

云图控股 (002539.SZ)

营收突破 200 亿元业绩再创新高，巩固复合肥及磷化工行业龙头地位

买入

核心观点

营收突破 200 亿元业绩再创新高，经营规模和竞争优势已明显提升。2022 年全年，受益于复合肥产品销量同比增加、联碱产品价格同比上涨与毛利率同比增加、黄磷价格明显提升等因素影响，公司经营业绩同比出现了大幅增长。公司营业收入、利润、销售等指标再创历史新高，全年实现营业收入 205.02 亿元（同比+37.62%），实现归母净利润 14.92 亿元（同比+21.13%）。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税）。整体来说，公司凭借产业链资源优势，加上全国产能布局以及持续地营销创新、渠道整合，经营规模和竞争优势已进一步提升。新型复合肥市场前景广阔，头部企业迎来发展良机，我们看好公司将筑牢复合肥龙头地位，未来还将继续稳步推进磷酸铁项目建设等。

复合肥业务奠定盈利基础，纯碱-氯化铵及黄磷产品盈利水平良好。公司已建立一体化产业链，拥有除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，在原料普涨的背景下仍具有较强的成本优势和定价权。目前，公司国内 95 万吨和马来西亚 15 万吨复合肥项目正在建设中，预计 2023 年将陆续建成投产，将有望进一步巩固复合肥行业龙头地位。当下化肥行业变革及洗牌的关键时期，我们看好公司将持续推进成本领先发展战略，力争走在行业前列。同时，公司目前具备纯碱、氯化铵 60 万双吨产能，目前盈利水平较为良好。此外，公司具备 6 万吨黄磷产能，全部用于对外销售。近年来黄磷价格处于高位，盈利能力已显著增强。

进军新能源领域打开成长空间，稳步推进磷酸铁项目等建设。2022 年公司全力推进松滋基地 35 万吨磷酸铁项目，各项工作按照里程碑节点顺利推进。一期 5 万吨磷酸铁已于 2022 年 12 月试生产，目前已经达到批量化投产条件。宜城 5 万吨磷酸铁项目前期筹建工作正在推进中，预计 2023 年动工建设。截至 2023 年 4 月初，公司磷酸铁年产能 5 万吨，湖北松滋、湖北宜城的磷酸铁及配套项目正在积极推进中。随着前述项目陆续落地，磷酸铁规划产能逐步实现，建成产能也将逐步释放。

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。未来，公司将继续专注于复合肥的生产和销售，并将依托磷矿资源沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展，延伸产业链、进军新能源市场。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 15.38/15.91/16.89 亿元，同比增速 3.1%/3.5%/6.1%；摊薄 EPS=1.27/1.32/1.40 元，对应当前股价对应 PE=9.1/8/8.3X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,898	20,502	26,839	36,405	39,529
(+/-%)	62.7%	37.6%	30.9%	35.6%	8.6%
净利润(百万元)	1232	1492	1538	1591	1689
(+/-%)	147.1%	21.1%	3.1%	3.5%	6.1%
每股收益(元)	1.22	1.24	1.27	1.32	1.40
EBIT Margin	12.5%	10.4%	7.7%	5.9%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	27.5%	19.4%	17.6%	16.1%	15.3%
市盈率 (PE)	9.6	9.4	9.1	8.8	8.3
EV/EBITDA	8.2	9.0	10.2	10.4	9.8
市净率 (PB)	2.63	1.83	1.61	1.43	1.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

基础化工·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	11.65 元
总市值/流通市值	14070/8011 百万元
52 周最高价/最低价	18.58/10.81 元
近 3 个月日均成交额	141.22 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《云图控股 (002539.SZ) - 业绩大幅增长再创新高，稳步推进磷酸铁项目建设》——2022-04-15

《云图控股-002539-2021 年业绩预告点评：业绩大幅增长将创新高，拟定增推进磷酸铁项目建设》——2022-01-17

《云图控股-002539-2021 年前三季度业绩预告点评：三季度业绩将创历史新高，稳步推进建设磷酸铁项目》——2021-10-14

业绩大幅增长创新高，稳步推进建设磷酸铁项目，维持“买入”评级

2023年4月7日晚，公司公布了《2022年年度报告》：2022年全年，受益于复合肥产品销量同比增加、联碱产品价格同比上涨与毛利率同比增加、黄磷价格明显提升等因素影响，公司经营业绩同比出现了大幅增长。公司营业收入、利润、销售等指标再创历史新高，全年实现营业收入首次突破200亿元达到205.02亿元（同比+37.62%），实现归母净利润14.92亿元（同比+21.13%）；即2022Q4单季度，公司实现营收55.29亿元（同比+15.05%），实现归母净利润1.89亿元（同比-58.03%）。此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利3.00元（含税）。整体来说，公司凭借产业链资源优势，加上全国产能布局以及持续地营销创新、渠道整合，经营规模和竞争优势已进一步提升。

我们看好磷化工景气度有望维持较长一段时间，但考虑到磷肥、磷酸铁等产品周期性仍然显著。我们调整公司2023-2024年盈利预测，并新增2025年盈利预测：我们预计公司2023-2025年归母净利润15.38/15.91/16.89亿元（2023-2024年预测原值为17.16/19.85亿元），同比增速3.1%/3.5%/6.1%；摊薄EPS=1.27/1.32/1.40元（2023-2024年预测原值为1.70/1.97元），对应当前股价对应PE=9.1/8/8/8.3X。

图1：云图控股营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云图控股归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

沿复合肥产业链深度开发和市场拓展，巩固复合肥及磷化工行业龙头地位

公司深耕化肥化工行业20余年，目前已建立了从磷矿资源开始的磷肥产业链及以黄磷为主的磷化工产业链，构筑了一体化产业优势，并在磷化工方面积累了丰富的生产管理经验和技術储备。公司现已形成“复合肥、联碱、磷化工及食用盐”等业务协同发展的产业格局，主要产品包括复合肥、纯碱、氯化铵、磷酸一铵、黄磷、食用盐、工业盐、新能源材料等。其中，**复合肥业务方面**，公司目前具备565万吨/年复合肥产能；**联碱业务方面**，公司拥有纯碱、氯化铵60万双吨，硝酸钠和亚硝酸钠10万吨产能；**磷化工业务方面**，公司拥有黄磷产能6万吨、磷酸盐5万吨、石灰30万吨及炉渣微粉30万吨；**磷矿石方面**，公司雷波牛牛寨北磷矿区东段已于2022年8月取得采矿权证，查明磷矿石储量约1.81亿吨，开采规模为400万吨/年，正在积极开展采矿建设工程前期筹备工作，预计2023年开工建设；雷波牛牛寨北磷矿区西段尚在勘探中；**新能源材料业务方面**，公司磷酸铁规划产能45万吨（湖北松滋35万吨，湖北宜城10万吨），配套不同纯度的磷酸（湖北松滋湿法磷酸（折纯）30万吨、精制磷酸30万吨，湖北宜城湿法磷酸（折纯）20万吨、精制磷酸10万吨），并利用副产低浓度磷酸及渣酸联动生

产复合肥 140 万吨（湖北松滋 60 万吨，湖北宜城 80 万吨）。其中，松滋基地项目已全面启动，2022 年建成 5 万吨磷酸铁产能，配套的磷酸和复合肥项目正在有序推进中；而宜城基地项目尚在筹建中，目前尚未形成落地产能。公司食用盐业务是公司复合肥上游“盐-碱-肥”产业链的延伸和拓展。展望未来，公司将继续专注于复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展，积极探索稳定发展的新思路。

整体来说，公司目前拥有丰富的磷矿资源储备，在磷化工行业沉淀多年，积累了丰富的生产管理经验和技術储备，能够为磷酸铁项目提供完善的资源配套和生产、管理保障，生产成本和产业协同优势突出。除传统业务以外，未来公司将以重大投资项目进军新能源业务领域，促进循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级。公司将依托雷波县牛牛寨北矿区丰富的磷矿资源，沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展，进一步延伸产业链、完善产业布局，并巩固复合肥及磷化工行业龙头地位。

复合肥业务：核心业务奠定公司盈利基础，围绕复合肥产业链深度开发

目前，公司分别在四川眉山、湖北应城、湖北宜城、湖北松滋、河南宁陵、山东平原、新疆昌吉等地设立了复合肥生产基地，是中国复肥行业生产基地最多的供应商之一。截至 2022 年年底，公司拥有复合肥年产能 565 万吨（同比 21 年增长 8.65%），产品线覆盖水溶肥、液体肥、增效肥料、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氯基、高浓度硫基、中低浓度复合肥、有机-无机复混肥等全线产品。公司规划的国内 95 万吨和马来西亚 15 万吨复合肥项目正在建设中，预计 2023 年将陆续建成投产。

回顾 2022 年复合肥市场走势，复合肥价格呈现出先扬后抑的态势。2022 年上半年，在成本面持续攀高支撑下复合肥市场坚挺上行。一季度涨幅 250-400 元/吨，二季度继续调涨 500-600 元/吨左右，二季度末价格较年初涨幅 30%，较 21 年同期涨幅 50%左右。2022 年下半年，复合肥价格方面受原料下滑及下游需求清淡的拖累持续下跌，市场弱势运行，直至 9 月上旬，秋肥市场启动，市场需求集中释放，复合肥市场有所回温，价格止跌。三季度末价格较二季度跌幅 600-700 元/吨，季度跌幅 15.4%，但较去年同期涨幅 35%左右。四季度复合肥市场主要进行前期冬储订单的发运。

回顾公司复合肥业务的历史表现，受复合肥行业周期性波动，公司归母净利润在 2010~2020 年间出现波动，但从未亏损，经营业绩表现出较强的韧性，这主要得益于公司产业链一体化配套优势。目前，公司已建立一体化产业链，拥有除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，上游原料、包材基本可实现自给，在原料普涨的背景下，公司具有较强的成本优势和定价权。2021 年，公司复合肥产品销量和毛利率同比增加，助力公司经营业绩大幅增长。当下化肥行业变革及洗牌的关键时期，我们看好公司将持续推进成本领先发展战略，力争走在行业前列。

纯碱及氯化铵业务：我国纯碱供需紧平衡，行业集中度较高，联碱法纯碱装置盈利水平较为可观

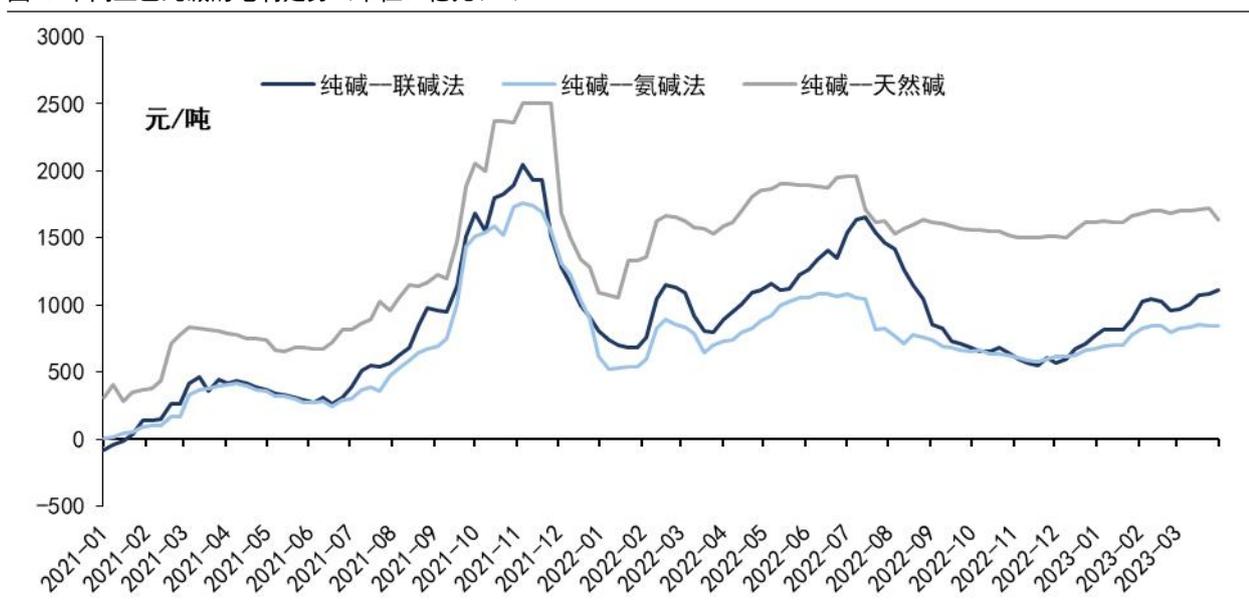
纯碱是重要的基础化工原料，准入壁垒较高。纯碱又名碳酸钠，按照密度不同分为轻质纯碱和重质纯碱，按照生产工艺不同分为天然碱法、氨碱法和联碱法。纯碱准入壁垒较高，根据发改委颁布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，

除天然碱项目外，其余纯碱项目均被划为限制类产业，因此目前只有天然碱项目具备扩产条件。

我国纯碱供需紧平衡，行业集中度较高。全球纯碱产能约 7000 万吨/年，2021 年底我国纯碱总产能 3293 万吨/年，较 2020 年底减少 24 万吨/年；2021 年国内纯碱产量 2909.2 万吨，同比增加 5.4%，行业实际开工率 88.3%，同比增加 5.1pp。根据中国纯碱工业协会数据，截至 2021 年底，国内纯碱企业有效产能为 2988 万吨，其中联碱企业总产能为 1445 万吨，占比 48.4%，氨碱企业总产能为 1363 万吨，占比 45.6%，天然碱企业总产能为 180 万吨，占比 6.0%，行业 CR12 达到 68%。2021 年国内纯碱表观消费量 2857 万吨，同比增长 7.5%，开工率达到 88.3%，国内近 5 年表观消费量 CAGR 为 3.5%。从国内进出口来看，我国是纯碱净出口国，海外纯碱成本大涨有望拉动国内纯碱出口。

公司采用联碱法制碱，轻质碱和重质碱年产能各 30 万吨。联碱业务方面，公司拥有纯碱、氯化铵 60 万双吨，硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨产能。公司纯碱客户群比较稳定，并采用精细化管理，针对不同的客户需求采取差异化的营销方式，提高客户忠诚度，巩固市场渠道和市场份额。

图3：不同工艺纯碱的毛利走势（单位：亿元、%）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

磷化工业务：国内黄磷供需格局好转，环保趋严下产能过剩问题得到缓解

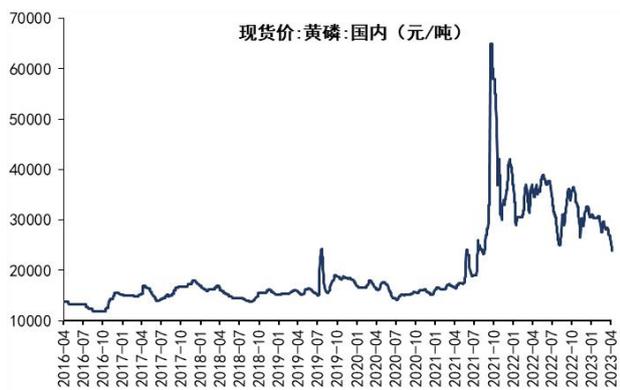
黄磷处于磷化工产业链的中游，为磷化工关键材料。我国为全球最大黄磷产国，占全球的约 85%。据百川盈孚统计，2020 年国内黄磷产量约 77.8 万吨，国内产能分布集中于云南、四川、贵州和湖北四省，鄂川黔滇四省黄磷产能占比超过 90%，云南产能占比达 44%。黄磷下游产品主要为热法磷酸（43%）和三氯化磷（37%），其他下游产品包括五氧化二磷、赤磷、五硫化二磷等。黄磷为高能耗产品，电费占成本比重大。生产黄磷需要将电炉加热至 1400-1500℃，生产每吨黄磷大约需要消耗 13,000-15,000 度电，因此电费在黄磷成本中占比较高，通常可以达到营业成本的 50%左右，以 0.55 元/度的电价计算，吨黄磷电费达到 7,150-8,250 元。黄磷作为高耗能产品，生产过程中易造成污染，时常因限电及环保原因停产。

国内黄磷供需格局好转，环保趋严下产能过剩问题得到缓解。受供给侧改革、环

保趋严和行业景气度低迷影响，部分黄磷产能逐渐被淘汰。我国黄磷产能从改革开放以来迅速扩张，改开初期全国黄磷产能约 3 万吨，2017 年达到了 154.1 万吨，约为改开初期产能的 51 倍。2017 年后受到供给侧改革、环保趋严以及黄磷景气度低迷等影响，黄磷产能出现下降，在部分产能淘汰后黄磷产能过剩问题得到一定缓解。2021 年，我国黄磷产能约 136.5 万吨。2019、2020 年黄磷产量分别为 64.49 万吨和 77.75 万吨，产能利用率分别仅为 46.75%和 53.37%，2019 年贵州和云南加强对黄磷企业的整治导致了全年产量下降。经过 2017-2019 年的环保检查，现存企业大多已投入资金改进设备提升环保水平。2016 年环保督察常态化运行后，黄磷企业受到了严格监管，部分企业因环保检查而停工甚至永久退出。经过近 3 年的整治，黄磷产能过剩问题已得到缓解，大多不达标产能或是已永久退出，或是已完成改造，改造后通过验收的企业可复产，我们预计后续环保检查再次导致黄磷大规模停产或产能退出的概率较小，而在环保高压下黄磷产能也难以扩张。

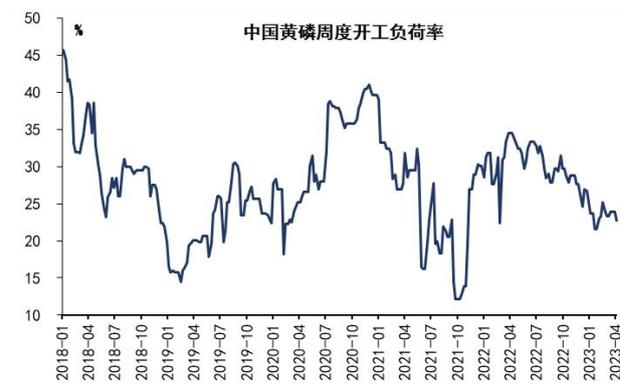
2021 年-2022 年，政策面、电力供应、原料供给等多方面持续对黄磷生产及开工带来了扰动，四川地区长期环保督查，黄磷企业开工低负荷；贵州地区黄磷开工保持低位；云南地区停炉扰动难以开工。据百川盈孚数据，2022 年中国黄磷市场年均价为 33105.15 元/吨，与 2021 年年均价（26748 元/吨）相比上涨了 6357.15 元/吨，同比上涨 23.77%。从供应角度看，2022 年黄磷供应增加。虽然 2022 年 8 月份四川地区由于限电导致黄磷企业停产，9 月份云南地区由于能耗管控导致黄磷企业降负荷生产，12 月贵州地区由于限电压负荷生产，但是整体来看黄磷产量仍然增加。

图4：黄磷现货价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：黄磷开工率



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

新能源业务规划：新能源项目初见规模，打开成长空间

公司在磷化工行业沉淀多年，拥有丰富的磷矿资源储备以及完整的磷化工产业链，能够为磷酸铁项目提供完善的资源配套和生产、管理保障，通过“磷矿—湿法磷酸—精制磷酸—磷酸铁产品”的梯级利用，生产成本和产业协同优势突出，有望在行业竞争中脱颖而出。

在磷酸铁产品方面，2022 年公司全力推进松滋基地 35 万吨磷酸铁项目，各项工作按照里程碑节点顺利推进，110KV 变电站工程建成投运，选矿厂、硫酸厂、精制磷酸厂等工程顺利开展，主体建设已基本完成，自 2023 年 4 月开始陆续达到试生产条件。一期 5 万吨磷酸铁已于 2022 年 12 月试生产，目前已经达到批量化投产条件，公司将加快速度，力争早日满产。宜城 5 万吨磷酸铁项目前期筹建工作正在推进中，预计 2023 年开工建设。截至 2023 年 4 月初，公司磷酸铁年产能 5 万

吨，湖北松滋、湖北宜城的磷酸铁及配套项目正在积极推进中。随着前述项目陆续落地，磷酸铁规划产能逐步实现，建成产能也将逐步释放，我们看好 2023 年公司磷酸铁的产销量将稳步提升。

投资评级：维持“买入”评级。未来，公司将继续专注于复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展，积极探索稳定发展的新思路；同时，公司将依托磷矿资源沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展，延伸产业链、进军新能源市场。我们看好磷化工景气度有望维持较长一段时间，但考虑到磷肥、磷酸铁等产品周期性仍然显著，我们调整公司 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 15.38/15.91/16.89 亿元（2023-2024 年预测原值为 17.16/19.85 亿元），同比增速 3.1%/3.5%/6.1%；摊薄 EPS=1.27/1.32/1.40 元（2023-2024 年预测原值为 1.70/1.97 元），对应当前股价对应 PE=9.1/8/8.3X。**维持“买入”评级。**

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1766	3614	2684	2500	2600	营业收入	14898	20502	26839	36405	39529
应收款项	746	731	1272	1616	1679	营业成本	12135	17380	22508	31232	34190
存货净额	2728	3315	5069	6772	7229	营业税金及附加	84	91	143	186	196
其他流动资产	1412	1968	2533	3460	3760	销售费用	281	303	535	650	693
流动资产合计	6653	9629	11558	14349	15270	管理费用	543	597	1578	2206	2196
固定资产	5147	6508	7905	9142	10250	财务费用	179	139	244	233	241
无形资产及其他	809	1188	1166	1144	1123	投资收益	16	11	0	(0)	(0)
投资性房地产	936	1350	1350	1350	1350	资产减值及公允价值变动	24	22	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	30	其他收入	(192)	(242)	0	0	0
资产总计	13575	18705	22009	26015	28022	营业利润	1524	1782	1831	1897	2013
短期借款及交易性金融负债	3316	3613	2500	2505	2500	营业外净收支	(14)	(26)	0	(3)	(3)
应付款项	1923	2271	3874	4873	5241	利润总额	1510	1757	1831	1894	2010
其他流动负债	2630	3151	4788	6576	6939	所得税费用	273	265	293	303	322
流动负债合计	7869	9035	11163	13955	14680	少数股东损益	5	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	778	1703	1803	1903	2003	归属于母公司净利润	1232	1492	1538	1591	1689
其他长期负债	367	208	208	208	208						
长期负债合计	1144	1910	2010	2110	2210	现金流量表（百万元）					
负债合计	9013	10945	13173	16065	16890	净利润	1232	1492	1538	1591	1689
少数股东权益	79	79	79	79	79	资产减值准备	14	(4)	21	9	9
股东权益	4483	7680	8757	9871	11053	折旧摊销	688	656	604	776	905
负债和股东权益总计	13575	18705	22009	26015	28022	公允价值变动损失	(24)	(22)	0	0	0
						财务费用	179	139	244	233	241
关键财务与估值指标						营运资本变动	(701)	(835)	402	(179)	(81)
每股收益	1.22	1.24	1.27	1.32	1.40	其它	(10)	3	(21)	(9)	(9)
每股红利	0.39	0.50	0.38	0.40	0.42	经营活动现金流	1198	1291	2544	2189	2512
每股净资产	4.44	6.36	7.25	8.17	9.15	资本开支	0	(2005)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	20%	17%	14%	13%	13%	其它投资现金流	(0)	(1)	0	0	0
ROE	27%	19%	18%	16%	15%	投资活动现金流	(30)	(2005)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	19%	15%	16%	14%	14%	权益性融资	(1)	1988	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	8%	6%	6%	负债净变化	412	925	100	100	100
EBITDA Margin	17%	14%	10%	8%	8%	支付股利、利息	(394)	(605)	(461)	(477)	(507)
收入增长	63%	38%	31%	36%	9%	其它融资现金流	(629)	(65)	(1113)	5	(5)
净利润增长率	147%	21%	3%	3%	6%	融资活动现金流	(596)	2563	(1474)	(372)	(412)
资产负债率	67%	59%	60%	62%	61%	现金净变动	572	1848	(930)	(184)	100
息率	2.8%	4.3%	3.3%	3.4%	3.6%	货币资金的期初余额	1194	1766	3614	2684	2500
P/E	9.6	9.4	9.1	8.8	8.3	货币资金的期末余额	1766	3614	2684	2500	2600
P/B	2.6	1.8	1.6	1.4	1.3	企业自由现金流	0	(374)	748	387	717
EV/EBITDA	8.2	9.0	10.2	10.4	9.8	权益自由现金流	0	486	(469)	297	610

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032