

云天化 (600096.SH)

预计归母净利润同比增长 5.7%，经营韧性凸显

优于大市

核心观点

产业链高效运行，经营韧性凸显，预计 2024H1 归母净利润同比增长 5.7%。公司发布《2024 年半年度业绩预告》：受益于硫磺/煤炭原材料采购成本同比下降、磷矿石价格高位运行、化肥等主要装置保持满负荷高效运行等，2024H1，公司预计实现归母净利润 28.30 亿元（同比+5.69%），归母扣非净利润 27.78 亿元（同比+7.77%）；非经常性损益金额同比减少 4,793 万元左右。其中 2024Q2，公司预计单季度实现归母净利润 13.7 亿元（预计同比+24.1%、环比-6.1%）。2024H1，公司加强可控费用控制，强化母子公司资金协同和管控，财务费用同比降低；参股公司经营业绩提升，投资收益同比增加。

提升公司磷矿资源保障能力，化肥/聚甲醛/饲料主要产品实现稳定盈利。磷矿方面，公司是我国业准入最大的磷矿采选企业之一；通过参股公司竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权；受让云南磷化集团少数股权，使得磷矿石/饲料级磷酸钙盐权益产能将增加。近几年来，受磷矿开采门槛提高、各地资源保护政策、国内高品位富矿比例下滑、新能源领域拉动磷矿需求等影响，国内磷矿石供应持续表现紧张。**下游产品方面**，2024H1，公司化肥、聚甲醛、饲料等主要产品实现稳定盈利。近期磷酸一铵市场维持稳中向好，磷酸二铵市场维持平稳运行。公司磷肥产能 555 万吨/年，位居全国第二、全球第四；磷酸二铵产品在国内市场占有率排名前列。

资产负债率大幅下降且经营现金流较为可观，注重股东回报。公司围绕“磷”、“氟”资源和产业发展基础，持续扩展产业链优势并积极推进转型升级。近年来，公司带息负债规模和综合资金成本进步进一步优化与下降，资产负债率已由 2016 年（最高水平）的 92.48% 降低至 2024 年 Q1 的 56.26%。受益于磷化工景气度上行，2021-2023 年公司盈利能力显著改善，并实现经营性现金流净额分别为 77.49、105.51、94.37 亿元，2024Q1 为 24.91 亿元。公司积极重视股东回报，我们看好公司未来的高分红持续性。后续，公司将持续发挥全产业链高效运营效能和管控效率，加大研发创新力度，加快产业转型升级、持续深化改革，推动公司绿色高质量发展再上新台阶。

风险提示：原材料价格波动；磷矿石/煤炭价格波动；下游需求不及预期；矿山生产安全；出口及海外市场变化；行业政策风险等。

投资建议：公司在磷化工资源、技术、产业链等方面的竞争优势显著，经营韧性仍凸显。磷化工景气度仍有望持续，我们维持公司盈利预测：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 45.50/46.22/47.53 亿元，同比增长 0.6%/1.6%/2.8%；摊薄 EPS 分别为 2.48/2.52/2.59 元，对应当前股价 PE 分别为 8.3/8.1/7.9X。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	75,313	69,060	69,789	72,633	74,632
(+/-%)	19.1%	-8.3%	1.1%	4.1%	2.8%
净利润(百万元)	6021	4522	4550	4622	4753
(+/-%)	65.3%	-24.9%	0.6%	1.6%	2.8%
每股收益(元)	3.28	2.47	2.48	2.52	2.59
EBIT Margin	12.9%	11.4%	9.9%	9.7%	9.6%
净资产收益率 (ROE)	36.8%	24.1%	21.2%	19.1%	17.5%
市盈率 (PE)	6.2	8.3	8.3	8.1	7.9
EV/EBITDA	6.1	6.7	7.4	7.1	6.9
市净率 (PB)	2.30	2.00	1.75	1.55	1.39

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·农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

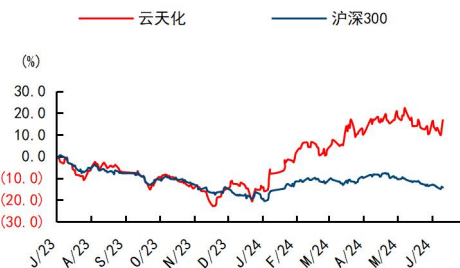
zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.48 元
总市值/流通市值	37567/37567 百万元
52 周最高价/最低价	22.10/14.09 元
近 3 个月日均成交额	682.19 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

- 《云天化 (600096.SH) - 提升磷矿资源保障能力，推进绿色高质量发展》——2024-03-26
- 《云天化 (600096.SH) - 延续较好经营业绩，持续提升一体化运营优势》——2023-10-30
- 《云天化 (600096.SH) - 磷化工巨头业绩再创新高，加快推进转型升级与结构优化》——2023-04-18
- 《云天化 (600096.SH) - 业绩同比增长 120%，磷酸铁及六氟磷酸锂项目投产在即》——2022-08-23

产业链高效运行、经营韧性仍凸显，预计 2024 年上半年归母净利润同比增长 5.7%

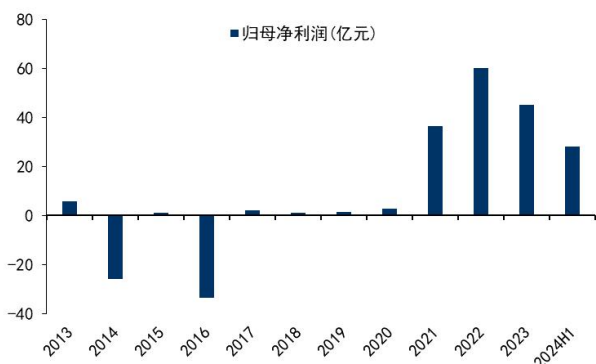
2024 年 7 月 9 日晚，公司发布了《2024 年半年度业绩预告》：受益于硫磺/煤炭等大宗原材料采购成本同比下降、磷矿石价格高位运行、化肥等主要装置保持满负荷高效运行等，公司预计 2024H1 归母净利润 28.30 亿元（同比+5.69%），归母扣非净利润 27.78 亿元（同比+7.77%）。其中 2024Q2，公司预计单季度实现归母净利润 13.70 亿元（预计同比+24.1%、环比-6.1%）。

整体来说，2021 年迄今，受全球经济持续下行、不确定性因素增多等影响，外部市场环境产生较大波动：上游大宗商品价格波动显著，国际局势动荡，国内大宗商品、化肥市场波动风险加剧。在此背景下，公司仍积极抵御产品和原材料价格波动、行业格局变化等诸多不利因素影响，在经营层面积极提升一体化运营优势，强化成本费用控制，2021 年-2023 年均延续了较好的经营业绩，展现出了较好的经营韧性。

2024 年上半年，公司在化肥、聚甲醛和饲料等关键产品领域实现了稳定的盈利。得益于公司“矿化一体”和全产业链的运营模式，以及“满负荷、快周转、防风险”的经营策略，主要生产设施保持了高效的运转状态。公司在国际和国内市场上实现了有效的协同，使得主要产品的生产和销售量与去年同期相比有所增长。通过战略性采购，公司在硫磺和煤炭等关键原材料的采购成本上实现了同比下降，这有助于抵消产品价格波动带来的不利影响，从而保持了主要产品毛利率的稳定。同时，公司加强了对可控费用的管理，并通过加强母子公司之间的资金协同和控制，实现了财务费用的同比下降。此外，由于参股公司的经营业绩提升，公司的投资收益也有所增加。

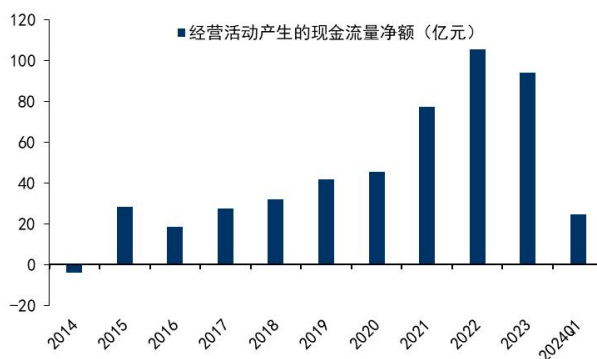
此外，值得一提的是，近年来公司“改革赋能”成效显著，公司带息负债规模和综合资金成本进步进一步优化与下降，财务费用同比降低，资产负债率已由 2016 年（最高水平）的 92.48% 降低至 2023 年的 58.13%，2024 年 Q1 公司资产负债率为 56.26%；2021-2023 年实现经营性现金流净额分别为 77.49、105.51、94.37 亿元，2024Q1 为 24.91 亿元，我们看好公司未来的高分红持续性。未来，公司将持续发挥全产业链高效运营效能和管控效率，加大研发创新力度，加快产业转型升级、持续深化改革，推动公司绿色高质量发展再上新台阶。

图1：云天化公司归母净利润变化及预计（单位：亿元、%）



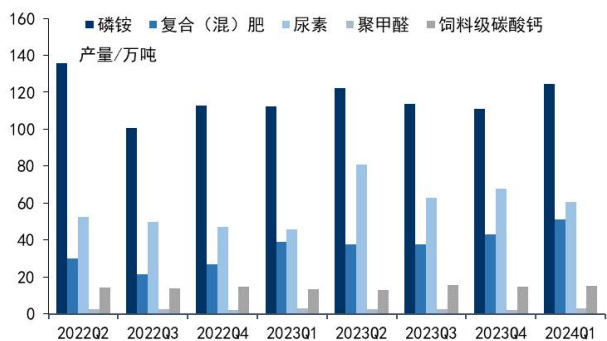
资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理
备注：2024H1 归母净利润为公司《2024 年半年度业绩预告》预测值

图2：云天化经营性现金流净额



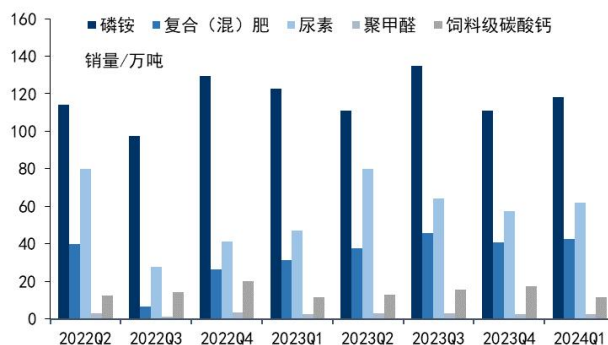
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：云天化主要产品产量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：云天化主要产品销量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

磷矿采选业务：公司为最大的磷矿采选企业之一，受让控股子公司云南磷化集团少数股权

自 2021 年起，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再次显著提升。磷矿石的传统下游需求主要为湿法磷酸（一体化装置下游主要为磷肥）、黄磷以及磷矿粉肥/普钙/钙镁/脱氟磷酸钙/硝酸磷肥等。近 1-2 年来，上游磷酸铁前驱体产能及需求量已呈现出增长态势。我们预计未来几年内，我国磷矿石边际产量有所增加、磷肥行业持续减量增效，黄磷行业将淘汰落后产能。

云天化公司拥有丰富的磷矿和煤炭资源。煤矿方面，公司在内蒙古呼伦贝尔地区配套拥有大型露天开采煤矿，开采能力 400 万吨/年，可为北方基地的合成氨生产提供稳定原料；公司目前拥有合成氨产能 240 万吨/年，合成氨自给率 95%左右。**磷矿方面**，公司现有磷矿储量近 8 亿吨，磷矿石采选规模 1,450 万吨/年，磷矿储量及年开采能力均位居全国前列。目前公司擦洗选矿生产能力 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。公司 2023 年共生产成品矿 1,290 万吨（2022 年公司共生产浮选精矿/酸法矿/黄磷矿 517.8/418/56.6 万吨）。近三年来，已充分受益于磷矿石长期的高景气态势。

2024 年 2 月，云天化公司公告：公司参股公司云南云天化聚磷新材料有限公司按照法定程序，以 8 亿元竞得云南省镇雄县碗厂磷矿普查探矿权，并与云南省政府采购和出让中心签署了《探矿权出让成交确认书》。根据云南省自然资源厅数据，镇雄县羊场一芒部地区磷矿是亚洲最大规模隐伏单体富磷矿床，该矿产具有“资源储量大、矿石品质优、资源分布集中”的特点。其中，I+II 品级磷矿石（P2O5 含量超过 25%）占比 51.87%，预测深部及外围磷矿潜在经济价值超万亿元。我们看好，此次竞得该探矿权，将有利于提升云天化公司磷矿资源保障能力，为充分发挥公司在磷化工资源、技术、产业链等方面的竞争优势奠定更加坚实的基础。

2024 年 6 月，公司公告通过非公开协议转让的方式受让交银金融资产投资有限公司和建信金融资产投资有限公司分别持有的子公司云南磷化集团 7.44%和 11.16%股权，受让价格合计 10.55 亿元。受让完成后，磷化集团将成为云天化公司的全资子公司。2023 年磷化集团拥有磷矿原矿产能 1,150 万吨/年，擦洗选和浮选产能分别为 618 万吨/年和 650 万吨/年，此外拥有 30 万吨/年磷酸和

50 万吨/年饲料级磷酸钙盐装置。本次受让磷化集团少数股权，将使得公司磷矿石和饲料级磷酸钙盐权益产能增加，我们认为将有利于云天化加强对重要子公司的控制，提升资源协同性和协同效率。据云天化公司 2023 年经审计财务数据测算，收购完成后，可每年增加公司归母净利润 2.10 亿元，2024 年 7-12 月可增加当期归母净利润 1.05 亿元。

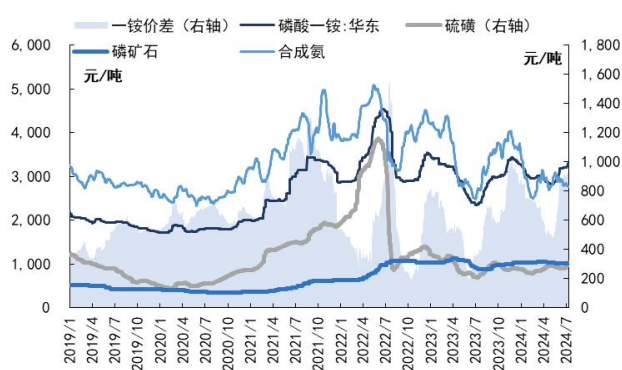
磷肥业务：持续统筹做好国内外磷肥市场的资源配置与优化

2020 年 8 月起，供给端行业洗牌后多年全国磷肥产量总体下降，同时，全球作物的价格高企带动了农资需求的回暖，并拉动了磷肥整体景气度反转。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上涨，国际市场需求量价齐升。

2022 年，在能源价格高企、全球海运不畅、中国出口数量减少、海外粮食价格大幅上涨叠加全球农资补库大周期、俄罗斯和乌克兰冲突持续发酵的背景下，海外磷肥市场价格进一步大幅上涨，而国内磷肥价格持续相对可控。2023 年 1-7 月，磷肥市场逐渐回归理性，磷肥价格整体持续下跌，国内整体开工率下降。2023 年 8 月起，磷肥冬储+春耕需求前置，叠加海外东南亚和欧洲等部分地区采购需求提振，一铵、二铵价格均出现回暖。

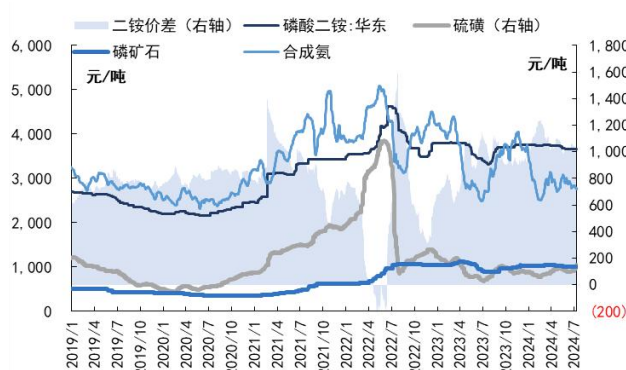
截至 2024 年 7 月 10 日，一铵方面，湖北 55%一铵粉部分出厂价在 3330-3350 元左右，低端试探上行 30 元/吨。湖北地区 73%工铵报价 6300 元/吨，成交松动，实单可谈；二铵方面，64%颗粒二铵云南少量货源出厂价 3600-3700 元/吨，湖北出厂报价 3650-3750，山东 57%二铵到站价 3450 元/吨左右。近日孟标公布，我国共中标 43.4 万吨，价格 CFR645-695 美元/吨，支撑国内价格坚挺。

图5: 国内磷酸一铵价格与价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图6: 国内磷酸二铵价格与价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

云天化：打造成为世界级的肥料及现代农业、精细化工产品提供商

产能方面，截至 2023 年底，公司磷肥产能 555 万吨/年，位居全国第二、全球第四；公司尿素产能 260 万吨/年（分布：云南 120/内蒙古 80/青海 60）；复合（混）肥产能约 185 万吨/年；饲料级磷酸钙盐产能 50 万吨/年（其中饲料级磷酸一二钙产能为 45 万吨）；聚甲醛产能 9 万吨/年。公司磷铵出口量占全国出口量的 20-30% 左右，是全球重要磷肥供应商。

技术方面，经过多年发展，云天化公司已经在高浓度磷复肥生产技术大型化、国产化方面取得了突破性进展，在节能降耗、控制污染、产品质量控制、水资源利用等方面具有技术优势，整体生产技术、设备装备水平处于国内领先水平。

转型升级方面，公司对已建成年产 10 万吨磷酸铁装置，持续开展技改优化和控品降本，提升和巩固装置运行能力和产品质量的同时，积极突破技术优化和成本控制关键课题；年产 10 万吨电池级磷酸二氢铵项目顺利建成投产；年产 2,000 吨磷系阻燃剂 PMPP 装置、年产 1,500 吨含氟硝基苯多功能装置完成工艺技改，磷酸二氢钾装置实现达标达产，合资公司年产 3 万吨氢氟酸装置完成技改扩产、年产 3 万吨无水氟化氢联产白炭黑项目建成。公司围绕“磷”、“氟”资源，持续扩展产业链优势，产业转型升级稳步推进。

未来，公司将继续以实施磷化工“精细化、高端化”升级为契机，立足于资源优势 and 产业发展基础，通过“矿化一体，湿热并举，酸肥盐有机延伸”，持续打造全磷产业链，重点发展饲料级磷酸钙盐、磷系阻燃剂、聚磷酸铵、磷系功能材料等升级产品以及工业级磷酸、食品级磷酸、聚磷酸等高端精细磷化工产品，实现由资源优势、技术优势向经济优势转化，推动精细磷化工向高效高值化发展，并打造成为世界级的肥料及现代农业、精细化工产品提供商。

投资建议：维持“优于大市”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、商贸物流等诸多领域的发展，未来将继续加大研发创新投入和成果转化，进一步深化企业改革，以良好态势奋力推动公司迈向绿色高质量发展新阶段。我们维持公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 45.50/46.22/47.53 亿元，同比增长 0.6%/1.6%/2.8%；摊薄 EPS 分别为 2.48/2.52/2.59 元，对应当前股价 PE 分别为 8.3/8.1/7.9 X。**维持“优于大市”评级。**

表 1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	主营产品	股价 (2024.7.10)		EPS			PE			总市值 (亿元)
			2023	2024E	2023	2024E	2025E	PB			
600141.SH	兴发集团	草甘膦、有机硅、黄磷、磷矿、磷酸盐等	18.49	1.69	1.66	2.05	10.97	11.11	9.03	1.00	205.56
000422.SZ	湖北宜化	煤矿、磷矿、尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯等	13.41	0.38	0.82	0.99	35.14	16.26	13.58	2.16	141.86
002312.SZ	川发龙蟒	磷矿石、磷酸一铵、饲料级磷酸氢钙、磷酸二氢钙和磷酸一二钙等	6.97	0.15	0.32	0.40	47.88	21.68	17.49	1.45	131.83
002539.SZ	云天化	复合肥、磷酸一铵、黄磷、纯碱等	7.02	0.75	0.86	1.02	9.38	8.17	6.87	1.02	84.78
平均值							25.84	14.30	11.74	1.41	
600096.SH	云天化	磷矿、磷酸一铵、磷酸二铵、尿素、复合肥、聚甲醛等	20.48	2.47	2.48	2.52	8.26	8.13	7.90	1.75	375.67

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

备注：云天化盈利预测为国信证券经济研究所预测，其余公司盈利预测来自于 Wind 一致性预期。

风险提示：原材料价格波动；磷矿石/煤炭价格波动；下游需求不及预期；矿山生产安全；出口及海外市场变化；行业政策风险等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7444	6434	8629	9967	14153	营业收入	75313	69060	69789	72633	74632
应收款项	2951	1039	1912	1990	2045	营业成本	63100	58579	59670	62255	63924
存货净额	7968	7545	7137	7418	7595	营业税金及附加	714	825	708	737	757
其他流动资产	2362	2288	3489	3632	3732	销售费用	757	800	837	944	1045
流动资产合计	20749	17311	21173	23012	27529	管理费用	1032	989	1694	1681	1721
固定资产	22589	24036	26678	29016	28632	财务费用	1066	703	802	856	859
无形资产及其他	3870	4565	4337	4109	3880	投资收益	543	456	200	220	240
投资性房地产	2791	3144	3144	3144	3144	资产减值及公允价值变动	371	446	200	200	200
长期股权投资	3223	3515	3515	3515	3515	其他收入	(999)	(1243)	0	0	0
资产总计	53223	52571	58847	62795	66701	营业利润	8560	6825	6478	6581	6767
短期借款及交易性金融负债	13942	8318	10000	10000	10000	营业外净收支	(37)	(245)	0	0	0
应付款项	4029	4358	4758	4945	5063	利润总额	8523	6579	6478	6581	6767
其他流动负债	5479	5017	5206	5411	5548	所得税费用	1478	1086	972	987	1015
流动负债合计	23450	17692	19964	20356	20611	少数股东损益	1024	971	956	971	999
长期借款及应付债券	8321	11180	11880	12080	12280	归属于母公司净利润	6021	4522	4550	4622	4753
其他长期负债	2039	1688	1688	1688	1688	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	10360	12868	13568	13768	13968	净利润	6021	4522	4550	4622	4753
负债合计	33810	30560	33532	34124	34579	资产减值准备	153	70	66	35	5
少数股东权益	3048	3268	3842	4425	5024	折旧摊销	1976	2343	2717	3055	3307
股东权益	16365	18742	21472	24246	27098	公允价值变动损失	(371)	(446)	(200)	(200)	(200)
负债和股东权益总计	53223	52571	58847	62795	66701	财务费用	1066	703	802	856	859
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1031	1678	(1008)	(73)	(73)
每股收益	3.28	2.47	2.48	2.52	2.59	其它	586	188	508	547	595
每股红利	0.91	1.81	0.99	1.01	1.04	经营活动现金流	9396	8355	6633	7987	8387
每股净资产	8.92	10.22	11.71	13.22	14.77	资本开支	0	(4161)	(5000)	(5000)	(2500)
ROIC	21%	18%	15%	14%	14%	其它投资现金流	53	20	0	0	0
ROE	37%	24%	21%	19%	18%	投资活动现金流	(386)	(4433)	(5000)	(5000)	(2500)
毛利率	16%	15%	14%	14%	14%	权益性融资	54	59	0	0	0
EBIT Margin	13%	11%	10%	10%	10%	负债净变化	2925	2860	700	200	200
EBITDA Margin	16%	15%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(1676)	(3321)	(1820)	(1849)	(1901)
收入增长	19%	-8%	1%	4%	3%	其它融资现金流	(14162)	(4068)	1682	0	0
净利润增长率	65%	-25%	1%	2%	3%	融资活动现金流	(11611)	(4932)	562	(1649)	(1701)
资产负债率	69%	64%	64%	61%	59%	现金净变动	(2600)	(1010)	2195	1338	4186
息率	4.5%	8.8%	4.8%	4.9%	5.1%	货币资金的期初余额	10044	7444	6434	8629	9967
P/E	6.2	8.3	8.3	8.1	7.9	货币资金的期末余额	7444	6434	8629	9967	14153
P/B	2.3	2.0	1.7	1.5	1.4	企业自由现金流	0	6430	2557	3946	6843
EV/EBITDA	6.1	6.7	7.4	7.1	6.9	权益自由现金流	0	5222	4258	3419	6313

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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