

中国宏桥 (01378.HK)

原料价格趋稳叠加铝行业景气周期，盈利能力显著提升

买入

核心观点

公司2023年归母净利润增长32%。中国宏桥披露2023年全年业绩，公司2023年营业收入1336亿元，同比增长1.5%；归母净利润114.6亿元，同比增长31.7%；经营活动现金流入净额为77.22亿元，同比增长1.3%。盈利增加主因原材料煤炭、预焙阳极价格下跌。公司铝合金产品销量574.8万吨，比2022年增加27.5万吨；铝深加工产品销量58万吨，同比下降2.9万吨；氧化铝销量1037.4万吨，同比增加207.6万吨，主要是2022年底公司收购了250万吨产能，外销量增加。

延续高分红比例：2023年度末期股息每股29港仙，连同2023年度中期派息每股34港仙，2023年度累计派息每股63港仙，现金分红总额54.5亿元人民币，股利支付率达47.6%。2021-2023年公司股利支付率分别为50.37%/50.36%/47.6%。

能源类原材料价格趋稳，公司业绩更加稳健。公司是全产业链布局，原料端较大的风险敞口是煤炭及预焙阳极。刨除铝价因素，过去几年公司业绩大幅波动的主要原因就是煤炭及预焙阳极价格大幅波动。2022年动力煤价格和预焙阳极价格大涨挤占了公司利润，2023年上述因素反转使得公司盈利大增。一旦冶炼利润改善，公司是行业内盈利弹性最高的标的之一。

风险提示：煤炭、预焙阳极价格大幅波动；铝价水平低于预测值。

投资建议：维持“买入”评级

我们假设2024-2026年铝现货含税均价为19500元/吨，氧化铝价格均为3300元/吨，预焙阳极价格均为4000元/吨，5500大卡动力煤到厂价均为900元/吨，云南水电含税价格均为0.44元/度。预计公司2024-2026年营业收入为1322/1322/1322亿元，归母净利润分别为181.45/183.71/184.80亿元，同比增速58.3%/1.2%/0.6%，摊薄EPS分别为1.91/1.94/1.95元，当前股价对应PE为5.5/5.5/5.4X。过去几年能源类原材料价格巨幅波动导致公司业绩大幅波动，未来成本项波动减小，公司盈利能力更加稳健。借助此轮电解铝景气周期及产能转移契机，公司继续摆脱制约长期发展的债务压力和碳排放压力，未来具备更可持续发展能力，我们维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	131,699	133,624	132,216	132,216	132,216
(+/-%)	15.0%	1.5%	-1.1%	0.0%	0.0%
净利润(百万元)	8702	11461	18145	18371	18480
(+/-%)	-45.9%	31.7%	58.3%	1.2%	0.6%
每股收益(元)	0.92	1.21	1.91	1.94	1.95
EBIT Margin	9.9%	11.7%	19.3%	19.3%	19.3%
净资产收益率 (ROE)	10.3%	12.4%	16.4%	14.3%	12.6%
市盈率 (PE)	11.6	8.8	5.5	5.5	5.4
EV/EBITDA	7.5	6.8	4.2	4.4	4.3
市净率 (PB)	1.19	1.09	0.91	0.78	0.68

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·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

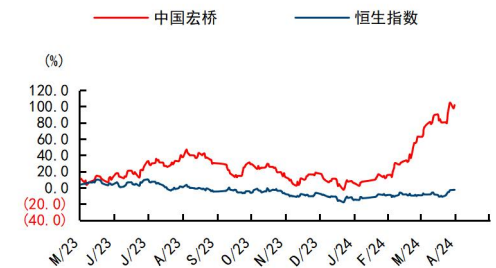
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		11.20 港元
总市值/流通市值		106126/106126 百万港元
52周最高价/最低价		11.58/5.17 港元
近3个月日均成交额		341.38 百万港元

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

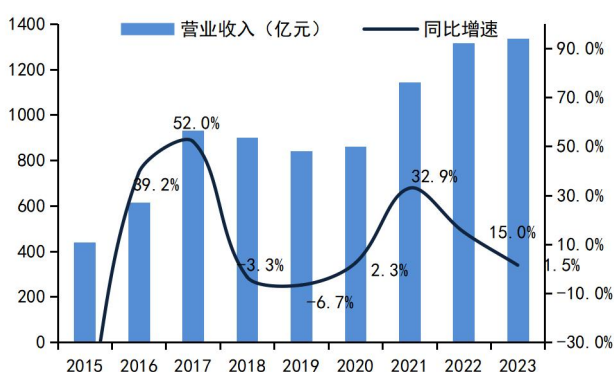
《中国宏桥(01378.HK)-能源价格下跌，冶炼利润有望改善》——2023-05-14

2023 年公司业务简析

公司 2023 年归母净利润增长 32%。中国宏桥披露 2023 年全年业绩，公司 2023 年营业收入 1336 亿元，同比增长 1.5%；归母净利润 114.6 亿元，同比增长 31.7%；经营活动现金流入净额为 77.22 亿元，同比增长 1.3%。公司铝合金产品销量 574.8 万吨，比 2022 年增加 27.5 万吨；铝深加工产品销量 58 万吨，同比下降 2.9 万吨；氧化铝销量 1037.4 万吨，同比增加 207.6 万吨，主要是 2022 年底公司收购了一个 250 万吨产能的氧化铝资产，外销量增加。

延续高分红比例：2023 年度末期股息每股 29 港仙，连同 2023 年度中期派息每股 34 港仙，2023 年度累计派息每股 63 港仙，现金分红总额 54.5 亿元人民币，股利支付率达 47.6%。2021-2023 年公司股利支付率分别为 50.37%/50.36%/47.6%。

图1：中国宏桥营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国宏桥归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利增加的原因主要是能源类原材料价格下跌，铝冶炼成本下降。2023 年公司毛利润 209.5 亿元，比 2022 年增加 27 亿元，其中电解铝版块同比增加 35 亿元，氧化铝版块减少 3 亿元，铝加工版块减少 8 亿元。

2023 年铝价比 2022 年下降了 1236 元/吨，但是动力煤、预焙阳极价格下降更多，如下表所示，2023 年公司吨铝利润同比增长近千元。造成公司这两年业绩波动较大的主要因素就是能源类原材料的价格波动太大，也就是动力煤和预焙阳极。展望未来，动力煤价格波动相较前几年会变小，大概率不会出现 2021-2022 年巨幅波动的情形，公司的成本变动幅度也会减小，盈利的可预测性随之增强。

氧化铝虽然外销量同比大增 200 万吨，但 2023 年氧化铝价格同比下降，叠加成本端上涨，导致氧化铝毛利润同比减少 3 亿元。铝加工版块毛利润下降主因加工费下滑，这是 2023 年铝板带箔行业普遍存在的问题。

表1：主要成本项变动对盈利的影响测算（元/吨）

	2021 年	2022 年	2022-2021 变化	对吨铝盈利的影响
全年铝现货均价	18898	19936	1038	1038
5500 大卡动力煤价格	1030	1253	223	-1227
预焙阳极价格	4772	8182	3410	-1603
氧化铝价格	2785	2921	136	-261
单吨盈利下滑				-2052
	2022 年	2023 年	2023-2022 变化	对吨铝盈利的影响
全年铝现货均价	19936	18700	-1236	-1236

5500 大卡动力煤价格	1253	970	-283	1415
预焙阳极价格	8182	6315	-1867	877
氧化铝价格	2921	2903	-18	35
单吨盈利提升				1091

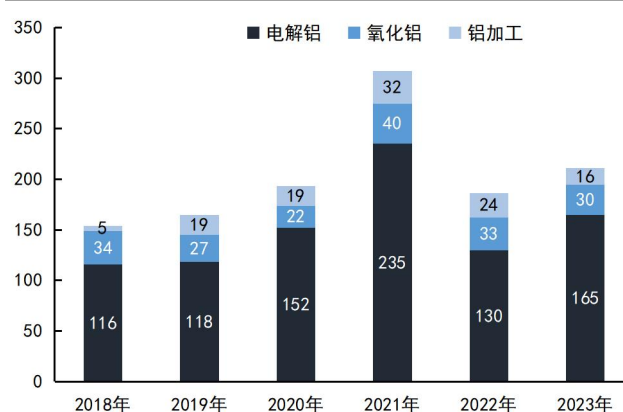
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所测算

图3：中国宏桥营业收入构成（单位：亿元）



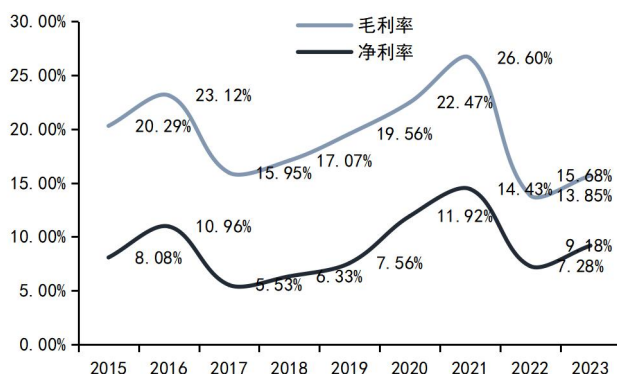
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国宏桥分产品毛利润（单位：亿元）



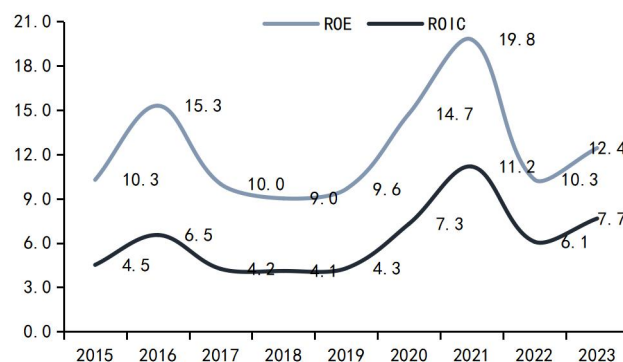
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：中国宏桥销售毛利率与净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国宏桥 ROE 与 ROIC (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

期间费用率下降。2023 年公司期间费用率 6.4%，较 2022 年下降。其中 2023 年公司行政开支 49.5 亿元，比 2022 年减少 9.8 亿元，主因汇兑损失减少。2023 年销售费用同比微增，主要是外售氧化铝到厂交付增多，氧化铝运费计入销售费用所致。2023 年财务费用 32.7 亿元，同比增加 2.5 亿元，主要是短期借款增加较多，且平均融资成本上升，其中银行借款利息同比增加 2.1 亿元。

资产结构方面，截至 2023 年末，公司非流动资产 1129 亿元，其中物业、厂房及设备 702 亿元；使用权资产 96 亿元，主要是中国及印尼的土地使用权；在联营公司的权益 110 亿元，约半数来自滨能；还有按公允价值计入损益的金融资产 117 亿元。截至 2023 年末，公司流动资产 874 亿元，其中存货 340 亿元，存货的 66% 是原材料库存，如铝土矿、煤炭等；公司现金及现金等价物 317 亿元，主要是存放在中国的银行以人民币计价的存款，受限制的银行存款为 18.3 亿元；其他流动资

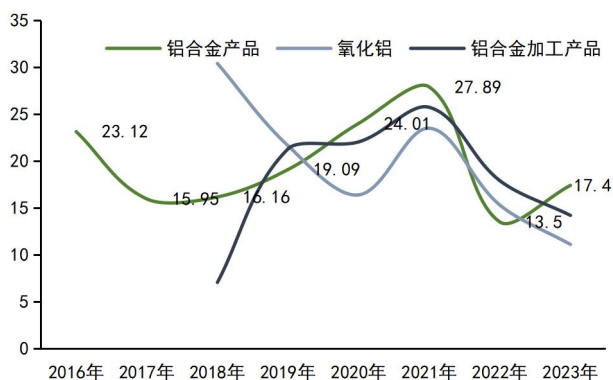
产主要是应收账款、应收票据及预付款。

负债结构方面，截至 2023 年末，公司流动负债 740 亿元，其中短期借款 305 亿元；非流动负债 200 亿元，其中一年后偿还的银行借款 86 亿元。总共 391 亿元的银行借款中，定息借款 285 亿元，利率 4.35%–7.50%，浮息借款 106 亿元，利率 4.00%–8.25%。

重要子公司持股比例变动情况：2024 年 3 月，上市公司公告长浙宏基和长浙宏叶行使购股权，上市公司回购长浙宏基和长浙宏叶在 2021 年认购的山东宏桥 3.25% 和 0.79% 的股权。回购完成后，上市公司对山东宏桥的持股比例从 94.52% 提高到 98.56%，其余 1.44% 仍由建信投资持有。

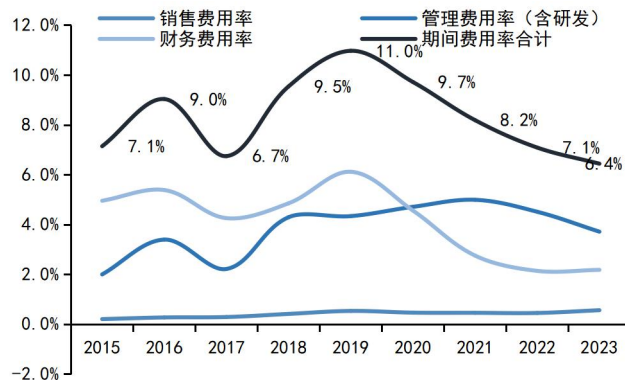
另外，上市公司在 2023 年 12 月公告了新引入战略投资者，与包括天津聚信等 8 家战投签订供给 29.6 亿元增资协议，认购山东宏拓 4.705% 股权，其中山东宏拓估值为 600 亿元人民币（2023 年 3 月 31 日）。认购完成后，上市公司持有的山东宏拓股权比例从 94.52% 下降到 90.07%。战投拥有购股权，触发条件包括山东宏拓未能在增资 36 个月后进行首次公开发售等。

图7：中国宏桥分产品毛利率（%）



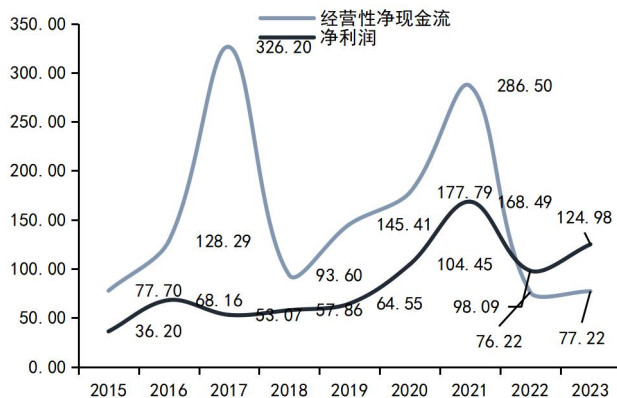
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：中国宏桥期间费用率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：中国宏桥经营性现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

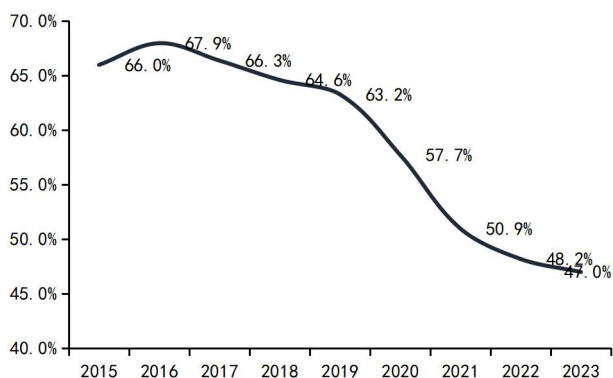
图10：经营性净现金流/流动负债



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：中国宏桥资产负债率

图12：中国宏桥流动负债与非流动负债（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司具备高盈利弹性

公司业务布局如下表所示，公司是全产业链布局，原料端最大的风险敞口是煤炭及预焙阳极。刨除铝价因素，过去几年公司业绩大幅波动的主要原因就是煤炭及预焙阳极价格大幅波动。2022 年动力煤价格和预焙阳极价格大涨挤占了公司利润，2023 年上述因素反转使得公司盈利大增。一旦冶炼利润改善，公司是行业内盈利弹性最高的标的之一。

表2: 中国宏桥业务布局

中国宏桥铝土矿布局

位置	公司名称	产能 (万吨)	持股比例
几内亚	SMB-Winning	5000 (一期)	22.5%
	SMB-Winning	1000 (二期)	22.5%
小计		6000	

中国宏桥氧化铝布局

位置	公司名称	产能 (万吨)	持股比例
山东	山东宏拓实业	1750	93.9%
印尼	宏发韦立氧化铝公司	200	61%
小计		1950	

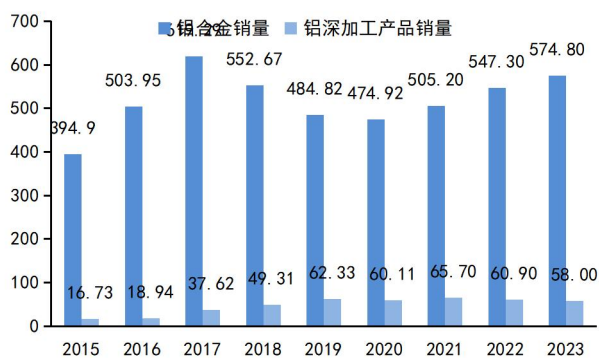
中国宏桥电解铝布局

位置	公司名称	产能 (万吨)	持股比例
山东	山东宏拓实业	443	93.9%
云南	云南宏泰新型材料	203	75%
小计		646	

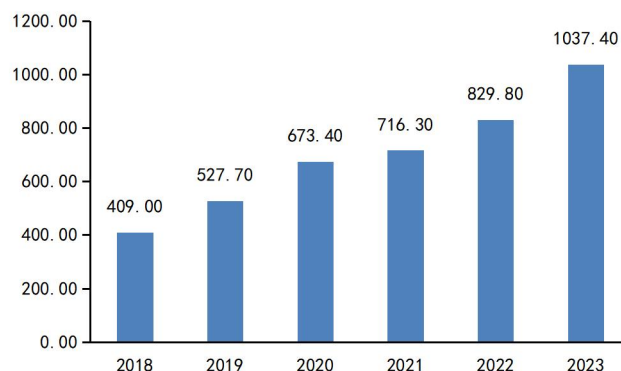
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图13: 中国宏桥铝产品产销量 (万吨)

图14: 中国宏桥氧化铝销量 (万吨)

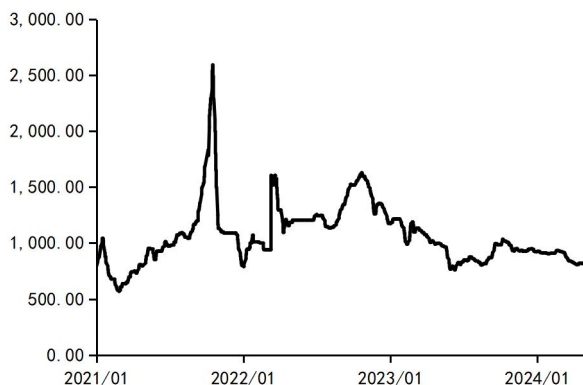


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理



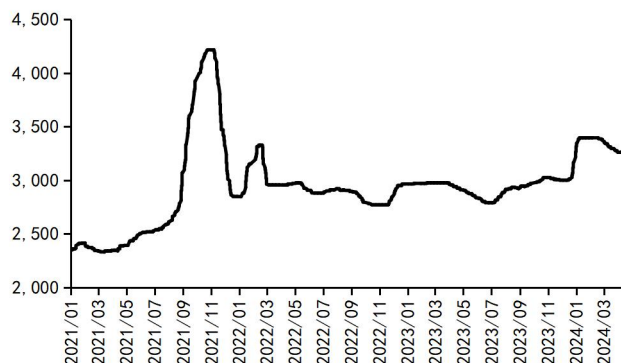
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 秦皇岛港 5500K 动力煤价格 (元/吨)



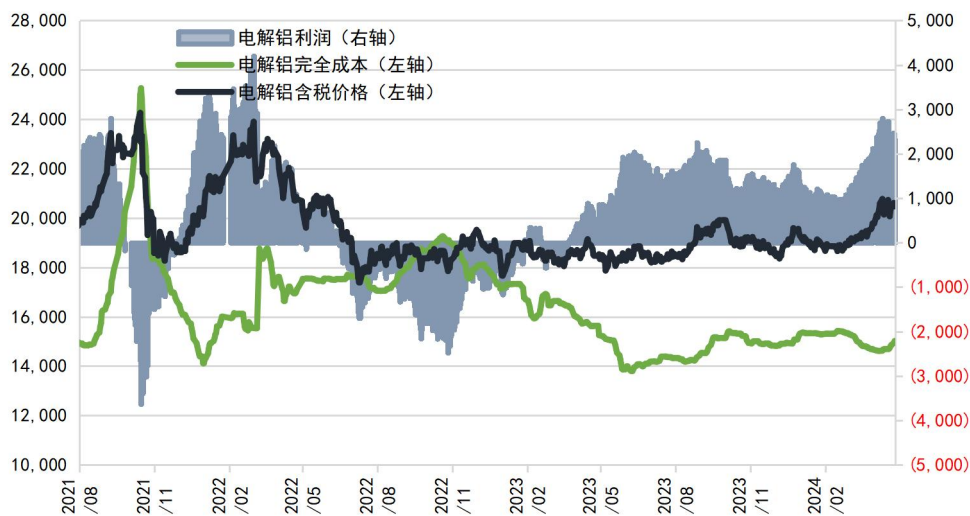
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图16: 氧化铝价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图17: 山东地区自备电铝企冶炼利润 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

公司盈利预测的敏感性分析：

铝及氧化铝价格的影响：2023 年公司外售氧化铝超过 1000 万吨，是国内氧化铝的主要供应商之一，氧化铝价格波动对公司业绩影响较大，尤其过去几年氧化铝均价在 2900 元/吨，但是 2024 年以来氧化铝价格已经超过 3300 元/吨，2023 年公司氧化铝营业成本在 2375 元/吨左右，氧化铝涨价将增厚公司利润。下表是公司 2024 年归母净利润对铝和氧化铝价格的敏感性分析：

表3：铝及氧化铝价格变动对 2024 年业绩的影响（百万元）

		铝价（元/吨）						
		18000	19000	20000	21000	22000	23000	24000
氧化铝价	3000	11,508	15,158	18,808	22,458	26,108	29,759	33,409
	3100	11,920	15,570	19,220	22,871	26,521	30,171	33,821
	3200	12,332	15,982	19,633	23,283	26,933	30,583	34,233
	3300	12,744	16,395	20,045	23,695	27,345	30,995	34,645
	3400	13,157	16,807	20,457	24,107	27,757	31,407	35,057

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

煤炭价格的影响：如果按照发电煤耗 300 克、采购 5500 大卡热值动力煤、电解铝电耗 13500 度/吨、山东基地电解铝年产量 500 万吨来测算，公司电解铝版块每年需要采购 2600 万吨电煤。因此煤炭价格对公司业绩影响极大，下表是公司归母净利润对预焙阳极和煤炭价格的敏感性分析：

表4：煤及预焙阳极价格变动对 2024 年业绩的影响（百万元）

		预焙阳极价格						
		3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000
煤价	700	23,179	22,260	21,341	20,421	19,502	18,583	17,664
	800	21,618	20,699	19,780	18,861	17,942	17,023	16,104
	900	20,058	19,139	18,220	17,301	16,381	15,462	14,543
	1000	18,497	17,578	16,659	15,740	14,821	13,902	12,983
	1100	16,937	16,018	15,099	14,180	13,261	12,341	11,422

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

参股西芒杜铁矿即将投产，有望增厚上市公司利润

来自参股公司的收益。2023 年，公司在参股公司当中的收益是 11.9 亿元，主要来自从事铝土矿贸易的 ABM 公司。2023 年 ABM 营业收入 158 亿元，净利润 35.9 亿元。上市公司持有 ABM 股权比例 25%，对应收益是 9 亿元；其次来自参股的滨能电厂，2023 年滨能营业收入 143 亿元，净利润 8.6 亿元，公司持股比例 37.5%，对应收益是 3.2 亿元。

表5：上市公司在部分联营公司中的权益

联营公司	主要业务	2023 年权益
SMB	矿产开采	22.50%
WAP	港口营运	22.50%
ABM	铝矾土贸易	25%
GTS	铝矾土贸易	25%
山东创新炭材料	炭贸易	20%
邹平滨能能源	电力业务	37.50%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

参股西芒杜铁矿将于 2026 年投产。根据宝武钢铁集团今年 1 月债券募集说明书，西芒杜铁矿位于几内亚东南部，是世界上待开发的最优质铁矿之一，由北至南包含 1、2、3、4 号区块，已探获标准资源量 44.1 亿吨，平均全铁品位 TFe65%以上，西芒杜铁矿初期具有年产 1.2 亿吨高品质铁矿石能力，其中北部区块（1、2 号区块）由赢联盟西芒杜矿山公司持有，宝武钢铁集团后续将主导北部区块矿山，预计 2026 年建成投产。

WCS 公司拥有西芒杜北矿区开发权。其中宝武资源持股 49%，WCH 持股 51%。WCH 由魏桥铝电和 Winning Logistics 各持股 50%。上市公司中国宏桥持有魏桥铝电 94.52% 股权。即上市公司持有西芒杜北矿区项目公司 24% 股权，考虑到几内亚政府持有项目 15% 干股，则上市公司最终持有西芒杜北矿区 20% 左右股权。中国宏桥在 3 月初公告了为该项目提供 17.8 亿美元担保。

投资建议：维持“买入”评级。我们假设 2024-2026 年铝现货含税均价为 19500 元/吨，氧化铝价格均为 3300 元/吨，预焙阳极价格均为 4000 元/吨，5500 大卡动力煤到厂价均为 900 元/吨，云南水电含税价格均为 0.44 元/度。预计公司 2024-2026 年营业收入为 1322/1322/1322 亿元，归母净利润分别为 181.45/183.71/184.80 亿元，同比增速 58.3/1.2/0.6%，摊薄 EPS 分别为 1.91/1.94/1.95 元，当前股价对应 PE 为 5.5/5.5/5.4X。过去几年能源类原材料价格巨幅波动导致公司业绩大幅波动，未来成本项波动减小，公司盈利能力更加稳健。借助此轮电解铝高景气周期及产能转移契机，公司继续摆脱制约长期发展的债务压力和碳排放压力，未来具备更可持续发展能力，我们维持买入评级。

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	27385	31721	48609	76569	99523	营业收入	131699	133624	132216	132216	132216
应收款项	21193	19889	19312	19312	19312	营业成本	113460	112669	100897	100919	100941
存货净额	37268	33958	29799	29694	29574	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1722	1827	1807	1807	1807	销售费用	(526)	(598)	747	747	747
流动资产合计	87568	87395	99528	127383	150216	管理费用	5768	5954	4996	4996	4996
固定资产	68060	70200	69293	68035	66381	财务费用	3626	3020	3173	3041	2644
无形资产及其他	377	381	286	190	95	投资收益	0	0	1100	1100	1100
投资性房地产	13357	13651	13651	13651	13651	资产减值及公允价值变动	0	0	(945)	(945)	(945)
长期股权投资	16379	28693	28693	28743	28793	其他收入	3356	3258	3713	3929	3713
资产总计	185742	200320	211450	238002	259136	营业利润	12727	15837	26270	26596	26755
短期借款及交易性金融负债	43434	49118	40643	44398	44720	营业外净收支	(120)	54	0	0	0
应付款项	17092	15157	13300	13253	13200	利润总额	12607	15890	26270	26596	26755
其他流动负债	10847	9755	8645	8616	8583	所得税费用	2798	3393	5779	5851	5886
流动负债合计	71373	74029	62588	66267	66502	少数股东损益	1107	1037	2346	2375	2389
长期借款及应付债券	16236	13792	13792	13792	13792	归属于母公司净利润	8702	11461	18145	18371	18480
其他长期负债	1827	6243	8324	10451	10481	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	18063	20035	22115	24243	24273	净利润	8702	11461	18145	18371	18480
负债合计	89436	94064	84703	90510	90775	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	11807	14012	16357	18732	21121	折旧摊销	6576	6784	8057	8408	8804
股东权益	84499	92245	110390	128761	147241	折旧摊销	6576	6784	8057	8408	8804
负债和股东权益总计	185742	200320	211450	238002	259136	公允价值变动损失	0	0	945	945	945
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	财务费用	3626	3020	3173	3041	2644
每股收益	0.92	1.21	1.91	1.94	1.95	营运资本变动	(15651)	5604	3870	2157	64
每股红利	0.00	0.85	0.00	0.00	0.00	其它	1107	1037	2346	2375	2389
每股净资产	8.92	9.74	11.65	13.59	15.54	经营活动现金流	734	24885	33363	32255	30682
ROIC	7%	9%	15%	15%	15%	资本开支	0	(8903)	(8000)	(8000)	(8000)
ROE	10%	12%	16%	14%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	14%	16%	24%	24%	24%	投资活动现金流	(4753)	(21217)	(8000)	(8050)	(8050)
EBIT Margin	10%	12%	19%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	15%	17%	25%	26%	26%	负债净变化	(14737)	(2444)	0	0	0
收入增长	15%	1%	-1%	0%	0%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	-46%	32%	58%	1%	1%	其它融资现金流	11651	5557	(8475)	3755	321
资产负债率	55%	54%	48%	46%	43%	融资活动现金流	(17824)	668	(8475)	3755	321
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(21843)	4337	16888	27960	22953
P/E	11.6	8.8	5.5	5.5	5.4	货币资金的期初余额	49227	27385	31721	48609	76569
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7	货币资金的期末余额	27385	31721	48609	76569	99523
EV/EBITDA	8	7	4	4	4	企业自由现金流	0	15752	23876	22496	20782
						权益自由现金流	0	17041	13620	24631	19519

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