

# 受益磷肥景气周期，产业链一体化优势显著

## 云天化(600096)

### 分析判断:

#### ► 磷化工绝对龙头，受益磷铵价格持续上涨

公司拥有化肥总产能 881 万吨，其中磷酸二铵产能 445 万吨、磷酸一铵产能 70 万吨、复合肥产能 126 万吨、氮肥（尿素）产能 200 万吨、饲料级磷酸氢钙产能 50 万吨，并具备 1450 万吨磷矿石原矿生产能力，浮选生产能力 750 万吨，是国内最大的磷矿采选企业之一，为国内磷化工行业的绝对龙头。

近年来受供给侧改革以及肥料行业减量增效影响，行业落后产能逐步出清，叠加 2020 年三季度以来下游需求不断提升，磷化工行业进入景气上行周期，公司核心产品磷酸一铵/二铵价格持续上涨，分别由 2020 年中期的 1900、2150 元/吨涨至目前 2725、3200 元/吨，涨幅高达 43%、49%，公司作为国内磷化工产业绝对龙头，且磷矿石基本可以自给，将充分受益此轮磷化工景气行情。磷铵价格每上涨 100 元/吨，将增厚公司净利润 4.38 亿元，业绩弹性极大。

#### ► 优化结构，负债下行，盈利增强

近年来公司持续优化人员结构，员工人数持续下降，并出售经营效果较差的吉林云天化股权，持续降本增效。从 2020 年起，公司三费率均显著下降，2020 年公司有息负债规模下降 85 亿元，同时综合融资成本下降超过 100BP，公司财务费率由此前的 4% 左右的水平下降至 2020 年 3.04%。未来随着公司对部分高额负债企业的剥离，以及盈利大幅提升后对有息负债的持续偿还、对负债结构持续优化，公司的负债率、财务费用有望进一步下行，显著增强盈利能力。

### 投资建议

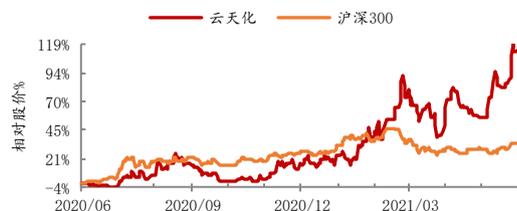
我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 536.20/547.86/560.10 亿元，同比+2.9%/+2.2%/+2.2%，归母净利润分别为 16.15/18.42/21.72 亿元，同比+493.5%/+14.1%/17.9%，EPS 分别为 0.88/1.00/1.18 元，对应 2021 年 6 月 10 日收盘价 PE 分别为 15/13/11 倍，估值对比行业可比公司均值具备优势。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

行业景气度下行、出口业务不及预期、安全环保等风险。

### 评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	12.87
股票代码:	600096
52 周最高价/最低价:	11.23/4.71
总市值(亿)	192.19
自由流通市值(亿)	142.38
自由流通股数(百万)	1,361.15



#### 分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

#### 联系人: 毛晓龙

邮箱: maoxl@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	53,976	52,111	53,620	54,786	56,010
YoY (%)	1.9%	-3.5%	2.9%	2.2%	2.2%
归母净利润(百万元)	152	272	1,615	1,842	2,172
YoY (%)	23.7%	79.1%	493.5%	14.1%	17.9%
毛利率 (%)	13.2%	12.4%	13.2%	13.9%	14.5%
每股收益 (元)	0.08	0.15	0.88	1.00	1.18
ROE	3.5%	4.2%	19.5%	17.6%	16.8%
市盈率	155.68	86.93	14.65	12.84	10.89

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 正文目录

1. 国内磷复肥绝对龙头，一体化优势显著.....	4
2. 有息负债大幅下降，增强盈利能力.....	7
3. 磷化工持续景气，磷复肥业绩弹性极大.....	8
4. 盈利预测与估值.....	12
5. 风险提示.....	14

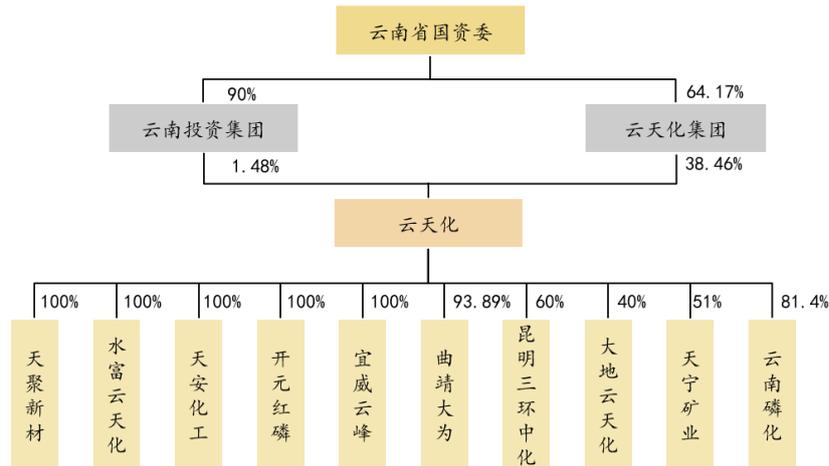
## 图表目录

图 1 公司股权结构.....	4
图 2 磷酸一铵/二铵产能 (万吨).....	5
图 3 磷酸一铵/二铵产量 (万吨).....	5
图 4 磷酸一铵/二铵表观消费 (万吨).....	5
图 5 磷酸一铵/二铵出口量 (万吨).....	5
图 6 2020 年国内磷酸一铵产能分布 (%).....	6
图 7 2020 年国内磷酸二铵产能分布 (%).....	6
图 8 国内磷酸一铵/二铵 CR10 集中度持续上行 (%).....	6
图 9 公司营业收入 (百万元).....	7
图 10 公司归母净利润 (百万元).....	7
图 11 公司三费情况 (百万元).....	7
图 12 公司三费率持续改善 (百万元).....	7
图 13 公司利润率上行 (%).....	8
图 14 公司资产负债率持续下行 (%).....	8
图 15 公司主要产品历史收入情况 (百万元).....	8
图 16 公司主要产品历史毛利润情况 (百万元).....	9
图 17 公司各项产品销量 (万吨).....	9
图 18 2020 年收入构成 (%).....	9
图 19 2020 年毛利润构成 (%).....	10
图 20 磷酸一铵价差 (元/吨).....	10
图 21 磷酸二铵价差 (元/吨).....	10
图 22 磷酸氢钙价差 (元/吨).....	11
图 23 尿素价差 (元/吨).....	11
图 24 复合肥价差 (元/吨).....	11
图 25 聚甲醛价格 (元/吨).....	12
表 1 公司各项产品产能.....	4
表 2 可比公司估值表.....	12
表 3 公司收入拆分.....	13

## 1. 国内磷复肥绝对龙头，一体化优势显著

云天化（600096）于1997年7月在上海证券交易所上市，公司总部位于云南省，主要业务包括磷肥、氮肥、复合肥等肥料及现代农业、磷矿采选、精细化工、商贸物流等产业，其中磷矿、聚甲醛产能居国内第一，磷复肥产能居亚洲前列。云南省国资委合计持有公司39.94%的股权，为公司的实际控制人。

图1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

截止2020年底，公司拥有化肥总产能881万吨，其中磷酸二铵产能445万吨、磷酸一铵产能70万吨、复合肥产能126万吨、氮肥（尿素）产能200万吨、饲料级磷酸氢钙产能50万吨，并具备1450万吨磷矿石原矿生产能力，浮选生产能力750万吨，是国内最大的磷矿采选企业之一。同时，公司亦具备聚甲醛、黄磷、氟化铝、无水氟化氢等精细化学品的生产能力。

表1 公司各项产品产能

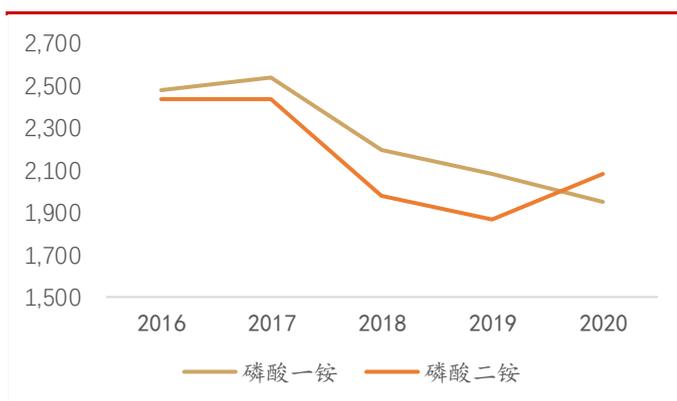
产品	产能（万吨）	20年产量（万吨）	20年销量（万吨）	备注
磷酸二铵	445	489	499	
磷酸一铵	70			
尿素	200	165	162	
复合肥	126	132	148	
磷酸氢钙	50	53	52	
聚甲醛	9	9.2	10.2	
黄磷	3	3.21		
磷矿	1450	1123		
氟化铝	3.5	3.01		参股云天化氟化学
无水氟化氢	3	2.7		参股瓮福云天化
电子级氢氟酸	2			参股氟磷电子（与多氟多合作，在建）
白炭黑	1.5			
六氟磷酸锂	0.5			

资料来源：公司公告，华西证券研究所

近年来，随着行业供给侧改革不断推进，国内磷酸一铵/二铵（以下简称“磷铵”）整体产能呈现下行趋势，特别是 2019 年国家开展“三磷整治”以来，行业中小落后产能加速出清，CR10 分别由 2016 年的 46%/78% 提升至 2020 年的 60%/91%，产能逐步向头部企业集中。

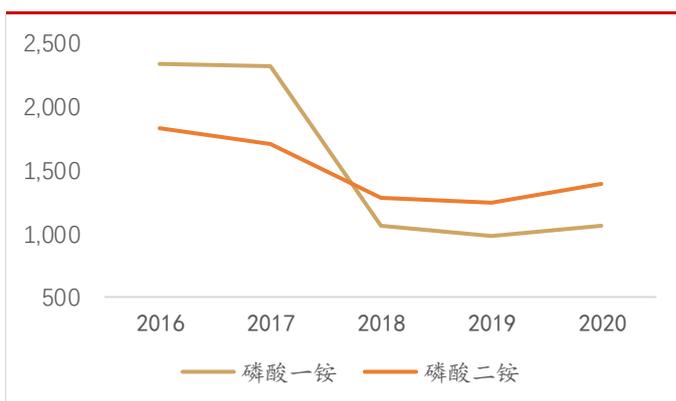
同时受国家“减量增效”的政策指导，我国磷铵产量和消费明显下降，出口海外数量保持平稳，我国磷酸一铵/二铵表观消费量分别由 2016 年的 2201 万吨、1151 万吨下降至 2020 年的 803 万吨、801 万吨，而在此期间公司磷铵销量由 2016 年的 394 万吨增长至 2020 年的 490 万吨，年均复合增速 5.6%，马太效应明显。

图 2 磷酸一铵/二铵产能（万吨）



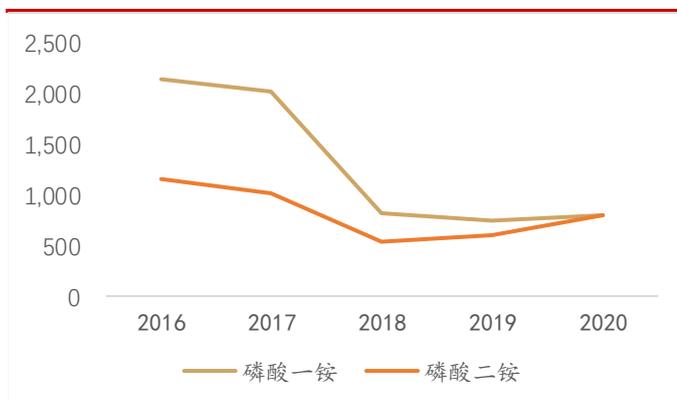
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 3 磷酸一铵/二铵产量（万吨）



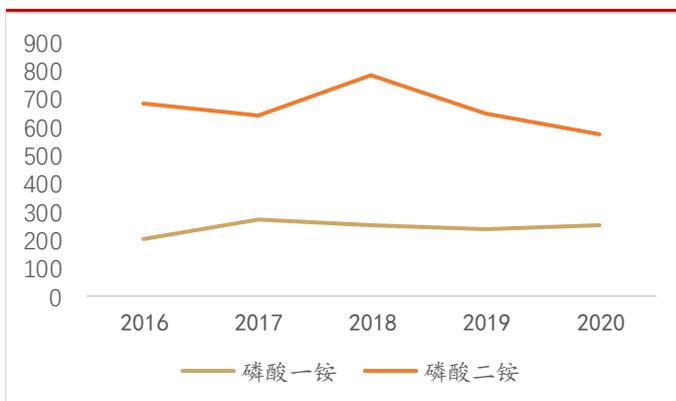
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 磷酸一铵/二铵表观消费（万吨）



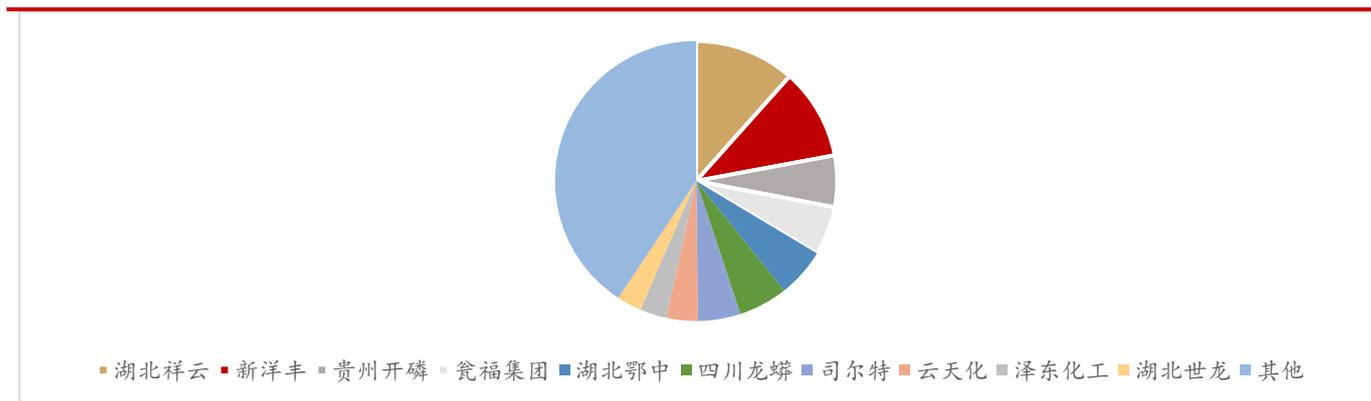
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 5 磷酸一铵/二铵出口量（万吨）



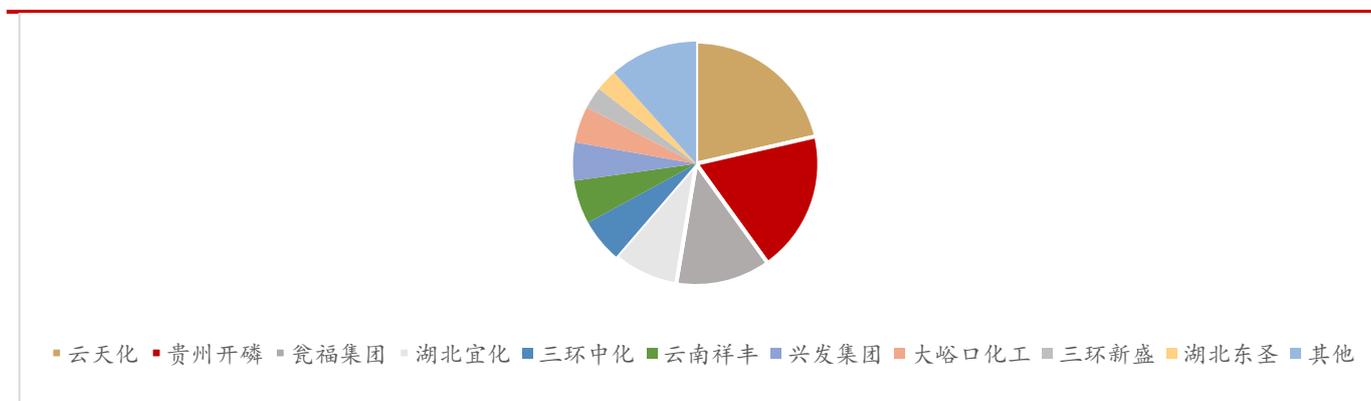
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2020 年国内磷酸一铵产能分布 (%)



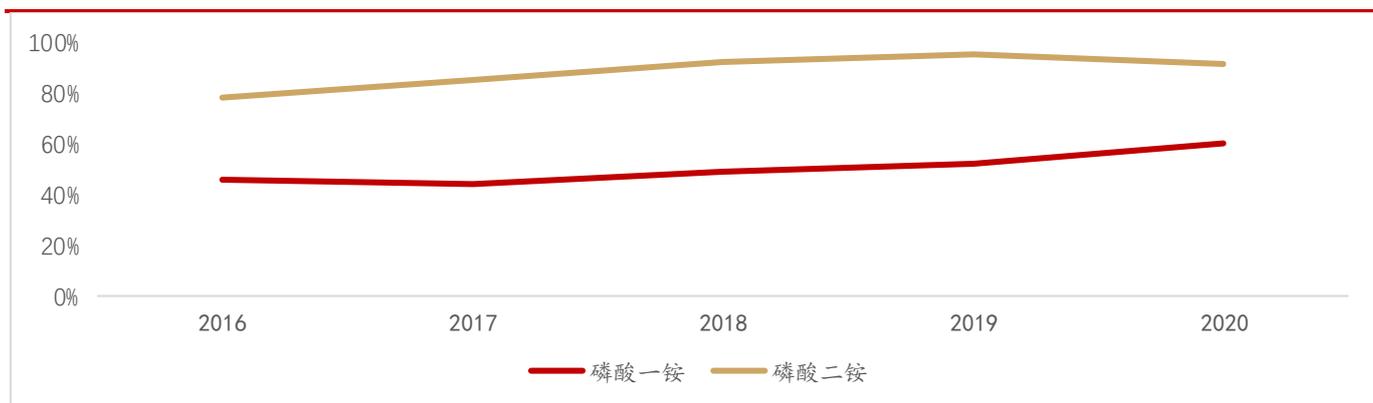
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 7 2020 年国内磷酸二铵产能分布 (%)



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 8 国内磷酸一铵/二铵 CR10 集中度持续上行 (%)

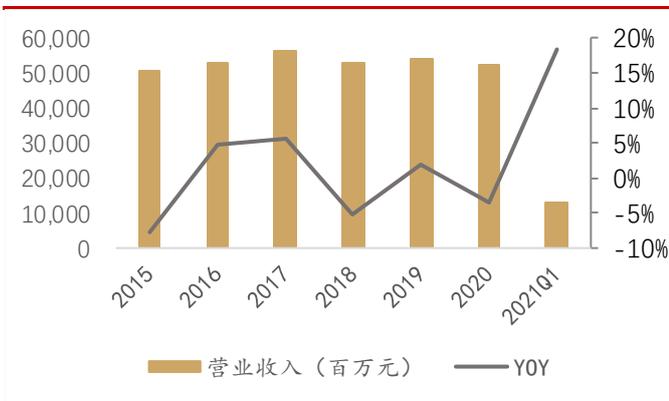


资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

## 2. 有息负债大幅下降，增强盈利能力

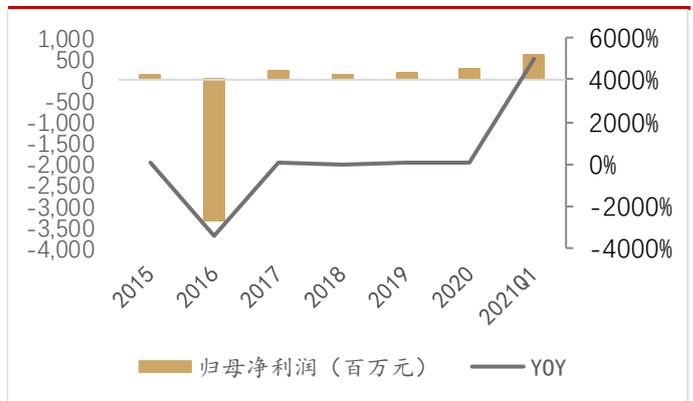
近年来公司收入体量保持平稳，2021年Q1公司实现归母净利润5.75亿元，同比增长接近5000%，盈利能力显著改善。一方面，从2020年Q4起，磷化工处于景气持续上行周期，公司各项产品盈利能力显著提升，同时，从2020年起公司三费费率均显著下降，2020年公司有息负债规模下降85亿元，同时综合融资成本下降超过100BP，财务费用率由此前的4%左右下降至2020年3.04%，2021年Q1公司财务费用更是下降至2%左右的历史最低水平。由于公司年均营业收入在500亿元左右，三费率率的下降对公司归母净利润影响尤为显著。未来随着公司对部分高额负债企业的剥离，以及盈利能力增强后对有息负债的持续偿还，公司负债率、财务费用有望进一步下行，显著增强盈利能力。

图9 公司营业收入（百万元）



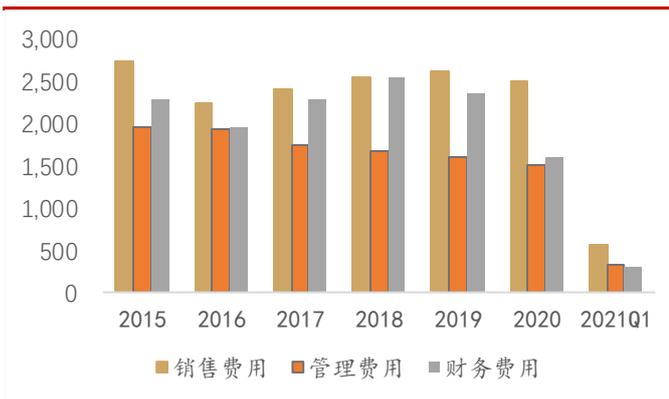
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图10 公司归母净利润（百万元）



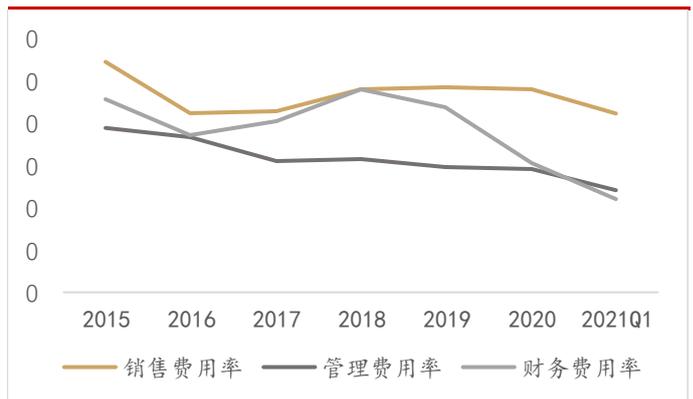
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图11 公司三费情况（百万元）



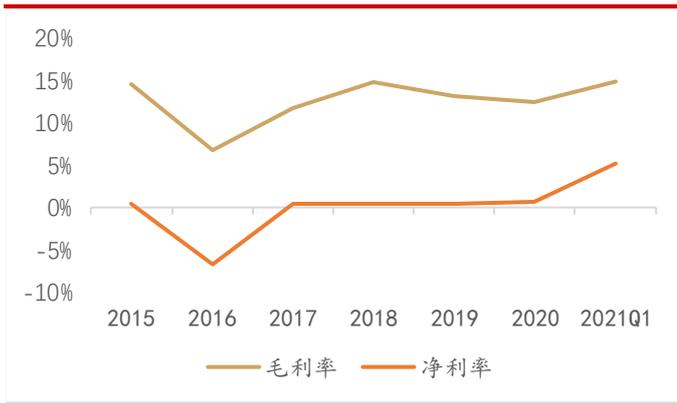
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图12 公司三费率持续改善（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 公司利润率上行 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 公司资产负债率持续下行 (%)

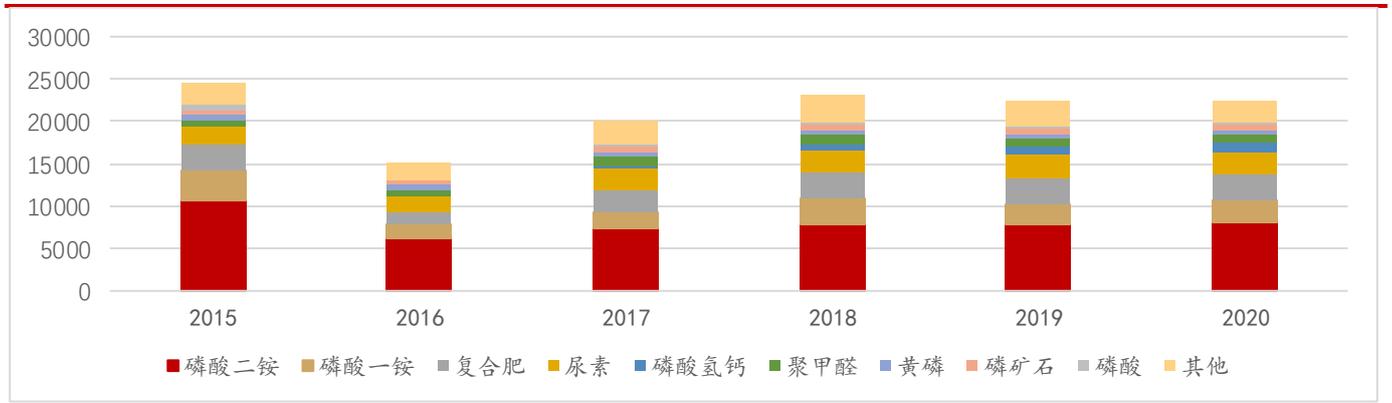


资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 磷化工持续景气，磷复肥业绩弹性极大

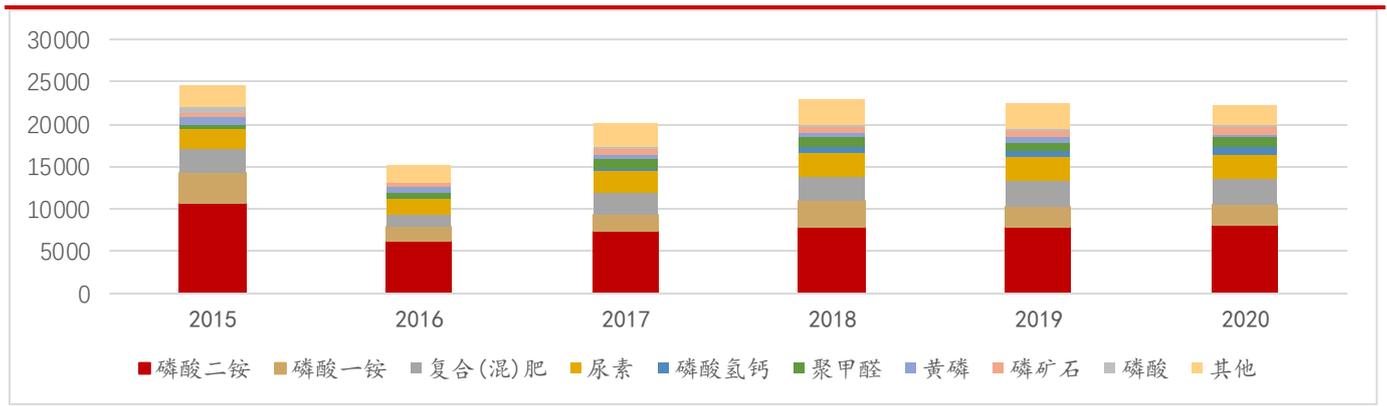
公司主要利润来源包括磷酸二铵、磷酸一铵、复合肥、尿素、饲料级磷酸氢钙和聚甲醛，以上业务 2020 年在公司收入结构中占比为 35.31% (收入端贸易业务占比近 40%)，毛利润占比为 79.05%，其中磷酸一铵、磷酸二铵和尿素为最核心利润来源，2020 年贡献了公司 65% 以上的毛利润。2020 年下半年以来，下游需求增加带动化肥价格持续上涨，磷酸一铵、二铵价格自去年 Q3 至今涨幅分别高达 43%、49%，使公司盈利能力大幅提升。公司作为全国磷铵龙头，磷铵产能高达 515 万吨，磷铵价格每上涨 100 元/吨，将增厚公司净利润 4.38 亿元，业绩弹性极大。

图 15 公司主要产品历史收入情况 (百万元)



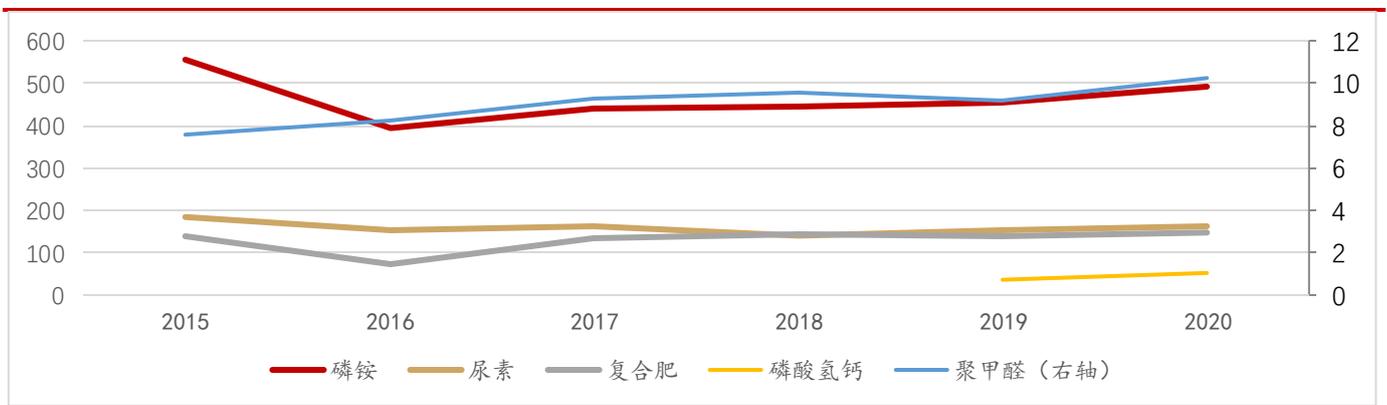
资料来源：公司公告，华西证券研究所 注：剔除贸易板块

图 16 公司主要产品历史毛利润情况（百万元）



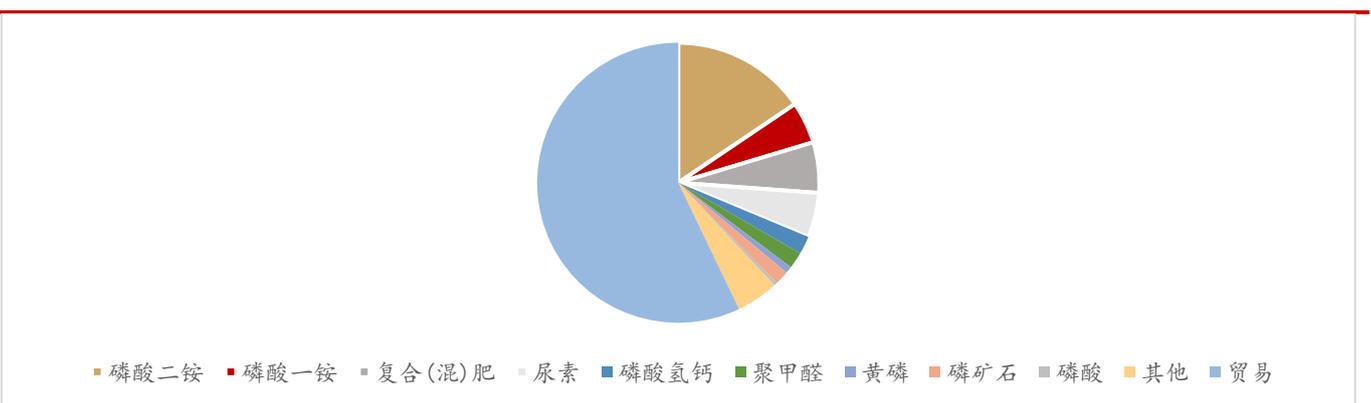
资料来源：公司公告，华西证券研究所 注：剔除贸易板块

图 17 公司各项产品销量（万吨）



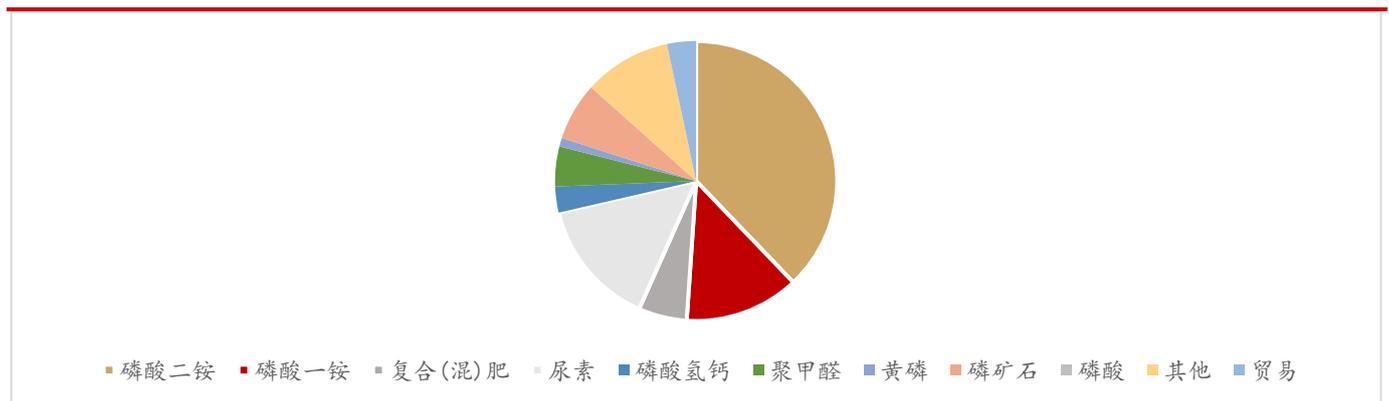
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 2020 年收入构成（%）



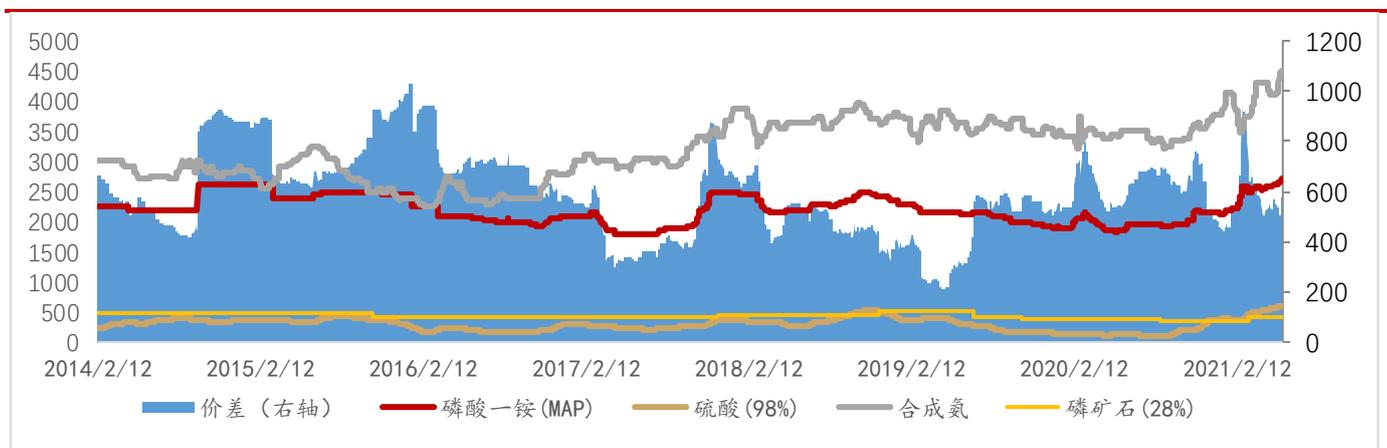
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 19 2020 年毛利润构成 (%)



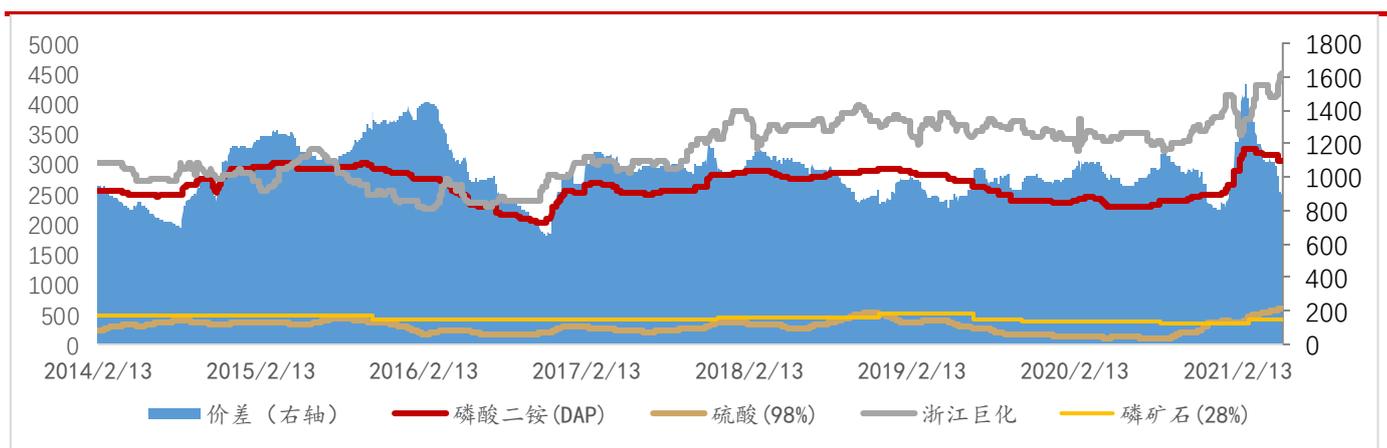
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 磷酸一铵价差 (元/吨)



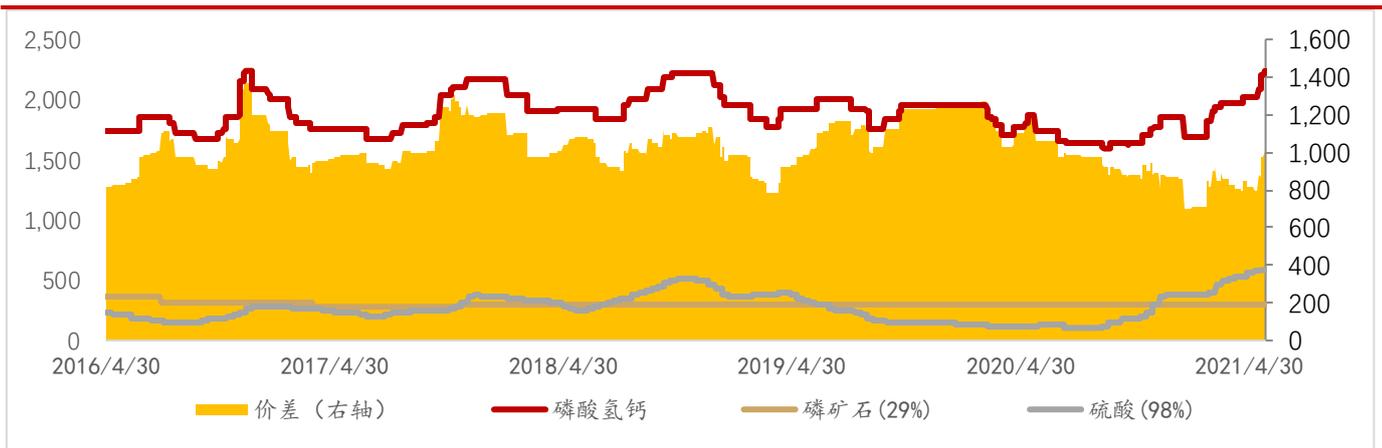
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 21 磷酸二铵价差 (元/吨)



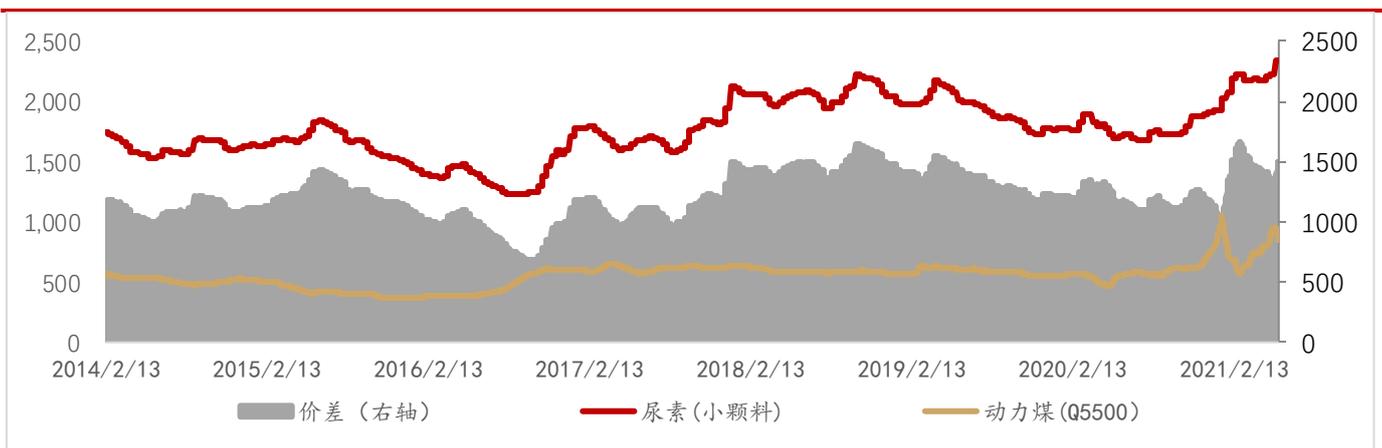
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 22 磷酸氢钙价差（元/吨）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 23 尿素价差（元/吨）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 24 复合肥价差（元/吨）



资料来源：WIND，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 25 聚甲醛价格（元/吨）



资料来源：WIND，华西证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 536.20/547.86/560.10 亿元，同比 +2.9%/+2.2%/+2.2%，归母净利润分别为 16.15/18.42/21.72 亿元，同比 +493.5%/+14.1%/17.9%，EPS 分别为 0.88/1.00/1.18 元，对应 2021 年 6 月 10 日收盘价 PE 分别为 15/13/11 倍，估值对比行业可比公司均值具备优势。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司估值表

公司名称	总市值/亿元	EPS (元)				PE			
	2021/6/10	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
川发龙蟒	138	0.50	0.33	0.38	0.45	20.63	23.94	20.33	17.52
新洋丰	190	0.75	0.91	1.10	1.34	19.87	15.96	13.20	10.86
云图控股	85	0.49	0.72	0.89	1.06	17.00	11.72	9.44	7.89
华鲁恒升	593	1.11	1.96	2.14	2.40	32.98	14.33	13.08	11.70
平均						22.62	16.49	14.01	11.99
云天化	192	0.15	0.88	1.00	1.18	86.93	14.65	12.84	10.89

资料来源：WIND，华西证券研究所

表 3 公司收入拆分

产品	项目	2020	2021E	2022E	2023E
磷酸二铵	收入 (百万元)	8076	8750	9188	9647
	成本 (百万元)	5633	5950	6156	6415
	毛利润 (百万元)	2443	2800	3032	3232
	毛利率 (%)	30.3%	32.0%	33.0%	33.5%
磷酸一铵	收入 (百万元)	2515	2641	2773	2911
	成本 (百万元)	1665	1731	1798	1868
	毛利润 (百万元)	850	910	974	1044
	毛利率 (%)	33.8%	34.45%	35.14%	35.85%
复合肥	收入 (百万元)	3045	3197	3357	3525
	成本 (百万元)	2686	2813	2946	3084
	毛利润 (百万元)	359	384	412	441
	毛利率 (%)	11.78%	12.02%	12.26%	12.50%
尿素	收入 (百万元)	2691	2825	2966	3115
	成本 (百万元)	1740	1808	1877	1947
	毛利润 (百万元)	950	1018	1090	1167
	毛利率 (%)	35.31%	36.02%	36.74%	37.47%
磷酸氢钙	收入 (百万元)	1085	1139	1196	1256
	成本 (百万元)	892	932	975	1019
	毛利润 (百万元)	193	207	222	238
	毛利率 (%)	17.82%	18.18%	18.54%	18.91%
聚甲醛	收入 (百万元)	987	1036	1088	1143
	成本 (百万元)	691	719	748	778
	毛利润 (百万元)	296	317	340	364
	毛利率 (%)	30.03%	30.63%	31.24%	31.87%
黄磷	收入 (百万元)	406	426	447	470
	成本 (百万元)	341	357	374	391
	毛利润 (百万元)	64	69	74	79
	毛利率 (%)	15.88%	16.20%	16.52%	16.85%
其他	收入 (百万元)	3553	3731	3918	4113
	成本 (百万元)	2482	2584	2689	2798
	毛利润 (百万元)	1071	1147	1228	1316
	毛利率 (%)	30.14%	30.74%	31.36%	31.98%
贸易	收入 (百万元)	29753	30300	30300	30300
	成本 (百万元)	29539	30000	30000	30000
	毛利润 (百万元)	214	300	300	300
	毛利率 (%)	0.72%	0.99%	0.99%	0.99%
综合	收入 (百万元)	52111	53620	54786	56010
	成本 (百万元)	45670	46537	47188	47910
	毛利润 (百万元)	6441	7083	7598	8101
	毛利率 (%)	12.36%	13.21%	13.87%	14.46%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 5. 风险提示

**化肥行业景气下滑的风险：**去年疫情以来，国家高度重视粮食安全，化肥需求提升带动相关产品价格持续上涨，如未来中美贸易摩擦得到解决，粮食进口恢复，以及全球疫情逐步稳定后粮食进出口恢复正常，化肥产品可能面临下游需求下滑、价格下降的风险。

**出口业务不及预期的风险：**公司产品出口占比近三成，2021 年海外对单质磷肥的需求尤其旺盛，未来海外供给恢复，对国内需求有下行的风险。

**安全环保风险：**磷石膏一直以来为磷化工行业的难题，磷石膏的消纳关系到公司的生产经营指标，若公司未来不能合理消纳磷石膏，生产指标将会受到影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	52,111	53,620	54,786	56,010	净利润	395	1,899	2,167	2,555
YoY (%)	-3.5%	2.9%	2.2%	2.2%	折旧和摊销	2,186	2,416	2,494	2,462
营业成本	45,671	46,537	47,188	47,910	营运资金变动	53	-227	-92	61
营业税金及附加	458	471	481	492	经营活动现金流	4,565	5,531	5,636	5,993
销售费用	2,499	2,145	2,301	2,520	资本开支	-421	-1,325	-2,225	-1,875
管理费用	1,427	1,072	1,205	1,232	投资	-891	-98	-25	-83
财务费用	1,584	1,218	1,043	896	投资活动现金流	-1,401	-1,208	-2,029	-1,732
资产减值损失	-115	-150	-28	-40	股权募资	2,070	0	0	0
投资收益	212	218	223	228	债务募资	31,174	-6,774	-2,518	-3,376
营业利润	674	2,370	2,890	3,278	筹资活动现金流	-1,663	-8,289	-4,279	-4,976
营业外收支	-35	4	-1	-2	现金净流量	1,488	-3,966	-672	-715
利润总额	638	2,374	2,889	3,276					
所得税	243	475	722	721	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	395	1,899	2,167	2,555	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	272	1,615	1,842	2,172	营业收入增长率	-3.5%	2.9%	2.2%	2.2%
YoY (%)	79.1%	493.5%	14.1%	17.9%	净利润增长率	79.1%	493.5%	14.1%	17.9%
每股收益	0.15	0.88	1.00	1.18	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	12.4%	13.2%	13.9%	14.5%
					净利润率	0.8%	3.5%	4.0%	4.6%
					总资产收益率 ROA	0.5%	3.2%	3.7%	4.4%
					净资产收益率 ROE	4.2%	19.5%	17.6%	16.8%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	0.60	0.63	0.66	0.73
					速动比率	0.39	0.33	0.34	0.37
					现金比率	0.25	0.17	0.17	0.16
					资产负债率	83.9%	78.9%	73.4%	67.2%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.98	1.06	1.11	1.14
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.15	0.88	1.00	1.18
					每股净资产	3.50	4.52	5.68	7.04
					每股经营现金流	2.48	3.01	3.07	3.26
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	86.93	14.65	12.84	10.89
					PB	1.73	2.85	2.27	1.83

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,845	5,879	5,207	4,492
预付款项	2,131	3,674	3,380	3,349
存货	6,015	6,681	6,588	6,752
其他流动资产	5,254	5,606	5,543	5,775
流动资产合计	23,245	21,840	20,718	20,368
长期股权投资	2,398	2,410	2,412	2,444
固定资产	19,578	17,638	16,981	15,991
无形资产	4,003	4,926	5,417	5,993
非流动资产合计	29,744	28,777	28,790	28,551
资产合计	52,989	50,617	49,509	48,919
短期借款	27,919	21,345	19,327	16,052
应付账款及票据	4,533	5,857	5,520	5,746
其他流动负债	6,280	7,203	6,488	6,164
流动负债合计	38,731	34,405	31,336	27,962
长期借款	3,301	3,101	2,601	2,501
其他长期负债	2,412	2,412	2,412	2,412
非流动负债合计	5,713	5,513	5,013	4,913
负债合计	44,445	39,918	36,349	32,875
股本	1,838	1,838	1,838	1,838
少数股东权益	2,115	2,400	2,725	3,108
股东权益合计	8,544	10,698	13,160	16,044
负债和股东权益合计	52,989	50,617	49,509	48,919

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

毛晓龙：助理分析师，化学工程与工艺学士，工商管理硕士，五年化工实业经验，两年买方从业经验，2020年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。