

证券研究报告—动态报告

基础化工

农用化工

云天化(600096)

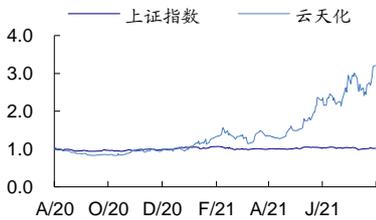
买入

2021年半年度报告点评

(调低评级)

2021年08月17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)	1,837/1,683
总市值/流通(百万元)	35,205/32,253
上证综指/深圳成指	3,517/14,694
12个月最高/最低(元)	19.88/4.89

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码: S0980520120002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

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

单质肥顺周期超预期, 公司盈利能力显著提升

- 行业顺周期背景下, 公司盈利能力显著提升, Q2 业绩继续亮眼**

8月16日, 公司公布《2021年半年度报告》: 受益于国内磷肥市场呈现紧平衡状态, 产品价格恢复性上涨、尿素产品市场价格同比整体上升等因素影响, 作为国内具有资源优势、规模优势和安全环保竞争优势的化肥生产企业, 云天化公司盈利能力得到显著提升。2021H1, 公司实现营收 309.30 亿元, 同比+20.56%; 实现归母净利润 15.72 亿元, 上年同期为净亏损 2150.98 万元, 实现扭亏为盈。即 2021 年 Q2 单季度, 公司实现营收 177.22 亿元, 同比+22.29%; 实现归母净利润 9.97 亿元, 同比+3140.14%。
- 磷肥及化肥业务: 磷化工产业链共振, 化肥行业景气度持续向上**

云天化公司化肥总产能 876 万吨, 其中基础磷肥总产能 555 万吨, 是国内产能最大的磷肥生产企业之一, 复合(混)肥产能 121 万, 尿素产能 200 万吨。截至 8 月 16 日, 磷酸一铵价格已分别较去年同期、年初、上季度、上月上涨 82.54%、64.32%、39.01%、8.68%; 磷酸二铵价格已分别较去年同期、年初、上季度上涨 49.89%、38.72%、8.67%、3.03%; 今年以来尿素价格上涨幅度超过 50%。2021H1, 公司分别实现磷铵、尿素产量 258.32、88.45 万吨, 分别同比+9.83%、+7.20%; 销量 232.86、85.94 万吨, 分别同比-0.13%、+5.89%; 而营业收入则分别增长+36.46%、+38.84%。单质肥行业景气度显著提振, 涨价幅度大超预期。我们继续看好三季度秋季追肥行情。此外, 上游磷矿石资源属性凸显, 全球磷化工产品定价权将向中国倾斜, 我们看好磷化工产业链产品价格有望持续上涨。
- 聚甲醛业务景气上行, 精细磷化工及氟化工业务打造新增长极**

自 2020 年 Q4 起, 受美国德州寒灾影响, 中国率先实现复产复苏等, 公司聚甲醛产品价格大幅上行。2021H1, 公司实现聚甲醛产量、销量、营业收入分别为 5.42 万吨、4.75 万吨、6.29 亿元, 分别同比增长 34.16%、6.26%、60.75%。此外, 精细磷化工及氟化工业务将为公司打造新增长极。
- 风险提示:**

下游需求不及预期; 新项目投产进度低于预期; 产品价格大幅下滑等。
- 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。**

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 35.83/34.29/30.53 亿元, 同比 +1217.2%/-4.3%/-11.0%, 摊薄 EPS 为 1.95/1.87/1.66 元, 对应 PE 为 9.8/10.3/11.5 倍, 首次覆盖, 给予“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)	53,976	52,111	63,997	66,052	67,232
(+/-%)	1.9%	-3.5%	22.8%	3.2%	1.8%
净利润(百万元)	152	272	3583	3429	3053
(+/-%)	23.7%	79.1%	1217.2%	-4.3%	-11.0%
每股收益(元)	0.11	0.15	1.95	1.87	1.66
EBIT Margin	4.7%	3.9%	9.4%	8.7%	7.6%
净资产收益率(ROE)	3.5%	4.2%	36.2%	25.9%	18.9%
市盈率(PE)	180.7	129.5	9.8	10.3	11.5
EV/EBITDA	18.3	20.0	9.5	10.0	11.2
市净率(PB)	6.27	5.48	3.56	2.66	2.17

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

行业顺周期背景下，公司盈利能力显著提升，给予“买入”评级

2021年8月16日晚，公司公布《2021年半年度报告》：2021H1，受益于国内磷肥市场呈现紧平衡状态，产品价格恢复性上涨、尿素产品市场价格同比整体上升、复合肥受原材料价格上涨等因素影响，作为国内具有资源优势、规模优势和安全环保竞争优势的化肥生产企业，云天化公司盈利能力得到显著提升。云天化目前具备化肥总产能 876 万吨/年，其中基础磷肥总产能 555 万吨/年，是国内产能最大的磷肥生产企业之一，复合（混）肥产能 121 万吨/年，尿素产能 200 万吨/年，业绩弹性十分可观。2021H1，公司实现营业收入 309.30 亿元，同比增长 20.56%；实现归母净利润 15.72 亿元，上年同期为净亏损 2150.98 万元，实现扭亏为盈；实现基本每股收益 0.86 元，上年同期基本每股收益-0.015 元。2021H1 的归母净利润处于此前《2021 年半年度业绩预盈公告》预计的 15-16 亿元的偏上限位置。即 2021 年 Q2 单季度，公司实现营业收入 177.22 亿元，同比增长 22.29%；实现归母净利润 9.97 亿元，同比增长 3140.14%。在一季度业绩大幅改善的基础上，二季度公司业绩表现依旧强势，基本符合我们预期。我们看好公司将持续协同发展肥料及现代农业、磷矿采选、精细化工、商贸物流四大业务，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 35.83/34.29/30.53 亿元，同比+1217.2%/-4.3%/-11.0%，摊薄 EPS 为 1.95/1.87/1.66 元，对应 PE 为 9.8/10.3/11.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

磷肥及化肥业务：磷化工产业链共振，化肥行业景气度持续向上

自 2020 年 8 月份以来，受气候、疫情、季节性波动、国际市场招标及价格带动、国家化肥商业储备实施、上游原料合成氨、硫磺、磷矿石价格稳中上行、部分生产地区限电、环保限产等综合因素影响，全国氮、磷、钾三大主要化肥价格稳中有涨。同时，国际市场需求量价齐升，磷酸一铵、二铵需求继续维持“淡季不淡”的态势。供给端行业洗牌多年全国磷肥产量总体下降，当前社会库存降至较低水平，场内货源延续偏紧态势；同时，全球作物的价格高企有望带动农资的需求回暖，并拉动化肥整体景气度上升。

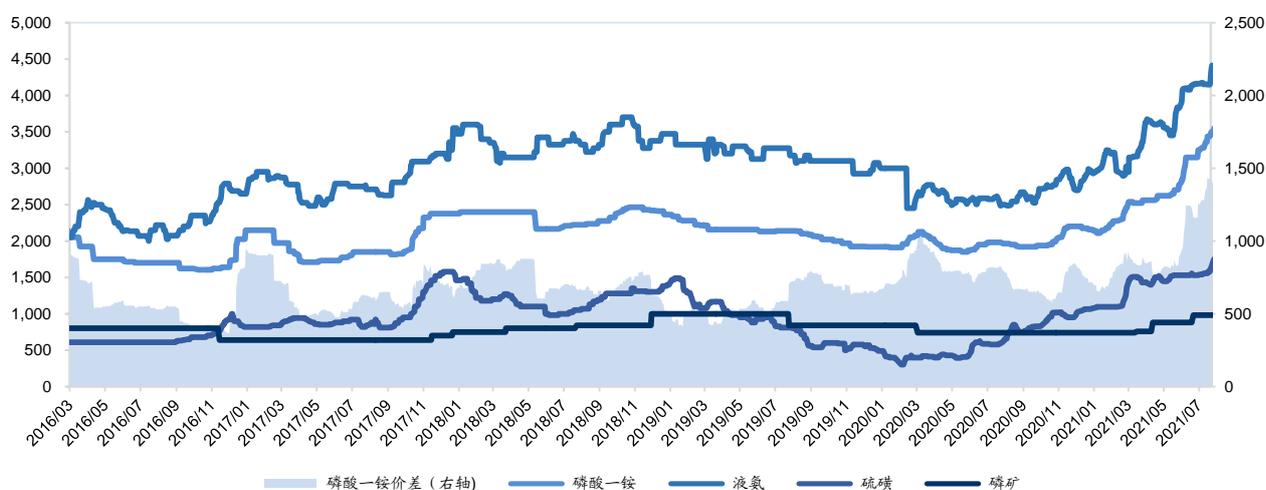
据百川盈孚数据，截至 8 月 16 日，**磷酸一铵方面**，华中区域 55%粉状主流价格 3450-3550 元/吨，58%粉状价格 3650-3750 元/吨，60%粉状价格 3750-3850 元/吨左右，新价格小单成交；河南地区 55%粉状出厂价格 3450 元/吨，企业待发充足，库存低位，市场供不应求，受河南限电及保供政策等因素影响，目前企业控制接单；西南地区企业目前开工正常，前期预收充足，四川地区 55%粉状一铵主流价格上调到 3400 元/吨；华东地区部分企业报价上调，安徽司尔特前期订单为主，55%粉状出厂报价 3560 元/吨，安徽地区市场成交价格 3450-3550 元/吨；山东地区 55%粉状一铵到站价 3600 元/吨左右，58%粉状到站价 3750 元/吨，60%粉状到站价 3900 元/吨。目前 55%颗粒出口 FOB 报价约 535-550 美元/吨；**磷酸二铵方面**，湖北地区部分企业恢复国内报价，主流出厂报价为 3500-3600 元/吨；西南地区 64%二铵主流出厂参考报价 3100-3200 元/吨；陕西地区 60%二铵主流参考出厂报价 3508 元/吨；内蒙地区 64%二铵主流参考出厂报价 3300 元/吨。山东 64%二铵到站价为 3400-3500 元/吨；64%二铵华北主流到站价 3400-3500 元/吨，57%二铵华北主流到站价 3150-3180 元/吨；64%二铵华东到站价 3380 元/吨；64%二铵新疆到站价 3650-3750 元/吨；中国二铵出口 FOB 主流参考报价在 614-617 美元/吨。

据百川盈孚统计，截至 8 月 16 日，磷酸一铵价格已分别较去年同期、年初、上季度、上月上涨 82.54%、64.32%、39.01%、8.68%；磷酸二铵价格已分别

较去年同期、年初、上季度上涨 49.89%、38.72%、8.67%、3.03%。一铵价差持续扩大中，二铵维持较好的盈利水平。目前，国内磷肥货源仍然偏紧，二铵企业积极响应国家保障秋季用肥安全的号召，部分企业已逐步限制出口接单；下游复合肥处于秋季备肥阶段，经销商按需采购，一铵整体强势运行。

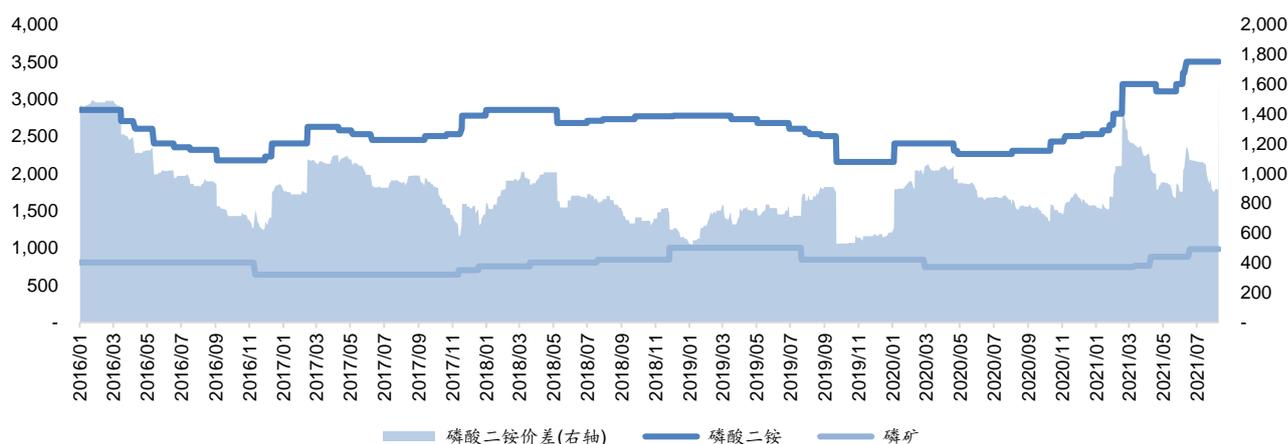
此外，8月4日，市场监管总局对涉嫌哄抬价格的化肥企业立案调查。针对化肥市场哄抬炒作、价格快速上涨的问题，近日，市场监管总局根据举报线索，对涉嫌哄抬钾肥等化肥品种价格的生产和经销企业立案调查。下一步，市场监管总局将继续密切关注化肥价格秩序，加大监管执法力度，严厉查处囤积居奇、哄抬价格、串通涨价等违法行为。我们看好具备产业链一体化优势、原料自给配套、维护市场秩序并有序供应的云天化公司。

图 1：磷酸一铵产品价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所

图 2：磷酸二铵产品价格与价差（元/吨）

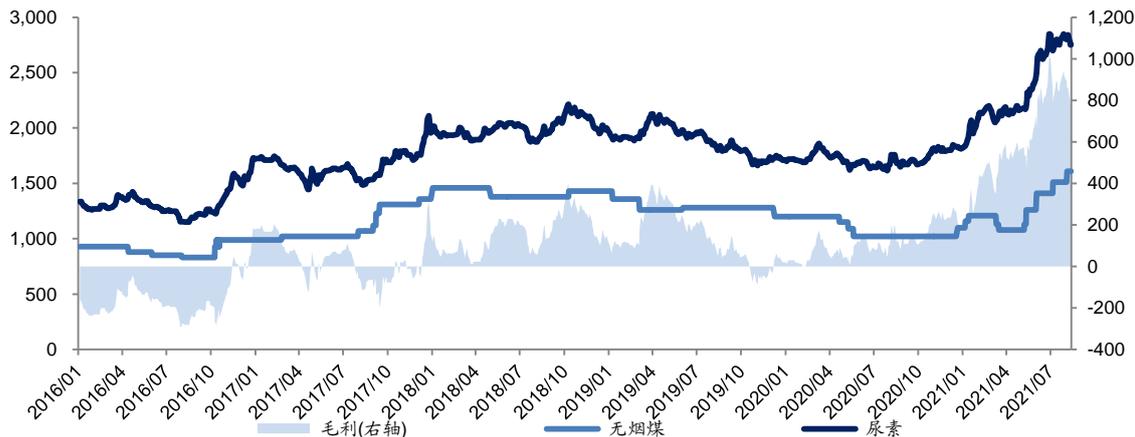


资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所

近期国内尿素价格持续大幅上涨，目前山东地区尿素小颗粒价格约 2700 元/吨，江苏地区小颗粒价格约 2780 元/吨，今年以来尿素价格上涨幅度超过 50%，近期由于煤炭、天然气等原材料价格的大幅上涨，推动了春耕结束后尿素价格的快速上行，卓创资讯测算目前国内煤头工艺税前毛利约 500 元/吨，气头工艺税

前毛利已经超过 1000 元/吨，目前国内尿素日产量已经恢复到 16 万吨的较高水平，但行业库存仍然处于五年以来的最低水平，较去年同期下降 87%，对于新一轮的印度招标，中国报价已经上涨至 FOB 455 美元/吨，南美市场已经出现 CFR 超过 500 美元/吨的成交价格，全球范围内尿素供应紧张，出口的持续回暖、海外尿素价格的上行及原材料价格的上涨都推动了今年以来尿素价格的上行，考虑到四季度的冬储备肥和取暖开始后对行业开工率的影响，我们认为下半年尿素价格有望继续上涨。

图 3：尿素产品价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，百川盈孚，国信证券经济研究所

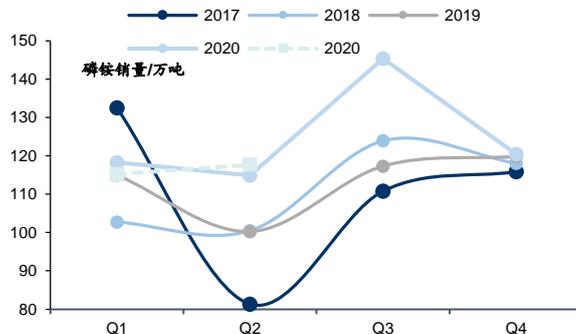
云天化公司化肥总产能 876 万吨/年，其中基础磷肥总产能 555 万吨/年，是国内产能最大的磷肥生产企业之一，复合（混）肥产能 121 万吨/年，尿素产能 200 万吨/年。我们看好公司将持续依托自身的磷矿、煤矿资源优势，形成以基础肥为主，功能肥、特种肥协同发展的产品格局，推进新型化肥产品的研发，打造差异化肥料体系，未来将继续推进肥料与现代农业融合、协同发展。受益于国内磷肥市场呈现紧平衡状态，产品价格恢复性上涨、尿素产品市场价格同比整体上升、复合肥受原材料价格上涨等因素影响，作为国内具有资源优势、规模优势和安全环保竞争优势的化肥生产企业，云天化公司盈利能力得到显著提升。据公司《主要经营数据公告》：2021H1，公司分别实现磷铵、尿素产量 258.32、88.45 万吨，分别同比+9.83%、+7.20%；销量 232.86、85.94 万吨，分别同比-0.13%、+5.89%；而营业收入则分别增长+36.46%、+38.84%。单质肥行业景气度显著提振。

图 4：云天化磷铵产品产量



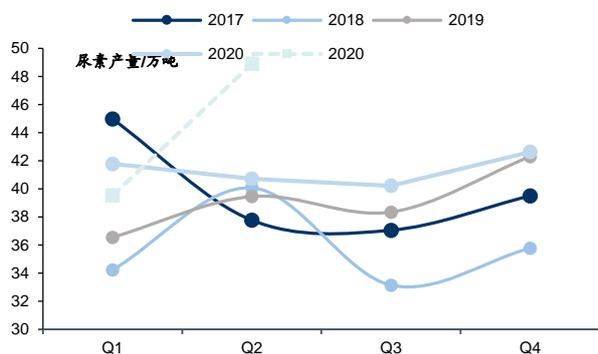
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 5：云天化磷铵产品销量



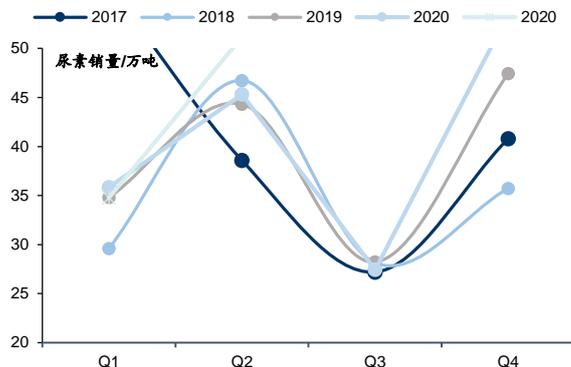
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 6: 云天化尿素产品产量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7: 云天化尿素产品销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

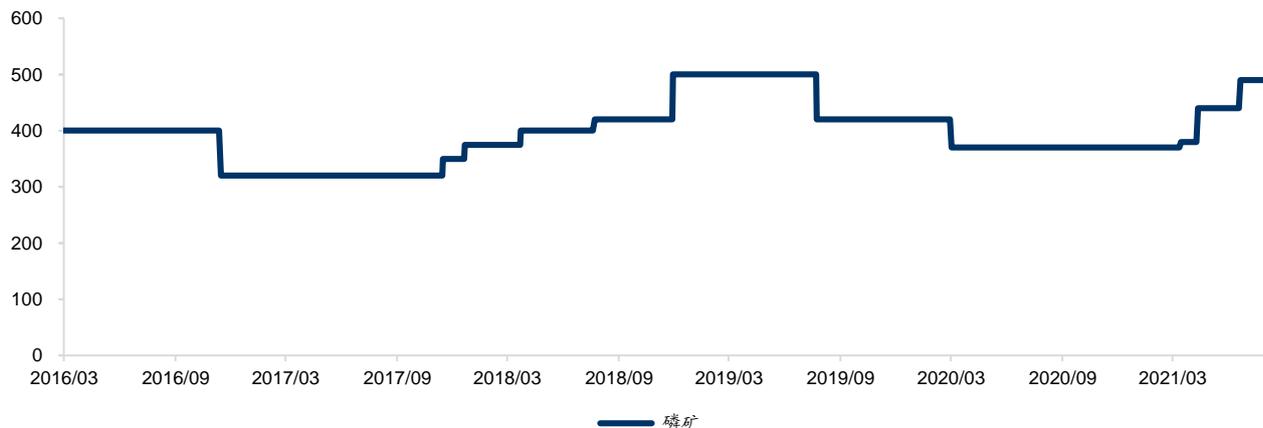
磷矿采选业务: 磷矿石资源品属性凸显, 公司为最大的磷矿采选企业之一

云天化公司开采自有磷矿资源, 利用先进的剥采、浮选技术生产符合化肥、磷化工生产品位要求的磷矿石, 作为磷肥、精细磷化工产品的主要生产原料, 同时结合自产情况和公司生产需求, 对外采购部分磷矿石, 并根据市场需求对外销售部分自产磷矿石产品, 实现磷矿资源高效利用。公司拥有丰富的磷矿资源储备, 现有原矿生产能力 1,450 万吨/年, 擦洗选矿生产能力 618 万吨/年, 浮选生产能力 750 万吨/年, 是我国最大的磷矿采选企业之一。

我们认为磷化工产业链由于最上游磷矿石资源品属性, 以及重要中间产物黄磷的高能耗、高污染问题, 行业景气度发生了较大变化, 同时行业集中度在贵州瓮福、开磷两家磷化工巨头整合后显著提升, 全球磷化工产品定价权将向中国倾斜, 因此未来磷化工产业链的相关产品价格将有望持续上涨, 行业景气度将持续上行, 草甘膦、磷肥、磷矿石等重要产品价格仍处于上行周期。

据百川盈孚数据, 截至 8 月 16 日, 贵州地区 30%品位磷矿石车板报价 550 元/吨, 四川地区 30%品位磷矿石马边县城交货价 530 元/吨, 湖北地区 28%品位磷矿石船板价 550-570 元/吨, 较年初上涨 43.58%, 较上季度上涨 26.06%。从下游来看, 黄磷、草甘膦、磷酸、磷酸铁等磷化工产品价格的持续上涨对磷矿石价格具有一定支撑, 8-10 月份为磷肥的传统用肥旺季, 磷肥行业的高景气度持续拉动磷矿石需求, 同时过去几年在三磷整治和长江经济带环保治理的大背景下, 磷矿石行业集中度持续提升, 行业格局持续改善, 我们认为中期磷矿石价格仍然具备上行空间。

图 8: 磷矿石价格走势 (元/吨)



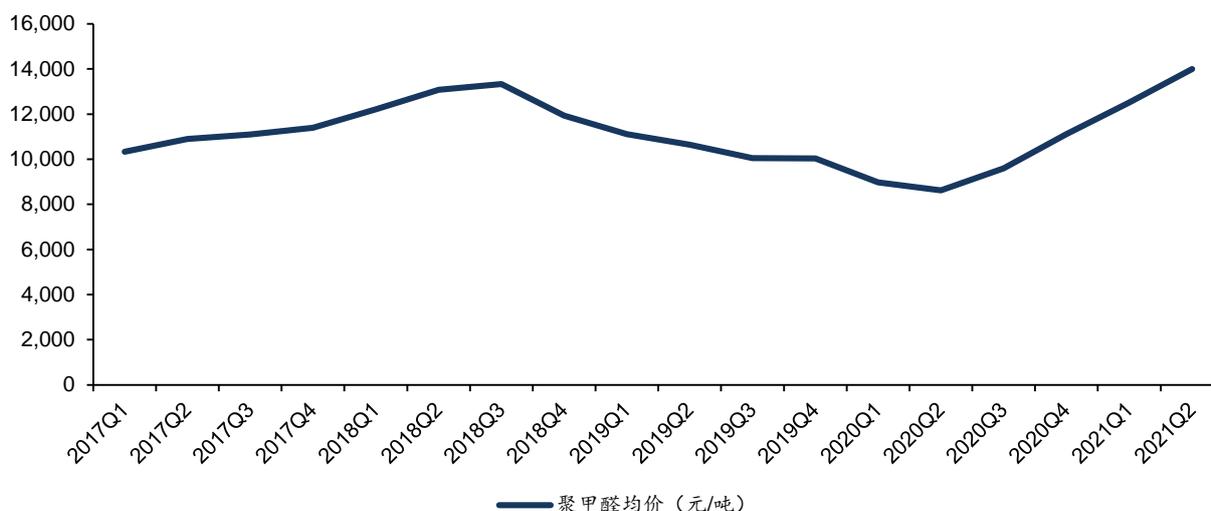
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

聚甲醛业务: 云天化牌聚甲醛产品在国内聚甲醛市场具有较大的影响力, 近期行业景气度持续提升

聚甲醛是产能仅次于尼龙和 PC 的第三大通用工程塑料, 该产品具有耐摩擦、耐磨耗及承受高负荷的优点, 被誉为“夺钢”、“赛钢”等称号, 在汽车、电子电器、机械、仪表及日用消费品生产有广泛的应用。2019 年, 世界聚甲醛产能约 185 万吨/年, 主要生产企业有杜邦、泰科纳 (塞拉尼斯子公司)、巴斯夫、日本宝理、三菱、韩国工程塑料等公司, 泰科纳和杜邦是世界上最大的聚甲醛生产企业, 其生产能力分别约占世界总产能的 20.5% 和 12.9%。美国、德国、日本、韩国、泰国、马来西亚及中国均形成产业化聚甲醛生产。2019 年参与全球性国际贸易的聚甲醛总量约为 108 万吨, 中国是最大进口国, 进口量占到全球总出口量的近 30%。韩国、德国和马来西亚是世界前三出口国, 其出口量占到总出口量的 43%。聚甲醛是国内化工新材料产业发展的热点, 尤其是中西部地区规划项目较多。

云天化公司生产聚甲醛、季戊四醇和甲醇产品, 生产基地分布在云南水富和重庆长寿。公司水富基地采购煤作为原料生产甲醇, 部分作为生产聚甲醛和季戊四醇产品的原料, 部分直接对外销售; 重庆基地生产聚甲醛产品使用的原料甲醇对外采购。聚甲醛、季戊四醇产品主要通过子公司直销、各级经销商进行分销、出口的模式实现销售。公司通过引进聚甲醛生产技术, 成为国内最早万吨级聚甲醛生产商, 目前拥有 9 万吨/年聚甲醛生产能力, 产品规模国内第一。经过 20 多年的技术革新和产业耕耘, 云天化牌聚甲醛产品在国内聚甲醛市场具有较大的影响力。近年来, 公司在不断提升通用聚甲醛 (M90、M270) 产品品质的基础上, 自主研发成功低释放甲醛、玻纤增强、耐磨、耐候、导电和纤维等多种聚甲醛新产品。自 2020 年 Q4 起, 受美国德州寒灾影响, 中国率先实现复产复苏等, 公司聚甲醛产品价格大幅上行。2021H1, 公司实现聚甲醛产量、销量、营业收入分别为 5.42 万吨、4.75 万吨、6.29 亿元, 分别同比增长 34.16%、6.26%、60.75%。

图 9：聚甲醛产品价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

精细磷化工及氟化工业务：打造公司新增长极

精细磷化工方面，公司生产销售饲料级磷酸氢钙、黄磷、五氧化二磷。公司设立磷化工产业子公司，开展热法磷酸深加工，打造磷矿—黄磷—精细磷酸盐及磷化物产业链；开展湿法磷酸深加工，打造磷矿—湿法磷酸—磷酸精制—磷酸盐产业链。正在研发和建设中的项目有工业级磷酸、食品级磷酸、阻燃剂、沥青改性剂、低砷黄磷等，这些在建和研发中的项目未对公司报告期经营业绩产生重大影响。公司现有黄磷产能 3 万吨/年，饲料级磷酸氢钙(生产磷酸一二钙和磷酸二氢钙)产能 50 万吨/年。饲料级磷酸氢钙生产装置为国内单体最大的装置，公司饲料级磷酸氢钙产品水溶磷含量高，除国内销售外还出口澳洲、东南亚等地区，在市场上深受好评。

氟化工方面，公司通过资本、资源和技术合作，以磷肥副产氟硅酸为原料，以氟化氢为核心，打造中高端产品群，纵向延伸氟化工产业链，提升氟资源利用价值。目前，参股公司生产销售的产品有无水氟化氢、氟化铝等，在建中的项目有电子级氢氟酸等生产线，其中在建的项目未对公司报告期经营业绩产生重大影响。

投资建议：首次覆盖，给与“买入”评级。公司作为磷化工行业领军企业，持续协同肥料及现代农业、磷矿采选、精细化工、商贸物流等四个领域的发展，未来将继续推进肥料与现代农业融合、协同发展。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 35.83/34.29/30.53 亿元，同比+1217.2%/-4.3%/-11.0%，摊薄 EPS 为 1.95/1.87/1.66 元，对应 PE 为 9.8/10.3/11.5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

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	9845	13026	20568	27932	营业收入	52111	63997	66052	67232
应收款项	2650	3156	3257	3316	营业成本	45671	53526	55878	57675
存货净额	6015	6421	6704	6923	营业税金及附加	458	576	595	605
其他流动资产	4577	5120	5284	5379	销售费用	2499	2304	2312	2320
流动资产合计	23245	27880	35972	43706	管理费用	1427	1544	1521	1545
固定资产	20751	19431	17943	16322	财务费用	1584	999	953	884
无形资产及其他	4003	3803	3603	3402	投资收益	212	200	220	240
投资性房地产	2592	2592	2592	2592	资产减值及公允价值变动	125	200	200	200
长期股权投资	2398	2498	2598	2698	其他收入	(136)	0	0	0
资产总计	52989	56204	62707	68721	营业利润	674	5448	5213	4642
短期借款及交易性金融负债	30350	28000	26000	24000	营业外净收支	(35)	0	0	0
应付款项	4533	4281	4469	4615	利润总额	638	5448	5213	4642
其他流动负债	3849	4474	8290	12130	所得税费用	243	817	782	696
流动负债合计	38731	36754	38759	40745	少数股东损益	123	1047	1002	893
长期借款及应付债券	3301	4001	4201	4401	归属于母公司净利润	272	3583	3429	3053
其他长期负债	2412	2412	2412	2412					
长期负债合计	5713	6413	6613	6813	现金流量表 (百万元)				
负债合计	44445	43168	45373	47559	净利润	272	3583	3429	3053
少数股东权益	2115	3131	4103	4969	资产减值准备	22	(1)	(7)	(9)
股东权益	6429	9905	13231	16193	折旧摊销	1924	2222	2296	2330
负债和股东权益总计	52989	56204	62707	68721	公允价值变动损失	(125)	(200)	(200)	(200)
					财务费用	1584	999	953	884
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2244)	(1083)	3449	3606
每股收益	0.15	1.95	1.87	1.66	其它	(789)	1018	980	875
每股红利	1.07	0.06	0.06	0.05	经营活动现金流	(939)	5538	9945	9655
每股净资产	3.50	5.39	7.20	8.81	资本开支	(1299)	(500)	(400)	(300)
ROIC	4%	13%	14%	14%	其它投资现金流	(132)	0	0	0
ROE	4%	36%	26%	19%	投资活动现金流	(1608)	(600)	(500)	(400)
毛利率	12%	16%	15%	14%	权益性融资	2070	0	0	0
EBIT Margin	4%	9%	9%	8%	负债净变化	554	700	200	200
EBITDA Margin	8%	13%	12%	11%	支付股利、利息	(1972)	(107)	(103)	(92)
收入增长	-3%	23%	3%	2%	其它融资现金流	2073	(2350)	(2000)	(2000)
净利润增长率	79%	1217%	-4%	-11%	融资活动现金流	1307	(1757)	(1903)	(1892)
资产负债率	88%	82%	79%	76%	现金净变动	(1240)	3180	7543	7363
息率	5.6%	0.3%	0.3%	0.3%	货币资金的期初余额	11086	9845	13026	20568
P/E	129.5	9.8	10.3	11.5	货币资金的期末余额	9845	13026	20568	27932
P/B	5.5	3.6	2.7	2.2	企业自由现金流	(346)	5779	10229	9960
EV/EBITDA	20.0	9.5	10.0	11.2	权益自由现金流	2281	3279	7619	7408

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。

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