

证券研究报告—动态报告

基础化工

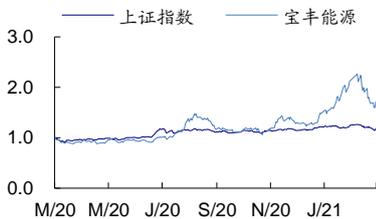
化学原料

宝丰能源(600989)
买入

2020年财报点评

(维持评级)

2021年03月13日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	7,333/1,994
总市值/流通(百万元)	115,794/31,490
上证综指/深圳成指	3,437/13,866
12个月最高/最低(元)	21.42/8.01

相关研究报告:

《宝丰能源-600989-重大事件快评: 业绩快报符合预期, 内蒙重大项目进展顺利》——2021-03-09

《宝丰能源-600989-2020年三季度业绩点评: 成本优势继续强化, 新一轮成长开始启航》——2020-10-29

《宝丰能源-600989-2020年半年报业绩点评: 盈利能力突出, 业绩逆势增长》——2020-08-11

《宝丰能源-600989-2020年半年度业绩快报点评: 上半年逆势增长, 成本优势持续强化》——2020-07-29

《宝丰能源-600989-动态点评: 布局内蒙, 有望复制宁东项目》——2020-07-02

证券分析师: 杨林

电话:
E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

证券分析师: 薛聪

电话:
E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 刘子栋

电话:
E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

证券分析师: 商艾华

电话:
E-MAIL: shanghaihua@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

盈利能力突出, 布局内蒙项目及“碳中和”

● 烯烃项目二期全面投产, 全年业绩符合预期

公司2020年实现营收159.29亿元(同比+17.39%), 归母净利润46.23亿元(同比+21.59%)。其中Q4单季度实现营收46.29亿元(同比+21.12%), 归母净利润14.71亿元(同比+51.81%)。

公司全年业绩基本符合预期。2020年Q1受到疫情和油价的双重冲击, 公司盈利受到较大影响, 单季度仅盈利8.22亿元。但是Q2开始公司积极调整产品型号, 以及随着油价的稳步回升, 公司盈利能力进一步提升。Q3由于设备检修, 聚烯烃和焦炭的产销量受到影响, 导致单季度业绩略低于之前的预期。但是随着Q4国际油价中枢稳步上行推动烯烃价格上涨, 以及公司产销情况恢复正常, 因此Q4单季度盈利创下历史新高。

● 油价中枢不断上行, 看好公司盈利能力持续回升

随着全球经济的逐渐复苏, 以及OPEC+组织在减产维护油价的意愿较为强烈, 国际原油价格从2020Q1的历史底部迅速回升到2019年的价格中枢。目前WTI价格中枢已经在60美元/桶之上, 在成本抬升的推动之下, 以及海外装置遭受不可抗力短期处于停产状态, 大部分化工品的价格在春节后也迎来大幅上涨。在疫情即将过去, 全球经济逐渐复苏的大趋势之下, 我们认为化工行业的高景气状况有望持续。

● 新建内蒙400万吨烯烃和光伏电解水制氢项目, 布局“碳中和”

公司计划投资673亿元在内蒙基地新建400万吨烯烃产能(配套1100万吨甲醇产能), 该项目已经获得内蒙古自治区发展改革委、工信厅批复, 目标力争2023年底前建设完成。加上宁东基地在建的三期项目, 建成后公司将具备超过620万吨烯烃产能、700万吨焦炭产能。公司另外新建2*100MW太阳能电解水制氢储能及应用示范项目(配套2万标方/小时电解水制氢)一期已经试运行, 二期计划年内建成, 公司围绕“碳中和”布局产业链, 引领新型煤化工行业发展进入新阶段。

● 风险提示:

国际油价大幅波动; 国内需求增长不及预期; 新项目投产进度低于预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

我们看好公司进入了新一轮成长周期, 预计2021-2023年归母净利润56.02/68.5/115.5亿元, 同比21/22/69%, 摊薄EPS为0.76/0.93/1.58元, 对应PE为20.7/16.9/10.0, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,568.20	15,927.73	16,913.33	20,537.22	34,448.91
(+/-%)	3.95%	17.39%	6.19%	21.43%	67.74%
净利润(百万元)	3,801.87	4,622.77	5,597.67	6,854.42	11,554.09
(+/-%)	2.88%	21.59%	21.09%	22.45%	68.56%
摊薄每股收益(元)	0.52	0.63	0.76	0.93	1.58
EBIT Margin	36.25%	37.16%	40.33%	41.89%	42.07%
净资产收益率(ROE)	16.28%	17.85%	19.43%	20.82%	28.99%
市盈率(PE)	30.46	25.05	20.69	16.89	10.02
EV/EBITDA	21.92	18.24	13.04	11.88	7.94
市净率(PB)	4.96	4.47	4.02	3.52	2.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

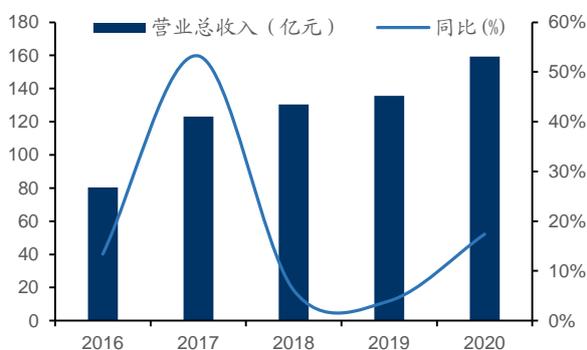
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

烯烃项目二期全面投产，全年业绩符合预期

公司正式公布 2020 年度财报，全年实现营收 159.29 亿元（同比+17.39%），归母净利润 46.23 亿元（同比+21.59%）。其中 Q4 单季度实现营收 46.29 亿元（同比+21.12%），归母净利润 14.71 亿元（同比+51.81%），创下单季度盈利记录。

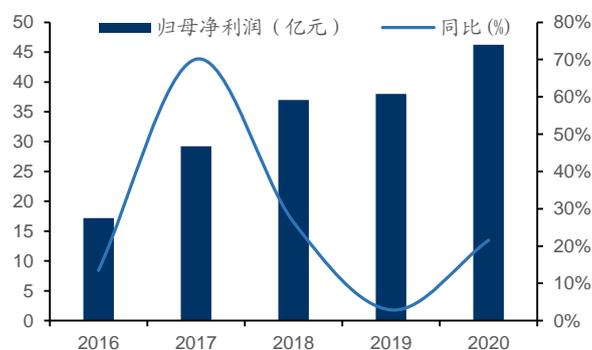
公司全年业绩基本符合预期。2020 年 Q1 受到疫情和油价的双重冲击，公司盈利受到较大影响，单季度仅盈利 8.22 亿元。但是 Q2 开始公司积极调整产品型号，以及随着油价的稳步回升，公司盈利能力进一步提升。Q3 由于设备检修，聚烯烃和焦炭的产销量受到影响，导致单季度业绩略低于之前的预期。但是随着 Q4 国际油价中枢稳步上行，公司生产状况也基本正常，因此 Q4 单季度盈利创下历史新高，基本在我们之前的预期范围之内。

图 1：公司近年营收和增速（亿元、%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：公司近年归母净利润和增速（亿元、%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

整体经营状况方面，公司毛利率和净利率都略有提升，期间费用率进一步下降。2020 年公司毛利率和净利率分别为 45.1% 和 29.0%，在主营产品全年均价略有下降的情况下，同比仍然分别提升了 1.15 和 1.00pct。公司盈利能力的提升主要有以下 3 点原因：

原因 1：公司烯烃项目二期的前段焦炭气化制甲醇（220 万吨/年）在 2020 年 6 月投产，实现甲醇完全自供，大幅降低成本。新增的甲醇装置去年实现生产甲醇 131 万吨，按照自产甲醇比外购甲醇成本低 400 元来进行测算，大约降低了生产成本 5.2 亿元。

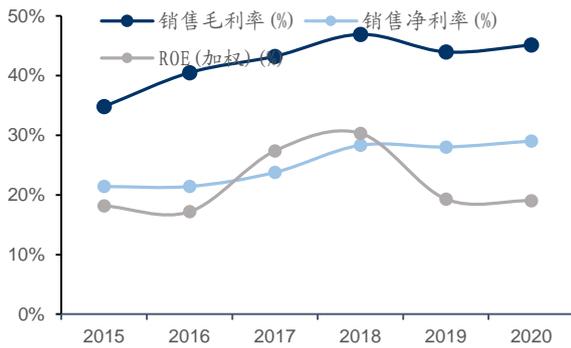
原因 2：公司继续优化生产技术工艺，降低生产单耗。以甲醇制烯烃工艺段为例，公司通过不断优化工艺，将烯烃的甲醇单耗降至 2.885t/t（2019 年为 2.954t/t），创下国内最好水平。

原因 3：公司重视产品的定制化和差异化，努力提高销售单价。公司坚持以市场为导向，以客户为中心，实现以销定产、差异化生产、零库存销售的总体要求，根据市场需求的变化灵活调整产品型号。例如去年上半年，疫情爆发导致市场对高熔指纤维聚丙烯需求量提升，公司第一时间转产相关型号后，实现增效 5341 万元。

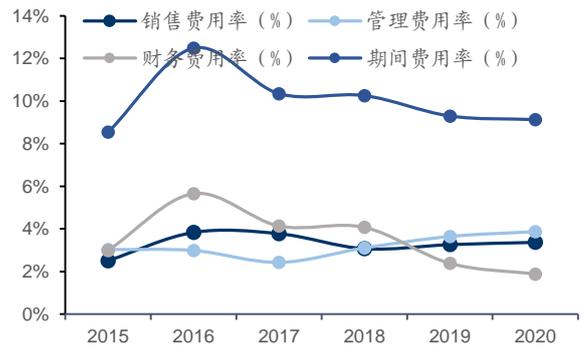
公司全年的期间费用率为 9.13%，同比下降了 0.17pct，主要是公司现金流状况良好，有息负债的下降使得公司财务费用率下降了 0.51pct。

图 3：公司近年毛利率和净利率变化情况

图 4：公司近年三费占比变化情况



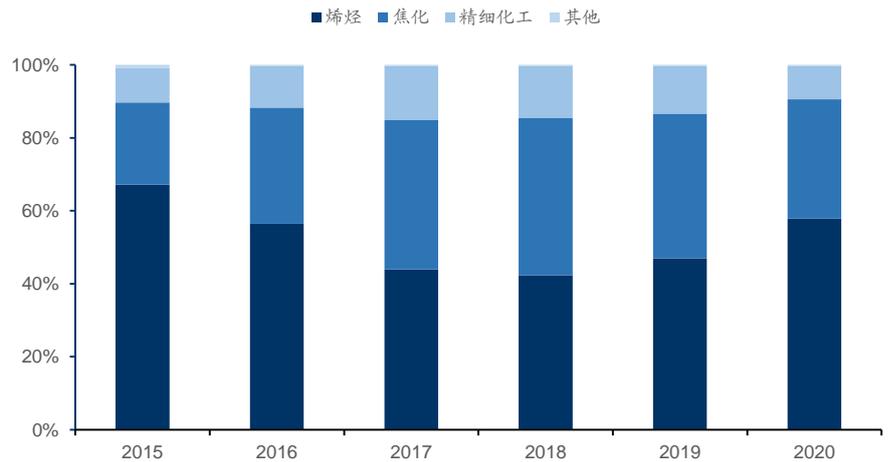
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

具体到产品层面，烯烃和焦炭业务盈利稳健，继续保持高毛利率。2019 年公司烯烃项目的二期装置投产后，烯烃业务的占比持续上升。后续随着宁东基地三期项目的投产，以及内蒙基地 400 万吨烯烃项目的投产，烯烃在公司的营收占比将占据绝对地位。

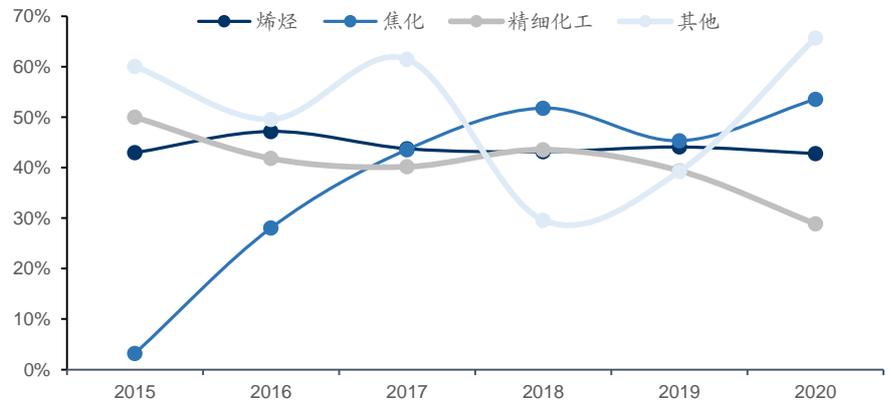
图 5: 公司近年营收结构变化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

去年虽然受到疫情和油价的双重冲击，大多数化工品的价格下跌幅度较大，但是由于实现甲醇全部自产，公司烯烃业务的毛利率仍有 42.77%(同比-1.32pct)，继续保持成本优势。焦炭业务则受益于行业格局较为稳定，在产品价格波动不大的情况下，精煤采购成本略有下降，使得去年焦炭业务的毛利率达到 53.55% (同比+8.22pct)。

图 6: 公司主营产品毛利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司现金流表现健康, 随着产能规模的扩大而稳步增长。自从 2014 年公司第一套煤制烯烃装置建成投产之后, 公司迅速扩大烯烃装置的产能。2019 年第二套装置投产后, 公司盈利能力继续加强, 经营性现金流也逐步提升。2020 年公司实现经营性现金流 51.84 亿元, 显示其超强的盈利能力以及稳定的现金流, 这也为公司后续建设宁东基地的烯烃项目三期以及内蒙基地的 400 万吨烯烃项目提供了稳定的现金流基础。

图 7: 公司现金流变化情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 公司 2020 年度主要产品价格变动情况 (单位: 元/吨)

序号	主要品种	2020 年平均销售单价	2019 年平均销售单价	变动幅度
1	聚乙烯	6,215.12	6,821.32	-8.89%
2	聚丙烯	6,969.94	7,684.64	-9.30%
3	焦炭	1,157.71	1,160.03	-0.20%
4	纯苯	3,037.53	3,922.50	-22.56%
5	改质沥青	2,387.96	3,092.35	-22.78%
6	MTBE	3,474.74	4,870.49	-28.66%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 公司 2020 年度主要原材料采购价格变动情况 (单位: 元/吨)

序号	主要品种	2020 年平均采购单价	2019 年平均采购单价	变动幅度
1	原煤	342.97	322.6	6.31%
2	精煤	601.81	656.16	-8.28%
3	动力煤	247.83	238.45	3.94%
4	甲醇	1,414.08	1,727.06	-18.12%
5	煤焦油	1,862.53	2,427.93	-23.29%
6	粗苯	2,348.99	2,506.85	-6.30%
7	碳四	-	4,210.46	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

油价中枢不断上行, 看好公司盈利能力持续回升

近期随着全球经济的逐渐复苏, 美国 EIA 原油库存持续下降, 以及沙特的主动减产, 油价中枢不断上行, 国际 WTI 原油价格已经连续超过 50 美元/桶, 达到去年全球疫情爆发之前的水平。在原油价格中枢向上的趋势当中, 以及海外装置遭受不可抗力短期处于停产状态, 大部分化工品的价格在春节后也迎来大幅上涨。在疫情即将过去, 全球经济逐渐复苏的大趋势之下, 我们认为化工行业的高景气状况有望持续。

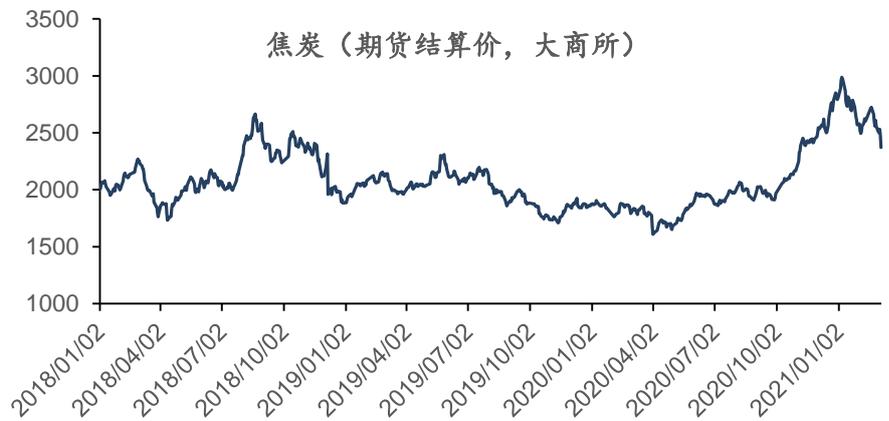
图 8: 近期国际 WTI 原油价格中枢持续上行 (单位: 美元/桶)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司主营产品焦炭和煤制烯烃都受益于能源化工品的价格上涨。2020Q4 之后, 焦炭价格上涨较为强势, 公司目前具有 400 万吨焦炭产能, 明显受益本次焦炭的景气行情。同时, 公司还有 300 万吨焦炭产能正在建设当中, 投产后将进一步加强公司的盈利能力。

图 9: 焦炭价格从 2020Q4 以来大幅上涨 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚烯烃价格走势与油价和烯烃走势较为相关, 油价上行阶段, 煤制烯烃路线更占优势。2020 年上半年在油价走低的情况下, 聚乙烯的价格较为低迷, 聚丙烯则由于在口罩等防疫材料中有重要作用, 需求端支撑较强。去年下半年开始, 在油价带动之下, 聚烯烃的价格基本恢复到 2019 年的水平。

图 10: 聚乙烯价格近期逐渐走稳 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 聚丙烯价格近期较为强势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

在聚烯烃价格持续上行时, 以煤炭为原材料的煤制烯烃路线明显占优。公司作为煤制烯烃的标杆企业, 成本全行业最低, 且随着 MTO 装置技术的持续优化, 公司的成本仍有下降空间。我们长期看好新型煤化工路线中烯烃产品的盈利能力处于较高水平, 随着公司后续新建产能 (三期项目及内蒙基地新建项目) 的持续投放, 经营规模和利润体量将持续增长。

内蒙重大项目进展顺利, 建成后公司发展将进入新阶段

公司正式公告计划投资 673 亿元在内蒙古自治区鄂尔多斯市乌审旗苏里格经济开发区图克工业项目区规划建设 4 × 100 万吨/年煤制烯烃示范项目 (配套 5 × 220 万吨/年甲醇装置)。该项目是国家发展改革委、工信部“十三五”期间发布的《现代煤化工产业创新发展布局方案》规划布局的四个现代煤化工产业示范区中的重点示范项目之一, 项目应用的大连化物所 DMTO 三代技术属于创新煤炭清洁高效利用技术, 属于《产业结构调整指导目录 (2019 版)》鼓励类。

内蒙项目被列入示范区总体规划, 其中一期项目已经获得核准。根据公司公告, 该项目近期已经被鄂尔多斯市发改委列入《鄂尔多斯市建设现代煤化工产业示范区总体规划》(鄂府发[2020]35), 该总体规划 (修编稿) 已获得内蒙古自治区发展改革委、工信厅批复, 批复对宝丰能源 4 × 100 万吨/年煤制烯烃项目提出的规划目标力争 2023 年底前建设完成。该项目总投资为 673 亿元, 其中建设投资 (含增值税) 625 亿元, 项目资金来源于公司自有资金 30%、银行借款或其他方式融资 70%, 确保项目建设顺利实施。报告期内, 交通银行股份有限公司、中国工商银行内蒙古分行分别与公司签订了《全面战略合作协议》, 同意为公司项目建设提供 200 亿元、300 亿元的授信额度, 总授信额度达 500 亿元。

目前公司主要建设的烯烃项目还有宁东基地的三期项目 100 万吨烯烃, 内蒙基地的项目全部建成之后, 公司将具备 620 万吨烯烃产能、700 万吨焦炭产能。公司在 2019 年上市时主要产能为 60 万吨烯烃、400 万吨焦炭, 内蒙和宁东项目建成之后, 公司发展将进入新阶段。

光伏电解水制氢项目即将投产，公司围绕“碳中和”积极布局绿氢

公司本次在年报中披露，去年计划新建的太阳能电解制氢储能及应用示范项目一期工程已经在 2021 年 2 月投入试运行。该项目共分两期，一期建设内容主要包括 100MWp 光伏发电装置、10000 标方/小时电解水制氢装置。二期工程也在建设当中，公司计划 2021 年底建成，建成后该项目将成为国内规模最大的一体化太阳能电解水制氢示范项目。

“碳中和”的目标之下，公司引领新型煤化工行业向减碳目标发展。传统煤化工作为高能耗行业，对煤炭及水资源消耗较多，同时在生产过程中需要排放较多的二氧化碳，因此减碳行动对于煤化工行业的长期发展具有决定性的作用。在煤制烯烃的生产过程中，除开能源以外，主要在合成气转换阶段会排放较多的二氧化碳气体，主要是为了将合成气中的 CO 和氢气比例调节到合适的范围。传统煤炭气化制合成气的过程中，由于氢气的缺少，使得二氧化碳的排放难以降低。

公司 2020 年开始尝试通过电解水制氢的方式来解决煤化工行业中碳排放的难题，新建了太阳能电解制氢储能及应用示范项目。该项目可以将西部资源丰富光伏能源转化为氢气，补充到合成气当中，进而有效减少二氧化碳的排放。一旦工艺路线和成本优化成熟，电解水制氢这种绿氢将有效减少传统煤化工行业的碳排放问题，公司作为行业领军企业，正在对这种新路线进行探索。

拟每股分红 0.28 元，向慈善机构捐赠进行差异化分红

公司本次还披露了 2020 年度的分红计划，每股派发现金红利 0.28 元（含税），合计拟派发现金红利 20.53 亿元（含税），占 2020 年度归母净利润比例为 44.42%。由于公司拟向宁夏燕宝慈善基金会以现金方式捐赠 300,000,000 元，用于以捐资助学为主的公益慈善事业及其他公益活动，为了维护流通股股东利益，公司限售股股东拟对流通股股东做出补偿。因此最终方案为，限售股股东每股派发现金红利 0.26472 元（含税），流通股股东每股派发现金红利 0.32091 元（含税）。不送红股，不进行资本公积金转增股本。

同时，公司还计划以不超过 26.03 元/股的价格回购 768-1537 万股股份，占到公司目前总股本的 0.11-0.21%，逆回购资金总额在 2-4 亿元。本次回购股份用于实施股权激励计划和员工持股计划，一方面有利于激发员工活力，强化员工收益和风险的匹配，健全和完善公司董事、高级管理人员、中层及资深人员、核心业务及管理人士的激励约束机制；另一方面向市场展示出公司核心团队的稳定性及员工对公司发展的长期承诺，有效增强投资人信心。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为煤制烯烃行业标杆企业，成本在行业内最低。在油价中枢上行阶段，预计公司的盈利能力持续提升。公司凭借成本优势，目前新建产能规模较大，宁东基地和内蒙基地的规划项目全部建成之后，公司将具备超过 620 万吨/年烯烃、700 万吨/年焦炭生产能力。国内烯烃消费量巨大，且目前仍有较大的海外进口需求量，国内产能瓶颈仍需解决，我们看好公司长期成长空间。考虑到宁东基地烯烃三期项目预计在 2022 年底投产，内蒙项目预计在 2023 年投产，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 56.02/68.5/115.5 亿元，同比 21/22/69%，摊薄 EPS 为 0.76/0.93/1.58 元，对

应 PE 为 20.7/16.9/10.0，维持“买入”评级。

风险提示：国际油价大幅波动；国内需求增长不及预期；新项目投产进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3087	2649	1500	1500	营业收入	15928	16913	20537	34449
应收款项	194	206	250	419	营业成本	8745	8649	10386	17495
存货净额	803	626	707	1299	营业税金及附加	211	254	267	413
其他流动资产	779	828	1005	1685	销售费用	537	563	596	999
流动资产合计	4864	4309	3462	4903	管理费用	517	626	686	1048
固定资产	27711	29973	56278	71150	财务费用	300	236	538	901
无形资产及其他	3801	3649	3497	3345	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	1729	1729	1729	1729	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(86)	0	0	0
资产总计	38105	39660	64966	81127	营业利润	5536	6585	8064	13593
短期借款及交易性金融负债	1808	1808	20490	24232	营业外净收支	(288)	0	0	0
应付款项	768	599	676	1241	利润总额	5249	6585	8064	13593
其他流动负债	3060	2473	3907	8828	所得税费用	626	988	1210	2039
流动负债合计	5635	4879	25073	34301	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	4678	4078	5078	5078	归属于母公司净利润	4623	5598	6854	11554
其他长期负债	1892	1892	1892	1892					
长期负债合计	6570	5970	6970	6970					
负债合计	12205	10849	32042	41271					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	25900	28811	32924	39856					
负债和股东权益总计	38105	39660	64966	81127					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4623	5598	6854	11554
资产减值准备	80	0	1	1
折旧摊销	1098	2890	3846	5279
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	300	236	538	901
营运资本变动	356	(639)	1210	4046
其它	(80)	(0)	(1)	(1)
经营活动现金流	6077	7848	11911	20880
资本开支	(3892)	(5000)	(30000)	(20000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(3892)	(5000)	(30000)	(20000)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	2035	(600)	1000	0
支付股利、利息	(2334)	(2687)	(2742)	(4622)
其它融资现金流	(361)	0	18682	3742
融资活动现金流	(959)	(3287)	16940	(880)
现金净变动	1226	(438)	(1149)	0
货币资金的期初余额	1862	3087	2649	1500
货币资金的期末余额	3087	2649	1500	1500
企业自由现金流	2774	3049	(17632)	1645
权益自由现金流	4448	2248	1593	4622

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.63	0.76	0.93	1.58
每股红利	0.32	0.37	0.37	0.63
每股净资产	3.53	3.93	4.49	5.43
ROIC	17%	18%	16%	20%
ROE	18%	19%	21%	29%
毛利率	45%	49%	49%	49%
EBIT Margin	37%	40%	42%	42%
EBITDA Margin	44%	57%	61%	57%
收入增长	17%	6%	21%	68%
净利润增长率	22%	21%	22%	69%
资产负债率	32%	27%	49%	51%
息率	2.0%	2.3%	2.4%	4.0%
P/E	25.0	20.7	16.9	10.0
P/B	4.5	4.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	18.2	13.0	11.9	7.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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