

2023 年 04 月 15 日
万华化学 (600309.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

聚氨酯

Q1 业绩超预期，TDI 行业重塑长期利好

事件：万华化学发布 2023 年一季报，报告期内公司实现营业收入 419.39 亿元，同比+0.37%，环比+19.33%，实现归母净利润 40.53 亿元，同比-24.58%，环比+54.38%。

23Q1 业绩超预期，MDI/TDI 出口高增，下游冰箱冰柜产销回暖。从产销看，据公告，23Q1 聚氨酯板块销量同比+17%，环比+7%，均价环比+5%，一方面受欧美部分装置关停及跨区调货影响，据中国海关，2023 年 1-2 月中国聚合 MDI 共出口近 21 万吨，同比+47%，较 2022 年 11、12 月出口合计近 15 万吨亦大幅增长，TDI 共出口近 7 万吨，同比+26%，另一方面国内近期地产回暖，使 MDI 下游冰箱冰柜 2 月份产销同环比亦有增长；石化板块产量同比持平，环比+7%（模拟扣除 LPG 贸易），均价环比-12%；新材料板块销量同比+67%，环比+30%，均价环比-15%，PC/PMMA/ADI 有所回暖。受全球大宗原料及能源价格高位影响，主营产品价差短期仍承压，我们的价格价差跟踪显示，23Q1 公司聚氨酯产品 MDI 综合含税价差为 1.26 万元/吨（同比-22%，环比+6%），处于低位，TDI 价差 1.19 万元/吨，环比-5%，硬泡聚醚价差环比-14%；石化 C3&C4/C2 平台综合价差环比-5%/-20%，新材料板块 TPU/PC/PMMA 价差环比+0%/+18%/-11%。综上所述，23Q1 公司实现毛利润 73.52 亿元，费用率（四费&税金）为 5.9%。（详细数据图表请见后文）

公司拟收购烟台巨力，TDI 行业格局重塑长期利好。据公告，公司于近日获得国家市场监督管理总局的经营者集中申报批复，同意万华化学拟通过收购烟台巨力股份，取得其控股权，烟台巨力 TDI 现有产能 23 万吨（其中烟台 8 万吨已停产），未来收购一旦落地，叠加福建新上产能，公司 TDI 总产能将达 108 万吨（有效产能 100 万吨），届时万华全球 TDI 产能占比将从 2022 年的 19%提升至 32%，超过巴斯夫、科思创成为全球第一，行业话语权凸显。以巴斯夫德国 TDI 产能退出和此次公司收购烟台巨力获批为开端，全球范围内 TDI 行业格局重塑或已拉开序幕，公司凭借技术和成本优势加速行业整合并逆势扩张，这将为未来 β 反转积蓄动能。此外，据天天化工，近期韩国韩华 15 万吨装置将开始为期三周检修，韩国巴斯夫 TDI 因大量支援出口，供应紧张，上海科思创再次封盘并上调一口价，国内大厂开工率高位，短期 TDI 紧平衡有望维持。

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，6 个月目标价 120.39 元。

风险提示：股权收购进度不及预期，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	120.39 元
股价 (2023-04-14)	91.98 元

交易数据

总市值(百万元)	288,793.89
流通市值(百万元)	288,793.89
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	75.52/106.8 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.0	-1.9	8.6
绝对收益	-6.3	-1.4	6.2

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

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
主营业务收入	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%

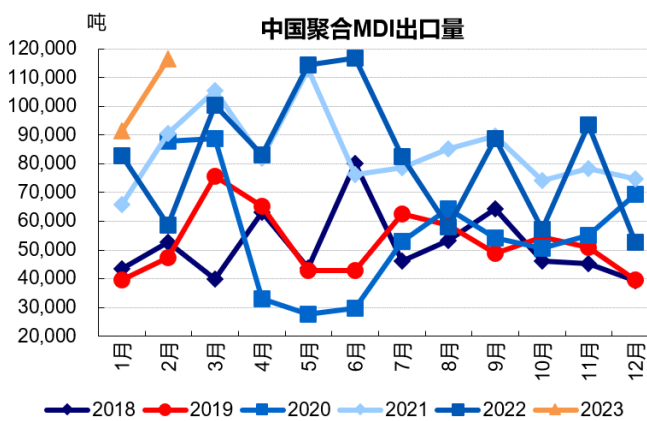
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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	平均						平均						月均(2022年)			月均(2023年)			变化(2022年)		变化(2023年)	
			18FY	19FY	20FY	21FY	22FY	23FY	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	10月	11月	12月	1月	2月	3月	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比
			基准	美元-人民币汇率	美元/人民币	6.62	6.90	6.90	6.45	6.72	6.86	6.40	6.36	6.62	6.83	7.09	6.84	7.12	7.17	6.99	6.79	6.82	6.90	11%
聚氨酯	原油	美元/桶(不含税)	71.5	64.4	43.3	70.7	99.4	83.6	78.7	98.0	112.5	97.9	89.2	82.1	94.7	91.5	81.4	83.4	83.5	79.2	13%	-9%	-16%	-8%
	煤炭	元/吨(含税)	652	592	572	1001	1246	1117	1272	1083	1222	1256	1425	1153	1541	1425	1308	1221	1107	1133	12%	13%	7%	-19%
	纯苯	元/吨(含税)	6414	5076	3955	7097	8104	7237	7281	7936	9181	8257	7043	7028	7725	6881	6524	6926	6963	7196	-3%	-15%	-11%	0%
	甲苯	元/吨(含税)	6072	5461	3792	5629	7451	7161	5660	6858	8074	7801	7073	6977	7700	7330	6189	6649	7135	7146	25%	-9%	2%	-1%
	硝酸	元/吨(含税)	1780	1661	1474	2447	2435	2462	2681	1917	2692	2477	2654	2406	2368	2667	2927	2190	2211	2816	-1%	7%	26%	-9%
	纯MDI	元/吨(含税)	28540	19736	17787	22318	20829	18265	22206	22667	21463	20175	19011	18880	20913	19400	16720	17925	19425	19290	-14%	-6%	-17%	-1%
	聚合MDI	元/吨(含税)	18673	13754	14683	20022	17508	15808	20747	20453	18008	16340	15232	16317	16625	14450	14620	15275	16675	17000	-27%	-7%	-20%	7%
	聚合MDI(出口)	美元/吨(不含税)	1997	1368	1286	2055	2160	1710	2359	2252	2231	2213	1943	1710	2053	1914	1863	1761	1659		-18%	-12%	-24%	-12%
	MDI综合价差(至纯苯)	元/吨(含税)	17528	12294	13083	16169	13318	11914	16525	16039	13169	12206	11858	12588	12967	11531	11075	11637	13044	13082	-28%	-3%	-22%	6%
	TDI	元/吨(含税)	28393	13383	12263	14477	18364	18290	14578	18715	17334	17402	20004	18981	24050	18363	17500	19000	20063	17880	37%	15%	1%	-5%
TDI价差	元/吨(含税)	22346	7939	8253	8283	10849	11053	7520	12132	9116	9647	12500	11877	16374	10730	10395	12242	13022	10367	66%	30%	-2%	-5%	
石化	环氧氯丙烷	元/吨(含税)	10921	8672	10852	14412	10498	9734	13910	11313	10922	9658	10100	9968	10100	10100	10100	9888	9738	10280	-27%	5%	-12%	-1%
	丙烷(沙特CP)	美元/吨(不含税)	425	435	397	648	735	624	822	804	844	679	614	693	590	610	642	690	790	700	-25%	-10%	-14%	13%
	丁烷(沙特CP)	美元/吨(不含税)	539	442	404	630	732	624	792	802	854	669	605	704	560	610	644	605	790	717	-24%	-10%	-12%	16%
	环氧丙烷	元/吨(含税)	12018	10086	12201	16781	10296	9830	15638	11358	10970	9412	9445	9959	9863	9388	9085	9275	9788	10815	-40%	0%	-12%	5%
	MTBE	元/吨(含税)	6130	5672	3957	5801	7308	7136	6264	6998	7781	7511	6944	6873	7125	7188	6520	6513	6875	7230	11%	-8%	-2%	-1%
	丙烯	元/吨(含税)	8510	7375	6775	7878	7741	7261	7975	8139	8212	7261	7351	7372	7456	7181	7415	7456	7458	7201	-8%	1%	-9%	0%
	正丁烷	元/吨(含税)	3934	3320	3253	4579	6068	5435	5791	6661	6479	5812	5319	5573	5383	5270	5303	5233	5909	5578	-8%	-8%	-16%	5%
	NPG	元/吨(含税)	12060	9004	8900	16580	13136	10353	15822	16917	16325	9913	9390	10307	9800	9250	9120	10075	10725	10120	-41%	-5%	-39%	10%
	丙烯酸	元/吨(含税)	8412	7516	6923	11805	10336	6745	14819	13930	12764	7872	6779	7041	7175	6663	6500	6575	7538	7010	-54%	-14%	-49%	4%
	丙烯酸甲酯	元/吨(含税)	11055	9893	9213	15586	14891	10547	17472	17427	17792	12848	11498	10843	12163	11563	10770	10700	11150	10680	-34%	-11%	-38%	-6%
	丙烯酸乙酯	元/吨(含税)	12185	11014	10971	16743	14600	10655	16759	16535	17684	12830	11352	10760	11800	11800	10456	10200	10869	11210	-32%	-12%	-35%	-5%
	丙烯酸丁酯	元/吨(含税)	10195	8938	8338	16278	11835	9152	15553	14919	13613	9761	9048	9754	9175	8738	9230	9375	10438	9450	-42%	-7%	-35%	8%
	CS/C4平台综合价差	元/吨(含税)	4815	4324	3932	6321	4343	3877	5326	5174	4685	3863	3652	3466	4047	3626	3282	3823	3032	3543	-31%	-5%	-33%	-5%
	LLDPE	元/吨(含税)	9766	8612	8956	11375	10850	8938	12437	11933	11632	10257	9578	9077	9938	9575	9220	9150	9150	8930	-23%	-7%	-24%	-5%
	PVC	元/吨(含税)	7091	7053	6927	9715	7767	6417	10842	9168	8895	6734	6272	6455	6381	6148	6288	6465	6504	6395	-42%	-7%	-30%	3%
	EO	元/吨(含税)	10287	7768	7140	7727	7596	6108	8612	7668	8017	7350	6117	6117	7350	7350	7350	6150	6100	6100	-15%	0%	-20%	-17%
	PO	元/吨(含税)	12018	10086	12201	16781	10296	9830	15638	11358	10970	9412	9445	9959	9863	9388	9085	9275	9788	10815	-40%	0%	-12%	5%
	SM	元/吨(含税)	10744	8260	6086	8850	9311	8586	8769	9187	10226	9425	8404	8498	8763	8200	8250	8649	8424	8421	-4%	-11%	-7%	1%
丁二烯	元/吨(含税)	11443	9593	6251	7950	8636	8658	6132	7763	10626	9032	7123	8966	7675	6863	6830	8500	9538	8860	16%	-21%	15%	26%	
丙烯	元/吨(含税)	8510	7375	6775	7878	7741	7261	7975	8139	8212	7261	7351	7372	7456	7181	7415	7456	7458	7201	-8%	1%	-9%	0%	
乙烷	美元/吨(不含税)	1216	849	722	1009	1007	885	1076	1113	1180	888	848	860	844	850	849	810	844	926	-21%	-5%	-23%	1%	
C2平台综合价差	元/吨(含税)	4585	3959	3978	4325	2207	2029	3446	2644	2125	2006	2052	1642	2314	1961	1882	2379	991	1558	-40%	2%	-38%	-20%	
精细化学与新材料	TPU	元/吨(含税)	23538	19433	16971	23517	27327	26900	27583	28025	27483	26900	26900	26900	26900	26900	26900	26900	26900	26900	-2%	0%	-4%	0%
	TPU价差	元/吨(含税)	14976	13512	11635	16821	21078	21421	20922	21225	21044	20848	21197	21236	20626	21080	21884	21523	21073	21113	1%	2%	0%	0%
	双酚A	元/吨(含税)	13603	10576	11476	22334	14616	9644	18171	17718	15805	12946	11993	9788	14038	11813	10130	9825	10050	9490	-34%	-7%	-45%	-18%
	PC	元/吨(含税)	25841	16982	16489	26601	20350	16613	25445	23332	22869	17628	17572	16777	18625	17400	16690	16650	17050	16630	-13%	0%	-28%	-5%
	PC价差	元/吨(含税)	13599	7463	6161	6501	7196	7934	5991	7385	8645	5976	6778	7967	5991	6769	7573	7680	8005	8089	-25%	13%	8%	18%
	SAP	元/吨(含税)	14896	13721	12841	13450	14726	13992	14200	14375	15333	10500	14146	13983	14250	14188	14000	14000	13950	14000	0%	-6%	-3%	-1%
	SAP价差	元/吨(含税)	7661	7258	6888	3298	5837	8191	1456	2395	4356	8280	8316	7928	8080	8458	8410	8346	7468	7971	471%	0%	231%	-5%
	PMMA	元/吨(含税)	24179	17098	14644	17216	16215	14698	17133	16565	16645	15773	15875	14897	16250	15875	15500	15100	14950	14640	-7%	1%	-10%	-6%
	PMMA价差	元/吨(含税)	4330	4168	4004	4019	4363	4114	4307	4425	3780	4194	5054	4483	4901	5100	5161	4827	4386	4237	17%	21%	1%	-11%
	HD1	元/吨(含税)	53907	66210	46810	74892	71100	48679	84033	78333	74208	69017	62842	54358	65125	62500	60900	58750	56125	48200	-25%	-9%	-31%	-13%
氯碱	原盐	元/吨(含税)	172	180	155	292	379	351	448	454	358	337	368	361	363	370	370	370	370	344	-18%	9%	-20%	-2%
	烧碱	元/吨(含税)	1016	882	548	745	1166	964	1171	1021	1307	1153	1183	1012	1290	1121	1138	1100	1055	881	1%	3%	-1%	-14%

资料来源: 百川资讯, 隆众资讯, 天天化工, Wind, 安信证券研究中心

图2. 中国聚合MDI 出口量



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	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	21	22	33	30	30
应收账款	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
预付账款	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					
应付账款	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