

雅化集团 (002497.SZ)

锂盐产品具有一定的溢价，产能规划进一步扩大

买入

核心观点

公司发布 2022 年年报：实现营收 144.57 亿元，同比+175.82%；实现归母净利润 45.38 亿元，同比+384.53%。22Q4 实现营收 43.40 亿元，同比+141.73%，环比+5.54%；实现归母净利润 9.94 亿元，同比+226.64%，环比-22.46%。

公司发布 2023 年一季报：实现营收 30.38 亿元，同比+14.21%，环比-30%；实现归母净利润 5.93 亿元，同比-41.99%，环比-40.34%。

核心产品产销量数据方面：公司 2022 年全年实现锂盐产销量分别为 28447 吨和 31665 吨，同比增长 4.09% 和 8.68%。公司锂盐产品以电池级氢氧化锂为主，今年年初以来，面对国内锂价快速回落的局面，电池级氢氧化锂相较于电池级碳酸锂有比较明显的溢价，所以公司受到锂价调整的影响相较于同行其他企业而言要更小一些。

锂盐产能规划进一步扩大，多渠道储备锂矿资源

公司现有国理、兴晟、雅安三个生产基地，锂盐加工产能合计约 7.3 万吨。同时，公司已启动雅安三期年产 10 万吨高等级锂盐生产线项目建设，三期建成投产后公司锂盐综合产能将达到 17 万吨以上。

公司通过多渠道储备锂矿资源，为锂盐扩能提供安全充足的资源保障。公司目前已布局的锂资源包括：①参股李家沟锂辉石矿项目，计划年产 18 万吨锂精矿；②参股 Core 公司且已签订包销协议，每年提供至少 7.5 万吨锂精矿；③公司与银河锂业签订包销协议，每年提供不少于 12 万吨锂精矿；④参股 ABY 公司 3.4% 股权，核心资产 Kenticha 锂矿项目一期 20 万吨/年产线的锂精矿将在 2023 年 2 季度开始交付，每年为公司提供不少于 12 万吨的锂精矿；⑤公司与 DMCC 公司签订锂辉石矿承购协议，每年提供至少 50 万吨锂辉石 DSO 矿产品；⑥参股澳洲 EFE 公司约 10% 股权；⑦参股 EVR 公司 9.5% 股权；⑧收购普得科技 70.59% 股权，控股 KMC 公司 60% 股权，KMC 公司拥有津巴布韦 Kamativi 矿区锂锡钽铌铍等伟晶岩多金属矿 100% 矿权；⑨收购中非实业两个全资子公司 70% 的股权，并间接拥有纳米比亚达马拉兰矿区四个锂矿矿权 70% 的控制权。

风险提示：原材料供应不足；产品价格下跌；产销量不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到锂价近期有比较明显的调整，所以下修了公司的盈利预测。预计公司 2023-2025 年营收为 122.08/136.09/151.39 (原预测 189.35/214.63/-) 亿元，同比增速-15.6%/11.5%/11.2%；归母净利润为 23.95/25.66/32.05 (原预测 49.07/54.84/-) 亿元，同比增速-47.2%/7.1%/24.9%；摊薄 EPS 为 2.08/2.23/2.78 元，当前股价对应 PE 为 9.0/8.4/6.8X。考虑到公司作为国内主流锂盐企业，加工端产能快速扩张，同时多渠道锂资源端布局为锂盐产能释放提供安全、充足的资源保障，未来锂盐产品市占率有望进一步提升，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,241	14,457	12,208	13,609	15,139
(+/-%)	61.3%	175.8%	-15.6%	11.5%	11.2%
净利润(百万元)	937	4538	2395	2566	3205
(+/-%)	189.2%	384.5%	-47.2%	7.1%	24.9%
每股收益(元)	0.81	3.94	2.08	2.23	2.78
EBIT Margin	23.4%	38.7%	24.4%	22.9%	25.6%
净资产收益率 (ROE)	14.7%	41.7%	19.1%	17.9%	19.3%
市盈率 (PE)	23.1	4.8	9.0	8.4	6.8
EV/EBITDA	17.1	4.3	7.7	7.5	6.3
市净率 (PB)	3.40	1.99	1.72	1.51	1.30

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

有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

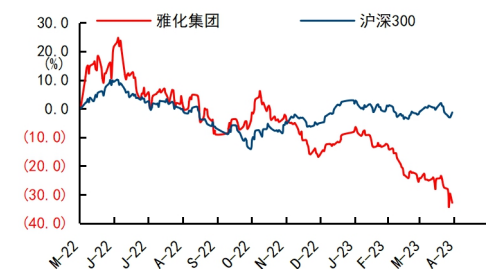
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	18.77 元
总市值/流通市值	21634/19224 百万元
52 周最高价/最低价	35.08/18.18 元
近 3 个月日均成交额	340.62 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

《雅化集团 (002497.SZ) 半年度报告点评：保持高盈利水平，多渠道储备锂矿资源》——2022-08-30

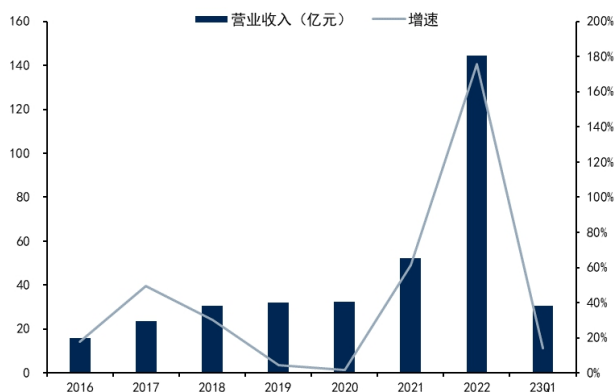
《雅化集团 (002497.SZ)：锂盐加工产能快速扩张，多渠道储备锂矿资源提供原料保障》——2022-04-25

◆ 22Q4 实现归母净利润 9.94 亿元，23Q1 实现归母净利润 5.93 亿元

公司发布 2022 年年报：全年实现营收 144.57 亿元，同比+175.82%；实现归母净利润 45.38 亿元，同比+384.53%；实现扣非归母净利润 44.93 亿元，同比+389.06%；实现经营活动产生的现金流量净额 13.25 亿元，同比+110.01%。公司 22Q4 单季度实现营收 43.40 亿元，同比+141.73%，环比+5.54%；实现归母净利润 9.94 亿元，同比+226.64%，环比-22.46%；实现扣非归母净利润 9.71 亿元，同比+216.38%，环比-23.72%；实现经营活动产生的现金流量净额 1.12 亿元，同比-77.91%，环比-90.45%。

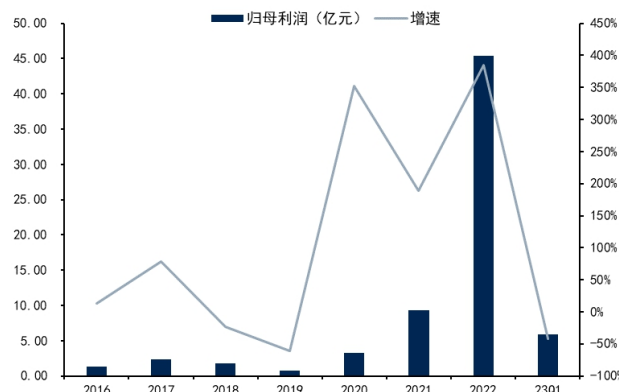
公司同时发布 2023 年一季报：实现营收 30.38 亿元，同比+14.21%，环比-30%；实现归母净利润 5.93 亿元，同比-41.99%，环比-40.34%；实现扣非归母净利润 5.69 亿元，同比-43.92%，环比-41.40%；实现经营活动产生的现金流量净额 2.54 亿元，同比+30.53%，环比+126.79%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

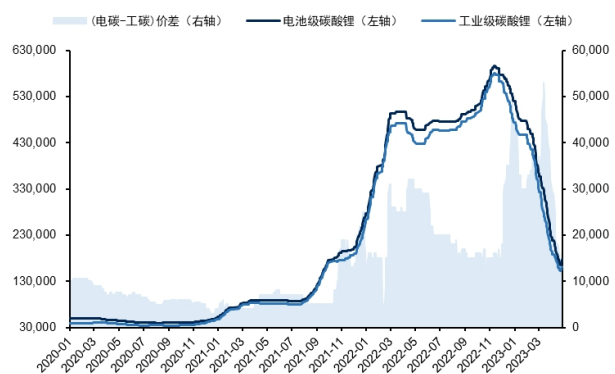
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

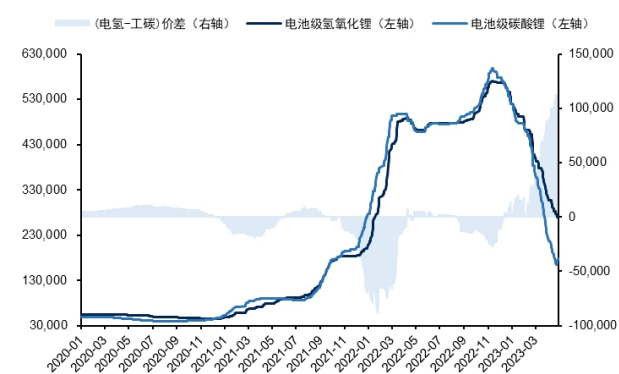
核心产品产销量数据方面：公司 2022 年全年实现锂盐产销量分别为 28447 吨和 31665 吨，同比增长 4.09%和 8.68%。公司锂盐产品以电池级氢氧化锂为主，今年年初以来，面对国内锂价快速回落的局面，电池级氢氧化锂相较于电池级碳酸锂有比较明显的溢价，亚洲金属网数据显示，截止至 4 月 28 日，国产电池级碳酸锂最新报价 17.75 万元/吨，国产电池级氢氧化锂最新报价 26.95 万元/吨，氢氧化锂相比碳酸锂有 9.2 万元/吨溢价，所以公司受到锂价调整的影响相较于同行其他企业而言要更小一些。

图3：碳酸锂价格（含税价，元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

图4：氢氧化锂价格（含税价，元/吨）

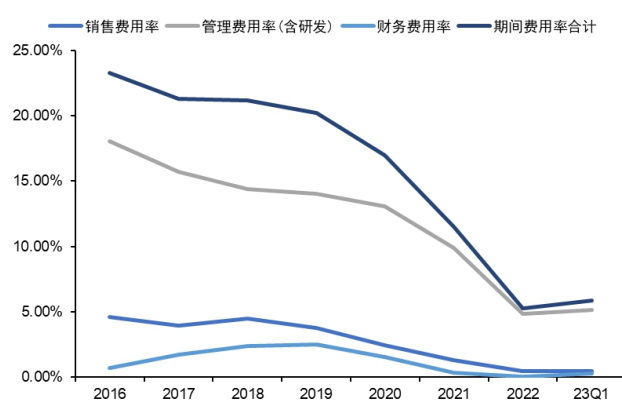


资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

财务数据方面：截至 2023 年一季度，公司资产负债率为 21.58%，相比于 2022 年年末下降 1.07 个百分点；在手货币资金 29.86 亿元，同比+206.48%；在手存货 33.18 亿元，同比+160.26%。期间费用方面，23Q1 公司销售费用 1269 万元，同比+15.09%；管理费用 1.42 亿元，同比+34.42%；研发费用 1451 万元，同比-18.55%；财务费用 878 万元，同比+51.28%；23Q1 期间费用率合计 5.86%，相比于 2022 年全年上升了 0.57 个百分点。总体上，公司财务状态保持稳健。

图5：公司资产负债率


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 锂盐产能规划进一步扩大，多渠道储备锂矿资源

公司现有国理、兴晟、雅安三个生产基地，锂盐加工产能合计约 7.3 万吨。其中雅安锂业一期年产 2 万吨电池级氢氧化锂生产线以及雅安二期年产 3 万吨电池级氢氧化锂生产线目前已经投产，同时公司已启动雅安三期年产 10 万吨高等级锂盐生产线项目建设，三期建成投产后公司锂盐综合产能将达到 17 万吨以上，进一步满足未来的发展需求。公司通过多渠道储备锂矿资源，为锂产业扩能提供安全和充足的资源保障。公司目前已布局的锂资源包括：

- ①李家沟锂辉石矿优先供应权。公司参股 37.25% 的能投锂业拥有李家沟锂辉石矿采矿权，矿区氧化锂资源量约为 51 万吨，氧化锂平均品位 1.3%，计划年产 18 万吨锂精矿，根据协议约定，李家沟锂矿日后开采、加工的锂精矿将优先满足公司旗下控股子公司国理公司的生产供应。预计李家沟锂辉石矿项目将于 2023 年建成投产。
- ②参股澳洲 Core 公司并签订锂精矿包销协议，每年提供至少 7.5 万吨锂辉石精矿。Core 公司旗下 Finnis 项目一期建设年产 19.7 万吨锂辉石精矿产能。2023 年 3 月 22 日，公司与 Core 公司达成协议，Core 公司将在原协议四年向公司出售 30 万吨锂精矿的基础上，额外增加 1.85 万吨锂精矿供应量。
- ③公司与银河锂业续签锂精矿包销协议至 2025 年。银河锂业每年提供不低于 12 万吨锂精矿供应，且超出 12 万吨时，在同等条件下公司有优先购买权。银河锂业所属 Cattlin 矿山 2022 财年生产锂精矿约 19.36 万吨，预计 2023 年财年将生产锂精矿 14-15 万吨。
- ④参股澳洲 ABY 公司 3.4% 股权并签署锂精矿包销协议。ABY 公司在苏丹和埃塞俄比亚等非洲国家拥有矿产资源，核心资产主要为埃塞俄比亚 Kenticha 锂矿（持有 51% 股权）。Kenticha 锂矿氧化锂资源量达 100 万吨以上，平均品位 1.03%。Kenticha 锂矿整体技术、运营团队来自原澳大利亚银河锂业，与雅化集团有着长期的良好合作，一期 20 万吨/年产线的锂精矿将在 2023 年 2 季度开始交付，预计矿山寿命

超过 18 年。此次投资为公司在锂产业上游资源端提供了新的保障渠道，预计 2023 年 2 季度将开始每年为公司供应不低于 12 万吨的锂精矿。

⑤公司与 DMCC 公司签订锂辉石矿承购协议，每年提供至少 50 万吨锂辉石 DSO 矿产品，四年合计 200 万吨。

⑥公司全资子公司雅化国际于 2021 年 9 月参股澳洲 EFE 公司(Eastern Resources Limited, 东部资源有限公司)4.6%股权，且于 2022 年 9 月继续认购 EFE 公司定增股份，本次认购完成后，持股比例提升至约为 10%。EFE 公司目前已取得普德山锂钽矿矿权，普德山锂钽矿项目位于西澳皮尔巴拉锂矿带，矿区涵盖普德山伟晶岩矿带和普乐伟晶岩矿带，项目于 2022 年 3 月开始首期勘查工作。

⑦公司全资子公司雅化国际于 2021 年 12 月以每股 0.045 澳元价格认购澳大利亚 EVR 公司 8000 万股股份，占 EVR 公司 9.5%股权。EVR 公司拥有澳大利亚肖河锂锡钽项目(80%权益)及奥地利韦因贝尼项目和东阿尔卑斯山锂矿项目(80%权益)等锂资源项目，公司将与其共同开发上述资源项目。

⑧收购普得科技 70.59%股权，控股 KMC 公司 60%股权，KMC 公司拥有位于津巴布韦西部北马塔贝莱兰省境内的 Kamativi 矿区锂锡钽铌钼等伟晶岩多金属矿的 100%矿权，其中 4 号矿脉规模最大，对应氧化锂储量从 15 万吨到 45+万吨。结合历史勘探数据，仅 4 号矿区部分勘探区域矿石资源量 1822 万吨，氧化锂平均品位 1.25%，折合氧化锂资源量约 22.78 万吨。公司计划 2022 年至 2023 年一季度继续完成 15000 米钻孔，以进一步增加项目资源量，并在 2023 年 3 月 31 日前完成 JORC 资源报告、最终可行性研究报告及氧化锂储量确认工作，预计 2024 年 6 月 30 日前完成矿建工作。

⑨公司全资子公司雅化国际于 2022 年 11 月收购中非实业两个全资子公司 70%的股权，并间接拥有纳米比亚达马拉兰矿区四个锂矿矿权 70%的控制权。目前纳米比亚项目已完成股权变更和治理层人员调整，正按计划开展勘探工作。达马拉兰矿区紧邻 UIS 锡矿，拥有符合 JORC 标准的锂资源量，而且有相对大块的伟晶岩，其中一些伟晶岩有多种与 UIS 锡矿伟晶岩相似的特性，如大小相似，从而使这些伟晶岩具有锂伟晶岩的开发潜力。

此外，公司在锂盐产业链延伸方面也有初步规划。全资子公司雅安锂业拟与厦钨新能、仓雅投资共同投资在四川省雅安市经济技术开发区设立合资公司，分期建设年产 10 万吨锂电正极材料生产线，从事磷酸铁锂产品研发、制备及销售。其中雅安锂业以自有资金出资 5,000 万元，占合资公司注册资本的 10%。

◆ 盈利预测

考虑到近期锂价出现较为剧烈的调整，从 2022 年 11 月中旬开始到目前为止国产电池级锂盐价格下滑幅度超过 50%，主要是由于下游需求疲软，叠加电池厂压价预期所致，所以我们下修了未来 3 年锂价的预期，公司的盈利预测也随之进行较大幅度的调整。我们的盈利预测基于以下假设条件：

行业方面：

2023-2025 年中国进口锂辉石精矿不含税均价分别为 2500、1800、1300 美金/吨，其中 23、24 年价格假设相比前一次预测分别下调约 63%和 49%；

2023-2025 年国产电池级碳酸锂含税均价分别为 20、15、12 万元/吨，其中 23、24 年价格假设相比前一次预测分别下调约 50%和 57%；

2023-2025 年国产电池级氢氧化锂含税均价分别为 25、15、12 万元/吨，其中 23、

24 年价格假设相比前一次预测分别下调约 38%和 57%；

2023-2025 年海外电池级氢氧化锂含税均价分别为 42.5、25.0、20.0 美元/千克，其中 23、24 年价格假设相比前一次预测分别下调约 29%和 50%；

公司方面：

2023-2025 年公司锂盐产品产销量分别为 4、7、10 万吨；

2023-2025 年公司期间费用保持相对稳定。

表1：公司产品价格和产销量假设

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
商品价格							
锂精矿 (Li2O 6%min)	美元/吨	428.15	967.92	4,364.33	2,500.00	1,800.00	1,300.00
电池级碳酸锂 (99.5%min)	元/吨, 含税价	43,979.10	121,832.50	484,548.98	200,000.00	150,000.00	120,000.00
工业级碳酸锂 (99.5%min)	元/吨, 含税价	37,289.34	113,681.25	463,459.18	180,000.00	130,000.00	100,000.00
海外单水氢氧化锂 (56.5%min)	美元/千克, 含税价	9.97	16.92	67.43	42.50	25.00	20.00
国产单水氢氧化锂 (56.5%min)	元/吨, 含税价	50,343.85	112,456.25	467,218.37	250,000.00	150,000.00	120,000.00
核心产品产销量							
锂盐产品产量	吨	13,118.00	27,330.00	28,447.00	40,000.00	70,000.00	100,000.00
锂盐产品销量	吨	13,118.00	29,136.00	31,665.00	40,000.00	70,000.00	100,000.00
营业收入							
营业收入	百万元	3,250.16	5,241.34	14,456.84	12,207.80	13,608.78	15,138.95
营业成本	百万元	2,246.87	3,397.77	8,016.69	8,556.51	9,747.11	10,433.71
综合毛利率	百万元	30.87%	35.17%	44.55%	29.91%	28.38%	31.08%
归属于母公司股东的净利润	百万元	323.84	936.63	4,538.26	2,394.65	2,565.55	3,204.71
EPS		0.32	0.81	3.94	2.08	2.23	2.78

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营收为 122.08/136.09/151.39（原预测 189.35/214.63/-）亿元，同比增速-15.6%/11.5%/11.2%；归母净利润为 23.95/25.66/32.05（原预测 49.07/54.84/-）亿元，同比增速-47.2%/7.1%/24.9%；摊薄 EPS 为 2.08/2.23/2.78 元，当前股价对应 PE 为 9.0/8.4/6.8X。考虑到公司作为国内主流锂盐企业，加工端产能快速扩张，同时多渠道锂资源端布局为锂盐产能释放提供安全、充足的资源保障，未来锂盐产品市占率有望进一步提升，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置加入了很多个人的判断：

基于对产业格局和供需基本面的判断，我们认为未来锂价中枢会有所下行，主要是考虑到：在需求端成长确定性比较强的同时，供给端也在加速开发，但是由于资源端的开发周期较长，除了现有在产项目扩产之外，新项目从启动建设到投产往往需要 2 年以上的时间，绿地项目开发周期则更长，所以供给端的增长可能会出现较长时间的滞后，虽然未来 3 年供需紧张格局有望缓解，但总体过剩量并不明显，锂价可能会进入到长周期的下行通道，逐步回落到新的底部区间。

政策和环境风险

公司产品开发、生产的同时也承担着保护环境的任务，如若管理不善可能会造成环境风险。

经营风险

公司生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

财务风险

公司若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。

市场风险

公司在锂行业市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若公司未能有效竞争，导致不能保持现有的市场份额或者扩大市场份额的风险。

其他风险

公司未能获得任何相关政府补助的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	936	2953	4193	5500	7489	营业收入	5241	14457	12208	13609	15139
应收款项	646	1896	1601	1785	1986	营业成本	3398	8017	8557	9747	10434
存货净额	1213	3154	3329	3781	4033	营业税金及附加	34	81	61	68	76
其他流动资产	1158	1427	1205	1343	1494	销售费用	68	62	61	68	76
流动资产合计	5457	10125	11023	13105	15697	管理费用	409	534	511	567	629
固定资产	1450	1851	2524	3186	3783	研发费用	108	162	61	68	76
无形资产及其他	581	574	551	528	505	财务费用	17	5	31	34	38
投资性房地产	885	1138	1138	1138	1138	投资收益	33	52	0	0	0
长期股权投资	698	958	1008	1058	1108	资产减值及公允价值变动	72	121	(39)	0	0
资产总计	9072	14646	16245	19015	22231	其他收入	(256)	(411)	12	5	(3)
短期借款及交易性金融负债	77	458	200	200	200	营业利润	1164	5520	2960	3129	3885
应付款项	1334	1140	1203	1367	1458	营业外净收支	(20)	(7)	0	0	0
其他流动负债	480	1096	1149	1916	2757	利润总额	1145	5513	2960	3129	3885
流动负债合计	1891	2695	2553	3483	4415	所得税费用	161	882	474	501	622
长期借款及应付债券	126	291	291	291	291	少数股东损益	47	93	92	63	58
其他长期负债	330	332	332	332	332	归属于母公司净利润	937	4538	2395	2566	3205
长期负债合计	456	623	623	623	623	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2347	3318	3176	4107	5038	净利润	937	4538	2395	2566	3205
少数股东权益	356	438	502	546	587	资产减值准备	53	74	58	51	56
股东权益	6369	10891	12567	14363	16606	折旧摊销	178	171	252	310	370
负债和股东权益总计	9072	14646	16245	19015	22231	公允价值变动损失	(72)	(121)	39	0	0
						财务费用	17	5	31	34	38
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(448)	(3214)	517	207	385
每股收益	0.81	3.94	2.08	2.23	2.78	其它	(8)	17	6	(7)	(16)
每股红利	0.04	0.05	0.62	0.67	0.83	经营活动现金流	640	1465	3267	3127	4000
每股净资产	5.53	9.45	10.90	12.46	14.41	资本开支	0	(747)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	21%	62%	26%	29%	35%	其它投资现金流	(1462)	808	0	0	0
ROE	15%	42%	19%	18%	19%	投资活动现金流	(1475)	(198)	(1050)	(1050)	(1050)
毛利率	35%	45%	30%	28%	31%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	39%	24%	23%	26%	负债净变化	45	165	0	0	0
EBITDA Margin	27%	40%	26%	25%	28%	支付股利、利息	(42)	(54)	(718)	(770)	(961)
收入增长	61%	176%	-16%	11%	11%	其它融资现金流	(216)	527	(258)	0	0
净利润增长率	189%	385%	-47%	7%	25%	融资活动现金流	(216)	749	(977)	(770)	(961)
资产负债率	30%	26%	23%	24%	25%	现金净变动	(1050)	2017	1240	1307	1989
息率	0.2%	0.2%	3.3%	3.6%	4.4%	货币资金的期初余额	1986	936	2953	4193	5500
P/E	23.1	4.8	9.0	8.4	6.8	货币资金的期末余额	936	2953	4193	5500	7489
P/B	3.4	2.0	1.7	1.5	1.3	企业自由现金流	492	915	2272	2132	3008
EV/EBITDA	17.1	4.3	7.7	7.5	6.3	权益自由现金流	605	1607	2063	2214	3124

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