

# 供给侧改革有望带来磷肥景气上行



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
 行业 化工行业  
 报告发布日期 2019年10月08日

虽然近两年磷肥价格自底部有所回暖，但行业景气提升并不明显，根本原因是磷肥还未经真正意义上的产能出清。然而今年是由国家生态环境部牵头的磷化工系统性治理的元年，随着“三磷”整治行动推进，磷肥供给有望迎来更为彻底而长期的压缩，磷肥景气还具有显著提升空间，具体如下：

## 核心观点

- **景气拐点看供给侧改革：**与尿素相比，磷肥景气还有非常大的向上潜力，核心原因是虽然磷肥近几年产量下滑，但还未实现真正意义上的产能出清。对比尿素，17年2月起，环保部就“2+26”城市大气污染防治工作作为推手，带动山东、山西和河北等主要尿素产区大量落后产能的退出，尿素产能相对顶峰时减少20%以上，煤改气的推进又进一步带动气头产能的减量，尿素得以修复至紧平衡。而磷肥的减产和涨价更多的是原材料上涨或紧缺引发的市场化出清导致，产能退出缓慢，力度相对较弱，磷肥还未经直接政策作用下的供给侧改革。从磷矿石和黄磷在供给侧改革下展现的弹性来看，磷肥的潜力很大。而今年是全国磷化工系统性环保整治的元年，随着“三磷”整治措施的不断落地推进，我国磷肥供给有望迎来新一轮强有力的压缩。
- **供需关系稳中向好：**长期看全球磷肥供需关系还将维持稳健向上的趋势。虽然今年磷肥需求较去年疲软导致供需略有失衡导致价格下跌，但这主要是由于去年高景气下，主要种植国的磷肥库存水平有所提升；此外因为天气、经贸关系、汇率等外部因素的影响，今年整体种植积极性也弱于去年，拖累了磷肥需求，导致供需的短期错配。但我们认为当前主要作物价格已至底部，库销比也迎来拐点，未来向上潜力很大，这将为磷肥需求带来恢复性的增长。同时，海外新增产能压力已逐渐释放，而国内也无新规划产能，随着国内减产持续，磷肥供需关系有望在持续改善的通道上不断收紧。

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉  
 021-63325888-7504  
 nijig@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860517120003

联系人 万里扬  
 021-63325888-2504  
 wanliyang@orientsec.com.cn

## 投资建议与投资标的

- 具体标的上，我们建议从两个方面关注投资机会：其一是典型的弹性标的，包括云天化(600096, 增持)、兴发集团(600141, 增持)，另一方面则是放量标的，主要是新洋丰(000902, 买入)。前者当前PB均处于底部位置，向下风险不大；云天化拥有二铵产能445万吨，仅考虑其价格上升到历史70%的景气分位至2900元/吨，公司向上业绩弹性为17亿，总归母净利润达到20亿左右，当前市值对应PE也不到4倍；兴发集团拥有磷肥产能60万吨，草甘膦产能18万吨，有机硅单体产能20万吨（并将扩产至36万吨），当前草甘膦和有机硅也均处于景气底部。新洋丰是我国成本领先的磷复肥龙头，拥有磷酸一铵自给等优势，复合肥综合成本比同行低近200元/吨，公司得以通过高性价比实现其近年来市占率的不断提升，磷肥行业的供给侧出清还将推动不具备产业链配套的其他复肥产能出清，利好公司扩大市场份额。

## 风险提示

- 供给侧收紧不及预期；需求复苏不及预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

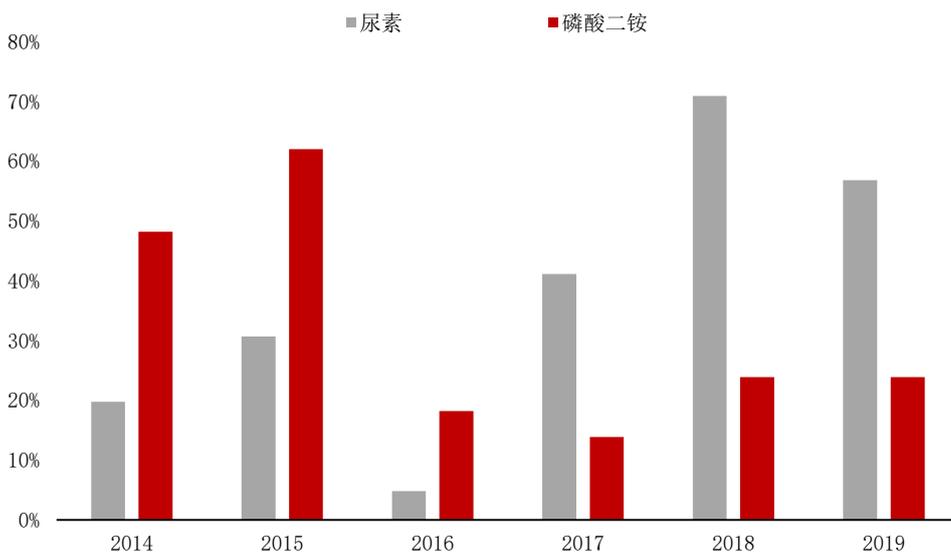
## 目 录

1. 磷肥景气提升潜力大 .....	3
2. 景气拐点看供给侧 .....	3
2.1 尿素景气为何大幅复苏? .....	4
2.2 磷化工供给侧政策效果如何? .....	5
2.3 磷肥将迎来供给侧改革出清 .....	6
3. 供需关系稳中向好 .....	7
3.1 今年价格下跌原因分析 .....	7
3.2 需求有望恢复性增长 .....	9
3.3 海内外新增供给有限 .....	9
4. 投资建议 .....	10
4.1 云天化 .....	10
4.2 兴发集团 .....	11
4.3 新洋丰 .....	12
5. 风险提示 .....	13

## 1. 磷肥景气提升潜力大

本轮磷肥上涨行情从 17 年底起贯穿 18 年全年，虽然 19 年价格有所下跌，但我们认为行业景气上行的趋势并未结束。与同样景气复苏的尿素相比，从价格所处的景气分位来看，磷肥依旧具备很大的向上复苏潜力。核心原因在于本轮磷肥价格上涨更多地是上游磷矿石、合成氨等成本上涨引发的被动上涨，并非是供需格局显著改善导致。虽然一铵和二铵总产量同比减少 700 万吨以上，减量幅度达到 17%，但本轮减量也主要是由于上游原材料短缺或成本高企。也就是说磷肥还没有经历供给侧政策直接作用的主动出清。那么反过来看相对于尿素，供给侧政策对磷肥的供需修复也还有很大的施展空间，那么未来磷肥向上的潜在弹性也就很大。而今年正是由国家生态环境部牵头的磷化工治理的元年，随着“三磷”整治行动有力推进，磷肥供给有望迎来真正意义上的主动出清和压缩，那么从现在的时点看，磷肥景气依旧具有很大的提升空间，具体如下：

图 1：尿素和磷肥价格景气分位变化（取 2011 至 2019Q3 的区间）

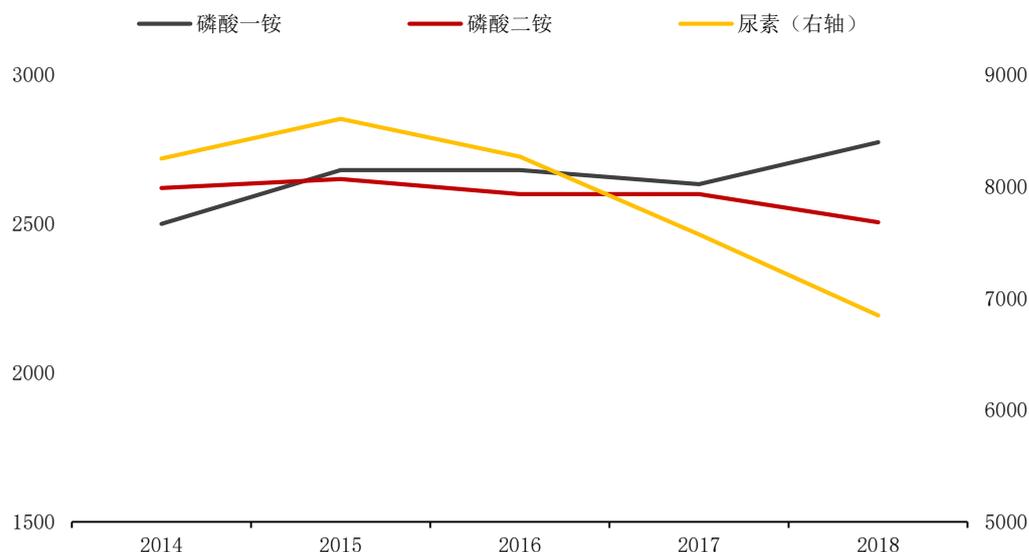


资料来源：百川资讯，Wind，东方证券研究所

## 2. 景气拐点看供给侧

与尿素相比，磷肥景气还有非常大的向上潜力，核心原因是磷肥还未实现真正意义上的产能出清。近年磷肥的减产和涨价更多的是原材料上涨或紧缺引发的市场化出清导致，力度相对较弱，磷肥还未经历直接政策作用下的供给侧改革。但今年是全国磷化工系统性环保整治的元年，随着今年出台的“三磷”整治措施的不断落地推进，我国磷肥供给有望迎来新一轮强有力的压缩与出清，且以 18 年产能为基准至少还有 20% 的产能退出空间。

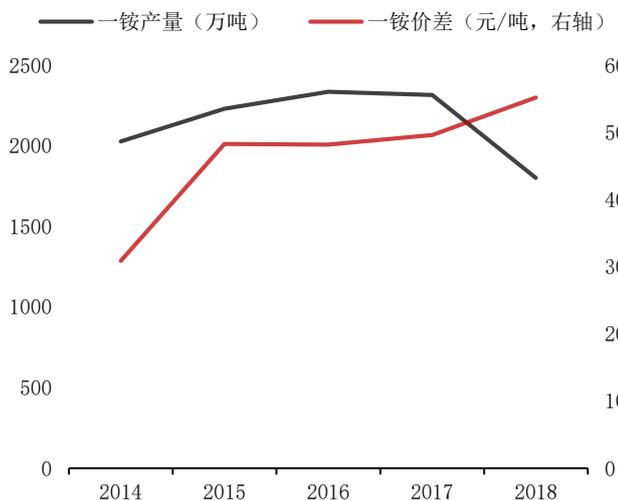
图 2：磷肥和尿素有效产能变化（万吨）



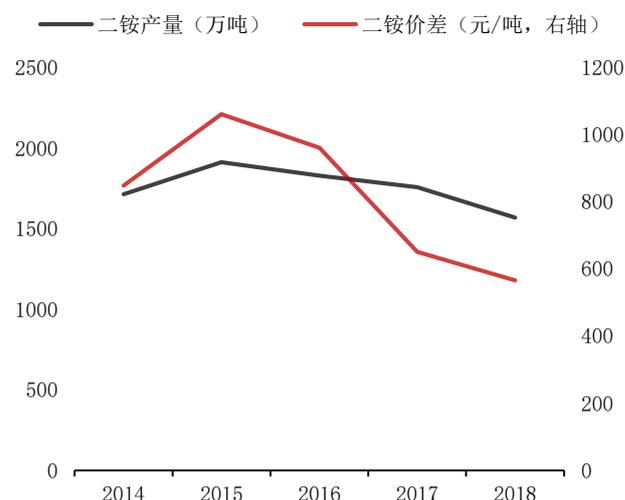
资料来源：百川资讯，Wind，东方证券研究所

## 2.1 尿素景气为何大幅复苏？

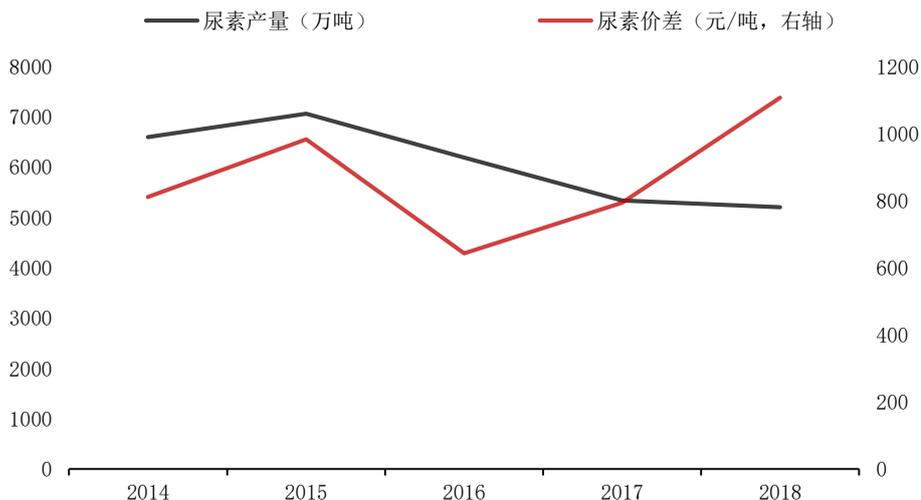
虽然伴随着这几年产量下滑，磷肥和尿素价格都出现了趋势性上涨，但从价差来看，磷肥行业盈利并没有改善。与尿素 16 年价差出现向上拐点并不断扩大的趋势形成鲜明对比，无论是一铵和二铵，在 18 年产量分别大幅下滑 22% 和 11% 的背景下，价差也基本没有得到明显提升，二铵的盈利甚至有所恶化。其背后的原因就在于，本轮磷肥的涨价主要来自于上游磷矿石、合成氨等原材料的推动，并非供需明显改善带来的行业盈利改善，而是属于被动上涨；且由于缺乏需求的支撑，向下游传导并不顺畅。尿素景气大幅改善的原因则是出现了供给侧改革带来的产能主动出清。16 年以前尿素景气持续下滑并到达历史底部，除部分先进气流床尚能维持盈利外，传统高成本固定床装置基本全面亏损，引发市场性出清。进一步，17 年 2 月起环保部（现生态环境部）发布《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确了“2+26”城市的工业燃煤锅炉和煤炭消耗的减量整治目标和措施，而其中不乏山东、山西及河北的重要尿素产区，约占全国产能的 30%。而煤改气的推进又进一步带动气头尿素的减量。在市场和环保政策的双重发力下，尿素得以实现供需格局的明显修复，全行业库存也从此维持在低水平。以至于 18 年即使尿素产量已没有明显下滑，行业盈利依旧出现明显提升并维持强势。所以可以看出，磷肥涨价和减产的驱动因素与尿素大有不同，根本原因就是当前的磷肥出清缺乏供给侧政策的直接作用，主要是依靠上下游挤压的市场力量，故力度和进度都弱于尿素。

**图 3：磷酸一铵产量及年均价差**


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

**图 4：磷酸二铵产量及年均价差**


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

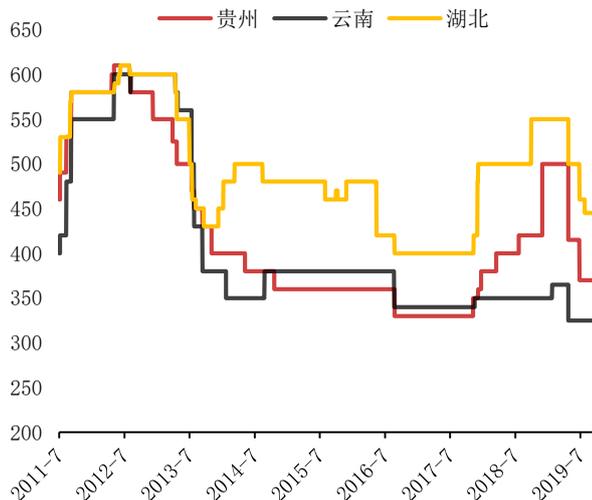
**图 5：尿素产量及年均价差（气流床）**


资料来源：百川资讯，Wind，东方证券研究所

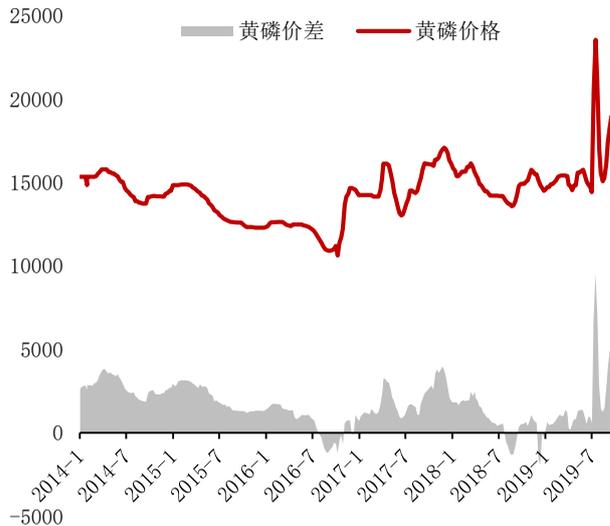
## 2.2 磷化工供给侧政策效果如何？

而事实上磷化工供给侧改革带来的价格弹性很大，只是本轮主要体现在了磷矿石和黄磷板块。17年底磷矿石四大主产区云南、贵州、四川、湖北进入减产节奏，18年全国总产量同比大幅减少13%，价格也从蛰伏已久的底部复苏并维持全年高位，磷矿石的短缺和高位顺势推动了磷肥的减产。今年则是黄磷展现了供给侧措施带来的弹性，7月初西南黄磷企业因《焦点访谈》曝光污染问题，贵州、

四川和云南企业相继主动停炉自查导致价格暴涨，且至今还未恢复历史上的正常开工水平。反观磷肥，由于还没有充分受直接供给侧政策的洗礼，整体还未修复到紧平衡，库存水平也还没有得到明显去化，故行业景气依旧处于不温不火的状态。但前期磷肥行业供给侧改革的缺失也恰恰说明行业改善的仍具有较大潜力和政策作用空间。

**图 6：磷矿石价格（元/吨，高品位）**


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

**图 7：黄磷价格与价差（元/吨）**


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

### 2.3 磷肥将迎来供给侧改革出清

磷肥的生产过程中会产生大量含磷废水和磷石膏，前者的违规排放会造成严重的水体富营养化，而后者则会形成复杂的堆存问题。我国每年产生的磷石膏在 8000 万吨以上，磷石膏堆放地表，遇水成浆，遇风扬尘，对环境污染极为严重。而长江流域沿线分布了大量磷肥企业，长期看随着长江大保护的落地，这些企业都有面临严苛的供给侧改革的可能。而 19 年正是磷化工行业环保整治的元年，1 月起以长江大保护和三磷整治为核心的政策和实施方案相继出台。特别是长江经济带“三磷”专项排查结束后，湖北、贵州、云南、四川、湖南、重庆、江苏等 7 省市的 692 家“三磷”企业（矿、库）中有 276 家存在生态环境问题，其中磷肥企业问题率高达 47.62%。目前整治行动已由“查问题”阶段进入“定方案解决问题”阶段，生态环境部为此印发了《长江“三磷”排查整治技术指南》，以关停取缔一批、整治规范一批和改造提升一批为目标推动磷化工整治的正式落地。虽然这一自上而下系统性的磷化工治理政策虽然比尿素晚了两年，但这也正说明磷肥行业的供需改善才刚刚拉开序幕，而且本轮治理采取“一企一策”整改方案，不同于过去一刀切的“运动式”治理，会形成长期而可持续的供给侧压制，磷肥有望迎来一轮更彻底供给出清。

**表 1：生态环境部“三磷”整治相关政策措施出台过程**

时间	行动
2019/1/21	印发《长江保护修复攻坚战行动计划》的通知
2019/4/30	印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》
2019/8/20	长江经济带“三磷”专项排查取得阶段成果
2019/8/20	印发《长江“三磷”排查整治技术指南》

资料来源：生态环境部，东方证券研究所

**表 2：“三磷”整治面临关停的磷肥企业及磷石膏库标准**

企业类型	特征
磷肥企业	无磷石膏堆场；磷石膏利用率未达 15%；含元素磷废水外排等
磷石膏库	处于溶洞及天然滑坡或泥石流影响区、最高水位线以下的滩地和洪泛区、饮用水源含水层、场址天然基础层地表距地下水位距离小于 1.5 米等

资料来源：生态环境部，东方证券研究所

### 3. 供需关系稳中向好

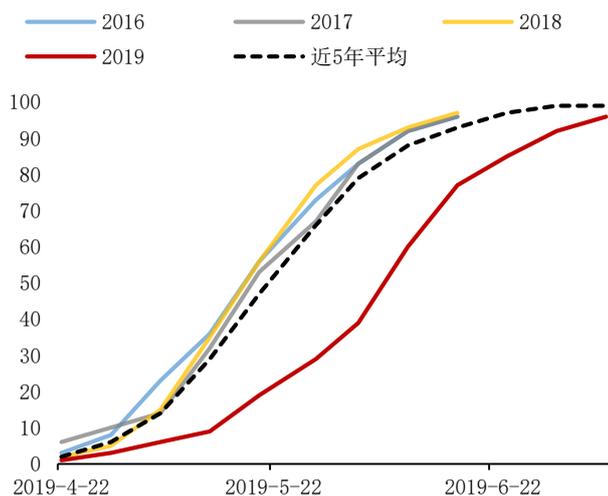
长期看，全球磷肥供需关系还将维持稳健向上的趋势。虽然今年磷肥需求较去年疲软导致供需略有失衡导致价格下跌，但这主要是由于去年高景气下，主要种植国的磷肥库存水平有所提升；此外因为天气、经贸关系、汇率等外部因素的影响，今年整体种植积极性也弱于去年，拖累了磷肥需求，导致供需的短期错配。但我们认为当前主要作物价格已至底部，库销比也迎来拐点，未来向上潜力很大，这将为磷肥需求带来恢复性的增长。同时，海外新增产能压力已逐渐释放，而国内也无新规划产能，随着国内减产持续，磷肥供需关系有望在持续改善的通道上不断收紧。

#### 3.1 今年价格下跌原因分析

今年国际磷肥价格由于供需的短期错配呈现了较大跌幅。一方面供给侧如我们前期深度报告所判断的 19 年是全球磷肥供给增量压力最大的一年，很大一个原因是 OCP 的 JHP 四期 100 万吨和沙特 MWSPC 二期 300 万吨前期竣工的产能持续爬坡放量。本轮供需短期失衡更为重要的原因是 19 年整体需求较 18 年同比走弱，虽然各国情况有所差异，但有一个共通的原因是 18 年的磷肥高景气带来了较高的库存水平。此外，由于中美贸易摩擦，19 年美国农民大豆种植意愿降低，而 19 年中西部遭遇罕见的潮湿和强降水天气使得种植面积进一步低于预期水平。上半年美国中西部大部分地区的降水量达到了正常值的 130%，密西西比河沿岸八个州经历了 90 年来最长的汛期。5-6 月潮湿天气和频繁降雨导致今年美国大豆和玉米种植进度达到了近年来的最低水平，且极大偏离近 5 年均值。由于大多数种植者只能在稀泥一样的土壤条件下种植，导致根系发育不佳，进而影响作物的产量和质量。据 USDA 预测，美国 19/20 种植季大豆和玉米将分别同比减产 20%和 4%，潮湿天气对种植进度和播种面积的下滑明显打击了美国 19 年春的磷肥需求。亚洲地区，印度和巴基斯坦的需求也受到短期抑制。印度 18 年二铵进口大幅增长导致国内库存水平达到近三年最高水平，巴基斯坦也由于前期库存较高，加上汇率暴跌，进口需求也被严重削弱。其他如巴西和欧洲地区则

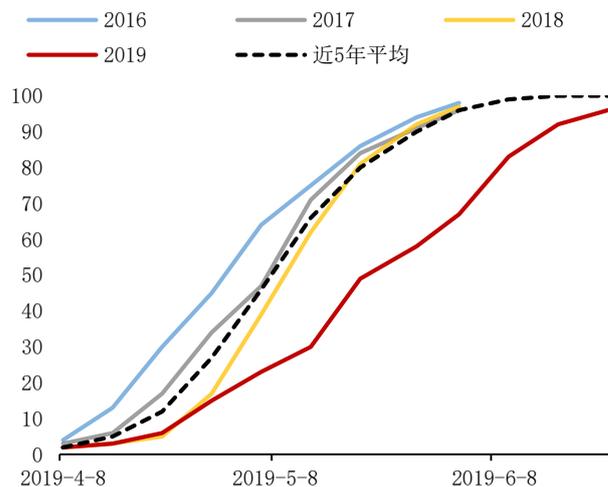
基本维持平稳或温和向上的趋势。而根据石油和化学工业经济运行报告，今年上半年国内化肥总表观消费量基本持平，但磷肥同比下降 13.1%，其中二铵下滑 4.1%，我们认为一铵需求随着复合肥洗牌出清也呈现一定程度的收缩。磷肥需求下滑主要是由于我国种植结构调整和轮作休耕以及化肥零增长的推进，但长期看由于磷肥需求具有一定刚性，随着国内化肥利用率提高及复合肥化率提升，磷肥需求继续大幅下滑的空间不大。

图 8：美国大豆种植进度（%）



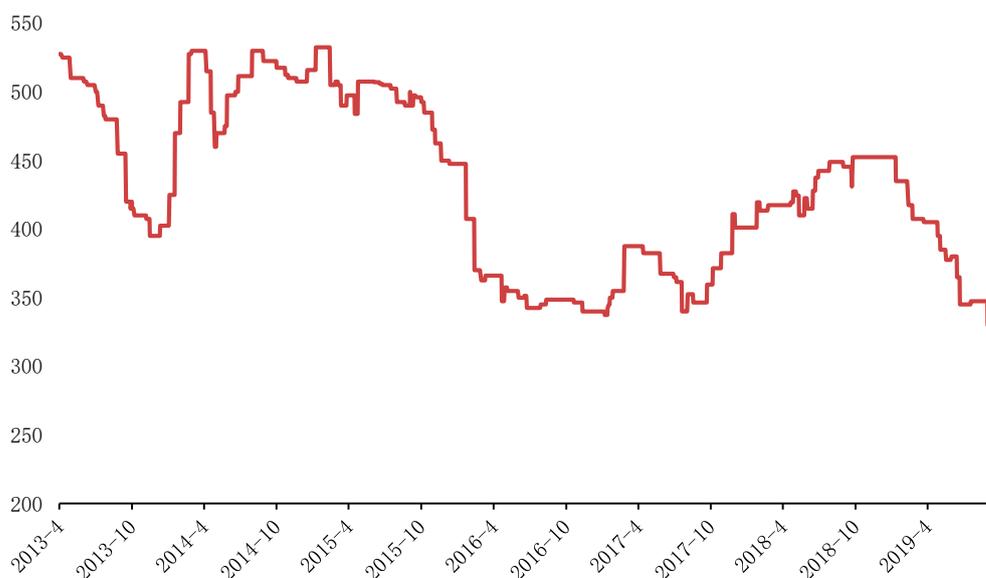
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 9：美国玉米种植进度（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 10：磷酸二铵国际价格（摩洛哥 FOB，美元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2 需求有望恢复性增长

总的来说，今年全球市场疲软主要还是短期的错配，磷肥需求长周期向上的趋势未变。随着高库存水平的消化，明年需求有望顺利释放。尤其是全球大豆库销比已开始回落，大豆库存压力逐渐减轻。且历史上库销比达到 30% 是美豆的价格底部支撑。故目前大豆价格基本已经见底，向下空间不大，且随着去库存的进行，整体大豆供需收紧，来年价格向上潜力很大，这也将进一步推动磷肥需求的恢复性回暖。整体上，全球磷肥需求依旧将保持稳步增长的趋势。

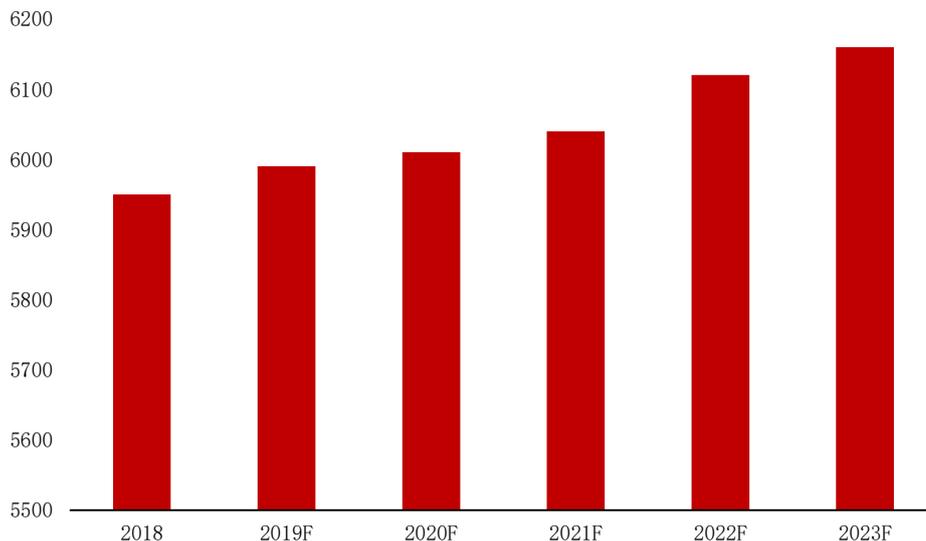
图 11：全球大豆库销比与美豆价格



资料来源：Wind，东方证券研究所

### 3.3 海内外新增供给有限

从当前时点看，海外未来主要新增产能的压力已基本释放，长期除 OCP 还有较为明确的扩产计划之外基本没有规划新产能。OCP 当前具有磷肥产能 1200 万吨，计划在 2021 年增加 300 万吨扩到 1500 万吨，并且到 2030 年扩到 2400 万吨。美盛预计 OCP 2020 至 2023 年产能增量在 170 万吨  $P_2O_5$ ，相当于 350 万吨左右的实物量，即每年平均 100 万吨的供给增量，基本可被需求增量消化。且虽然 OCP 扩产计划雄心勃勃，但考虑到大型磷肥装置建设和运行的较高不确定性，供给放量也并不会如想象中的那么顺利。国内磷肥也无新规划产能，且从装置的投资回报率上看，磷肥装置单吨投资强度在 2500 元左右，而单吨净利润仅 150 元，ROIC 只有 6%，并不具备投资吸引力。所以整体而言，全球磷肥新增供给压力极为有限，当前虽还未到达供给出清的明显拐点，但只要国内供应持续下滑，整体供需格局就还是在持续改善的通道中，而政策上的发力又将为景气向上带来弹性。

**图 12：全球磷酸产能预测（万吨，折 P<sub>2</sub>O<sub>5</sub>）**


资料来源：Mosaic, CRU, 东方证券研究所

## 4. 投资建议

整体而言，我们认为我国磷肥供给出清有望进一步推进，而全球需求还将维持温和增长，磷肥长周期的供需格局将继续收紧改善。当前磷肥的价格和盈利水平均处于底部位置，未来改善的弹性很大。在磷肥具体标的上，我们建议从两个方面关注：其一是弹性标的，包括云天化和兴发集团，另一方面是放量标的，主要是新洋丰。

**表 3：相关标的磷铵涨价业绩弹性测算**

公司	市值（亿元）	磷铵产能	单位市值产能 （吨/万元）	100 元/吨涨价的净利润弹性 （亿元）
云天化	73.2	512	6.99	3.84
兴发集团	95.8	60	0.63	0.45
新洋丰	130.7	180	1.38	1.35

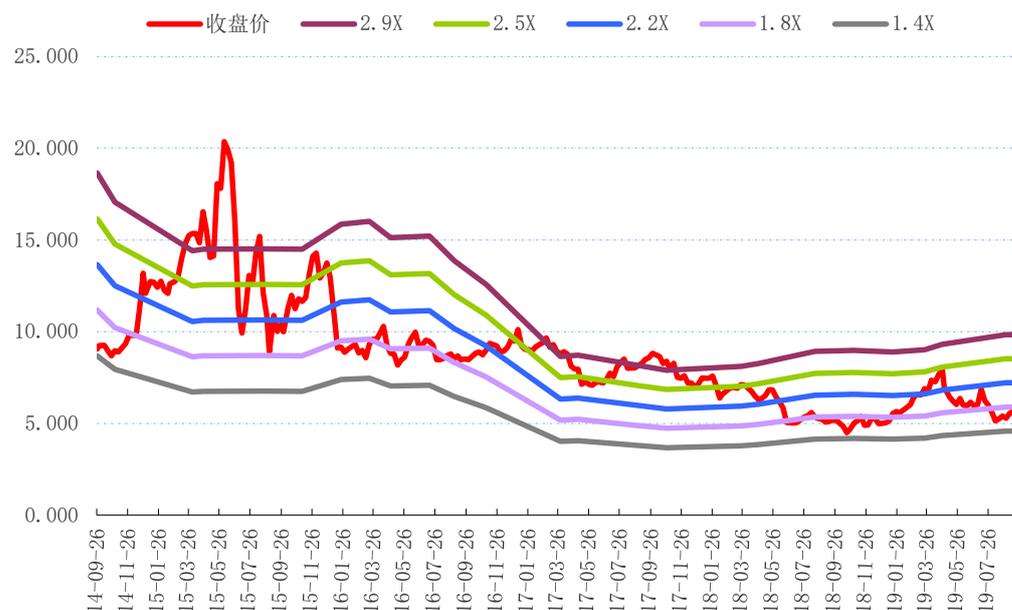
资料来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

### 4.1 云天化

云天化我国磷化工巨头，产能规模行业领先，公司现拥有磷矿石原矿产能 1450 万吨，一铵产能 67 万吨、二铵产能 445 万吨，具有磷矿石自给的产业链优势。公司历史上业绩受三费严重侵蚀，但当前资产包袱已充分体现并得到控制，改善基础已经夯实。而磷肥景气向上将为公司赋予巨大弹性，

若仅考虑磷酸二铵价格上升到历史 70% 的景气分位至 2900 元/吨，公司向上业绩弹性为 17 亿，总归母净利润达到 20 亿左右，对应 PE 不到 4 倍。公司是磷肥景气复苏弹性最大标的。当前公司 PB 水平也处于底部区间，且 12 年公司通过发行股份注入集团的磷化工资产时，由于是同一控制下的资产重组，注入资产溢价的 60 亿并未形成商誉并增大净资产规模，也就是说公司当前账面净资产有所低估，PB 实际不足 1 倍。

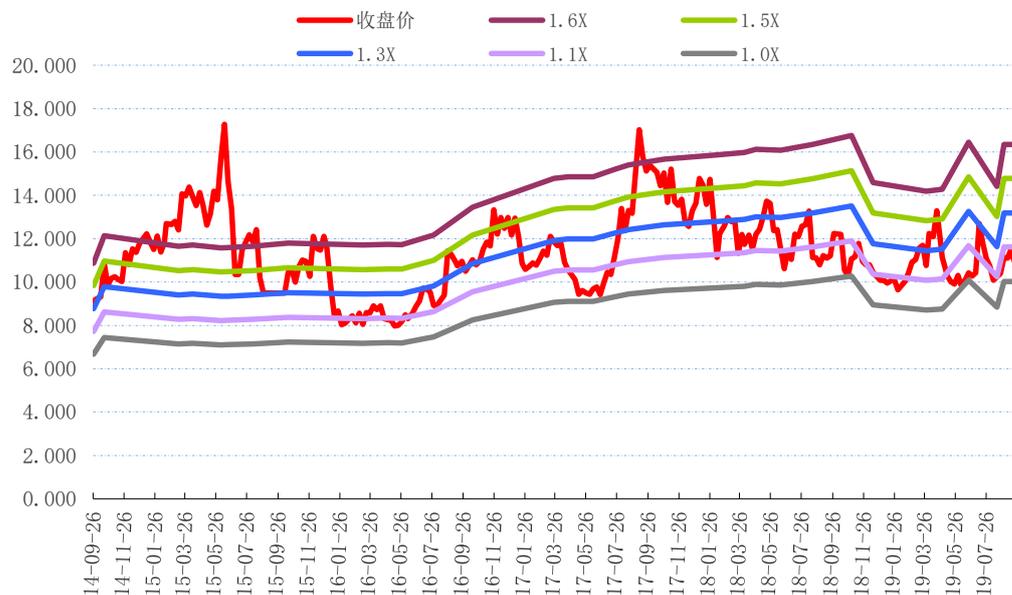
图 13: 云天化 PB-band



资料来源: Wind, 东方证券研究所

## 4.2 兴发集团

兴发集团是我国磷化工龙头，拥有矿-电-化一体化产业格局，资源优势显著，下游配备磷肥、精细磷酸盐及草甘膦-有机硅循环产业链。公司拥有磷矿石产能 760 万吨，磷肥产能 60 万吨，草甘膦产能 18 万吨，以及有机硅单体产能 20 万吨（并将扩产至 36 万吨）。除磷肥外，当前草甘膦和有机硅均处于景气底部。且当前公司 PB 仅 1 倍，向下风险不大。若行业受到供给侧政策的刺激，业绩向上弹性很大。

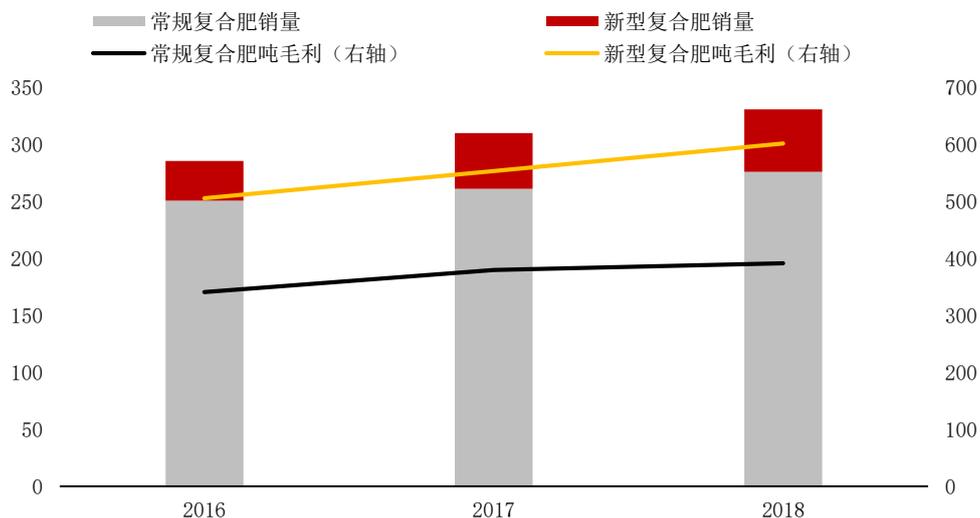
**图 14：兴发集团 PB-band**


资料来源：Wind，东方证券研究所

### 4.3 新洋丰

新洋丰是我国磷复肥龙头，拥有磷酸一铵产能 180 万吨，复合肥产能 620 万吨，并且拥有硫酸、合成氨和硝酸等上游原材料自给能力。由于公司复合肥能够实现磷酸一铵完全自给，并拥有钾肥直接进口权，且公司在华中地区的地理布局具有极低的一铵运输成本，复合肥综合生产成本比同行低近 200 元/吨。在当前低种植收益比的背景下，公司凭借成本优势可以高性价比实现市场份额扩张。同时公司也在不断提升针对经济作物的新型复合肥比重，提高公司复合肥差异化竞争能力和毛利率水平，推动公司逆势增长。虽然公司外售磷铵体量较小，磷铵涨价对其直接弹性影响不大，但磷铵景气的提升将进一步推动其他不具备产业链优势的高成本复合肥企业的退出，利好公司市占率的不断提升。

图 15: 新洋丰复合肥销量 (万吨) 及吨毛利润 (元/吨右轴)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

## 5. 风险提示

1. 供给侧收缩不及预期: 若三磷整治等供给侧政策实施力度不及预期, 则磷肥行业供给出清的拐点将难以短期实现。
2. 需求复苏不及预期: 若磷肥需求持续疲软, 整体供需关系还将保持宽松状态, 将削弱行业景气向上的力度。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

