎比国家石油公司 (Adnoc) 已就收购科思创提出价值 110 亿美元的初步收购要约，但科思创认为报价过低，若 Adnoc 能够提供更好的条件，科思创则可能进一步考虑与其讨论潜在交易。据科思创财报，科思创大部分异氰酸酯产能在欧洲，由于俄乌冲突叠加北溪事件影响，近两年其能源成本飙升，被迫压减产能从其他区域调货。相比之下，据天天化工，6 月 30 日万华 BC 位于匈牙利的第四生产基地正式竣工交付，此次投资新增硝基苯及苯胺配套，硝基装置一次开车成功，这有助于 MDI 产能降本增效，更好覆盖欧洲市场，巩固万华行业龙头地位。

■ **投资建议：**我们预计公司预计 2023-2025 年归母净利润为 189.1、234.8、285.1 亿元，维持买入-A 投资评级，给予 2023 年 20xPE，6 个月目标价 120.4 元。

■ **风险提示：**产品或原材料价格大幅波动，下游需求不及预期。

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	120.4 元
股价 (2023-07-27)	94.66 元

交易数据

总市值(百万元)	297,208.42
流通市值(百万元)	297,208.42
总股本(百万股)	3,139.75
流通股本(百万股)	3,139.75
12 个月价格区间	80.36/106.8 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.4	3.4	18.7
绝对收益	5.9	1.2	11.0

张汪强 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

林建东 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080003

linjd@essence.com.cn

相关报告

Q1 业绩超预期，TDI 行业重塑长期利好	2023-04-15
收购烟台巨力，逆势扩张尽显龙头本色	2023-04-09
MDI 价差短期承压，1-2 月出口大幅增长	2023-03-20
MDI 价差短期承压，看好公司长期成长	2023-02-14

短期价差承压不改长期成本优势, 尼龙 12 投产拓宽新材料版图 2022-10-24

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	145,537.8	165,565.5	188,349.2	209,067.6	232,065.0
净利润	24,648.7	16,233.6	18,908.8	23,476.1	28,508.3
每股收益(元)	7.85	5.17	6.02	7.48	9.08
每股净资产(元)	21.82	24.47	28.25	32.74	38.18

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	12.4	18.8	16.1	13.0	10.7
市净率(倍)	4.4	4.0	3.4	3.0	2.5
净利润率	16.9%	9.8%	10.0%	11.2%	12.3%
净资产收益率	36.0%	21.1%	21.3%	22.8%	23.8%
股息收益率	2.6%	1.3%	2.5%	3.1%	3.7%
ROIC	32.9%	18.2%	18.6%	31.5%	24.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

图1. 万华化学主要产品价格与价差跟踪

板块	跟踪价格与价差	单位	年均价						年均价						月均价(2023年)						变化(2023年)				最新值较历史位置(价格分位数法)	最新值较历史位置(价格中位数法)
			18FY	19FY	20FY	21FY	22FY	23FY	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	1月	2月	3月	4月	5月	6月	Q1环比	Q2环比	Q1环比	Q2环比		
基础	美元-人民币汇率	美元/人民币	6.62	6.90	6.90	6.45	6.72	7.01	6.36	6.62	6.83	7.09	6.84	7.00	6.79	6.82	6.90	6.89	6.99	7.13	8%	6%	-4%	2%	53%	87%
	原油	美元/桶(不含税)	71.5	64.4	43.3	70.7	99.4	79.2	98.0	112.5	97.9	89.2	82.1	77.5	83.4	83.5	79.2	82.7	74.9	75.0	-16%	-31%	-8%	-6%	47%	62%
	煤炭	元/吨(含税)	652	592	572	1001	1246	982	1083	1222	1256	1425	1153	933	1221	1107	1133	1028	965	805	7%	-24%	-19%	-19%	27%	87%
	纯苯	元/吨(含税)	6414	5076	3955	7097	8104	6800	7936	9181	8257	7043	7028	6815	6926	6963	7196	7355	6733	6356	-11%	-26%	0%	-3%	53%	48%
	甲苯	元/吨(含税)	6072	5461	3792	5629	7451	7180	6858	8074	7801	7073	6977	7201	6649	7135	7146	7436	7080	7088	2%	-11%	-1%	3%	62%	64%
	硝酸	元/吨(含税)	1780	1661	1474	2447	2435	1950	1917	2692	2477	2654	2406	1895	2190	2211	2816	2146	1916	1624	26%	-30%	-9%	-21%	16%	33%
	MDI	元/吨	28540	19736	17787	22318	20829	18981	22667	21463	20175	19011	18880	18938	17925	19425	19290	18213	19200	19400	-17%	-12%	-1%	0%	24%	42%
	聚合MDI	元/吨(含税)	18673	13754	14683	20022	17508	16083	20453	18008	16340	15232	16317	15758	15275	16675	17000	15500	15250	16525	-20%	-12%	7%	-3%	19%	37%
	聚合MDI(出口)	美元/吨(不含税)	1997	1368	1286	2055	2160	1700	2252	2231	2213	1943	1707	1693	1761	1659	1700	1772	1661	1645	-24%	-24%	-12%	-1%		
	MDI综合价差(至纯苯)	元/吨(含税)	17528	12294	13083	16169	13318	12601	16039	13169	12206	11858	12588	12351	11637	13044	13082	11607	12126	13320	-22%	-6%	6%	-2%	16%	45%
聚氨酯	TDI	元/吨(含税)	28393	15383	12263	14477	18364	18069	18715	17334	17402	20004	18981	17950	19000	20063	17880	18800	18600	16450	1%	4%	-5%	-5%	18%	31%
	TDI价差	元/吨(含税)	22346	7939	8253	8283	10849	11357	12132	9116	9647	12500	11877	11284	12242	13022	10367	11722	11997	10133	-2%	24%	-5%	-5%	12%	32%
	双酚A	元/吨(含税)	10921	8672	10552	14412	10495	9692	11313	10922	9658	10100	9968	9321	9838	9738	10280	9575	9800	9488	-12%	-12%	-1%	-8%	28%	23%
	双酚A综合价差	元/吨(含税)	2500	1612	2311	2645	3290	2884	3362	3243	3069	3499	2997	2746	3395	2886	2710	2724	2756	2759	-11%	-15%	-14%	-8%	55%	64%
	丙烷(沙特OP)	美元/吨(不含税)	542	435	397	648	735	537	804	844	679	614	693	519	590	790	700	555	555	447	-14%	-38%	13%	-25%		
	丁烷(沙特OP)	美元/吨(不含税)	539	442	404	630	732	536	802	854	695	605	704	512	605	790	717	546	555	436	-12%	-40%	16%	-27%		
	环氧丙烷	元/吨(含税)	12018	10086	12201	16781	10296	9727	11358	10970	9412	9445	9959	9821	9275	9788	10815	9788	10063	9613	-12%	-10%	5%	-1%	24%	10%
	MTBE	元/吨(含税)	6130	5672	3957	5801	7308	7170	6998	7781	7511	6944	6873	7413	6513	6875	7201	7525	7488	7225	-2%	-5%	-1%	8%	64%	76%
	丙烷	元/吨(含税)	8510	7375	6775	7878	7741	6818	8139	8212	7261	7351	7372	6627	7456	7458	7201	7058	6689	6134	-9%	-19%	0%	-14%	35%	14%
	正丁烷	元/吨(含税)	3934	3320	3253	4579	6068	4872	6661	6479	5212	5319	5573	4803	5233	5909	5578	5373	4777	4261	-16%	-26%	5%	-14%	20%	16%
石化	PPG	元/吨(含税)	12060	9004	8900	16580	13136	9511	16917	16325	9913	9390	10307	9750	10075	10275	10120	10250	10450	8550	-39%	-40%	10%	-5%	14%	16%
	丙烯酸	元/吨(含税)	8412	7516	6923	11805	10336	6321	13930	12764	7872	6779	7041	5977	6575	7538	7010	6450	6063	5419	-49%	-53%	4%	-15%	8%	9%
	丙烯酸甲酯	元/吨(含税)	11055	9893	9213	15586	14891	9100	17427	17792	12848	11498	10843	8969	10700	11150	10680	9813	8988	8106	-38%	-50%	-6%	-17%	11%	6%
	丙烯酸乙酯	元/吨(含税)	12185	11014	10971	16743	14500	10158	16535	17684	12630	11352	10760	10176	10200	10869	11210	10350	10288	9890	-35%	-42%	-5%	-5%		
	丙烯酸丁酯	元/吨(含税)	10195	8938	8338	16278	11835	8931	14919	13613	9761	9946	9754	8602	9375	10438	9450	8638	8843	8306	-35%	-37%	8%	-12%	15%	16%
	O3/O4平台综合价差	元/吨(含税)	4816	4324	3932	4321	4343	4200	5174	4485	3863	3452	3466	4342	3823	3032	3543	4341	4243	4442	-33%	-7%	5%	26%		
	LLDPE	元/吨(含税)	9756	8612	8956	11375	10850	8895	11933	11632	10257	9578	9077	8608	9150	9150	8930	8800	8443	8563	-24%	-26%	-5%	-5%	27%	15%
	PVC	元/吨(含税)	7091	7053	6927	9715	7767	6079	9168	8895	6734	6272	6455	5943	6465	6504	6395	6195	5901	5731	-30%	-33%	3%	-8%	7%	10%
	EO	元/吨(含税)	10287	7768	7140	7727	7596	6172	7668	8010	7350	7350	6117	6400	6465	6100	6100	6700	6500	6000	-20%	-20%	-17%	5%	2%	0%
	PO	元/吨(含税)	12018	10086	12201	16781	10296	9727	11358	10970	9412	9445	9959	9821	9275	9788	10815	9788	10063	9613	-12%	-10%	5%	-1%	24%	10%
SM	元/吨(含税)	10744	8260	6086	8850	9311	8080	9187	10226	9425	8404	8498	8056	8649	8424	8421	8508	7968	7693	-7%	-21%	1%	-5%	40%	19%	
精细化学品与新材料	丁二烯	元/吨(含税)	11443	9593	6251	7950	8636	7689	7763	10626	9032	7123	8966	7500	8500	9538	8860	8675	7700	6125	15%	-29%	26%	-16%	25%	52%
	丙烷	元/吨(含税)	8510	7375	6775	7878	7741	6818	8139	8212	7261	7351	7372	6627	7456	7458	7201	7058	6689	6134	-9%	-19%	0%	-10%	35%	14%
	乙烷	美元/吨(不含税)	1216	849	722	1009	1007	810	1113	1180	888	848	860	843	810	844	926	905	865	759	-23%	-19%	1%	-2%	32%	7%
	C2平台综合价差	元/吨(含税)	4585	3959	3978	4325	2207	2373	2644	2125	2006	2052	1642	2415	2379	991	1558	2401	2171	2672	-38%	14%	-20%	47%		
	TPU	元/吨(含税)	23538	19433	16625	22735	19980	15723	22688	21038	19164	17300	16285	15508	15400	16725	16640	15525	15500	15500	-28%	-26%	-6%	-5%	55%	51%
	TPU价差	元/吨(含税)	3603	3227	1284	672	672	663	663	224	2467	1719	938	299	522	866	1299	570	126	189	44%	32%	-45%	-69%		
	双酚A	元/吨(含税)	13603	10576	11476	22334	14516	9677	17718	15805	12944	11993	9788	9460	9825	10050	9490	9688	9744	8950	-45%	-40%	-18%	-3%	13%	19%
	PC	元/吨(含税)	28841	16982	14849	26601	20350	16394	23332	22869	17628	17572	16777	16329	16650	17050	16630	16413	16475	16100	-28%	-29%	-5%	-3%	9%	6%
	PC价差	元/吨(含税)	13959	7463	6161	6501	7196	7730	7385	8465	5776	4778	7677	7819	7808	8005	8089	7694	7706	8045	8%	-10%	18%	-2%	20%	19%
	SAP	元/吨(含税)	14896	13721	12841	13450	14726	13758	14375	15333	10500	14146	13983	13792	14000	13950	14000	14000	13875	13500	-3%	-10%	-1%	-1%	25%	17%
SAP价差	元/吨(含税)	7661	7268	6888	3298	5837	8323	2395	4356	5880	8316	7928	8651	8346	7468	7971	8453	8661	8940	231%	99%	-5%	9%	80%	75%	
PMMA	元/吨(含税)	24179	17098	14644	17216	16215	14868	16565	16645	15773	15875	14897	14808	15100	14950	14640	14775	15100	14550	-10%	-11%	-6%	-1%	20%	13%	
PMMA价差	元/吨(含税)	4330	4168	4004	4019	4363	3342	4425	3780	4194	5054	4483	3145	4827	4386	4237	3128	2698	3609	1%	-17%	-11%	-30%	47%	34%	
HDI	元/吨(含税)	53907	66210	46810	74892	71100	42647	78333	74208	69017	62842	54358	38583	58750	56125	48200	41500	39000	35250	-31%	-48%	-13%	-29%	0%	0%	
原盐	元/吨(含税)	172	180	155	292	379	305	454	358	337	368	361	305	370	370	344	340	315	260	-20%	-15%	-2%	-16%	44%	26%	

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	145,537.8	165,565.5	188,349.2	209,067.6	232,065.0	成长性					
减: 营业成本	107,316.5	138,132.2	156,706.5	169,344.8	184,491.7	营业收入增长率	98.2%	13.8%	13.8%	11.0%	11.0%
营业税费	879.6	913.1	1,038.8	1,153.0	1,279.9	营业利润增长率	148.8%	-32.6%	17.7%	24.2%	21.4%
销售费用	1,051.8	1,152.9	1,311.6	1,455.8	1,616.0	净利润增长率	145.5%	-34.1%	16.5%	24.2%	21.4%
管理费用	1,891.6	1,966.1	2,236.7	4,181.4	4,641.3	EBITDA 增长率	116.6%	-27.5%	23.7%	18.7%	19.1%
研发费用	3,168.1	3,420.1	3,890.7	4,318.7	4,793.8	EBIT 增长率	147.6%	-36.7%	15.5%	22.7%	22.5%
财务费用	1,478.6	1,234.9	612.7	420.8	834.3	NOPLAT 增长率	131.8%	-30.8%	10.8%	22.7%	22.5%
资产减值损失	-1,075.1	-191.7	-1.0	-1.0	-1.0	投资资本增长率	24.9%	8.5%	-27.6%	58.1%	16.0%
加: 公允价值变动收益	6.6	173.0	-	-	-	净资产增长率	38.8%	13.4%	15.7%	16.2%	16.9%
投资和汇兑收益	492.1	408.0	800.0	800.0	800.0						
营业利润	29,425.5	19,838.6	23,353.2	28,994.1	35,209.1	利润率					
加: 营业外净收支	-274.0	-297.9	-	-	-	毛利率	26.3%	16.6%	16.8%	19.0%	20.5%
利润总额	29,151.5	19,540.6	23,353.2	28,994.1	35,209.1	营业利润率	20.2%	12.0%	12.4%	13.9%	15.2%
减: 所得税	4,112.0	2,498.7	3,503.0	4,349.1	5,281.4	净利润率	16.9%	9.8%	10.0%	11.2%	12.3%
净利润	24,648.7	16,233.6	18,908.8	23,476.1	28,508.3	EBITDA/营业收入	27.5%	17.5%	19.1%	20.4%	21.9%
						EBIT/营业收入	22.5%	12.5%	12.7%	14.1%	15.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	150	156	177	183	164
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-10	-19	-65	-57	-9
货币资金	34,216.3	18,988.8	15,067.9	16,725.4	18,565.2	流动资产周转天数	140	135	162	153	151
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	21	22	33	30	30
应收帐款	10,040.3	10,059.3	24,471.4	10,373.2	28,304.3	存货周转天数	33	40	62	53	52
应收票据	-	-	26,159.6	14,492.4	30,631.3	总资产周转天数	401	425	454	429	408
预付帐款	1,366.8	1,277.3	1,722.4	1,519.2	2,012.3	投资资本周转天数	225	229	181	176	210
存货	18,282.0	18,185.3	47,109.1	14,043.2	52,578.8						
其他流动资产	8,385.9	3,021.7	3,021.7	3,021.7	3,021.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	36.0%	21.1%	21.3%	22.8%	23.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.2%	8.5%	7.2%	11.0%	9.9%
长期股权投资	3,929.7	6,228.7	6,228.7	6,228.7	6,228.7	ROIC	32.9%	18.2%	18.6%	31.5%	24.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	65,232.9	78,558.1	106,983.4	105,804.7	105,490.4	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	27,057.0	34,726.8	15,968.1	24,127.6	29,839.3	管理费用率	1.3%	1.2%	1.2%	2.0%	2.0%
无形资产	7,982.3	9,980.4	9,501.7	9,023.0	8,544.3	研发费用率	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
其他非流动资产	13,816.3	19,816.7	18,174.7	17,958.1	17,804.7	财务费用率	1.0%	0.7%	0.3%	0.2%	0.4%
资产总额	190,309.6	200,843.2	274,408.6	223,317.3	303,021.1	四费/营业收入	5.2%	4.7%	4.3%	5.0%	5.1%
短期债务	53,873.0	44,019.5	13,079.7	43,295.8	48,960.5	偿债能力					
应付帐款	12,616.5	14,406.4	58,138.1	29,797.6	19,736.1	资产负债率	62.3%	59.5%	65.7%	51.0%	57.8%
应付票据	8,987.3	11,138.7	54,155.7	2,292.6	48,955.1	负债权益比	165.4%	146.9%	191.5%	104.2%	136.9%
其他流动负债	22,525.3	25,452.6	46,380.3	27,754.6	48,935.6	流动比率	0.74	0.54	0.68	0.58	0.81
长期借款	15,643.8	15,968.3	-	2,267.2	-	速动比率	0.55	0.35	0.41	0.45	0.50
其他非流动负债	4,968.0	8,520.7	8,520.7	8,520.7	8,520.7	利息保障倍数	22.19	16.81	39.12	69.91	43.20
负债总额	118,613.9	119,506.2	180,274.5	113,928.6	175,107.9	分红指标					
少数股东权益	3,197.1	4,492.5	5,433.9	6,602.8	8,022.3	DPS(元)	2.50	1.30	2.41	2.99	3.63
股本	3,139.7	3,139.7	3,139.7	3,139.7	3,139.7	分红比率	31.8%	25.1%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	65,831.6	74,215.2	85,560.5	99,646.2	116,751.1	股息收益率	2.6%	1.3%	2.5%	3.1%	3.7%
股东权益	71,695.7	81,337.0	94,134.2	109,388.7	127,913.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	25,039.4	17,041.9	18,908.8	23,476.1	28,508.3
						加: 折旧和摊销	7,228.1	8,280.6	11,948.0	13,208.2	14,728.5
						资产减值准备	1,075.1	191.7	-	-	-
						公允价值变动损失	-6.6	-173.0	-	-	-
						财务费用	2,085.6	2,058.0	612.7	420.8	834.3
						投资收益	-492.1	-408.0	-800.0	-800.0	-800.0
						少数股东损益	390.7	808.3	941.5	1,168.9	1,419.4
						营运资金的变动	-4,590.0	15,551.9	37,742.0	-39,788.6	-15,310.6
						经营活动产生现金流量	27,922.3	36,336.8	69,352.9	-2,314.6	29,380.0
						投资活动产生现金流量	-28,758.0	-34,324.6	-18,700.0	-18,700.0	-18,700.0
						融资活动产生现金流量	17,586.6	-17,187.5	-54,573.8	22,672.1	-8,840.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	7.85	5.17	6.02	7.48	9.08
						BVPS(元)	21.82	24.47	28.25	32.74	38.18
						PE(X)	12.4	18.8	16.1	13.0	10.7
						PB(X)	4.4	4.0	3.4	3.0	2.5
						P/FCF	11.1	-112.7	139.5	30.9	25.8
						P/S	2.1	1.8	1.6	1.5	1.3
						EV/EBITDA	8.7	11.1	8.2	7.7	6.5
						CAGR(%)	-0.5%	20.6%	24.0%	-0.5%	20.6%
						PEG	-23.4	0.9	0.7	-24.6	0.5
						ROIC/WACC	3.3	1.8	1.8	3.1	2.4
						REP	1.1	1.6	2.0	0.8	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034