

巨化股份（600160.SH）

拟以 14 亿元收购飞源化工 51% 股权，筑牢三代制冷剂巨头地位

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 张玮航 0755-81981810 zhangweihang@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010001

事项：

事件：2023年12月5日晚，公司发布公告：巨化股份拟以现金出资方式，收购淄博飞源化工部分老股东持有标的公司5,469.6万股（占飞源化工全部股权的30.15%），同时单方面增加飞源化工注册资本7,721.8万，合计取得标的公司51%股权。**合计交易金额为13.94亿元：**其中收购飞源化工股权金额5.78亿元；单方面对飞源化工增资金额8.16亿元。最终具体以公司签订的交易协议为准。本次交易各方协商确定飞源化工100%股权价值约19.18亿元（折合10.57元/注册资本），较其合并报表归母净资产相比增值率为185.11%；较其母公司财务报表中净资产相比增值率为193.36%。

飞源化工拥有较为完整的氟化工、环氧树脂产业链，主要产品包括制冷剂R32、R125、R134a、R410A、R404A、R407C、R507；精细化学品R113a、三氟乙酸、三氟乙酰氯、三氟乙醇、硫酸氯；其它产品氟化氢、氟化氢铵、硫酸、环氧氯丙烷、环氧树脂等。

国信化工观点：近几年巨化股份已紧抓市场机遇，逆势中布局并实现三代制冷剂产销量、市占率维持第一；同时积极推进氟化工产品结构优化，持续筑牢氟化工巨头地位。飞源化工主营业务与巨化股份产业链协同互补性较强。若本次交易能顺利完成，对于巨化股份来说，将进一步充实核心产业氟化工业务、继续做强做优做大核心产业，提升市场竞争地位和竞争力，优化其产业结构、促进高质量发展；同时对于三代制冷剂行业来说，行业集中度持续将龙头集中，竞争格局趋于缓和。巨化目前在国内三代制冷剂市场份额约占32%，飞源化工约占7%-8%，交易完成后，我们预计巨化股份在三代制冷剂市场份额将有望达到35%-40%。

考虑到本次收购仍有不确定性因素，盈利预测暂不考虑本次收购带来的影响，我们维持盈利预测：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为10.12/18.64/25.68亿元，同比增速分别为-57.5%/84.2%/37.7%；摊薄EPS=0.37/0.69/0.95元，对应当前股价对应PE=42.0/22.8/16.6X。**维持“买入”评级。**

评论：

◆ 飞源化工三代制冷剂产能位居全国前列，与巨化股份公司产业链协同互补性强

淄博飞源化工有限公司始建于2004年8月，2005年6月正式投产运行，公司占地面积1000余亩。是淄博市技术创新型企业、高新技术企业、山东省省级企业技术中心、淄博市工业设计中心、淄博市工程研究中心，并连续被列为“淄博市工业企业50强”。飞源化工主营业务为基本化工原料、氟化工原料及后续产品的研发、生产与销售。拥有较为完整的氟化工、环氧树脂产业链。其主要产品包括制冷剂R32、R125、R134a、R410A、R404A、R407C、R507；精细化学品R113a、三氟乙酸、三氟乙酰氯、三氟乙醇、硫酸氯；其它产品氟化氢、氟化氢铵、硫酸、环氧氯丙烷、环氧树脂等。其产成品线较为丰富，与巨化股份公司产业链协同互补性强。全国第三代制冷剂整体产能超过110万吨，飞源化工主营业务中三代制冷剂产品占比比较高，市场占有率居于国内前列，约占我国三代制冷剂市场份额的7%-8%。

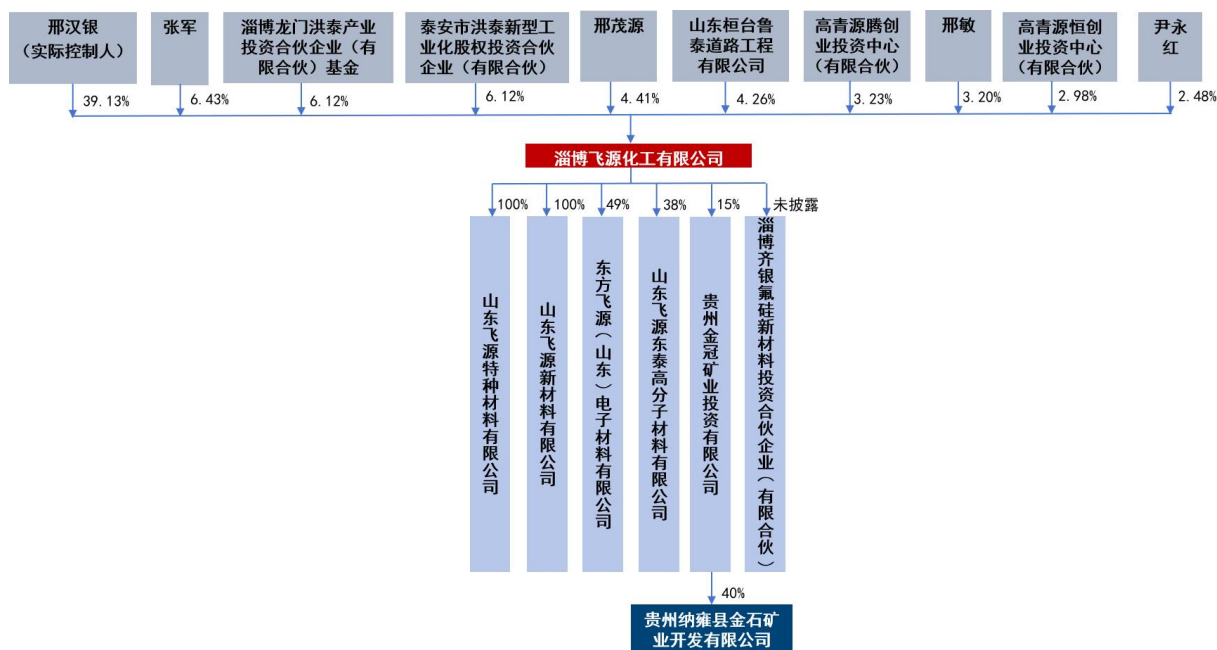
整体来说，飞源化工无水氟化氢产能行业前三、第三代含氟制冷剂产能行业前五、环氧氯丙烷产能行业前五、环氧树脂产能行业前五、三氟系列精细材料产能行业前三。据卓创资讯数据，公司氟化工产品销售网络覆盖全国各地，下游客户有美的、格力、海尔、海信等国内知名空调厂家，并积极开拓国际市场，与霍尼韦尔、日本大金、美国科慕（杜邦化学氟化工板块）等知名大型企业保持良好的供应关系。

截止基准日 2023 年 5 月 31 日，飞源化工股东全部权益价值资产基础法评估结果为 9.41 亿元，市场法评估结果为 19.19 亿元。本次合计交易金额为 13.94 亿元：其中收购飞源化工股权金额 5.78 亿元；单方面对飞源化工增资金额 8.16 亿元。最终具体以公司签订的交易协议为准。值得注意的是，如邢汉银转让股权受此前的协议限制，可能导致巨化股份收购标的股权未达到预定比例。不排除巨化股份对飞源化工提高增资比例，直至取得其 51% 股权。

早在 2022 年，飞源化工实际控制人邢汉银与淄博龙门洪泰产业投资合伙企业（有限合伙）、泰安市洪泰新型工业化股权投资合伙企业（有限合伙）已签署《关于淄博飞源化工有限公司之投资协议》，约定按投资前估值 14.33 亿元出资 2 亿元增资入股（折每股 9.00 元），以取得飞源化工 12.25% 的股权。2022 年 7 月及 8 月，飞源化工已分别收到前述两家机构转入的投资款，并于 2023 年 8 月完成上述增资工商变更登记。洪泰基金前次取得飞源化工 12.25% 的股权投后估值为 16.33 亿元，本次投资估值为 19.19 亿元（较前次估值增加 17.51%）。本次交易预计产生的商誉金额约为 5 亿元，占巨化股份总资产的比例约为 2.15%，占归母公司净资产的 3.27%，约占巨化股份 2022 年归母净利润的 20.96%。

本次交易各方协商确定飞源化工 100% 股权价值约 19.18 亿元（折合 10.57 元/注册资本），较其合并报表归母净资产相比增值率为 185.11%；较其母公司财务报表中净资产相比增值率为 193.36%。截至 2023 年 5 月末，飞源化工合并报表中归母净资产为 6.72 亿元，根据市场法估值市净率为 2.85 倍。

图1：淄博飞源化工有限公司股权结构图



资料来源：天眼查、国信证券经济研究所整理

表1：淄博飞源化工有限公司主要财务数据（资产负债数据，单位：亿元、%）

指标（亿元，%）	2022. 12. 31		2023. 5. 31	
	合并	公司	合并	公司
总资产	27.54	27.27	27.43	26.82
总负债	21.13	20.93	20.70	20.28
净资产	6.41	6.34	6.73	6.54
资产负债率	77%	77%	75%	76%

资料来源：《浙江巨化股份有限公司收购股权公告》，国信证券经济研究所整理

表2: 淄博飞源化工有限公司主要财务数据 (利润表数据, 单位: 亿元)

指标 (亿元)	2022 年 1-12 月		2023 年 1-5 月	
	合并	公司	合并	公司
营业收入	28.15	27.17	10.50	10.04
净利润	-0.19	-0.46	0.26	0.14

资料来源:《浙江巨化股份有限公司收购股权公告》, 国信证券经济研究所整理

表3: 飞源化工估值与同行业上市公司对比

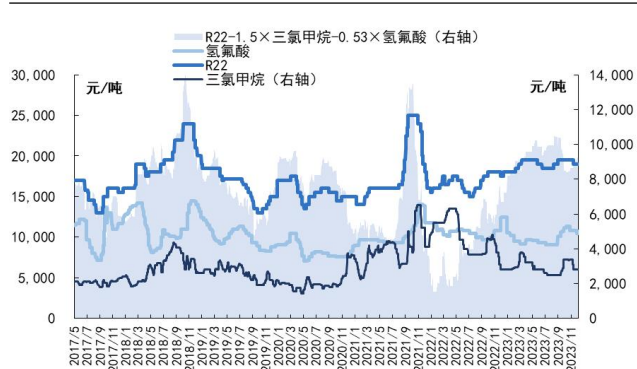
公司	2023 年 11 月 30 日市值/评估估值 (亿元)	2023 年 6 月末/5 月末净资产 (万元)	市净率 (倍)
巨化股份	428.99	1,556,111.91	2.79
三美股份	186.62	572,999.69	3.26
永和股份	97.73	256,127.05	3.82
平均	237.78	795079.55	3.28
飞源化工	19.19	67,272.04	2.85

资料来源:《浙江巨化股份有限公司收购股权公告》, 国信证券经济研究所整理

◆ 制冷剂: 2020-2022 年三代制冷剂景气度承压, 行业景气度将逐步回升

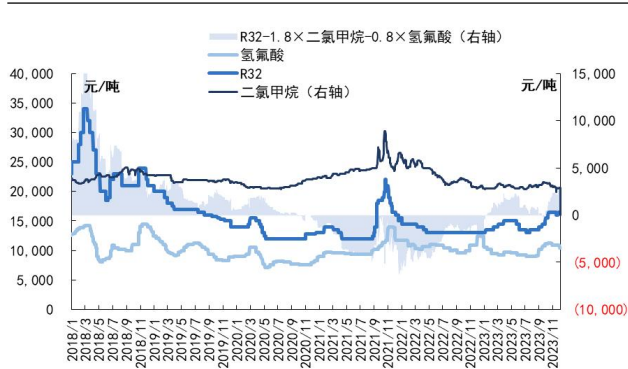
复盘近三年的三代制冷剂价格走势: 2020 年, 受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响, 三代制冷剂市场延续 2019 年末的疲软态势, 各产品价格均有下滑。原料氢氟酸在疫情期间连连走低, 于 2020 年 5 月份到达全年最低点后反弹回稳。R32 产能过剩的状况仍在延续, 价格上行受限; R134a 价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车行业 2020 年产销量双双下滑。**2021 年上半年**, 除 R32 价格仍在成本线下徘徊外, 其余制冷剂价格均有所回暖, 截至 2021 年 6 月 30 日, R22 较年初涨幅约为 14.3%, R134a 较年初涨幅约为 13.9%, 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%。**2021 年 8 月**, 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, 制冷剂价格均开始普遍回调。**2022 年**, 制冷剂价格逐步进入下行通道。**2023 年前三季度**, 制冷剂产品价格变化有所分化: R125 价格跟随成本四氯乙烯持续下跌, 近期有所反弹、R32 价格在中低位震荡, 近期开始上涨、R134 价格先抑后扬。**进入 2023 年四季度**, 在进入制冷剂传统备货旺季、前期企业及市场低库存、配额方案落地预期细则阶段, 以 R143a 及其相关混配制冷剂为首的整体制冷剂价格快速反弹。从原料端来说, 当前国内矿山生产形势严峻, 库存低位情况下萤石粉供应偏紧情况较难改变。制冷剂中长期需求有望继续增长叠加配额方案已落地, 看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升, 制冷剂即将开启景气上行周期。

图2: R22 产品价格与价差



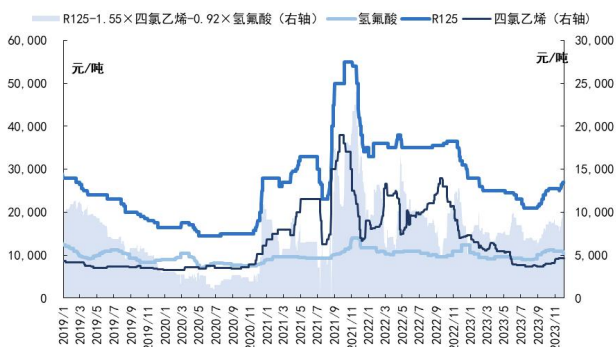
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图3: 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4: R125 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5: R143a 产品价格与价差走势

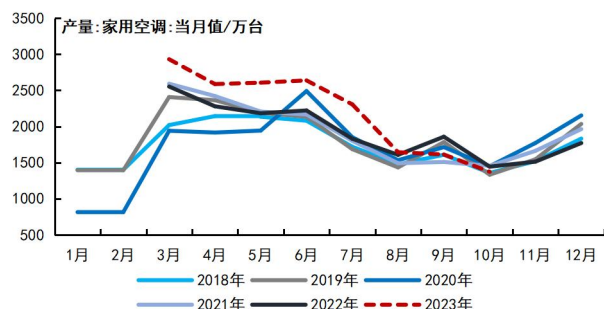


资料来源:百川盈孚、国信证券经济研究所整理

2023 年我国空调内销市场迎来久违“大年”，家用空调产业进入新周期。随着我国空调市场进入存量阶段，结构升级成为行业的主基调，而结构升级背后的涵义是行业由过去的规模驱动向品质驱动转变，企业利润与创新形成相互促进的闭环。2023 年，疫情放开后需求集中恢复、高温天气预期、健康舒适及家庭场景价值的再挖掘等，2023 上半年国内空调市场表现靓丽。据国家统计局数据显示，2022 年全年中国空调累计产量达到 22247.3 万台，累计增长 1.8%。国家统计局数据显示，2023 年 10 月全国空调产量 1373.0 万台，同比下降 0.5%；1-10 月累计产量 20738.5 万台，同比增长 12.4%。据产业在线数据，作为全球最大的家用空调生产基地和销售市场，2023 年冷年，中国家用空调同期取得了销售量 1.68 亿台，销售额 3629 亿元，量、额分别增长 9.2%和 11%。

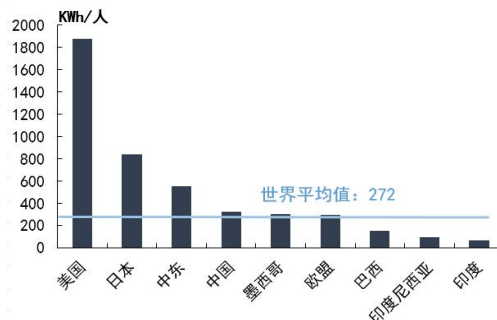
从长周期看，我国空间制冷需求仍有较大的增长空间。制冷剂市场方面，新兴经济体中工业发展、冰箱及空调的普及与汽车制冷需求的激增持续推动制冷剂市场的发展，据 Markets and Markets Research 预测，未来全球制冷剂需求增量将主要来自于亚太及中东地区，亚太地区将持续作为全球最大的制冷剂消费市场；北美及欧洲的制冷剂市场则相对成熟，预计未来几年内将稳定增长。据中国产业信息网数据，目前全球 65%-70%的制冷剂产能在中国，全球制冷剂需求量的 40%来自中国，我国为全球最大的制冷剂生产国和消费国。家用空调方面，据 IEA（国际能源署）数据，2019 年我国房间空调产量占全球的 70%，近 19 年间我国空调销售量增长了五倍，我国在全球空调市场上处于领先地位。近年来我国空调产销迅猛增长，许多城市中家庭制冷设备的选择发生了变化，而目前国内约 40%的家庭仍然没有空调。据 IEA 预计，随着收入水平持续增长，到 2030 年，中国家庭空调的拥有率将达 85%，安装住宅制冷设备（包括风扇和除湿机）的总数将超过 11 亿。据印度环境、森林与气候变化部发布的《印度冷却行动计划草案》显示，目前中国人均空间制冷能耗大大低于美国，并且不足日韩的一半，仍有提升空间。从长周期看，我国空间制冷需求仍有较大增长空间。

图6: 中国家用空调产量数据



资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

图7: 我国人均空间制冷能耗: 仍有较大增长空间

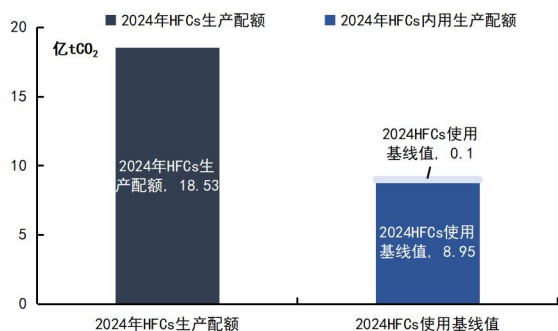


资料来源:印度环境、森林与气候变化部, 国信证券经济研究所整理

◆ 三代制冷剂配额方案出台，国内四代制冷剂技术储备中

2023年11月4日，生态环境部发布了“关于印发《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》的通知”，为实际履行《〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，实现2024年氢氟碳化物(HFCs)生产和使用量冻结在基线值的履约目标，有关单位被要求于2023年11月24日前组织做好2024年度HFCs生产配额、内用生产配额和进口配额申请填报等相关工作。按照《基加利修正案》有关规定，我国HFCs生产和使用的基线值，以吨二氧化碳当量(tCO₂)为单位，分别为基线年(2020—2022年)我国HFCs的平均生产量和平均使用量，再分别加上含氢氯氟烃(HCFCs)生产和使用基线值的65%。确定我国HFCs生产基线值为18.53亿tCO₂、HFCs使用基线值为9.05亿tCO₂(含进口基线值0.05亿tCO₂)；进口配额总量为0.1亿tCO₂。

图8：2024年度氢氟碳化物（三代制冷剂）配额方案



资料来源：生态环境部《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，国信证券经济研究所整理

图9：三代制冷剂配额方案制定公式

$$Q_{\text{总}} = \sum P_a \div 3$$

$$Q_{\text{内}} = Q_{\text{总}} - R \times \sum E_a \div 3$$

$$Q_{\text{进口}} = \max(I_a)$$

备注：Q_总—某品种HFCs生产配额，单位：吨；Q_内—某品种HFCs内用生产配额，单位：吨；P_a—某年度某品种HFCs生产量，单位：吨，其中a为基线年；R—基线年生产单位某品种HFCs年均生产量占全国该品种年均总生产量比例；E_a—某年度全国某品种HFCs出口总量，单位：吨，其中a为基线年；Q—进口—HFCs进口配额，单位：tCO₂；I_a—某年度受控用途HFCs进口总量，单位：tCO₂，其中a为基线年。

资料来源：生态环境部《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，国信证券经济研究所整理

中长期来看，下游空调、制冷、汽车等领域对制冷剂的需求有望继续增长；同时伴随配额方案落地，我们看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升。另外，值得关注的是，第四代制冷剂R1234yf、R1234ze等的应用正处于起步阶段，目前巨化股份、中欣氟材等公司已实现代加工或已储备相应技术，未来第四代制冷剂将因其卓越性能与环保性成为第三代HFC制冷剂的绿色替代方案。另外，值得关注的是，第四代制冷剂R1234yf、R1234ze等的应用正处于起步阶段，目前巨化股份、中欣氟材等公司已实现代加工或已储备相应技术，未来第四代制冷剂将因其卓越性能与环保性成为第三代HFC制冷剂的绿色替代方案。巨化股份作为国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品的企业，公司现拥有两套主流第四代氟制冷剂产品装置（含代加工），年产能8000吨。公司未来除积极做好第三代氟制冷剂配额管控下的经营工作，将其规模优势转化为经营优势外，将持续研发第四代氟制冷剂等低GWP新型制冷剂品种和混配品种，适应市场变化。

◆ 投资建议：筑牢三代制冷剂巨头地位，并将引领行业周期景气反转，维持“买入”评级

公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，三代制冷剂产品的价格及价差目前均处于底部区间，而配额管理即将在立法层面落地，随着供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，我们看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点。公司持续逆势扩张，若本次交易顺利完成，我们看好公司在三代制冷剂行业的市占率有望达到35%-40%以上，并将作为行业领军者引领周期景气反转。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，公司不断加大氟氟先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。考虑到本次收购仍有不确定性因素，盈利预测暂不考虑本次收购带来的影响，我们维持盈利预测：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为10.12/18.64/25.68亿元，同比增速分别为-57.5%/84.2%/37.7%；摊薄EPS=0.37/0.69/0.95元，对应当前股价对应PE=42.0/22.8/16.6X。维持“买入”评级。

◆ 风险提示

- 1、本次交易尚需履行上述审批及相关程序，不能排除上述审批及相关程序不能顺利进行，导致本次交易无法顺利实施的风险。
- 2、飞源化工前期完成引入战略投资者洪泰基金，相关协议中约定邢汉银作为标的公司实控人不得转让飞源化工股权，且投资人享有优先受让权和优先出售权。鉴于邢汉银直接持有标的公司 39.1320% 股权，且目前本次交易的股权具体出让方及出让股权比例尚未确定，如邢汉银转让股权受上述协议限制，可能导致公司收购标的的股权未达到预定比例。（如出现该情况，不排除公司提高对标的公司增资比例，直至公司取得标的公司 51% 股权。）
- 3、经营风险：经营管理整合及协同效应不达预期、氟化工整体需求疲弱、项目投产进度不及预期、产品价格大幅下滑等风险。

相关研究报告：

- 《巨化股份（600160.SH）-传统淡季仍稳健经营，三代制冷剂景气复苏中》——2023-10-27
- 《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格开始回暖，氟精细化学品量价齐升》——2023-08-25
- 《巨化股份（600160.SH）-业绩增长 115%再创新高，看好制冷剂景气度及氟化液市场前景》——2023-04-21
- 《巨化股份（600160.SH）-业绩将增长 100%-121%，氟化工巨头将引领周期景气上行》——2023-01-16
- 《巨化股份（600160.SH）-前三季度业绩高增长 557%，看好行业景气度改善》——2022-10-28

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1539	2547	2323	4559	9101	营业收入	17986	21489	17178	22070	34960
应收款项	1400	1735	1191	1677	2634	营业成本	15443	17393	14614	17990	29222
存货净额	1735	1728	1374	1816	2905	营业税金及附加	60	87	59	75	119
其他流动资产	985	1413	1076	1347	2208	销售费用	131	157	172	265	350
流动资产合计	6158	7830	6371	9805	17254	管理费用	687	723	1151	1562	2290
固定资产	8585	11071	12108	12961	13674	财务费用	29	(108)	76	81	70
无形资产及其他	711	687	670	653	636	投资收益	388	374	120	140	160
投资性房地产	1011	1187	1187	1187	1187	资产减值及公允价值变动	312	154	0	0	0
长期股权投资	1429	1852	1852	1852	1852	其他收入	(1221)	(1010)	0	0	0
资产总计	17894	22627	22188	26458	34602	营业利润	1114	2755	1227	2236	3070
短期借款及交易性金融负债	307	236	500	400	300	营业外净收支	(38)	(29)	(28)	(28)	(28)
应付款项	2505	3666	2235	3122	5300	利润总额	1076	2725	1199	2208	3042
其他流动负债	742	1001	715	2696	6695	所得税费用	(2)	329	180	331	456
流动负债合计	3553	4904	3450	6218	12294	少数股东损益	(31)	16	7	13	17
长期借款及应付债券	188	1327	1527	1527	1527	归属于母公司净利润	1109	2381	1012	1864	2568
其他长期负债	521	611	611	611	611						
长期负债合计	709	1938	2138	2138	2138	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4262	6842	5588	8357	14433	净利润	1109	2381	1012	1864	2568
少数股东权益	298	316	322	332	346	资产减值准备	286	(162)	108	27	19
股东权益	13334	15468	16278	17769	19824	折旧摊销	852	865	872	1138	1285
负债和股东权益总计	17894	22627	22188	26458	34602	公允价值变动损失	(312)	(154)	0	0	0
						财务费用	29	(108)	76	81	70
关键财务与估值指标						营运资本变动	116	417	(375)	1696	3288
每股收益	0.41	0.88	0.37	0.69	0.95	其它	(309)	175	(102)	(17)	(5)
每股红利	0.11	0.14	0.07	0.14	0.19	经营活动现金流	1743	3521	1515	4709	7155
每股净资产	4.94	5.73	6.03	6.58	7.34	资本开支	0	(3318)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	14%	20%	7%	12%	18%	其它投资现金流	559	94	0	0	0
ROE	8%	15%	6%	10%	13%	投资活动现金流	265	(3647)	(2000)	(2000)	(2000)
毛利率	14%	19%	15%	18%	16%	权益性融资	(31)	4	0	0	0
EBIT Margin	9%	15%	7%	10%	9%	负债净变化	184	1139	200	0	0
EBITDA Margin	14%	19%	12%	15%	12%	支付股利、利息	(300)	(390)	(202)	(373)	(514)
收入增长	12%	19%	-20%	28%	58%	其它融资现金流	(1884)	(366)	264	(100)	(100)
净利润增长率	1063%	115%	-57%	84%	38%	融资活动现金流	(2147)	1134	261	(473)	(614)
资产负债率	25%	32%	27%	33%	43%	现金净变动	(138)	1008	(224)	2236	4542
息率	0.7%	0.9%	0.5%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	1677	1539	2547	2323	4559
P/E	38.4	17.9	42.0	22.8	16.6	货币资金的期末余额	1539	2547	2323	4559	9101
P/B	3.2	2.8	2.6	2.4	2.1	企业自由现金流	0	714	(497)	2685	5106
EV/EBITDA	18.6	12.4	23.4	15.4	13.4	权益自由现金流	0	1487	(98)	2516	4946

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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