

# 华昌化工 (002274) \化工

## ——开源节流，经营进入上升期

投资建议：**推荐**  
 首次覆盖

当前价格：8.97元

目标价格：元

### 投资要点：

#### 原料结构调整助成本下降

随着水煤浆气化技术的成熟，公司募资新建了四喷嘴式气化炉替代原有固定层气化床，四喷嘴气化床综合性能优异，从实际运行情况看，公司合成氨综合能耗位列行业第一。且由于原料使用价格低廉的烟煤替代，成本下降明显，以合成氨成本计算，公司单吨合成氨成本下降200~300元/吨。目前原料结构调整项目二期工程已提上日程，完成后将完全替代现有固定床装置。以40万吨合成氨计算，成本将降低8000~12000万元左右。

#### 不断开拓新领域增加赢利点

根据扬子江化工园规划，未来将以公司气化装置为核心为园区内企业提供合成气形成产业集群，公司结合扬子江石化PDH装置产生的丙烯与自身合成气结合上马25万吨/年多元醇装置，2015年4月正式投产，为发展化工新材料奠定了基础，2016年，公司进行产业链延伸，新戊二醇装置已经在建。位于淮安（薛行）循环经济产业园的淮安华昌新材料项目也正蓬勃发展，目前水性树脂及助剂系列产品和环保型增塑剂及功能性材料两个项目已奠基，从产业布局看，新上项目均处于环保消费升级地带，在整体需求疲软下仍有较好的增长潜力。公司作为投资方参与园区内项目的建设，预计未来新项目将持续推进，公司盈利能力有望增强。

#### 盈利预测及评级

预计2016~2018年EPS分别为0.11、0.14和0.16元，公司最新股价8.97元，对应2017年PE为62.0倍，鉴于公司经营已步入上升期，原料结构调整项目助公司成本下降，并不断开拓新领域增加赢利点，首次覆盖给予“推荐”评级。

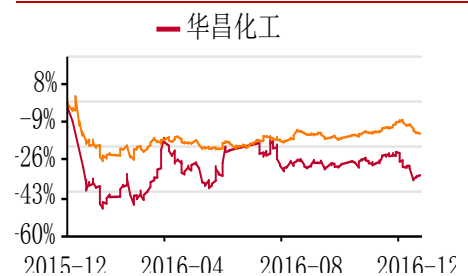
#### 风险提示

(1) 纯碱。尿素价格持续低迷；(2) 新项目拓展不及预期

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	635/490
流通A股市值 (百万元)	4,398
每股净资产 (元)	4.42
资产负债率 (%)	55.44
一年内最高/最低 (元)	13.85/6.82

### 一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

夏文奇

电话：85611779

邮箱：xiawq@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	4,239.58	4,035.30	4,575.17	4,808.46	5,006.92
增长率 (%)	-0.08%	-4.82%	13.38%	5.10%	4.13%
EBITDA (百万元)	166.14	447.19	519.72	544.23	549.59
净利润 (百万元)	-123.87	29.39	72.40	91.59	101.16
增长率 (%)	-1,038.91%	123.73%	146.38%	26.50%	10.44%
EPS (元/股)	-0.20	0.05	0.11	0.14	0.16
市盈率 (P/E)	-45.88	193.36	78.48	62.04	56.18
市净率 (P/B)	3.04	2.05	2.00	1.93	1.86
EV/EBITDA	39.31	15.93	13.52	12.56	12.11

数据来源：公司公告，国联证券研究所

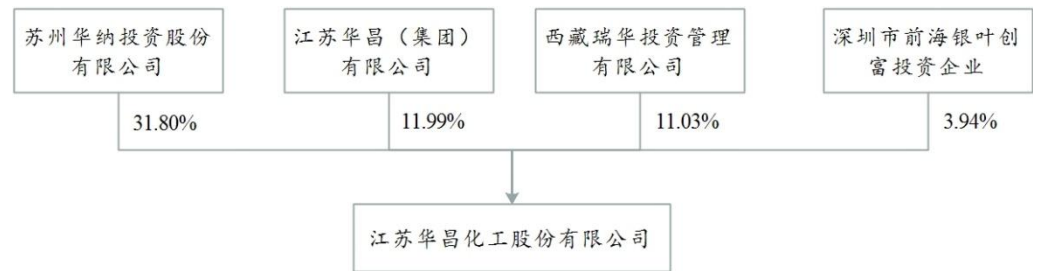
## 正文目录

1.	公司简介 .....	3
2.	经营逐步进入上升期.....	3
2.1.	产品价格低迷、成本高致前期盈利较差 .....	3
2.2.	原料结构调整助成本下降 .....	4
2.3.	不断开拓新领域增加赢利点.....	5
3.	盈利预测及评级.....	8
4.	风险提示 .....	8

## 1. 公司简介

公司前身为华源化工，2004年2月整体变更为股份公司，原化肥及纯碱业务由华昌股份继承，2008年公司于A股主板上市。目前公司第一大股东为苏州华纳投资股份有限公司，持有公司31.80%的股权，华纳投资股东为包括董事长朱郁建在内的167名自然人；华昌集团持有公司11.99%的股权，此外，西藏瑞华投资及前海银叶分别持有公司11.03%和3.94%的股权。

图表1：公司股权结构



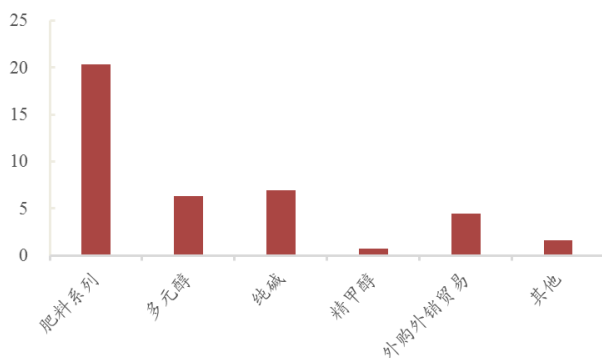
来源：Wind 国联证券研究所

## 2. 经营逐步进入上升期

### 2.1. 产品价格低迷、成本高致前期盈利较差

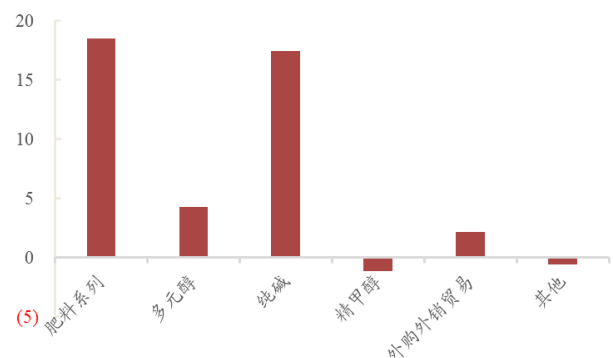
肥料系列及纯碱业务为公司目前的核心业务。公司2015年营收主要来自肥料系列、纯碱、多元醇和贸易业务四块，分别实现营收20.38亿元、6.93亿元、6.33亿元和4.41亿元。而从盈利端看，肥料系列和纯碱贡献了主要的毛利，2015年毛利分别为1.85亿元和1.74亿元。

图表2：公司2015年各业务营收情况（亿）



来源：Wind 国联证券研究所

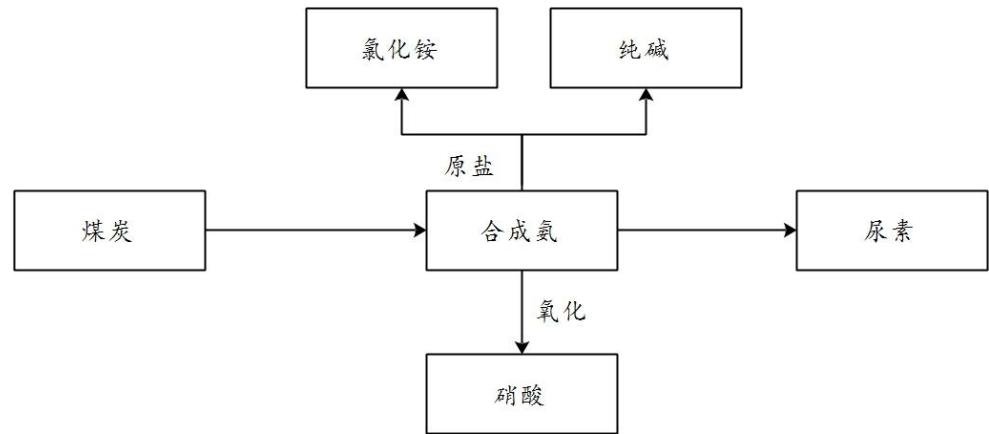
图表3：公司2015年各业务毛利情况（千万）



来源：Wind 国联证券研究所

公司产业链的核心为煤气化装置，由煤气化装置生产的合成氨用于联碱法纯碱的生产，同时副产氯化铵；此外，合成氨也用于尿素及硝酸的生产。主要产能包括尿素产能40万吨/年、纯碱66万吨/年、氯化铵70万吨/年、浓硝酸15万吨/年以及复合肥40万吨/年。

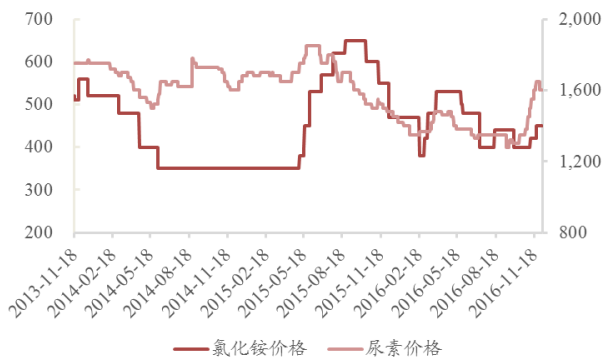
图表4：华昌化工产业链



来源：国联证券研究所

公司近几年业绩较差，主要原因有两个，一是公司合成氨能力有限，以2014年为例，合成氨装置高负荷运行总计产出38.39万吨，在纯碱生产、硝酸生产（12.98万吨）及少校外销后，尿素装置仅能处于低负荷运行（生产尿素17.44万吨），造成成本上升，叠加主要产品尿素、纯碱和氯化铵价格均处于低位以及化肥行业各项优惠政策取消，对公司盈利能力造成负面影响。另一个是公司原有合成气装置为35台固定层煤气化发生炉（UGI炉），气化效率低、原料使用价高的优质无烟煤、运行成本也较高。

图表5：尿素及氯化铵价格（元）



来源：Wind 国联证券研究所

图表6：纯碱价格（元）



来源：Wind 国联证券研究所

## 2.2. 原料结构调整助成本下降

随着水煤浆气化技术的成熟，公司募资新建了四喷嘴式气化炉，喷嘴对置式水煤浆气化炉采用撞击流技术来强化和促进混合、传质、传热。位于气化炉直筒段上部的4个工艺喷嘴在同一水平面上，相互垂直布置，通过4股射流的撞击使反应更充分并显著提高碳转化率，综合性能优异。

图表7：煤气化主要装置对比

指标	航天炉	德士古	壳牌炉	固定床	多喷嘴
煤种	所有煤种	成浆性好、灰熔	所有煤种	无烟煤	较广泛，成浆性

		点低的煤种			好的煤
原料输送方式	干粉煤、气体输送	水煤浆、泵送	干粉煤、氮气输送	块状、皮带输送	水煤浆
有效气	90~92%	78~81%	89~93%	75%	85%
比氧耗	330~360	380~430	330~360	430	360
吨氨煤耗 (t)	1.31	1.43	1.32	1.24	1.42
吨氨电 (KW.H)	360	500	1800	1330	400
运行情况	稳定	良好、成熟	应用实例少、运行不顺利	成本高	良好
设备国产化率	较高	较高	关键设备引进	较高	较高

来源：CNKI 国联证券研究所

从实际运行情况看，公司在 2015 年合成氨能效评比中排名第一，且由于原料使用了价格低廉的烟煤替代，效益明显提升，以合成氨成本计算，公司单吨合成氨成本下降 200~300 元/吨。目前，原料结构调整项目二期工程已提上日程，完成后将完全替代现有固定床装置。以 40 万吨合成氨计算，成本将降低 8000 ~12000 万元左右。且根据扬子江化工园规划，未来将以公司气化装置为核心为园区内企业提供合成气形成产业集群，公司合成气装置附加值存在增加的潜力。

**图表 8：以烟煤（包括褐煤）为原料的合成氨生产企业能效评比**

名次	企业名称	吨氨综合能耗（千克标准煤）	吨氨电耗（千瓦时）
1	江苏华昌化工股份有限公司	1136	1086
2	安徽昊源化工集团有限公司	1340	758
3	山东华鲁恒升集团有限公司	1364	285

来源：公开资料国联证券研究所

### 2.3. 不断开拓新领域增加赢利点

2013 年，公司涟水 100 万吨复合肥项目（一期 60 万吨）投产（包括：20 万吨/年氨酸复合肥、20 万吨/年尿基高塔复合肥、20 万吨/年硝基高塔复合肥、物流装卸码头等）；15 万吨/年浓硝酸项目建成投产，生产出不同浓度系列产品。项目投产后，为围绕现有产业丰富产品结构及后续产品、产业持续优化打下了良好基础。

公司控股苏州奥斯汀。苏州奥斯汀主要生产热塑性聚氨酯弹性体材料（TPU）和浇注型聚氨酯弹性体（CPU），产品包括电线电缆、消防水带、薄膜、医疗器械、滚轮、管材、鞋材、矿筛等。

公司结合扬子江石化 PDH 装置产生的丙烯与自身合成气结合生产多元醇，2015 年 4 月公司 25 万吨多元醇装置正式投产，为发展化工新材料奠定了基础。产品包括正丁醇、辛醇、异丁醇、正丁醛和异丁醛等，多元醇产品是重要的基本有机原料，用途广泛；正丁醇可作溶剂、生产邻苯二甲酸二丁酯、醋酸丁酯、磷酸酯类衍生物，广泛用于各种塑料和橡胶制品中；还可以用于生产丁醛、丁酸、丁胺、乳酸等有机产品及丙烯酸树脂；辛醇主要用于生产邻苯二甲酸二辛酯（DOP）、己二酸二辛酯（DOA）等增塑剂及丙烯酸辛酯（2-乙基己基丙烯酸酯）、表面活性剂等。

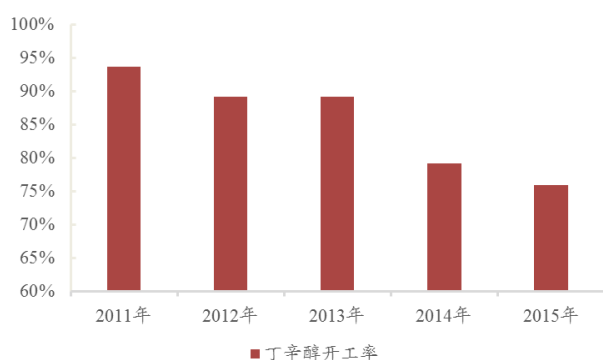
图表9：公司多元醇产业链



来源：国联证券研究所

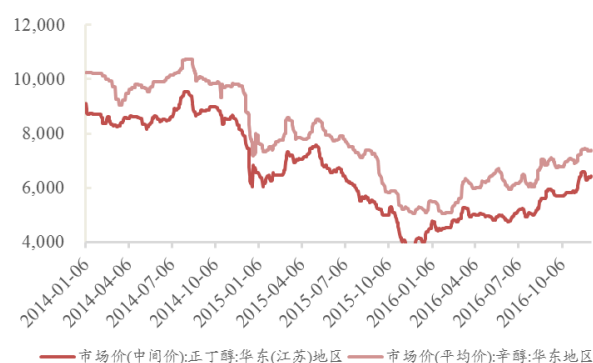
目前我国丁辛醇业务总体呈过剩状态，但公司原料丙烯直接由扬子江石化通过管道运输至公司，在成本端具有优势；另一方面，公司地处长三角，为主要消费地。对比丁辛醇的另一主要产地山东，公司在运输条件上也具备优势，故我们认为公司丁辛醇业务能维持微利。

图表10：丁辛醇装置开工率



来源：百川资讯国联证券研究所

图表11：丁醇及辛醇价格情况（元）

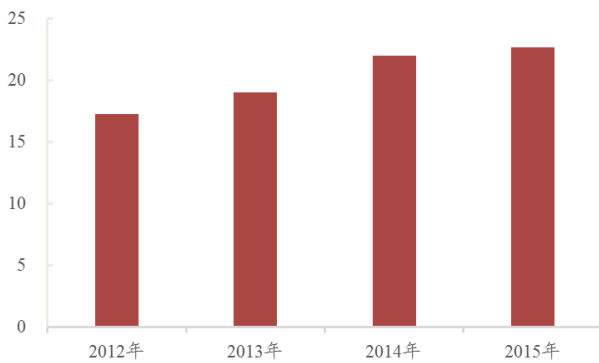


来源：Wind 国联证券研究所

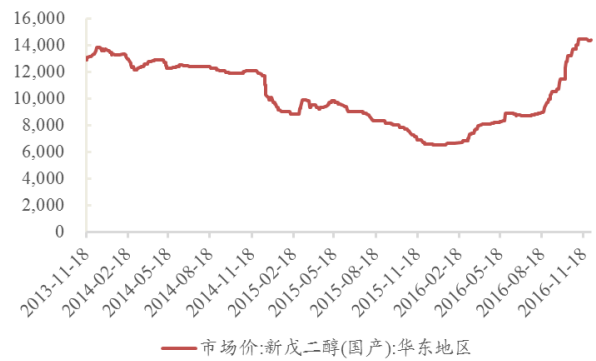
目前公司正建设新戊二醇项目，项目原料为丁辛醇装置的异丁醛及甲醛。新戊二醇主要用于生产聚酯树脂、不饱和聚脂树脂和聚氨酯等领域。随着我国经济发展，人们环境意识日渐增强，环保型涂料及相关产品的国内市场需求将呈增长趋势，新戊二醇其市场前景良好。对比其他外购异丁醛的新戊二醇企业，公司在原料保障上具备优势，避免了原料波动带来的风险。且公司所用工艺为缩合加氢工艺，与国内普遍使用的歧化法相比，在原料消耗、产品杂质、产品收率和工艺环保程度等方面均具备明显的优势。

图表12：近几年我国新戊二醇消费量

图表13：新戊二醇价格（元）



来源：CNKI 国联证券研究所



来源：Wind 国联证券研究所

除了公司在张家港本部基地外，位于淮安（薛行）循环经济产业园的淮安华昌新材料项目也正蓬勃发展，从产业布局看，规划产业链与公司表现出协同效应，如控制 VOC 排放背景下，水性涂料及粉末涂料迎来发展良机，替换目前广泛使用的溶剂型涂料；因 DOP 被逐步禁用，环保型增塑剂仍有较好的增长潜力。公司作为投资方参与园区内项目的建设，既保证了公司的快速发展，也节约了资金。水性树脂及助剂系列产品及环保型增塑剂及功能性材料两个项目已奠基，预计未来新项目将持续推进。

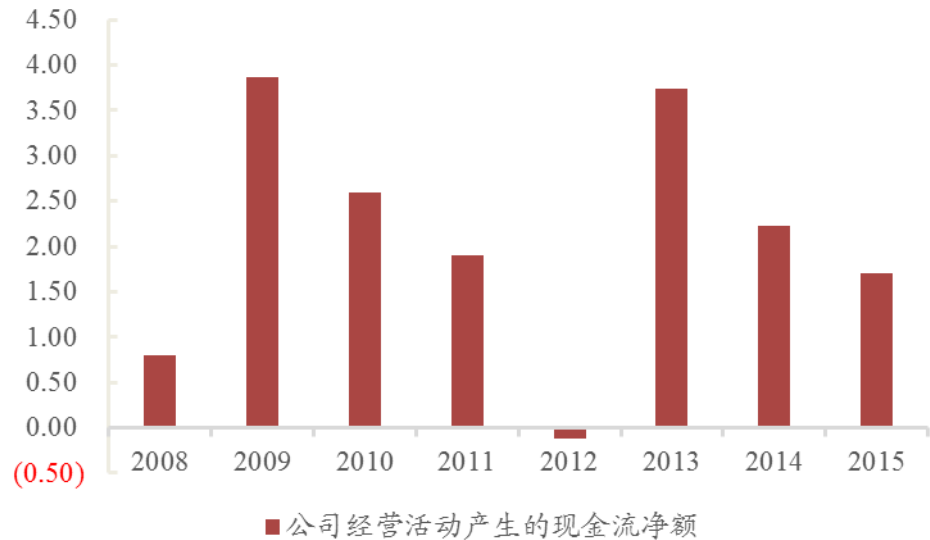
图表 14：公司近期投资项目

时间	事件
2015 年 11 月	公司与张家港市华瑞危险废物处理中心有限公司、张家港市恒昌投资发展有限公司、张家港市华昌建筑工程有限公司签订了《投资意向协议》，拟设立子公司，在江苏省涟水薛行化工园区投资建设危险废物处理装置。公司占注册资本 50%。
2016 年 8 月	公司与广东智典化工新材料有限公司、广州叁思企业管理有限公司签订了《合作投资协议》，拟设立子公司，在江苏省涟水薛行化工园区投资建设环保型增塑剂及功能性材料项目；项目一期投资额概算 5,000 万元。公司占注册资本 60%。
2016 年 9 月	公司、袁伯才、万波、广州叁思企业管理有限公司，在张家港签订了《投资协议》，拟设立合资公司，在江苏省淮安（薛行）循环经济产业园投资建设水性树脂及助剂项目。公司占注册资本 44.5%。
2016 年 9 月	公司与郑宏翠、广州叁思企业管理有限公司在湖南省岳阳市签订了《投资合作协议》，本拟通过增资方式控股湖南华萃化工有限公司，为本公司化工新材料产业拓展准备营销团队、原料采购渠道、产品分销渠道。上述交易对手有多年较丰富的化工品供应链管理及相关营销渠道资源，且目标公司为国内部分知名大型石化企业的合格供应商。
2016 年 10 月	公司拟投资苏州瑞华投资合伙企业，参与江苏瑞华创业投资管理有限公司等设立创业投资基金，投资基金规模为 10 亿元，本公司拟货币出资 1 亿元，占出资总额的 10%。基金投资方向之一为新材料领域，通过对具有良好增长潜力及战略价值的目标企业进行股权等投资，帮助公司寻求、培育发展机会。

来源：公司公告国联证券研究所

至 2016 年三季度期末，公司分别持有东华能源和井神股份 1684 万股和 1800 万股，公允价值合计在 4.4 亿元左右，且公司经营活动现金流较好，2015 年行业低迷情况下仍能产生 1.71 亿净现金流，为公司发展提供了资金支持。

图表 15：公司近几年经营活动产生的现金流净额



来源：Wind 国联证券研究所

### 3. 盈利预测及评级

预计 2016~2018 年 EPS 分别为 0.11、0.14 和 0.15 元，公司最新股价 9.01 元，对应 2017 年 PE 为 64.4 倍，鉴于公司经营已步入上升期，原料结构调整项目助公司成本下降，并不断开拓新领域增加盈利点，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 4. 风险提示

(1) 纯碱。尿素价格持续低迷； (2) 新项目拓展不及预期



**图表 16: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	322.53	433.96	457.52	480.85	500.69	营业收入	4,239.58	4,035.30	4,575.1	4,808.4	5,006.9
应收账款+票据	418.77	497.85	532.79	540.27	568.87	营业成本	3,997.88	3,627.93	4,016.7	4,216.6	4,399.5
预付账款	345.19	127.38	141.03	148.05	154.47	营业税金及附加	2.93	0.27	0.31	0.32	0.34
存货	515.76	503.80	571.20	600.32	625.10	营业费用	122.62	158.52	179.73	188.89	196.69
其他	71.83	70.56	70.56	70.56	70.56	管理费用	155.72	167.78	190.23	199.93	208.18
<b>流动资产合计</b>	<b>1,674.0</b>	<b>1,633.5</b>	<b>1,773.1</b>	<b>1,840.0</b>	<b>1,919.6</b>	财务费用	148.83	147.83	133.03	121.72	108.44
长期股权投资	249.89	30.16	30.16	30.16	30.16	资产减值损失	10.27	193.52	5.00	5.00	5.00
固定资产	1,895.0	3,468.2	3,496.1	3,400.4	3,294.8	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,586.9	313.49	200.00	200.00	200.00	投资净收益	-0.60	1.23	0.00	0.00	0.00
无形资产	149.44	145.36	139.13	132.89	126.66	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	588.62	478.61	474.39	470.16	470.16	<b>营业利润</b>	<b>-199.27</b>	<b>-259.32</b>	<b>50.09</b>	<b>75.91</b>	<b>88.78</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,469.9</b>	<b>4,435.8</b>	<b>4,339.7</b>	<b>4,233.7</b>	<b>4,121.8</b>	营业外净收益	37.77	297.14	47.34	47.34	47.34
<b>资产总计</b>	<b>6,144.0</b>	<b>6,069.3</b>	<b>6,112.8</b>	<b>6,073.7</b>	<b>6,041.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>-161.50</b>	<b>37.82</b>	<b>97.44</b>	<b>123.26</b>	<b>136.13</b>
短期借款	2,304.5	1,494.5	1,367.0	1,177.9	993.61	所得税	-37.76	8.27	24.36	30.81	34.03
应付账款+票据	995.00	830.10	919.08	964.81	1,006.6	<b>净利润</b>	<b>-123.73</b>	<b>29.54</b>	<b>73.08</b>	<b>92.44</b>	<b>102.10</b>
其他	448.78	524.45	530.10	537.78	541.44	少数股东损益	0.13	0.16	0.67	0.85	0.94
<b>流动负债合计</b>	<b>3,748.2</b>	<b>2,849.0</b>	<b>2,816.2</b>	<b>2,680.5</b>	<b>2,541.7</b>	<b>归属于母公司净利</b>	<b>-123.87</b>	<b>29.39</b>	<b>72.40</b>	<b>91.59</b>	<b>101.16</b>
长期带息负债	326.00	444.00	444.00	444.00	444.00						
长期应付款	162.71	4.55	4.55	4.55	4.55						
其他	35.28	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>523.99</b>	<b>448.55</b>	<b>448.55</b>	<b>448.55</b>	<b>448.55</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,272.2</b>	<b>3,297.6</b>	<b>3,264.7</b>	<b>3,129.0</b>	<b>2,990.2</b>						
少数股东权益	1.39	1.25	1.92	2.77	3.71						
股本	499.91	634.91	634.91	634.91	634.91						
资本公积	788.00	1,549.5	1,549.5	1,549.5	1,549.5						
留存收益	582.43	586.12	661.78	757.47	863.17						
<b>股东权益合计</b>	<b>1,871.7</b>	<b>2,771.8</b>	<b>2,848.1</b>	<b>2,944.6</b>	<b>3,051.3</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,144.0</b>	<b>6,069.3</b>	<b>6,112.8</b>	<b>6,073.7</b>	<b>6,041.5</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	-123.52	-258.35	37.57	56.94	66.59
折旧摊销	186.04	263.36	291.07	301.07	306.85
财务费用	148.94	150.67	131.22	119.90	106.62
存货减少	-90.16	9.69	-67.40	-29.12	-24.78
营运资金变动	169.66	-403.12	46.04	38.92	10.47
其它	-60.31	410.10	5.00	5.00	5.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>230.65</b>	<b>172.36</b>	<b>443.49</b>	<b>492.70</b>	<b>470.74</b>
资本支出	990.46	427.99	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.17	596.11	35.51	35.51	35.51
<b>投资活动现金流</b>	<b>-980.39</b>	<b>168.11</b>	<b>-164.49</b>	<b>-164.49</b>	<b>-164.49</b>
债权融资	908.50	-700.64	-127.48	-189.08	-184.32
股权融资	0.00	896.51	0.00	0.00	0.00
其他	-168.90	-176.07	-127.97	-115.79	-102.08
<b>筹资活动现金流</b>	<b>739.60</b>	<b>19.80</b>	<b>-255.45</b>	<b>-304.88</b>	<b>-286.40</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-9.80</b>	<b>364.76</b>	<b>433.96</b>	<b>457.52</b>	<b>480.85</b>

主要财务比率					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.08%	-4.82%	13.38%	5.10%	4.13%
EBIT	-115.11	1,023.74	24.39%	6.34%	-0.17%
EBITDA	-51.61%	169.15%	16.22%	4.72%	0.98%
归属于母公司净利	-116.61	-123.73%	146.38	26.50%	10.44%
<b>获利能力</b>					
毛利率	5.70%	10.10%	12.20%	12.31%	12.13%
净利率	-2.92%	0.73%	1.60%	1.92%	2.04%
ROE	-6.62%	1.06%	2.54%	3.11%	3.32%
ROIC	-1.24%	3.33%	3.23%	3.51%	3.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.54%	54.33%	53.41%	51.52%	49.49%
流动比率	0.45	0.57	0.63	0.69	0.76
速动比率	0.29	0.37	0.40	0.44	0.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.38	10.13	10.56	10.91	10.66
存货周转率	7.75	7.20	7.03	7.02	7.04
总资产周转率	0.69	0.66	0.75	0.79	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.20	0.05	0.11	0.14	0.16
每股经营现金流	0.36	0.27	0.70	0.78	0.74
每股净资产	2.95	4.36	4.48	4.63	4.80
<b>估值比率</b>					
市盈率	-45.88	193.36	78.48	62.04	56.18
市净率	3.04	2.05	2.00	1.93	1.86
EV/EBITDA	39.31	15.93	13.52	12.56	12.11
EV/EBIT	-328.22	38.74	30.72	28.12	27.41

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

