

基础化工

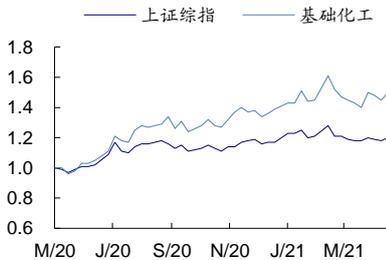
化工行业 2020 年&2021Q1 财报
总结

超配

(维持评级)

2021 年 05 月 21 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《化工行业周报: 醋酸、草甘膦再创新高, 钛白粉、电石价格有望再度上涨》——2021-05-04
《化工行业中期及 5 月投资策略: 看好钛白粉、草甘膦产品价格持续上涨》——2021-05-04
《草甘膦行业点评: 行业格局继续重塑, 草甘膦开启景气周期》——2021-05-01
《化工行业周报: 草甘膦、钛白粉价格持续上涨》——2021-04-23
《化工行业周报: 草甘膦供需格局持续优化, 醋酸价格再创新高》——2021-04-16

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
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: 薛聪

电话:
E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

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

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041
E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

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, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资策略

疫情后行业盈利能力迅速恢复, 上半年仍延续高景气

● 化工行业 2020 年景气度前低后高, 2021Q1 仍延续高景气趋势

我们总结了化工板块上市公司 2020 年和 2021Q1 财报的整体情况。去年上半年受疫情和油价的双重冲击, 化工行业景气度达到本轮周期低点, 随着国内外疫情的逐步控制整体, 行业景气度迅速反弹修复了盈利能力。去年行业整体景气度呈现前低后高的趋势, 2021 上半年这一趋势得到有力延续, Q1 财报整体亮眼。

- 1、2020 年化工板块整体营收同比+7.04%, 净利润同比+17.75%, 超出我们之前在 2020 年报前瞻的预期 (报告预测 2020 全年营收同比+5%, 净利润同比+10%), 主要受益于去年 Q4 行业景气度恢复情况超出预期。
- 2、2021Q1 延续高景气度, 盈利能力环比和同比大幅提升。2020Q1 全板块的营收和净利润同比分别+52.41%、+201.10%, 毛利率和净利率分别为 21.80%、11.03%, 超过上轮景气高点 2018Q1 (毛利率和净利率分别为 21.37%、9.11%), 创行业整体单季度历史最高盈利水平。

- 3、磷化工、氮肥、锂电池材料、炭黑、锦纶、粘胶、塑料制品等行业, 在 2021Q1 延续了 2020 年以来的景气复苏趋势, 子行业整体盈利能力持续处于高位。

● 投资建议

目前化工行业仍处于景气上行阶段, 在经历了 1-2 月份化工品价格的史诗级上涨行情后, 全球化工行业的供给与需求将重新寻找新的平衡点, 行业在未来一段时间仍将享受阶段性错配的超额红利。我们判断二季度化工行业景气度需要寻找新的平衡点, 综合产品价格处于阶段性探底阶段, 三季度产品价格仍然有望再度走强, 近期我们依然重点看好 EVA、醋酸、草甘膦、钛白粉和电石-PVC 基于行业供需变化的驱动上涨。

我们重点推荐: 【万华化学】MDI 低成本扩张, 强化聚氨酯全球龙头地位; 【联泓新科】EVA 光伏料国产龙头, 行业景气有望高位持续; 【兴发集团】磷化工龙头拐点已至, 电子化学品业务有望爆发; 【华鲁恒升】一季度业绩创新高, DMF、醋酸持续高景气; 【龙蟠佰利】产业链一体化优势明显, 钛白粉持续高景气。

● 风险提示

国际原油价格大幅波动; 海外疫情控制不力导致复苏低于预期; 部分装置检修导致供给阶段性收缩。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
600309	万华化学	买入	108.40	331,211.8	6.56	7.17	16.5	15.1
600426	华鲁恒升	买入	37.36	63,374.66	2.80	2.90	13.3	12.9
003022	联泓新科	买入	26.06	34,714.49	1.11	1.38	23.5	18.9
600141	兴发集团	买入	15.40	14,948.41	1.08	1.47	14.3	10.5
002601	龙蟠佰利	买入	34.44	75,295.70	1.93	2.48	17.8	13.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

1、化工行业 2020 年景气度前低后高，2021Q1 仍延续高景气趋势

我们对 A 股基础化工板块的上市公司 2020 年度以及 2021Q1 财报的整体情况进行了总结。按照我们国信化工团队对 A 股化工上市公司业务的划分，国信分级的基础化工行业中一共包含了 302 家企业，其中在本次统计中我们剔除了盐湖股份、康得新、柳化股份、圣济堂、华鼎股份、广州浪奇等由于经营状况不正常导致大幅资产减值或巨额亏损的企业。

我们继续对基础化工板块 2020 年度以及 2021Q1 财报的整体关键财务数据进行了整理。需要说明的是，由于我们定期对国信化工行业分级中公司进行整理（新增以及剔除），每期财报统计时成分股可能略有不同，因此会出现整体的部分数据的同比值与实际计算值不一致的情况。因此，我们在做财报总结时，更重视同比值的变化，能够反映整体板块的经营状况的变化趋势。

根据 2020 年度以及 2021Q1 财报的整理情况，我们主要得到以下结论：

- 1、2020 上半年受疫情和油价的双重冲击，化工行业景气度达到本轮周期低点，随着国内外疫情的逐步控制整体，行业景气度迅速反弹修复了盈利能力，行业整体景气度呈现前低后高的趋势。化工行业整体营收同比+7.04%，较 2019 年增幅（+3.96%）提升 3.08pct。2021Q1 营收同比+52.41%，行业延续了高景气态势。
- 2、2020 年全板块归母净利润同比+17.75%，增幅比 2019 年（-9.04%）有所提升，行业景气度持续复苏中。2021Q1 由于化工品 PPI 持续上行，叠加 2020Q1 较低基数，全行业归母净利润同比大幅上涨 201.10%。
- 3、2020 年化工板块整体毛利率为 19.59%，较 2019 年（19.58%）变化不大；但净利润达到了 7.44%，超过了 2018 年（6.82%）行业高景气时期。2020 年全行业的期间费用率（含研发费用）为 10.68%，较三季报进一步下降（三季报为 11.32%）；其中 2020Q4 单季度期间费用率下降到了 8.40%，为近几年单季最低水平。
- 4、2021Q1 行业毛利率和净利润分别上涨至 21.80%、11.03%，超过上轮景气高点 2018Q1（毛利率和净利率分别为 21.37%、9.11%），创行业整体单季度历史最高盈利水平。同时 2021Q1 期间费用率依然保持在较低水平（8.94%），其中销售费用、财务费用同比 2020Q1 均有所下降。

总的看来，2020 年在上半年经历了疫情和油价的双重冲击后，国内化工行业没有受到根本性的影响，在逐步复工复产后，行业盈利能力触底回升。2020Q1 全行业受疫情影响较大，营收和利润均出现同比大幅下滑，Q2 开始行业迅速恢复，并且在 Q3 取得了同比大幅增长的优秀成绩，Q4 行业景气度持续上行，并在 2021Q1 得到了保持。

表 1: 2020Q3 国信基础化工整体板块的简要财务数据

	一季报 2020Q1	半年报 2020Q1-Q2	三季报 2020Q1-Q3	年报 2020Q1-Q4	一季报 2021Q1
营业总收入	3698.76	8496.74	13294.17	18378.57	5497.98
同比	-7.60%	-0.53%	2.15%	7.04%	52.41%
营业总成本	3491.03	7909.85	12271.82	17044.50	4837.49
毛利	706.11	1644.42	2673.72	3600.16	1198.24
毛利率	19.09%	19.35%	20.11%	19.59%	21.80%
期间费用	452.59	970.08	1505.23	1962.29	491.36
期间费用率	12.24%	11.42%	11.32%	10.51%	8.94%
-销售费用	144.90	308.63	482.00	504.46	130.42
-管理费用	148.68	302.97	464.01	665.08	173.63
-研发费用	70.61	179.62	280.80	410.13	105.91
-财务费用	88.41	178.86	278.41	352.62	81.40
资产减值损失	14.85	17.30	30.05	140.84	1.32
税金及附加	29.91	63.96	107.04	150.92	36.26
营业利润	256.69	699.77	1208.40	1665.11	724.62
同比	-24.61%	-9.66%	4.07%	23.35%	185.98%
利润总额	255.86	701.93	1203.12	1653.97	724.22
同比	35.36%	-10.21%	2.97%	23.35%	185.98%
减-所得税	50.56	128.01	212.21	287.46	117.81
所得税率	19.76%	18.24%	17.64%	17.38%	16.27%
净利润	205.30	573.91	990.91	1366.51	606.40
同比	-21.21%	-4.48%	12.58%	20.45%	195.38%
净利率	5.55%	6.75%	7.45%	7.44%	11.03%
归母净利润	188.58	529.74	913.99	1259.07	560.77
同比	-30.27%	-13.46%	-0.09%	17.75%	201.10%

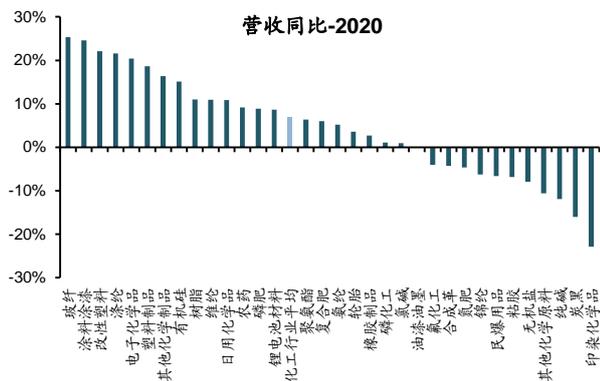
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2、各子行业的业绩情况和盈利能力变化

分子行业来看, 2020 年营收增长较快的子行业主要是玻纤、涂料涂漆、改性塑料、涤纶、电子化学品、塑料制品和其他化学制品等, 而印染化学品、炭黑、纯碱、其他化学原料、无机盐等子行业则恶化较为明显。2021Q1 营收增长较快的子行业主要为锂电池材料、氨纶、塑料制品、聚氨酯、其他化学原料等, 其中锂电池材料、氨纶、塑料制品和聚氨酯板块整体营收同比增幅都超过 100%。值得一提的是, 34 个子行业在 2021Q1 均取得同比正增长。

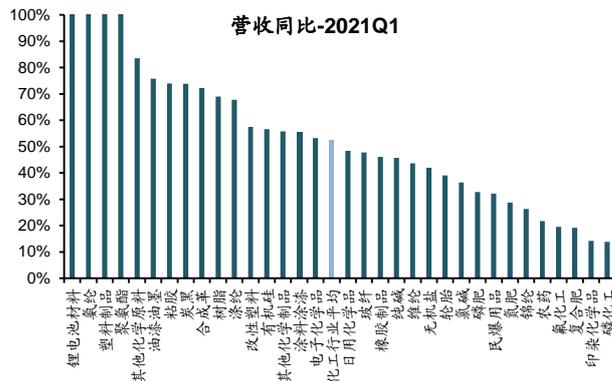
2020 年归母净利润增长较快的子行业主要是磷肥、油漆油墨、炭黑、改性塑料、锦纶、有机硅, 增幅均超过 100%, 恶化较为明显的子行业主要是合成革、纯碱、粘胶、氟化工、无机盐等; 除印染化学品外, 其余子行业 2021Q1 归母净利润同比均取得正增长, 改善幅度较大的子行业主要是氮肥、炭黑、塑料制品、锦纶、粘胶和磷化工等。

图 1：2020 年各子行业的营收同比情况（单位：%）



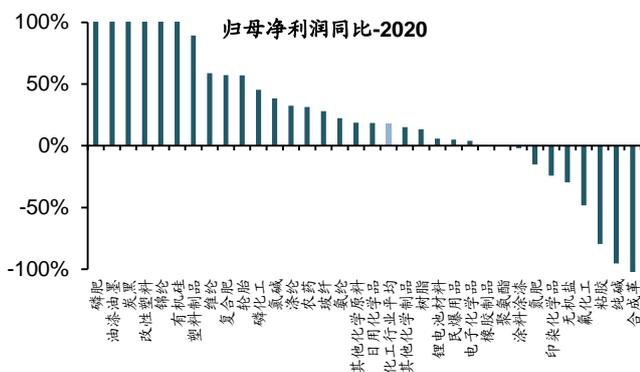
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2021Q1 各子行业的营收同比情况（单位：%）



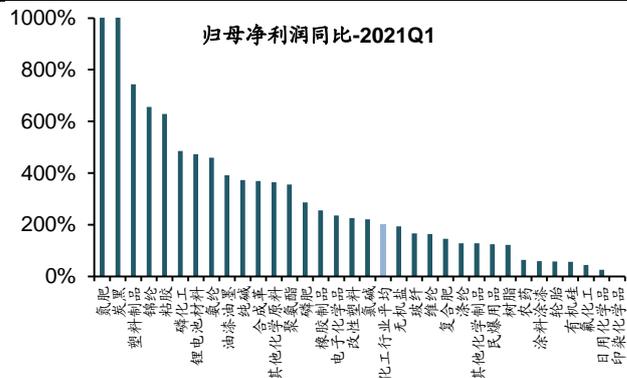
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2020 年各子行业的归母净利润同比情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2021Q1 各子行业的归母净利润同比情况（单位：%）



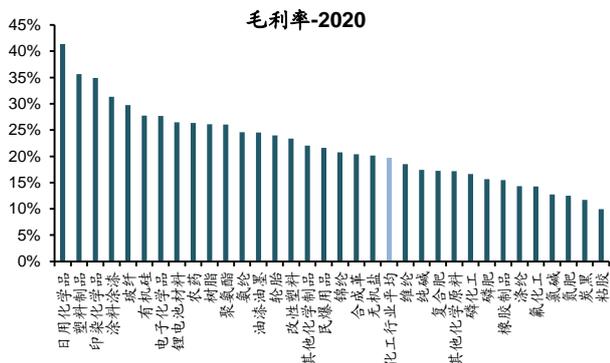
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2020 年行业整体平均毛利率达到 19.59%，其中日用化学品、塑料制品、印染化学品、涂料油漆、玻纤、有机硅、电子化学品等化工产业链偏下游环节的子版块继续保持了较强的盈利能力，毛利率都超过 27%，明显高于行业平均水平。改性塑料、氨纶、涤纶、聚氨酯、玻纤、有机硅、轮胎、涂料油漆、其他化学品等子行业 ROE 则保持在 13% 以上。

2021Q1 日用化学品、塑料制品、氨纶、玻纤、印染化学品、涂料油漆、聚氨酯等子行业的整体毛利率比 2020 年大多有所上升，且均在 30% 以上。从净资产盈利能力看，2021Q1 行业整体平均水平为 4.45%，其中氨纶、聚氨酯、炭黑、塑料制品、氮肥、涤纶等子行业整体 ROE 高于平均水平。

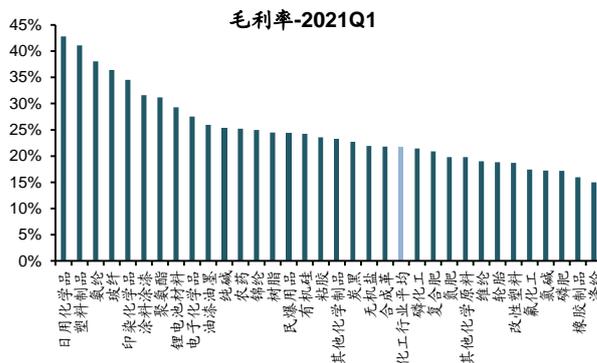
磷化工、氮肥、锂电池材料、炭黑、锦纶、粘胶、塑料制品等行业，在 2021Q1 延续了 2020 年以来的景气复苏趋势，子行业整体盈利能力持续处于高位。

图 5：2020 年各子行业的毛利率情况（单位：%）



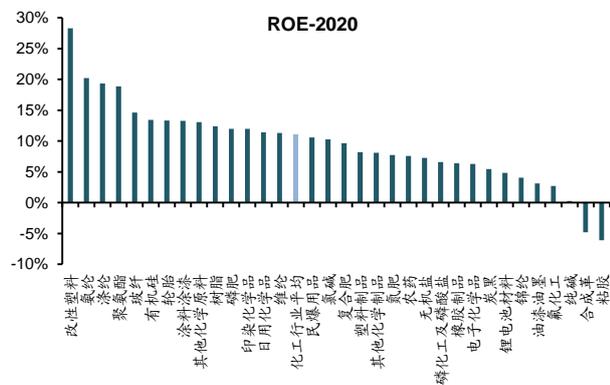
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：2021Q1 各子行业的毛利率情况（单位：%）



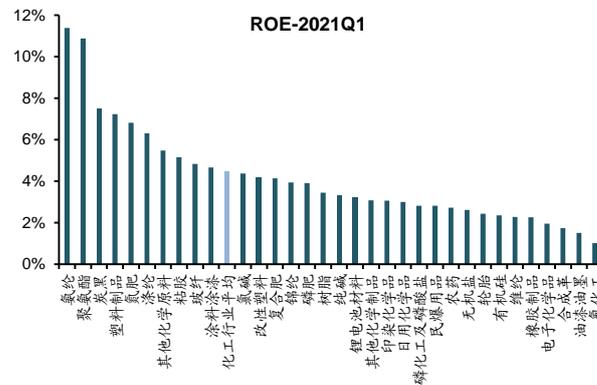
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：2020 年各子行业的 ROE 情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2021Q1 各子行业的 ROE 情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

从化工板块整体财务数据表现，以及各子行业的经营业绩及盈利能力的表现来看，我们认为主要有以下结论：

- 1、2020 全年化工板块的整体营收同比+7.04%，整体净利润同比+17.75%，超出我们之前在 2020 年报前瞻的预期（报告预测 2020 全年营收同比+5%，净利润同比+10%），主要受益于去年 Q4 行业景气度恢复情况超出预期。
- 2、2021Q1 延续了行业的高景气度，盈利能力环比和同比均大幅提升。2020Q1 全板块的营收和净利润同比分别+52.41%、+201.10%，同时毛利率和净利率分别上升至 21.80%和 11.03%，超过上轮景气高点 2018Q1（毛利率和净利率分别为 21.37%、9.11%），创行业整体单季度历史最高盈利水平。
- 3、磷化工、氮肥、锂电池材料、炭黑、锦纶、粘胶、塑料制品等行业，在 2021Q1 延续了 2020 年以来的景气复苏趋势，子行业整体盈利能力持续处于高位。

3、最新投资观点：看好钛白粉、草甘膦产品价格持续上涨

本周国际原油价格整体保持稳定，WTI 均价为 62.5 美元/桶，较上周下跌 0.3 元/桶，布伦特均价为 66.2 美元/桶，较上周下跌 0.4 美元/桶。OPEC 和 IEA 在最新的月度报告均上调了全球原油需求以及美国原油库存连续的减少推动了 4 月份国际原油期货价格的上行。我们看到，目前的较高原油价主要是由于 OPEC+限制产量的结果，因此国际油价目前的格局是强预期，弱现实，在新一轮 OPEC+会议前，以及欧美疫情确定性明朗之前，国际原油价格大概率将处于震荡格局，在市场恢复供需平衡之前，我们预计油价将主要由 OPEC+减产力度和需求复苏决定，同时也需要关注美国-伊朗核协议等地缘政治因素对国际油价的影响，整体而言，我们对下半年的国际原油价格谨慎乐观。

如我们前期的判断，全球化工产品价格经历了 1-2 月份史诗级上涨行情，二季度以来化工行业进入再平衡阶段，全球化工行业的供给与需求将重新寻找新的平衡点，在未来一段时间，整体化工行业仍然将享受阶段性错配的超额红利，但在前期整体化工产品已经大幅上涨的背景下，未来细分产品分化的局面将继续演绎，我们整体的判断是二季度化工行业景气度寻找新的平衡点，综合产品价格处于阶段性探底阶段，三季度产品价格仍然有望再度走强，近期我们重点看好 EVA、醋酸、草甘膦、钛白粉和电石-PVC 基于行业供需变化的驱动上涨。

今年以来，在醋酸-甘氨酸原材料成本推动、行业供需格局持续优化的背景下，草甘膦价格持续上涨，产品从年初的约 28500 元/吨大幅上涨至目前的约 36000 元/吨，涨幅超过 20%，主要原材料甘氨酸价格由年初的 15500 元/吨上涨至约 18000 元/吨，卓创资讯测算目前草甘膦行业毛利润约 9000 元/吨，国内企业订单已经排至 8 月份，下游需求旺盛。近期江山股份拟重组并购福华通达全部股权，江山股份拥有草甘膦产能 7 万吨/年，福华通达拥有草甘膦产能 15.3 万吨/年。两家企业整合后，草甘膦产能将达到 22.3 万吨/年，成为国内草甘膦产能最大的企业，全球产能仅次于拜尔收购的孟山都 38 万吨产能，行业集中度继续提升。目前全球草甘膦产能约为 110 万吨，除了拜尔的 38 万吨海外产能，其余约 70 万吨产能全部集中在国内，未来行业几乎没有新增产能，但随着转基因作物的推广应用，草甘膦需求还持续稳步增长，我们看好草甘膦行业未来持续的高景气度，重点推荐目前具备 18 万吨产能的配套甘氨酸自给的【兴发集团】，关注 22 万吨产能的【江山股份】。

近期醋酸价格持续大幅上涨，目前华东地区醋酸价格已经上涨至 8100-8500 元/吨，较上周均价再次上涨约 500-600 元/吨，而较去年同期均价更是上涨超过 5500 元/吨，产品价格已经创历史新高，今年以来产品价格已经翻倍，一季度行业平均毛利约 3000 元/吨，目前产品毛利已经超过 5000 元/吨。供给端来看，一季度国内多套装置存在检修情况，行业开工率在 70-80% 区间运行，低于正常开工水平，目前行业库存下降至 5 万吨以下，处于历史极低水平。需求端，去年 10 月份至今，PTA 行业整体新增产能达到约 835 万吨，理论每月新增醋酸消耗量达到 2-2.5 万吨左右，因此作为醋酸最大的下游行业，PTA 新增产能的投放使得醋酸需求量明显增加，同时醋酸乙烯、醋酸酯、氯乙酸的需求拉动也同样推动了醋酸行业的高景气度，一季度国内醋酸出口 13.3 万吨，环比继续上涨 15.9%。短期来看，4 月份国内部分检修、停产的醋酸装置有望复产，前期行业供需紧张情况有望缓解；长期来看，PTA 行业未来存在 2500 万吨以上的投产规模，折合拉动约 100 万吨的醋酸需求，考虑到未来醋酸行业的新增产能，行业供需仍然处于紧平衡状态，重点关注具备 140 万吨产能的【江苏索普】和 60 万吨产能的【华鲁恒升】。

去年下半年以来，在钛精矿成本持续推动及出口持续增长的强力拉动下，国内钛白粉价格出现明显上涨，目前国内金红石型硫酸法钛白粉价格已经由去年 7 月初的约 11000 元/吨上涨至目前的 20500-22000 元/吨，氯化法钛白粉市场主流报价为 23000-24000 元/吨，目前钛精矿 46 品味国内价格已经上涨至 2300-2400 元/吨，近期钛精矿价格仍然存在 50-100 元/吨的上涨预期，成本推动下将再次引导钛白粉厂家上调价格。2021 年 1-2 月份国内钛白粉累计出口超过 20 万吨，同比上涨超过 15%，3 月份出口量达到 12.7 万吨，环比增长 34%，出口形势依然向好，国内钛白粉在全球市场份额未来将继续提升。我们判断未来在钛精矿、硫酸价格上涨的推动和国内外需求持续复苏的背景下，钛白粉价格仍然将保持上行通道，关注国内钛白粉行业龙头【龙蟒佰利】和【中核钛白】。

3 月份以来，由于内蒙古地区能耗双控要求从严，电石限产增加货源紧张，价格连续快速上涨。3 月中旬乌海电石出厂价涨至 5000 元/吨以上，较 2 月初价格上涨超过 1500 元/吨，西北地区行业利润超过 2400 元/吨，本周经过前期调整后，电石价格持续上涨，西北地区电石出场价重回 4500 元/吨以上。2021 年内蒙古单位地区生产总值能耗降低目标为 5%，即单个企业的能耗总值较去年相比降低 5%，2021 年内蒙古的电石总产量预计减少 55 万吨。此外内蒙古发改委及工信厅调整部分行业电价政策和电力市场交易政策，对于限制类、淘汰类电石产能提高了电价，较大程度提高其生产成本。4 月份以来，电石供给的阶段性恢复引导产品价格出现合理下滑，但 PVC 需求拉动产品价格近期又重新上涨至约 9000 元/吨的水平，下游需求的拉动又继续推升电石价格上行，长期在能耗“双控”政策和“碳中和”的深远影响下，电石-PVC 重资产行业的投资门槛大幅度提升，行业高景气度或将持续维持，尤其利好煤炭-电石-PVC 产业链一体化优势的企业，重点关注具备 238 万吨电石产能、183 万吨 PVC 产能的【中泰化学】和 134 万吨电石产能、65 万吨 PVC 产能的【新疆天业】。

与我们今年年初的判断一致，EVA 价格在春节后出现了明显的拉涨，目前华东地区发泡料价格上涨至 20500 元/吨，线缆料价格上涨至 21500-22000 元/吨，光伏料价格约 21000 元/吨，今年以来 EVA 光伏料大幅上涨 2000-3000 元/吨以上，中低端型号产品价格今年以来上涨幅度超过 5000 元/吨，目前 EVA 行业毛利润超过 1 万元/吨。EVA 光伏料 VA 含量在 28%-33%，其生产为超高压工艺，工艺复杂难度大，技术垄断性强，EVA 装置从开车运行到生产出高端光伏料一般长达 2-3 年，国内只有斯邦石化、联泓新科、台塑宁波等少数企业掌握，产能约 15 万吨/年，进口依赖度高达 70%以上，但 2021 年 EVA 光伏料需求端增量可达 15-20 万吨，未来三年的需求复合增速可达 20%以上，供需紧张格局进一步加剧，我们认为 1-2 年内 EVA 行业仍然处于高景气周期，国内新增产能很难满足需求端的高速增长，同时下半年光伏料 EVA 价格有望超预期上涨，重点推荐具备 12 万吨 EVA 产能、可以生产高端光伏料的【联泓新科】。

4、投资建议

目前化工行业仍处于景气上行阶段，在经历了 1-2 月份化工产品价格的史诗级上涨行情后，全球化工行业的供给与需求将重新寻找新的平衡点，行业在未来一段时间仍将享受阶段性错配的超额红利。我们整体的判断是二季度化工行业景气度寻找新的平衡点，综合产品价格处于阶段性探底阶段，三季度产品价格仍然有望再度走强，近期我们依然重点看好 EVA、醋酸、草甘膦、钛白粉和电石-PVC 基于行业供需变化的驱动上涨。

我们重点推荐：【万华化学】MDI 低成本扩张，强化聚氨酯全球龙头地位；【联泓新科】EVA 光伏料国产龙头，行业景气有望高位持续；【兴发集团】磷化工

龙头拐点已至，电子化学品业务有望爆发；【华鲁恒升】一季度业绩创新高，DMF、醋酸持续高景气；【龙鳞佰利】产业链一体化优势明显，钛白粉持续高景气。

5、重点标的盈利预测

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
600309	万华化学	买入	108.40	3.20	6.56	7.17	33.9	16.5	15.1	6.2
600426	华鲁恒升	买入	37.36	1.11	2.80	2.90	33.7	13.3	12.9	3.6
003022	联泓新科	买入	26.06	0.62	1.11	1.38	42.0	23.5	18.9	6.1
600141	兴发集团	买入	15.40	0.61	1.08	1.47	25.2	14.3	10.5	1.8
002601	龙鳞佰利	买入	34.44	1.13	1.93	2.48	30.5	17.8	13.9	4.4

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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