

永和股份 (605020.SH)

产业链一体化布局助力业绩高增长，聚焦于高附加值业务

增持

核心观点

持续完善产业布局并积极调整产品结构，2021 年公司业绩大幅增长。公司发布《2021 年年度报告》：伴随公司新建的生产装置逐步建成、达产，公司主营产品的产销量规模扩大且产品结构优化；同时部分氟化工产品下游需求受到新能源、光伏等新兴产业发展的拉动而景气度提升等，2021 年公司共实现营业收入 28.99 亿元，同比增长 48.51%；归母净利润为 2.78 亿元，同比增长 173.12%。其中，2021 年，公司主营业务的外销收入达到了 14.94 亿元（占总营收的 51.5%），同比增长 111.89%，实现了恢复性增长；高附加值的含氟高分子材料销售收入达 5.96 亿元（占总营收的 20.6%）。整体来说，2021 年全年公司持续完善产业布局，加快项目建设，紧抓市场机遇，积极调整产品结构以抢占市场份额。

静待三代制冷剂周期复苏，公司三代制冷剂产能约占全国的 11%。2020-2021 年，三代制冷剂景气承压，而公司三代制冷剂产品走“差异化竞争”路线，相对同行的盈利水平仍较为可观。随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，我们看好三代制冷剂有望迎来景气复苏。目前公司含氟制冷剂产品年产能共 14 万吨，主要包括 R22、R152a、R143a、R227ea、R125、R134a、R32 等产品，混合制冷剂产能约 1.8 万吨。其中，公司第三代制冷剂产能约 11.67 万吨，约占全国第三代制冷剂总产能（109 万吨）的 11%。此外，公司已具备 R142b、R22 产能分别 2.4 万吨、5.5 万吨，部分用作配套下游产品原料。

聚焦于高附加值含氟聚合物等产品，稳步推进 PVDF 项目建设。公司战略定位清晰：聚焦于高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务。公司 FEP 产品技术积累国内领先，FEP 产品性能优异，技术环保；PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富。目前，公司正在加快推进内蒙永和 VDF、PVDF 项目以及邵武永和 PVDF 和 HFPO 扩建项目的建设，PVDF 在建总产能合计为 1.6 万吨/年。我们预计内蒙古 0.6 万吨 PVDF 产能有望于 2022 年年末建成。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。公司目前已打造出了“氟化工产业链一体化”的完善布局，成本优势突出且抗周期性波动风险能力较强。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.32/5.81/7.28 亿元，同比增速 55.3%/34.5%/25.2%；摊薄 EPS=1.60/2.15/2.70 元，对应当前股价对应 PE=15.5/11.5/9.2X。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,952	2,899	3,650	4,988	6,169
(+/-%)	3.7%	48.5%	25.9%	36.7%	23.7%
净利润(百万元)	102	278	432	581	728
(+/-%)	-26.8%	173.1%	55.3%	34.5%	25.2%
每股收益(元)	0.51	1.03	1.60	2.15	2.70
EBIT Margin	6.7%	13.8%	14.5%	14.2%	14.3%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	13.6%	18.0%	20.2%	20.8%
市盈率 (PE)	48.7	24.1	15.5	11.5	9.2
EV/EBITDA	25.3	15.8	12.1	9.4	8.0
市净率 (PB)	3.72	3.29	2.79	2.32	1.92

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

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 化学制品

证券分析师：杨林
 010-88005379
 yanglin6@guosen.com.cn
 S0980520120002

证券分析师：薛聪
 010-88005107
 xuecong@guosen.com.cn
 S0980520120001

联系人：曹熠
 021-60871329
 caoyi1@guosen.com.cn

证券分析师：张玮航
 021-60933136
 zhangweiha@guosen.com.cn
 S0980522010001

证券分析师：刘子栋
 021-60933133
 liuzidong@guosen.com.cn
 S0980521020002

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	24.51 元
总市值/流通市值	6618/1642 百万元
52 周最高价/最低价	54.56/8.32 元
近 3 个月日均成交额	71.23 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

2021 年业绩创新高，打造氟化工产业链一体化布局，加快高附加值产品结构升级

永和公司成立于 2004 年，由 2012 年 9 月改制为浙江永和制冷股份有限公司（以下简称“永和股份”），并于 2021 年 7 月登陆上交所主板。公司总部地处素有中国“氟都”之称的浙江衢州。目前公司旗下有金华永和氟化工、内蒙古永和氟化工及邵武永和金塘新材料等多家子公司。经过近 20 年的发展，公司现已成为一家集萤石资源、氢氟酸、单质及混合氟碳化学品、含氟高分子材料的研发、生产和销售为一体的氟化工领军企业，是我国氟化工行业中产业链最完整的企业之一。据公司公告及我们统计，截至 2021 年底，公司拥有萤石精粉年产能 8 万吨，无水氢氟酸年产能 8.5 万吨，氟碳化学品单质年产能 14 万吨，含氟高分子材料及单体年产能 1.28 万吨，部分单个产品品质和产能规模国内领先；公司本部拥有年混配、分装 6.72 万吨单质制冷剂、混合制冷剂的生产能力。此外，公司在建产能方面，规划有 13 万吨氢氟酸、超过 10 万吨氟碳化学品和超过 3 万吨含氟高分子材料。目前，公司已完成氟化工全产业链覆盖，未来将继续聚焦于拥有更高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务。

表1：永和股份主营产品产能及在建规划（截至 2022 年 4 月）

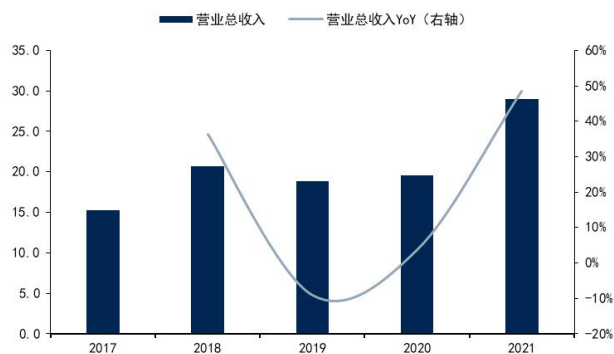
主营产品	已有产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）
萤石精粉	8	
一氟甲烷	6	7（拟建）
无水氢氟酸	8.5	10
	R22	5.5
	R32	1
	R134a	3
	R142b	2.4
氟碳化学品	R152a	4
	R143a	2
	R125	1
	R227	0.5
	R410A、R404A 等	1.822
	TFE	2.25
	HFP	0.8
	FEP	0.42
含氟高分子材料（及中间体）	PTFE	0.06
	PFA	0.3
	VDF	0.7+0.8
	PVDF	0.6+1
特种含氟化合物	六氟环氧丙烷	0.3
	全氟己酮	1

资料来源：公司公告、公司环评报告、国信证券经济研究所整理

2022 年 3 月 29 日晚，公司发布了《2021 年年度报告》：伴随公司新建的生产装置逐步建成、达产，公司主营产品的产销量规模扩大且产品结构优化；同时部分氟化工产品下游需求受到新能源、光伏等新兴产业发展的拉动而景气度提升等，2021 年公司共实现营业收入 28.99 亿元，同比增长 48.51%；归母净利润为 2.78 亿元，同比增长 173.12%；归母扣非净利润为 2.75 亿元，同比增长 241.70%。基本每股收益为 1.2 元。其中，公司根据市场需求，及时调整产品结构和销售策略，抢占国内外市场份额：2021 年，公司主营业务的外销收入达到了 14.94 亿元（占总营收的 51.5%），同比增长 111.89%，实现了恢复性增长；高附加值的含氟高

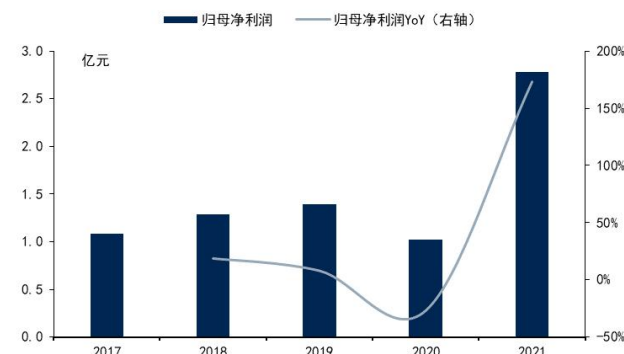
分子材料销售收入达 5.96 亿元（占总营收的 20.6%）。从经营层面来说，2021 全年公司持续完善产业布局，加快项目建设，紧抓市场机遇，积极调整产品结构以抢占市场份额。

图1：永和股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：永和股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）

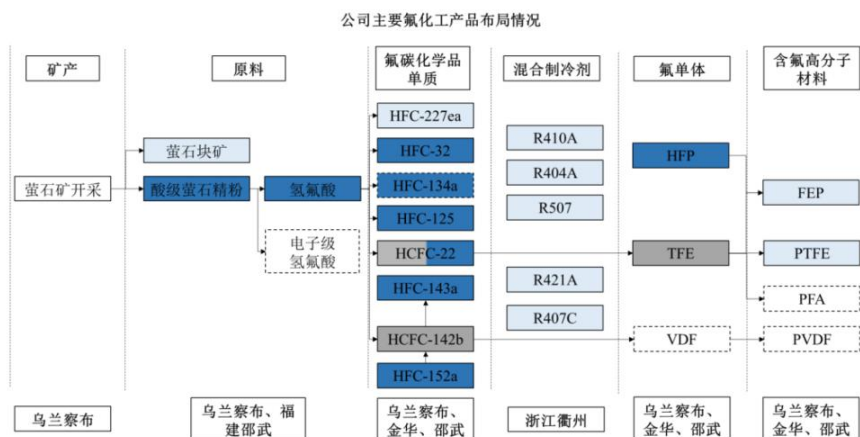


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从产能建设上看，2021 年，公司重点建设项目取得积极进展，2021 年 4 月内蒙永和年产 3 万吨 R134a 项目顺利开车试生产、11 月年产 6 万吨一氟甲烷项目顺利开车试生产，并对已有装置进行了技改。此外，邵武永和募投项目建设取得阶段性成果，R22、R32、TFE/HFP 等生产装置主体工程已全部完工，PTFE 装置土建完成 90%、FEP 装置土建完成 75%、项目一期配套公用工程土建完成 80%，募投项目建设整体进展顺利。同时，公司加快建设内蒙永和 VDF、PVDF 项目以及在邵武永和投资建设 PVDF、HFPO 项目；同时为进一步完善公司产业布局，为公司未来增长积蓄潜力和新的增长点，公司投资设立了全资子公司包头永和，积极推动公司中长期项目规划“包头达茂巴润工业园区氟化工基地”的逐步实施。

从技术实力上看，公司致力于氟化工的关键核心技术攻关，高度重视技术研发与创新，大力实施创新战略。目前公司 FEP 产品技术积累国内领先，PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富，且掌握了国内领先的全氟辛酸替代品合成技术、全氟正丙基乙烯基醚合成技术及第三单体改性聚全氟乙丙烯树脂技术。

图3：公司主要氟化工产品布局情况（截至 2021 年 7 月）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

充分发挥内蒙古当地萤石、煤炭等资源成本优势，产品成本优势显著

公司生产所需主要原材料包括萤石、无水氢氟酸、电石、硫酸、三氯甲烷等。其中氟化工的资源基础是萤石，由于萤石资源的不可再生属性，我国将其作为一种战略性资源来保护。近年来，公司充分发挥内蒙古当地的资源成本优势，通过开发战略合作供应商、优化运输渠道以降低原材料成本与物流成本，减少萤石等原材料价格上涨对公司生产成本带来的影响，为公司打造出“氟化工产业链一体化”的完善布局。受益于公司已有的完整氟化工产业链布局，2021 年公司产品生产供应链循环顺畅，产品成本优势明显，有效降低了上游原材料价格高涨带来的影响。从全球的萤石供应角度来看，据 USGS 数据，2021 年，加拿大、墨西哥分别生产萤石（100%CaF₂）14 万吨、99 万吨，分别占全球总产量的 1.63%、11.51%。近日，受加拿大矿山破产及墨西哥矿山因安全问题减产的原因，海外萤石供应量有所减少。从进出口数据来看，2022 年 1-2 月，我国萤石出口大幅增长，进口量大幅缩减。目前国外客户陆续转向中国采购，国内萤石厂商已陆续收到出口询价订单，我们建议关注国内萤石价格动态及出口态势。目前，过国内萤石市场来看，截至 4 月 1 日，国内华东地区 97%萤石湿粉主流成交价参考 2500-2600 元/吨，整体以平稳运行为主。

图4：萤石/氢氟酸价格与价差走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

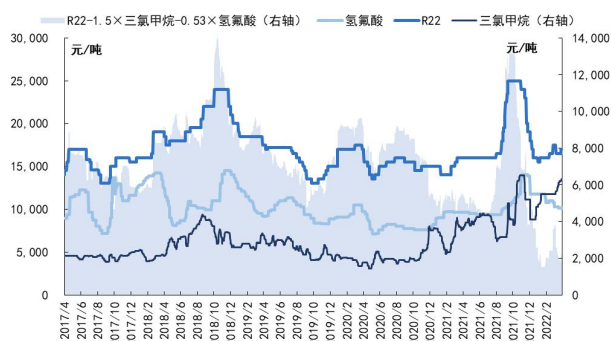
制冷剂：2020-2021 年三代制冷剂景气承压，静待三代制冷剂景气反转

复盘三代制冷剂价格走势：2020 年，受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响，三代制冷剂市场延续 2019 年末的疲软态势，各产品价格均有下滑。原料氢氟酸自疫情爆发后连连走低，于 2020 年 5 月份到达全年最低点后反弹回稳。R32 产能过剩的状况仍在延续，价格上行受限；R134a 价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车行业 2020 年产销量双双下滑。2021 年上半年，除 R32 价格仍在成本线徘徊外，其余制冷剂价格均有所回暖，截至 2021 年 6 月 30 日，R22 较年初涨幅约为 14.3%，R134a 较年初涨幅约为 13.9%，R125 较年初涨幅约为 11.5%，R32 较年初跌幅约为 4.0%，R410a 较年初涨幅约为 17.6%。自 2021 年 8 月中旬起，随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨，并且在能耗双控及限电导致制冷剂开工率不足，而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下，制冷剂产品价格均出现明显反弹，涨价态势持续至 2021 年 11 月初。随后，自 2021 年 11 月起，在原料端供给逐步释放的背景下，除 R142b 外的制冷剂价格均开始普遍回调。2021 年，从制冷剂两大下游来

看，**空调方面**，据国家统计局数据显示，1-12月累计产量21835.7万台，同比增长9.4%；**汽车方面**，据中汽协消息，2021年，汽车产销双双超过2600万辆，结束了自2018年以来连续三年下降的局面。整体来看，受全球经济在去年低基数下强劲回升，我国经济持续稳定恢复的影响，2021年制冷剂行业终端需求平稳复苏。目前，《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》已正式对中国生效。根据协议，到2045年，中国将比2020-22年基准减少80%的氢氟碳化物使用。这意味着中国将对HFCs（氢氟碳化物）相关化学品进行管控，包括2024年冻结HFCs生产和消费。**随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，我们看好三代制冷剂有望迎来景气复苏。**

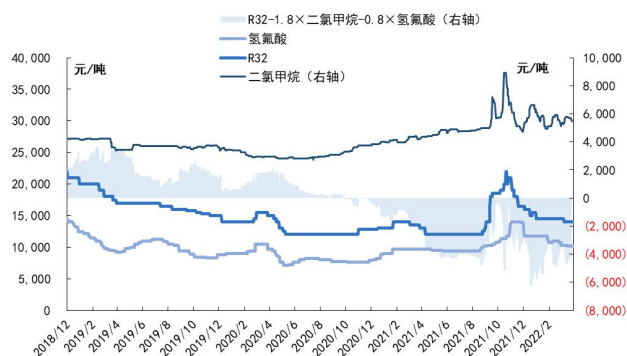
目前公司含氟制冷剂单质产品共计年产能14万吨，主要包括R22、R152a、R143a、R227ea、R125、R134a、R32等产品，现已形成了较大生产规模；此外，公司还具备R410a、R404a等混合制冷剂产品产能约1.8万吨。其中，公司第三代制冷剂产能约11.67万吨，约占全国第三代制冷剂总产能（109.19万吨）的11%；公司自主品牌“冰龙”牌制冷剂在售后市场中的声誉和出货量方面均排名前列。2020-2021年，三代制冷剂景气承压，而公司三代制冷剂产品走“差异化竞争”路线，相对同行的盈利水平仍较为可观。此外，公司已具备R142b、R22产能分别2.4万吨、5.5万吨（未来仍将持续扩张），部分用作配套下游产品原料。其中，R22可作为原料生产TFE进而生产含氟高分子材料PTFE、FEP、PFA等；R152a可作为原料生产R142b进而生产含氟高分子材料VDF和PVDF。

图5: R22 产品价格与价差



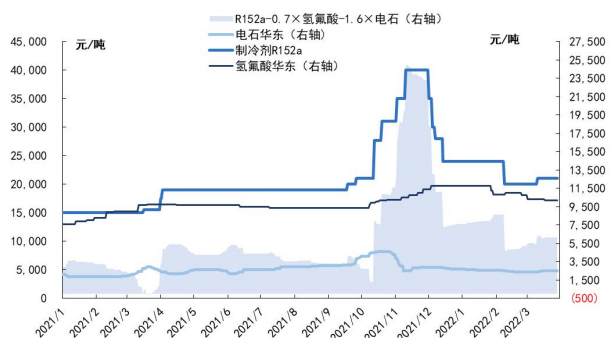
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图6: R32 产品价格与价差



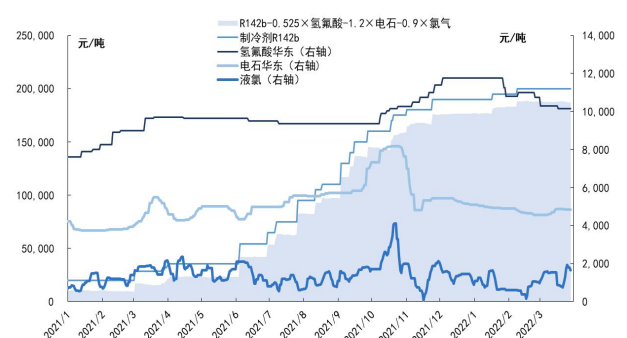
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图7: R152a 产品价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图8: R142b 产品价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

高附加值领域：FEP 产品技术积累国内领先，PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富

公司经营战略的定位清晰：聚焦于高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务。截至 2021 年年底，公司拥有含氟高分子材料及单体年产能 1.28 万吨，在建超过 3 万吨含氟高分子材料。其中，公司 FEP 产品介电损耗、热失重、MIT（耐弯折）等指标国内领先，已接近国际先进水平。目前公司 FEP 产品已实现向富士康、哈博电缆等知名企业直接或间接批量供货，在中高端领域逐步替代国际氟化工领先企业的含氟高分子材料产品。公司含氟高分子材料自主品牌“耐氟隆”是金华市著名商标，在含氟高分子材料尤其是 FEP 领域享有了重要市场地位。

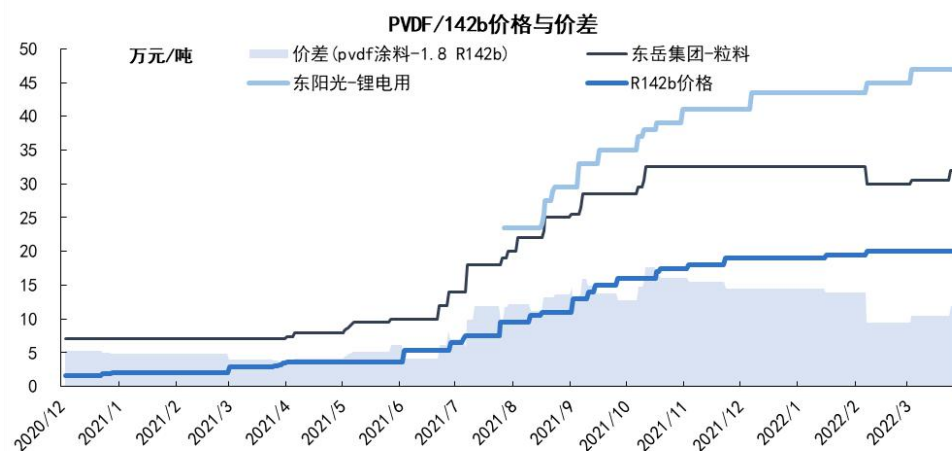
另外，值得一提的是，**PVDF 业务方面**，目前公司尚未有 PVDF 产能，而公司紧抓下游新能源、光伏行业高速发展的市场机遇，正在加快推进内蒙永和 VDF、PVDF 项目以及邵武永和 PVDF 和 HFPO 扩建项目的建设，PVDF 在建总产能合计为 1.6 万吨/年。

（1）内蒙永和 PVDF 项目：公司全资子公司内蒙古永和氟化工有限公司正在建设 0.7 万吨/年拟建设偏氟乙烯（VDF）产能，并计划扩建 0.8 万吨/年（项目已立项备案，正在办理环评、环评等）及 0.6 万吨/年聚偏氟乙烯（PVDF）生产装置，目前项目正在推进中。我们预计该项目有望于 2022 年年底投产。

（2）邵武永和 PVDF 项目：据公司 2021 年 8 月 29 日公告，全资子公司邵武永和拟投资 3.07 亿元，在邵武永和现有厂区内建设年产 10kt 聚偏氟乙烯和 3kt 六氟环氧丙烷扩建项目。截至 2022 年 4 月，邵武永和 PVDF 项目已取得能评、环评、环评等批复。

此外，2021 年 8 月 25 日，永和股份与包头市人民政府于 2021 年 8 月 25 日签署了《永和股份包头达茂巴润工业园区氟化工基地项目投资合作框架协议》：公司拟主导并携手上下游相关企业在内蒙古自治区包头市达尔罕茂明安联合旗共同投资建设“包头达茂巴润工业园区氟化工基地”项目。协议旨在充分利用当地优势资源，结合公司在氟化工领域设计、研发、生产优势和经验，并联合上下游企业共同建立集含氟聚合物、含氟制冷剂及发泡剂、氟化工原材料及能源为一体的专业氟化工生产基地。

图9：PVDF/R142b 价格与价差走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级。公司聚焦于高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务，定位清晰。目前已打造出了“氟化工产业链一体化”的完善布局，成本优势突出且抗周期性波动风险能力较强。未来，公司持续通过研发创新，不断延伸氟化工产业链，我们看好公司未来将持续优化产品结构类型，逐步向产业链的高端延伸，生产高附加值高技术含量的产品，并引领行业发展。在此基础上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 4.32/5.81/7.28 亿元，同比增速 55.3%/34.5%/25.2%；摊薄 EPS=1.60/2.15/2.70 元，对应当前股价对应 PE=15.5/11.5/9.2X。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	234	167	200	306	853	营业收入	1952	2899	3650	4988	6169
应收款项	178	335	400	547	676	营业成本	1541	2214	2614	3588	4459
存货净额	226	446	416	573	717	营业税金及附加	15	12	26	36	44
其他流动资产	322	415	511	698	864	销售费用	144	55	197	269	333
流动资产合计	962	1364	1527	2124	3109	管理费用	104	188	219	297	366
固定资产	1294	1797	2140	2250	2234	研发费用	16	29	66	90	83
无形资产及其他	140	139	135	130	126	财务费用	34	16	12	10	(2)
投资性房地产	48	205	205	205	205	投资收益	7	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	3	20	8	8	0
资产总计	2444	3506	4002	4699	5658	其他收入	7	(64)	(66)	(90)	(83)
短期借款及交易性金融负债	362	217	377	200	200	营业利润	130	371	527	709	888
应付款项	455	641	818	1127	1410	营业外净收支	(3)	(7)	0	0	0
其他流动负债	264	500	348	480	599	利润总额	127	365	527	709	888
流动负债合计	1080	1358	1544	1807	2209	所得税费用	25	86	95	128	160
长期借款及应付债券	4	60	60	60	60	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	26	49	(2)	(53)	(103)	归属于母公司净利润	102	278	432	581	728
长期负债合计	30	110	59	8	(43)	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1110	1467	1602	1815	2165	净利润	102	278	432	581	728
少数股东权益	1	1	2	2	2	资产减值准备	1	17	13	3	1
股东权益	1333	2037	2397	2883	3490	折旧摊销	110	116	157	201	221
负债和股东权益总计	2444	3506	4002	4699	5658	公允价值变动损失	(3)	(20)	(8)	(8)	0
						财务费用	34	16	12	10	(2)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(249)	(164)	(142)	(99)	(87)
每股收益	0.51	1.03	1.60	2.15	2.70	其它	(1)	(17)	(13)	(2)	(0)
每股红利	0.09	0.05	0.26	0.36	0.45	经营活动现金流	(41)	211	439	675	862
每股净资产	6.66	7.55	8.89	10.69	12.94	资本开支	0	(653)	(501)	(301)	(201)
ROIC	7%	16%	19%	22%	26%	其它投资现金流	(1)	1	0	0	0
ROE	8%	14%	18%	20%	21%	投资活动现金流	(1)	(652)	(495)	(295)	(195)
毛利率	21%	24%	28%	28%	28%	权益性融资	(23)	484	0	0	0
EBIT Margin	7%	14%	14%	14%	14%	负债净变化	(25)	56	0	0	0
EBITDA Margin	12%	18%	19%	18%	18%	支付股利、利息	(17)	(14)	(71)	(96)	(120)
收入增长	4%	49%	26%	37%	24%	其它融资现金流	19	(195)	160	(177)	0
净利润增长率	-27%	173%	55%	35%	25%	融资活动现金流	(89)	374	89	(273)	(120)
资产负债率	45%	42%	40%	39%	38%	现金净变动	(131)	(67)	33	106	547
息率	0.3%	0.2%	1.1%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	366	234	167	200	306
P/E	48.7	24.1	15.5	11.5	9.2	货币资金的期末余额	234	167	200	306	853
P/B	3.7	3.3	2.8	2.3	1.9	企业自由现金流	0	(395)	(53)	381	657
EV/EBITDA	25.3	15.8	12.1	9.4	8.0	权益自由现金流	0	(533)	97	196	659

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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