

六国化工 (600470)

—主营回暖,有望受益国企改革

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 14.08 元

投资要点:

- 公司主要从事磷矿采选,磷复肥、精细磷化工、合成氨和甲醇等生产与销售,是国家重点发展的大型磷复肥生产骨干企业。经过多年的发展,公司已形成 300 万吨/年化肥产能,2014 年产销量超过 220 万吨,年销售收入超过 50 亿元,总资产超过 60 亿元。公司是全国磷酸二铵生产厂商中唯一拥有“六国”、“施大壮”两件中国驰名商标的企业,生产基地主要分布在安徽铜陵、江西贵溪、湖北当阳、安徽宿州。
- 2015 年国际新增磷肥产能很少,部分地区因限产和停产等因素影响,实际产能有望下降,而需求保持 2%左右的增速,磷肥的供需格局有望迎来好转。同时,2015 年国家取消磷肥出口关税季节差异,磷酸二铵、磷酸一铵全年出口关税调整为 100 元/吨,旺季出口关税较前几年有明显下降。2014 年我国磷酸二铵出口量 488.21 万吨,与 2013 年 381.96 万吨相比,增加了 27.82%。2015 年 1-4 月份中国磷酸二铵出口量 141.61 万吨,与去年同期 79.40 万吨相比增加 78.35%。
- 向营销型企业转型。2015 年公司计划加大营销投入,以行业内优秀的典型营销型企业为对标企业,全力推进公司从传统生产型企业向现代营销型企业全面转型。公司通过成立营销公司,整合各湖北六国、江西六国等子公司的采购、销售资源,形成“大营销、大采购”的格局,避免子公司各自为战的局面;充实营销人员的规模、将营销和技术服务结合;整合旗下品牌,将“六国”打造成更具竞争力和市场影响力的磷复肥品牌。
- 2015 年 6 月 4 日,六国化工与安纳达发布停牌公告,控股股东铜化集团拟筹划混合所有制改革,标志着铜陵市属国企改革正式拉开大幕。公司作为集团旗下的资本平台,有望在混改中发挥重要作用。
- 我们预计 2015-2017 年公司实现每股收益分别为 0.07 元、0.18 元和 0.24 元。公司主营磷复肥回暖,内部转型定位清晰;控股股东已经启动混合所有制改革,公司将迎来新的发展机遇,给予公司“增持”评级。

发布时间: 2015 年 6 月 10 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	14.08/5.62
上证指数/深圳成指	5131.88/17452.31
50 日均成交额(百万元)	326.65
市净率(倍)	3.66
股息率	

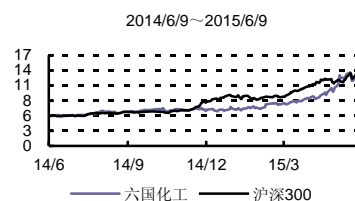
基础数据

流通股(百万股)	521.60
总股本(百万股)	521.60
流通市值(百万元)	7344.13
总市值(百万元)	7344.13
每股净资产(元)	3.85
净资产负债率	214.71%

股东信息

大股东名称	铜陵化学工业集团有限公司
持股比例	25.49%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员: 李朝松
 执业证书编号: S0020512080005
 电话: 021-51097188-1929
 电邮: lichaosong@gyzq.com.cn
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5714.95	5271.75	5598.60	6175.25	6712.50
营业收入增长率	-3.84%	-7.76%	6.20%	10.30%	8.70%
净利润(百万元)	14.19	-206.42	35.31	93.45	124.38
净利润增长率	-80.15%	-1554.71	117.11%	164.65%	33.09%
EPS(元)	0.027	-0.396	0.068	0.179	0.238
ROE	0.63%	-10.27%	1.73%	4.44%	5.68%
P/E	517.56	-35.58	207.98	78.59	59.05
P/B	3.24	3.66	3.60	3.49	3.35
EV/EBITDA	26.09	71.63	11.70	9.77	8.58

目 录

第 1 部分 公司概况	3
1.1 公司是国内磷复肥优势企业.....	3
1.2 公司控股股东为铜化集团.....	3
第 2 部分 经营情况	4
2.1 磷肥行业回暖	4
2.2 复合肥行业仍具有较大的空间	6
2.3 营销改革调整有望激发活力.....	7
2.4 经营情况	7
第 3 部分 有望受益于国企改革	9
3.1 铜化集团混合所有制改革已启动.....	9
3.2 改革方向	10
第 4 部分 盈利预测与投资评级	10
第 5 部分 风险因素	11

第 1 部分 公司概况

1.1 公司是国内磷复肥优势企业

公司主要从事磷矿采选，磷复肥、精细磷化工、合成氨和甲醇等生产与销售，是国家重点发展的大型磷复肥生产骨干企业。公司前身为铜陵磷铵厂，于 1987 年 11 月建成投产，是国家“七五”计划重点项目，第一套生产装置和技术分别来自意大利、奥地利、法国、原西德、罗马尼亚和中国六个国家，也是我国第一套引进的大型磷铵装置，集六国优势，故称“六国”。2000 年 12 月 28 日，由铜陵化学工业集团公司为主发起人并控股，设立股份公司，2004 年公司成功登陆上海证券交易所。

经过多年的发展，公司已形成 300 万吨/年化肥产能，2014 年产销量超过 220 万吨，年销售收入超过 50 亿元，总资产超过 60 亿元。公司是全国磷酸二铵生产厂商中唯一拥有“六国”、“施大壮”两件中国驰名商标的企业，生产基地分布在安徽铜陵、江西贵溪、湖北当阳、安徽宿州。主导产品“六国”牌磷酸二铵荣获中国名牌产品、全国用户满意产品等称号，“六国”牌商标入选中国最有价值商标 500 强，“六国”品牌当选安徽省十大标志性品牌。

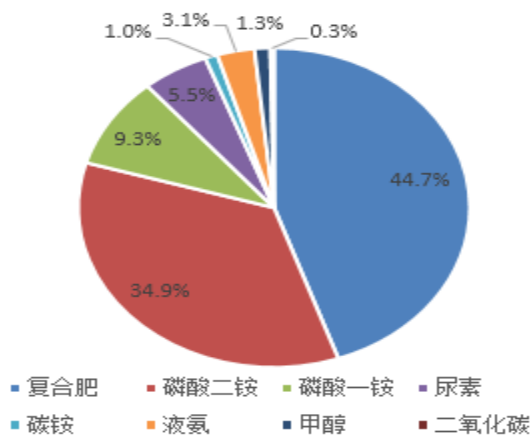
图表 1 公司主要产能分布情况

公司名称	主要化肥产能	所在地
本部	磷复肥产能 100 万吨（包括 DAP）、合成氨 28 万吨、尿素 30 万吨	安徽铜陵
湖北六国	DAP 24 万吨、MAP 16 万吨	湖北当阳
中元化肥	复合肥 60 万吨	安徽宿州
国星化工	20 万吨磷复肥	安徽铜陵
江西六国	100 万吨磷复肥（复合肥 60 万吨、DAP 40 万吨）、硫酸钾 4 万吨	江西贵溪
鑫泰化工	因退城进园规划，已停产	安徽颍上

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

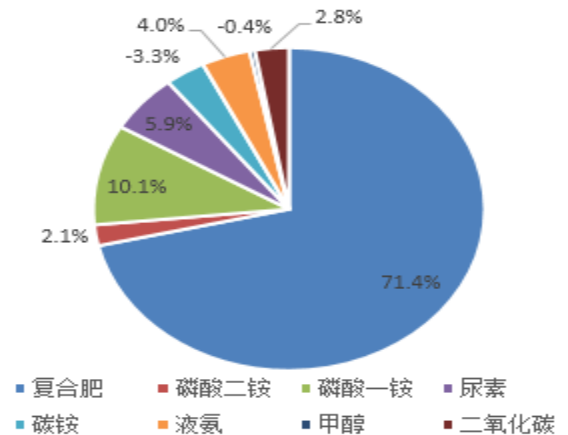
磷复肥是公司主要营业收入和毛利来源。2014 年公司营业收入 52.71 亿元，从收入构成来看，磷酸二铵、复合肥、磷酸一铵销售收入合计 45 亿元，占营业收入比例 85.4%。2014 年磷酸二铵、复合肥、磷酸一铵合计毛利 2.53 亿元，占比约 90%。

图表 2. 2014 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图表 3. 2014 年公司毛利构成



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

1.2 公司控股股东为铜化集团

公司于 2004 年上市，经过 2007 年、2010 年两次增发，现总股本为 5.216 亿股；公司

控股股东为铜陵化学工业集团有限公司（铜化集团，持股比例 25.49%）；实际控制人为铜陵市国有资产管理委员会。公司现有 9 个参控股子公司：全资子公司宿松六国矿业有限公司，控股子公司江西六国化工有限责任公司（持股 51%）、湖北六国化工股份有限公司（持股 51%）、安徽省颍上鑫泰化工有限公司（持股 55%）、铜陵鑫克精细化工有限责任公司（持股 60%）、铜陵国星化工有限责任公司（持股 70%）、安徽中元化肥股份有限公司（持股 60%）、参股子公司宜昌明珠磷化工业有限公司（15%）、铜陵市绿阳建材有限责任公司（持股 24.15%）、铜陵六国威立雅水务有限责任公司（持股 30%）。

图表 4. 公司股权结构



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

第 2 部分 经营情况

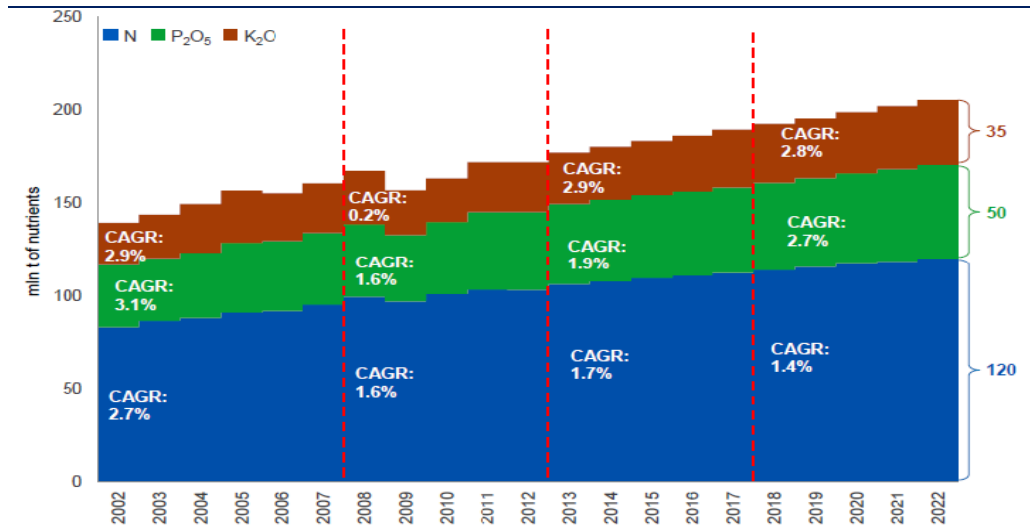
由于磷肥行业低迷，2014 年公司出现上市以来首度亏损。2015 年国内磷肥行业有望迎来景气回升，公司也确立了从生产型企业向营销型企业转变的思路，并加强对控股子公司的整合管理，有望实现扭亏为盈。

2.1 磷肥行业回暖

国际磷肥需求保持增长。2014 年全球磷肥消费约 5700 万吨，比 2013 年增长 1.4%；据 integer 及 PhosAgro 预计，2013–2017 年全球磷养分需求年均复合增速为 1.9%，而 2018–2022 年全球磷养分需求年均复合增速更是高达 2.7%。2015 年国际新增磷肥产能很少，部分地区因限产和停产等因素影响，实际产能有望下降，磷肥的供需格局有望迎来好转。

受磷矿资源稀缺的影响，全球约 40%的消费量是通过国际贸易实现的，巴西、印度作为主要的磷肥消费国，本国供给有限，主要依靠进口，进口量约占国际贸易总量的一半以上。经过多年发展，特别是近十几年的快速发展，我国已成为世界磷复肥生产、消费和出口大国。印度是我国磷肥出口主要目的地之一，印度化肥补贴政策于 2015 年 2 月 28 日正式公布，从 4 月 1 日正式执行。2015–2016 年印度的化肥补贴政策整体上与 2014–2015 年政策基本保持一致。其中对磷肥和钾肥的补贴增加，从去年的 3.33 亿美元涨至 3.62 亿美元，涨幅 8.7%。2015 年印度的磷复肥库存量处于低位，将增加进口量，从 2014 年起中国磷复肥出口除印度市场外积极开发了巴西、东南亚等市场，因此 2015 年我国磷复肥有望增加出口量。

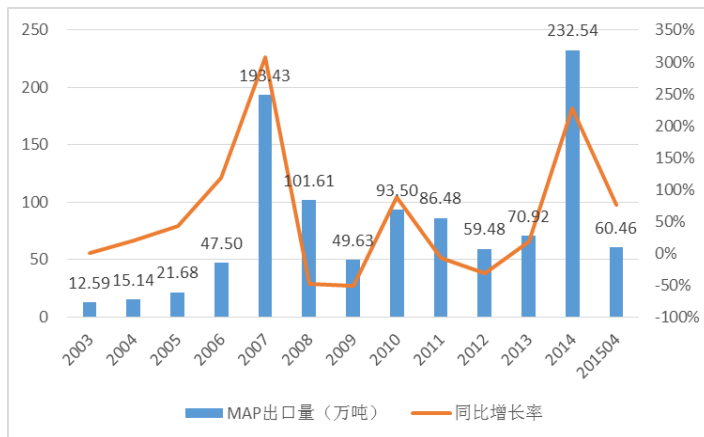
图表 5. 国际磷肥需求情况



资料来源: integer、国元证券研究中心

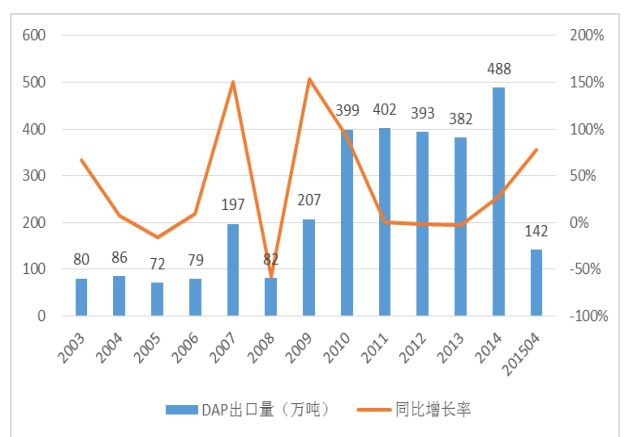
关税下调有利于出口。2008年以来,中国实行淡旺季差异的化肥出口政策,旺季出口关税较高,对磷肥出口有明显的抑制作用。2015年国家取消磷肥出口关税季节差异,磷酸二铵、磷酸一铵全年出口关税调整为100元/吨,旺季出口关税较前几年有明显下降。2014年我国磷酸二铵出口量488.21万吨,与2013年381.96万吨相比,增加了27.82%。2015年1-4月份中国磷酸二铵出口量141.61万吨,与去年同期79.40万吨相比增加78.35%。

图表 6. 磷酸一铵出口量及增速



资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

图表 7. 磷酸二铵出口量及增速



资料来源: 公司公告、国元证券研究中心

磷复肥的产业集中度进一步提高,2014年全国磷复肥有产量的企业273家。云南云天化、贵州开磷(集团)、瓮福(集团)3家企业产量超过100万吨,占总产量30.9%;产量在30万吨以上的大型企业13家,13家磷复肥产量占总产量61.2%;磷酸二铵企业25家,前十名企业产量占磷酸二铵总量86.1%;61家磷酸一铵企业,前十名产量占磷酸一铵总量54.3%。国内磷肥供应区域集中度也进一步提高。中国磷复肥的基础肥料(DAP、MAP)在向四个产磷省鄂、云、贵、川集中。2014年以上四省磷复肥产量占全国产量73.3%,四省DAP产量占磷酸二铵产量的77.9%,MAP产量占磷酸一铵产量的74.7%。规模上,到“十三五”末,磷肥产能目标控制在2400万吨/年以下,以市场化的手段淘汰部分能耗、物耗高,管理水平差,存在安全和环保隐患的企业,逐步将行业产能发挥率提高到80%以上。

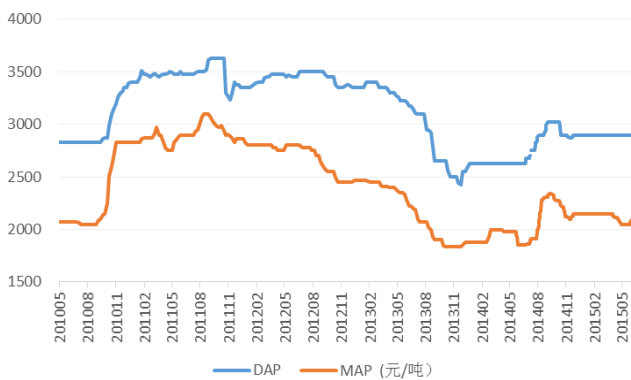
图表 8 2014 年国内大型磷肥企业生产情况

公司名称	DAP (万吨)	公司名称	MAP (万吨)
云天化	181	云天化	65
贵州开磷	104	湖北祥云	49
瓮福集团	86	新洋丰	30
湖北宜化	62	司尔特	29
六国化工	47	中化重庆涪陵	28
云南祥丰	44	瓮福集团	28

资料来源：国元证券研究中心

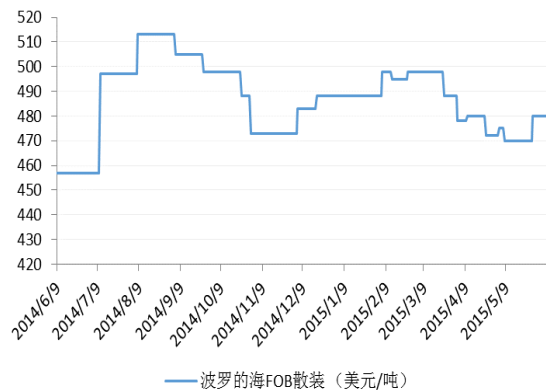
由于多年来农业部推广测土配方施肥、科学施肥，中国磷复肥表观消费量从2012年起呈现下降趋势。2014年全国磷复肥表观消费量1340万吨，比2013年下降5.1%，其中磷酸二铵表观消费量同比下降8.2%；由于2014年NPK复（混）肥产量增长9.1%，使磷酸一铵表观消费量同比基本持平。2015年1-4月国内磷肥表观消费量为961.6万吨，比2014年同期的895万吨增长约7.4%，国内消费下滑趋势有望得到缓解。

图表 9. 国内磷肥价格走势



资料来源：wind、国元证券研究中心

图表 10. 国际二铵价格走势

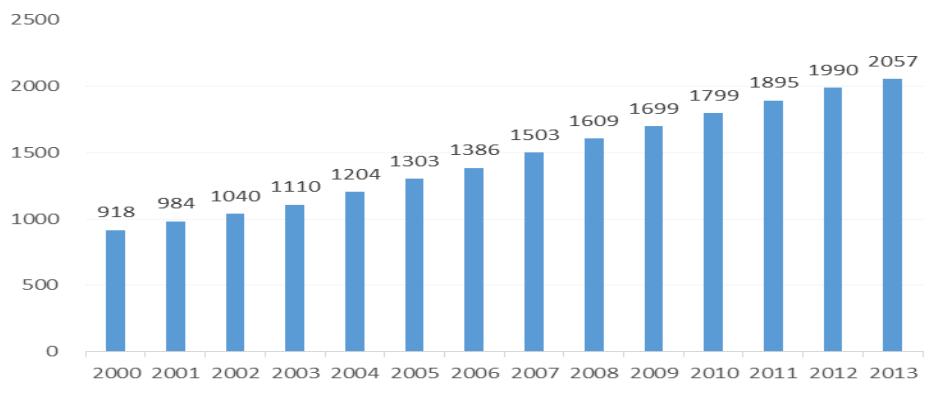


资料来源：百川资讯、国元证券研究中心

2.2 复合肥行业仍具有较大的空间

化肥复合化率提升和行业集中度提升将支撑复合肥行业未来发展。近年来我国复合肥施用量增速显著高于氮肥、磷肥以及化肥总施用量的增速，复合化率平稳提高。1980年我国化肥复合化率仅为2.1%，1990年提高到13.2%，2000年提高到22.1%，2013年进一步提高到34.8%，2015年复合化率目标为40%。国外化肥复合化率平均在50%-80%，发达国家达到80%，我国化肥复合化率提升趋势仍将延续。

图表 11. 复合肥使用量逐年增长



资料来源: wind、国元证券研究中心

2.3 营销改革调整有望激发活力

向营销型企业转型。2015 年公司计划加大营销投入，以行业内优秀的典型营销型企业为对标企业，全力推进公司从传统生产型企业向现代营销型企业全面转型。公司将营销作为市场和业绩的主突破口，持续品牌扩张和产品差异化、区域市场精耕细作、目标市场精准营销的立体营销策略，依托公司研发平台，加大各类新产品研发力度和投放市场速度，在内部运营体系上深入“一切服务营销、以营销为中心”的体系。公司通过成立营销公司，整合各湖北六国、江西六国等子公司的采购、销售资源，形成“大营销、大采购”的格局，避免子公司各自为战的局面；充实营销人员的规模、将营销和技术服务结合；整合旗下品牌，将“六国”打造成更具竞争力和市场影响力的磷复肥品牌。

公司具有较好的营销基础。公司于 1999 年首创的“驻点直销”新模式，经过 10 多年来的不断发展、完善，已形成了系统、完整、较全面的模式体系。通过在目标市场全面推行“驻点直销”模式，公司迅速地打开了市场，销量逐年大幅提高，确保了销售货款的及时回笼，有效地防范和化解了各种市场风险。目前，公司“驻点直销”市场网络已经覆盖全国 29 个省区、约 1000 余个县市，直销点数量达到 650 多个，确保了公司规模快速扩张基础上的产销平衡，产品销量由 10 年前的 10 多万吨，迅速增加到现在的 200 万吨以上。为完善网点建设，公司以“市场终端下沉，建设片村网点”为中心，连续多年开展了“网点建设年”活动，使网点数量大幅增加，网点质量明显提高，现公司终端销售网点数量 2 万多个，市场控制能力进一步增强。公司不断完善的“驻点直销”模式和进一步完善的终端市场网络，使公司拓展市场的速度明显加快，为公司的快速发展打下了坚实的基础。

图表 12 公司销售网络遍布全国



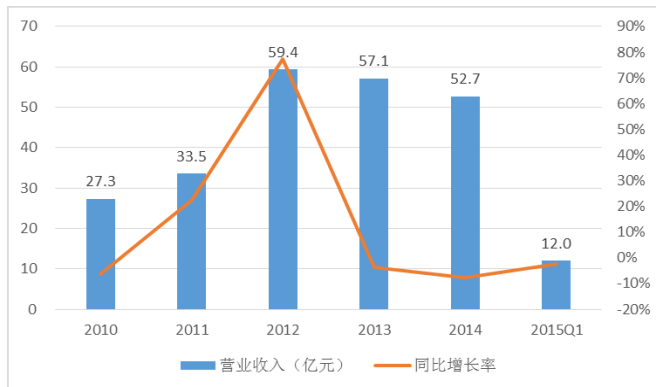
资料来源: 公司网站、国元证券研究中心

2.4 经营情况

受磷肥行业低迷、价格下跌影响，2013-2014 年公司经营困难增加，2014 年出现上市后

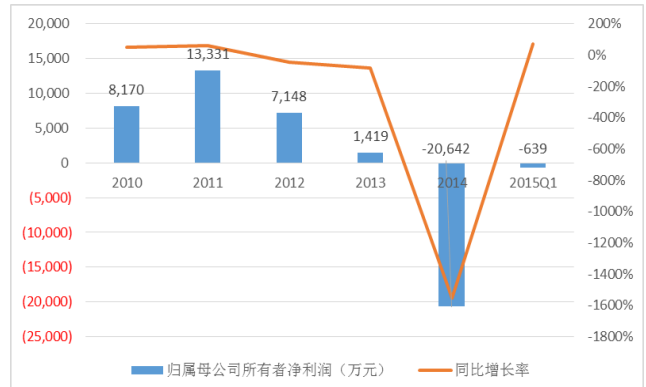
首度亏损。2013 年公司实现营业收入 52.7 亿元，同比下降 7.8%；归属于上市公司股东的净利润为-2.06 亿元。2015 年一季度公司实现营业收入 12 亿元，同比下降 2.43%；归属于上市公司股东的净利润-639 万元；一季度销售毛利率为 9.62%，较 2013 年和 2014 年有明显回升。

图表 137. 营业收入及增长率



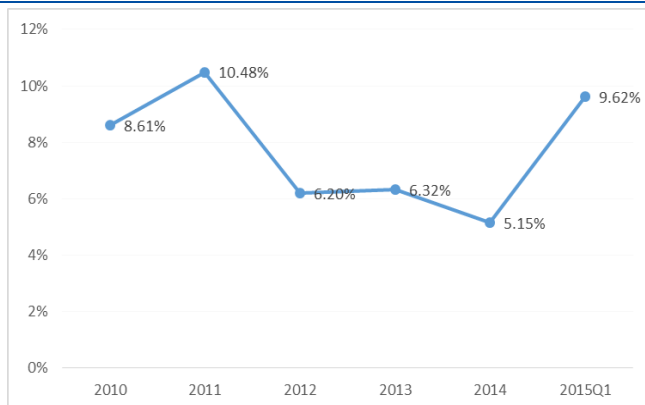
资料来源：公司网站、国元证券研究中心

图表 14. 归属于母公司所有者净利润及增长率



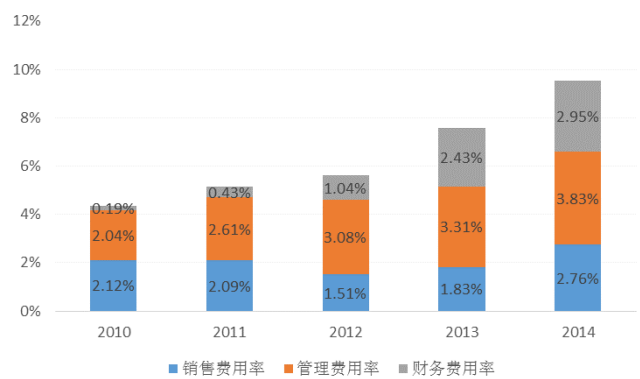
资料来源：公司网站、国元证券研究中心

图表 15. 2015 年一季度销售毛利率回升



资料来源：公司网站、国元证券研究中心

图表 16. 公司期间费用率



资料来源：公司网站、国元证券研究中心

公司现已形成安徽、江西、湖北沿长江水系三大生产基地的总体布局，区域布局紧邻市场和资源地，交通发达、物流通畅，生产要素配置成本具有比较优势，形成公司较为突出的地理区位优势。2014年公司收购中元化肥后，在皖北也建立了生产基地，可以辐射皖北、苏北、河南等地。

硫酸资源优势。安徽省是国内硫铁矿产量第二大省，硫铁矿储量5.64亿吨，2014年硫铁矿产量293万吨，同比增长1.67%；2014年硫酸产量636万吨，同比增长8.9%。铜陵地区硫铁矿总储量2.1亿吨，硫酸年生产能力300万吨以上，是全国最大的硫酸生产基地之一。

合成氨为公司磷铵生产三大原材料（磷矿石、硫酸、合成氨）之一，公司 2010 年增发投资的 28 万吨/年合成氨项目已经投产。公司年产合成氨 28 万吨，其中 18 万吨合成氨用于生产磷复肥，10 万吨合成氨用于加工成 18 万吨尿素产品，解决了公司过去合成氨供应不稳定的问题。

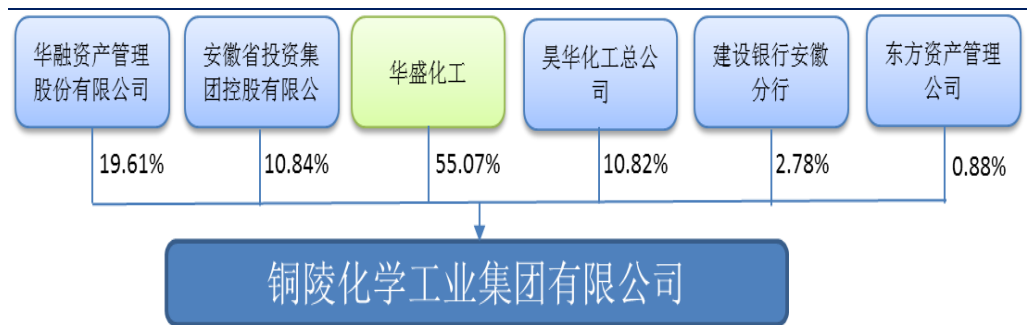
第 3 部分 有望受益于国企改革

3.1 铜化集团混合所有制改革已启动

2015 年 6 月 4 日，六国化工与安纳达发布停牌公告，控股股东铜化集团拟筹划混合所有制改革，标志着铜陵市属国企改革正式拉开大幕。公司作为集团旗下的资本平台，有望在混改中发挥重要作用。

铜陵化学工业集团有限责任公司成立于 1991 年，是在原化工部和安徽省人民政府、铜陵市人民政府的倡导和支持下，由原铜陵市新桥硫铁矿、铜陵磷铵厂、铜陵市铜官山化工总厂和铜陵市有机化工厂等 4 家化工企业实行强强联合组建起来的国家大型化工企业集团，经过 20 年的改革与发展，集团公司现拥有资产总额 100 亿元，在岗员工 8100 余人，其中，高级专业技术人员 203 人。拥有全资、控股子公司共 34 家，其中六国化工和安纳达为上市公司两家。集团公司是全国制造业 500 强、中国化工 100 强，排名 2010 安徽企业 100 强第 37 位。是全国重要的硫磷化工基地之一，也是安徽省化工产业和铜陵市地方经济的支柱企业。

图表 17 铜化集团股东情况



资料来源：工商注册网、国元证券研究中心

图表 18 铜化集团子公司情况

子公司	主营业务
六国化工	国内大型磷肥生产企业，形成 300 万吨/年磷复肥生产能力，年产销量在 220 万吨以上。
安纳达	国内重要的钛白粉生产企业，具有年产 3 万吨锐钛型钛白粉、8 万吨金红石型钛白粉、1 万吨专用钛白粉生产能力。
新桥矿业	是一座以硫为主，伴生铜、金、银、铁、铅、锌等多种金属元素的大型化学矿山，已探明地质储量 1.7 亿吨，其中硫铁矿矿石量 8 7 1 1 万吨、铁矿石量 2 4 0 0 万吨、铜金属量 5 0 万吨、铅锌金属量 4 万吨、还有成百上千吨的金银金属量。矿山采矿能力为 200 万吨/年，选矿能力为 170 万吨/年。
铜化有机化工	形成 120000 吨/年苯酐、5000 吨/年邻法富马酸、500 吨/年萘法富马酸，年销售收入 10 亿元以上，其中苯酐位于全国十强，产品规模列全省之首。
顺华合成氨	年产 4 万吨合成氨和设计年产 1 万吨碳酸盐生产装置各一套。主要产品有 3 万吨/年商品液氨、3 万吨/年农用碳酸氢氨、1 万吨/年工业氨水等
华兴化工	华兴化工有限公司是国内最大的硫铁矿制酸基地之一，主要产品为亚硫酸氢铵、亚硫酸氢钠、焦亚硫酸钠、亚硫酸钠、硫酸铵、过硫酸铵及过硫酸钠。
绿阳建材	公司主要生产磷石膏综合利用产品改性磷石膏增强球、建筑石膏粉等，是专业的环保企业。生产规模已达到磷石膏制品 50 万吨/年（其中 40 万吨/年水泥缓凝剂，10 万吨/年建筑石膏粉），并形成了 100 万吨/年磷石膏，60 万吨/年红土的综合处理能力。

铜化进出口	化肥、化工产品进出口贸易
通华物流	提供综合物流服务, 拥有各类车辆 300 辆 (新度系数 0.9), 另储备社会车辆 100 辆以上, 年经营收入 1.1 亿元以上, 年货物运输量 500 万吨以上。
弘宇地产	房地产开发
铜化包装子公司	包装编织袋
铜化化工设计院	化工设计
铜化技术中心	技术研发
港务公司	现有 15 座码头、17 个泊位, 分布于大通、横港、兴隆、铜陵县城关四大港区, 港区岸线 29.1 公里, 其中对外开放码头四座, 常年可通航和靠泊万吨级海轮。

资料来源: 铜化集团网站、国元证券研究中心

3.2 改革方向

目前公司仍处于停牌中, 混合所有制改革方案仍未披露。从前期安徽省国企改革动态来看, 省属国有企业和合肥市属国有企业改革先行, 其他国企改革对铜化集团改革或许有一定的参照意义。

2014年7月, 江淮汽车吸收合并江汽集团拉开了国企改革大幕。江淮汽车拟通过向江汽集团全体股东江汽控股、建投投资、实勤投资发行股份的方式吸收合并江汽集团, 完成整体上市。同时向不超过10名投资者定向募集资金不超过5.96亿元。江淮汽车整体上市后, 集团层面引入的战略投资者转换为上市公司的战略投资者, 江淮汽车完成了混合所有制和管理层持股关键的两步。2015年3月, 同处铜陵的铜陵有色拟发行股份收购集团相关资产, 目前方案尚未公布。

第 4 部分 盈利预测与投资评级

随着国内外磷肥市场的回暖, 公司经营环境将改善; 同时向营销型公司转变有望积极效果。我们预计 2015-2017 年公司实现归属于上市公司股东的净利润分别为 3531 万元、9345 万元和 1.24 亿元, 对应每股收益分别为 0.07 元、0.18 元和 0.24 元。

公司主营磷复肥回暖, 内部转型定位清晰; 控股股东已经启动混合所有制改革, 公司将迎来新的发展机遇, 给予公司“增持”评级。

图表 19 利润预测表

单位: 百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5714.95	5271.75	5598.60	6175.25	6712.50
减: 营业成本	5353.94	5000.37	5049.37	5545.38	6034.54
营业税金及附加	6.31	13.17	8.06	8.89	9.66
营业费用	104.87	145.36	184.75	191.43	201.37
管理费用	188.97	201.78	235.14	247.01	261.79

财务费用	138.61	155.30	115.26	108.51	76.57
资产减值损失	3.08	141.80	1.05	3.42	5.22
加：投资收益	11.86	1.49	1.56	3.47	4.09
营业利润	-68.97	-384.54	6.53	74.08	127.44
加：其他非经营损益	68.02	44.52	35.61	40.16	26.35
利润总额	-0.95	-340.02	42.14	114.24	153.79
减：所得税	9.09	-5.96	6.09	16.62	22.46
净利润	-10.04	-334.06	36.05	97.63	131.34
减：少数股东损益	-24.23	-127.64	0.74	4.18	6.96
归属母公司股东净利润	14.19	-206.42	35.31	93.45	124.38

资料来源：国元证券研究中心

第 5 部分 风险因素

- 磷肥市场持续低迷，主营产品盈利不及预期
- 公司营销改革推进不顺利

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn