

# 万华化学 (600309.SH)

## 业绩短期承压，聚氨酯龙头有序扩张

优于大市

### 核心观点

**2024年及2025年一季度公司归母净利润同比下滑。**公司2024年营收1820.7亿元(同比+3.8%)，归母净利润130.3亿元(同比-22.5%)；2025年一季度营收430.7亿元(同比-6.7%，环比+25.0%)，归母净利润30.8亿元(同比-25.9%，环比+58.9%)；毛利率/净利率为15.7%/7.8%，同比均下滑2pct。2024年公司资产减值损失为7.4亿元，同比增长447%；营业外支出为11.4亿元，同比增长156%，主要因固定资产及在建工程报废损失增加，减值及报废部分拖累业绩。报告期内万华蓬莱基地多套装置成功投产，一季度公司主要产品销量同比增长，但产品价格下降，毛利减少，一季度营收及归母净利润同比下降。

**聚氨酯板块营收及产销量同比增长，需求整体疲软。**2025年一季度公司聚氨酯板块营收184.3亿元，产量/销量为147/145万吨，同比增长，环比下滑。2024年聚氨酯系列产品价格多呈稳中走低态势，纯MDI受消费增速放缓影响；聚合MDI因下半年家电补贴政策刺激，冰箱冷柜需求攀升；TDI受益于下游家居出口带动；软泡聚醚虽内需平稳、出口增长，但行业竞争加剧。2025年一季度，受春节假期淡季效应冲击，聚氨酯主流产品价格普遍下行。

**石化板块盈利水平仍较低。**2025年一季度公司石化板块营收163.2亿元，产量/销量为141/133万吨。受国际原油价格波动、下游需求偏弱等因素影响，石化行业整体利润仍处于较低水平。2025年4月3日，万华化学乙烯二期项目120万吨/年乙烯装置一次开车成功。

**精细化学品及新材料板块产销量同比增加。**2025年一季度公司精细化学品及新材料板块营收73.7亿元，产量/销量为62/54万吨。2024年TPU三期、POE、PEBA、聚碳酸酯二元醇(PCDL)等多个项目投产，有效拓展产线；2025年MS和XLPE项目计划投产，将进一步完善产品结构。

**公司核心产品聚氨酯有序扩张。**目前公司MDI和TDI年产能分别为380和111万吨，稳居全球首位。万华福建MDI技改扩能项目预计将于2026年二季度新增70万吨产能，万华福建第二套33万吨TDI项目预计2025年5月份建成投产，届时MDI和TDI产能将分别达450和144万吨。

**风险提示：**项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

**投资建议：**公司作为聚氨酯行业龙头，产能有序扩张，但由于下游需求疲弱、中美贸易摩擦等不利因素影响，我们谨慎下调公司2025-2026年归母净利润预测为139.25/140.64亿元(原值为172.72/189.44亿元)，新增2027年归母净利润预测为143.24亿元，即2025-2027年EPS为4.44/4.48/4.56元，当前股价对应PE为12.7/12.6/12.3X，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	197,727	204,054	209,972
(+/-%)	5.9%	3.8%	8.6%	3.2%	2.9%
归母净利润(百万元)	16816	13033	13925	14064	14324
(+/-%)	3.6%	-22.5%	6.8%	1.0%	1.9%
每股收益(元)	5.36	4.15	4.44	4.48	4.56
EBIT Margin	11.7%	10.5%	11.4%	11.5%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	19.0%	13.8%	14.1%	13.6%	13.3%
市盈率 (PE)	10.5	13.6	12.7	12.6	12.3
EV/EBITDA	10.9	11.8	10.1	9.3	8.9
市净率 (PB)	1.99	1.87	1.78	1.71	1.64

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：余双雨

021-60375485

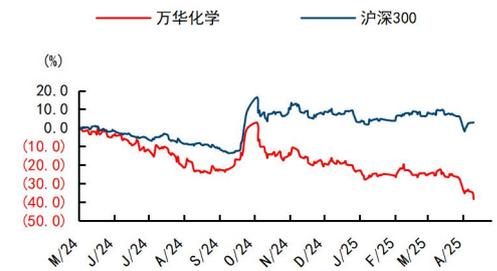
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	56.26元
总市值/流通市值	176642/176642百万元
52周最高价/最低价	100.40/55.22元
近3个月日均成交额	1526.82百万元

#### 市场走势



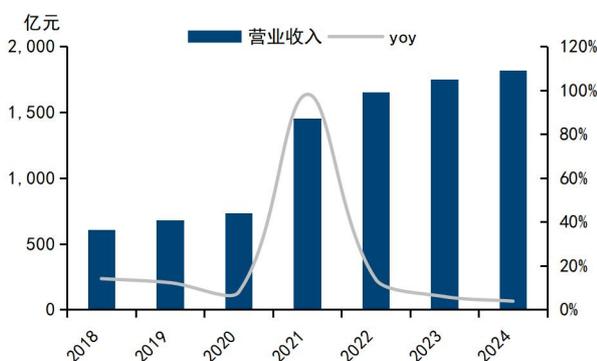
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《万华化学(600309.SH)-全球MDI厂家纷纷涨价，需求支撑行业景气度上行》——2025-02-08
- 《万华化学(600309.SH)-三季度归母净利润下滑，新项目稳步推进》——2024-10-29
- 《万华化学(600309.SH)-二季度盈利同环比略降，新项目稳步推进》——2024-08-13
- 《万华化学(600309.SH)-建设特种聚烯烃项目，乙烷原料保障经济性》——2024-07-26
- 《万华化学(600309.SH)-一期POE装置开车成功，国产化进程加速》——2024-07-03

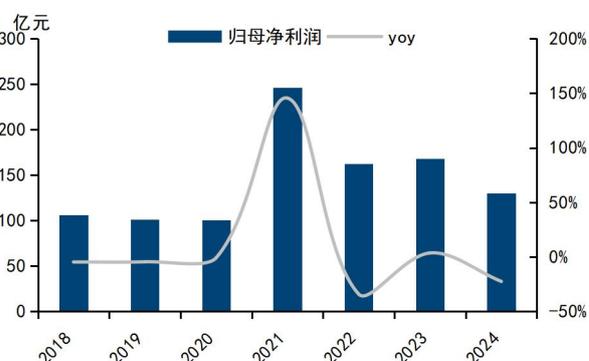
2024 年及 2025 年一季度公司归母净利润同比下滑。公司 2024 年营收 1820.7 亿元（同比+3.8%），归母净利润 130.3 亿元（同比-22.5%）；2025 年一季度营收 430.7 亿元（同比-6.7%，环比+25.0%），归母净利润 30.8 亿元（同比-25.9%，环比+58.9%），扣非归母净利润 30.4 亿元（同比-26.3%，环比+25.1%）；毛利率为 15.7%（同比-1.9pct，环比-3.8pct），净利率为 7.8%（同比-2.0pct，环比+0.6pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.0%、1.7%、2.7%、1.3%，总费用率 6.7%（同比+1.0pct，环比-2.0pct）。2024 年公司资产减值损失为 7.4 亿元，同比增长 447%；营业外支出为 11.4 亿元，同比增长 156%，主要因固定资产及在建工程报废损失增加，减值及报废部分拖累业绩。报告期内万华蓬莱基地多套装置成功投产，一季度公司主要产品销量同比增长，但产品价格下降，毛利减少，一季度营收及归母净利润同比下降。

图1: 万华化学营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 万华化学归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 万华化学单季度营业收入 (亿元)



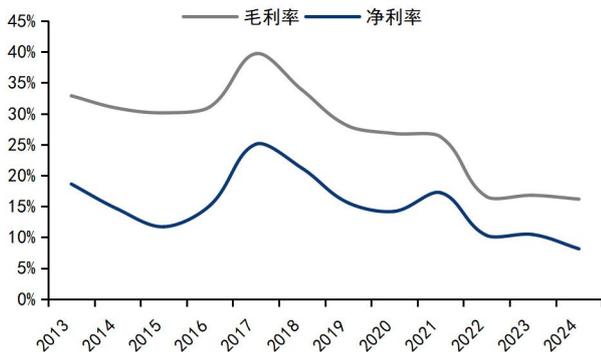
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 万华化学单季度归母净利润 (亿元)



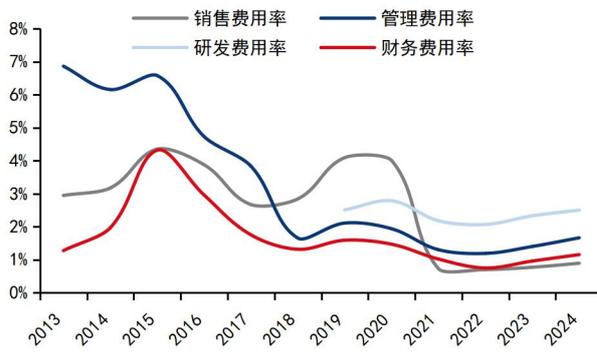
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 万华化学毛利率、净利率



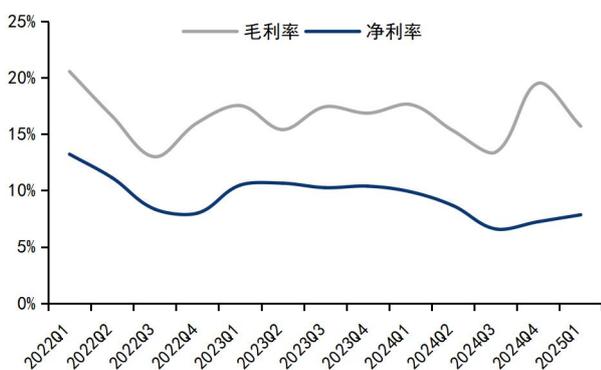
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 万华化学销售、管理、研发、财务费用率



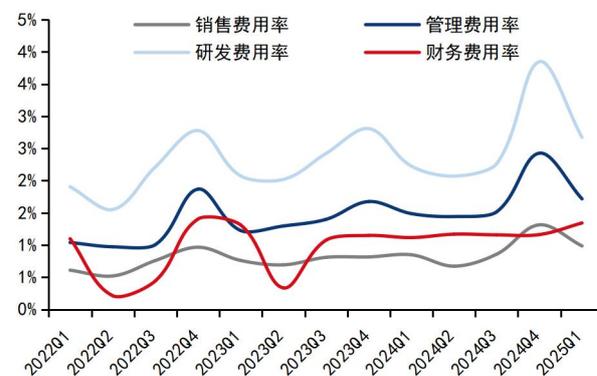
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 万华化学季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 万华化学季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**聚氨酯板块营收及产销量同比增长, 需求整体疲软。**2025 年一季度公司聚氨酯板块营收 184.3 亿元 (同比+5%, 环比-15%), 产量/销量为 147/145 万吨 (同比+8%/+11%, 环比-8%/-6%)。2024 年, 聚氨酯系列产品价格多呈稳中走低态势, 纯 MDI/聚合 MDI/TDI/软泡聚醚市场均价分别约为 1.90/1.70/1.45/0.90 万元/吨。纯 MDI 受消费增速放缓影响; 聚合 MDI 因下半年家电补贴政策刺激, 冰箱冷柜需求攀升; TDI 受益于下游家居出口带动; 软泡聚醚虽内需平稳、出口增长, 但行业竞争加剧。2024 年, 我国冷柜产量同比提升 13.30%, 家用电冰箱产量同比增加 8.3%, 出口冰箱数量同比增加 19.7%。

2025 年一季度, 受春节假期淡季效应冲击, 聚氨酯主流产品价格普遍下行, 纯 MDI/聚合 MDI/TDI/软泡聚醚市场均价分别约为 1.90/1.70/1.25/0.82 万元/吨。其中, 纯 MDI 下游需求短期萎缩, 节后复工延迟加剧库存压力; 聚合 MDI 虽家电需求延续, 但假期停工致整体需求承压; TDI 受家居行业淡季拖累, 出口订单亦现波动; 软泡聚醚因汽车与家居消费季节性低迷, 叠加原料成本波动, 价格支撑不足。

图9: 万华化学分板块营业收入 (亿元)



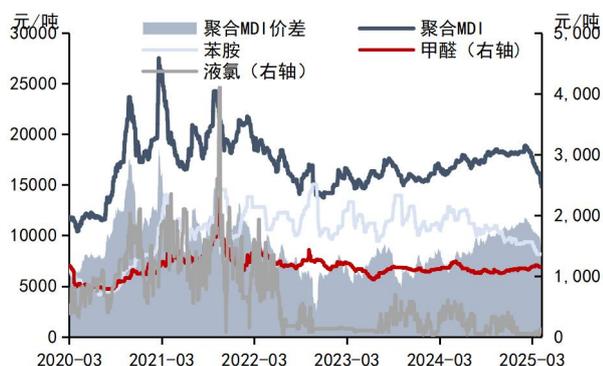
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 万华化学分板块毛利 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 聚合 MDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)



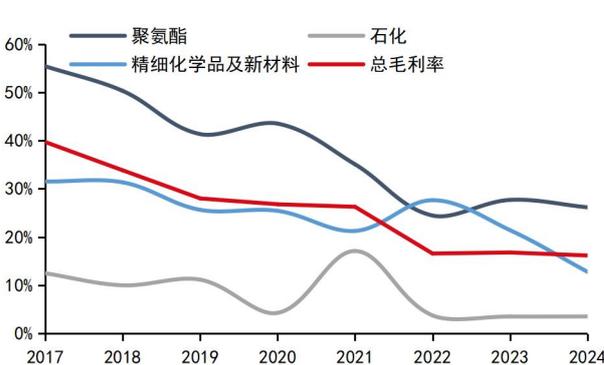
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: TDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 万华化学分板块毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 中国家用电冰箱、冷柜产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 中国冰箱出口数量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**石化板块盈利水平仍较低。**2025 年一季度公司石化板块营收 163.2 亿元（同比-12%，环比+55%），产量/销量为 141/133 万吨（同比+1%/-1%，环比+3%/-5%）。受国际原油价格波动、石化下游需求偏弱等因素影响，石化行业虽然略有复苏但整体利润仍处于相对较低水平。2025 年 4 月 3 日，万华化学烟台产业园 120 万吨/年乙烯装置成功产出合格乙烯产品，乙烯二期项目一次开车成功。

表1: 2024 年和 2025 年一季度公司石化系列产品价格（元/吨）及同比变动情况

产品	2024 年均价（元/吨）	同比变化率	2025 年一季度均价（元/吨）	同比变化率
华东 LLDPE 膜级	8,395	2.70%	8,171	0.10%
华东苯乙烯	9,211	9.52%	8,409	-6.46%
山东丙烯	6,899	-0.86%	6,984	2.05%
山东正丁醇	7,804	-1.73%	7,069	-15.98%
华北丙烯酸	6,346	1.03%	7,324	23.15%
华北丙烯酸丁酯	9,108	-1.38%	9,238	-1.08%
山东 NPG 加氢法	10,282	4.75%	10,478	4.92%
山东丁二烯	11,787	39.79%	12,461	22.26%
山东 MTBE	6,363	-11.88%	5,825	-12.09%
华东乙烯法 PVC	-	-	5,284	-9.98%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**精细化学品及新材料板块产销量同比增加。**2025 年一季度公司精细化学品及新材料板块营收 73.7 亿元（同比+21%，环比-11%），产量/销量为 62/54 万吨（同比+32%/+23%，环比-3%/-11%）。2024 年 TPU 三期、POE、PEBA、聚碳酸酯二元醇（PCDL）等多个项目投产，有效拓展产能与产品线；2025 年 MS 和 XLPE 项目计划投产，将进一步完善产品结构。

**2025 年一季度主要原料价格同比下降。**2024 年公司采购原料纯苯 314 万吨、化工煤 450 万吨、丙烷及丁烷 913 万吨。受国际油价中枢上移影响，2024 年纯苯价格重心震荡上行，均价达 8,300 元/吨，同比上涨 14%；煤炭因国内产量及进口量双增，供需结构宽松，动力煤 5000 大卡均价 759 元/吨，同比下跌 11%；丙烷、丁烷呈窄幅波动，CP 丙烷/丁烷均价 610/607 美元/吨，同比上涨 6%/5%。进入 2025 年一季度，纯苯均价回落至 7,438 元/吨，同比下跌 10%；煤炭价格延续下行趋势，动力煤 5000 大卡均价 640 元/吨，同比降幅达 20%；CP 丙烷/丁烷均价同比微跌，整体波动趋稳。

表2: 主要原料价格波动情况

原料名称	2024 年均价	同比变化率	2025 年一季度均价	同比变化率
纯苯	8300 元/吨	14.48%	7438 元/吨	-9.74%
动力煤 (5000 大卡)	759 元/吨	-10.81%	640 元/吨	-19.92%
CP 丙烷	610 美元/吨	6.09%	625 美元/吨	-0.32%
CP 丁烷	607 美元/吨	5.20%	615 美元/吨	-3.45%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 聚氨酯产品有序扩张, 收购法国 HDI 巨头扩大全球化

**公司核心产品聚氨酯有序扩张。**MDI 和 TDI 是公司核心产品, 截至 2024 年末, 公司 MDI 和 TDI 年产能分别为 380 万吨和 111 万吨, 稳居全球首位。公司扩产计划有序推进, 万华福建 MDI 技改扩能项目预计将于 2026 年二季度新增 70 万吨产能, 万华福建第二套 33 万吨 TDI 项目预计 2025 年 5 月份建成投产, 届时 MDI 和 TDI 总产能将分别达 450 万吨和 144 万吨。

**收购法国 HDI 巨头康睿, 扩大全球化布局。**根据法国里昂商事法院的裁决, 4 月 10 日, 万华化学通过其匈牙利子公司 BorsodChem (BC 公司) 完成对法国 HDI 巨头康睿 (Vencorex) 特种异氰酸酯业务的收购, 包括其位于法国的核心生产基地及 7 万吨 HDI 单体产能。此前, 自 2024 年 9 月 10 日起, Vencorex 工厂一直处于破产管理状态。该收购有利于万华化学拓展欧洲市场, 利用康睿在欧洲市场的渠道和品牌影响力, 提升在欧洲的市场份额, 进一步扩大全球化布局; 当地生产基地及仓储设施有助于万华提高运营效率, 增强供应链的灵活性; 康睿的知识产权巩固了万华的技术壁垒, 提升行业竞争力。万华完成收购后, 在特种异氰酸酯行业的领先地位将得到巩固, 同时也可在一定程度上降低贸易风险。

### 中美贸易摩擦部分影响公司经营

**美国加征关税冲击 MDI 出口。**美国对中国进口关税提高, 导致中国出口至美国的聚合 MDI 量大幅减少。2024 年聚合 MDI 出口量 120.4 万吨, 其中出口美国量位居首位, 达 26.8 万吨, 同比+16.43%。2025 年 1-2 月, 聚合 MDI 出口美国量为 1.2 万吨, 同比-73.7%。美国对中国聚合 MDI 原征收基础关税 (6.5%) 和 301 条款关税 (25%); 2025 年 2 月 4 日和 3 月 4 日, 美国对中国商品各加 10% 的额外关税, 累计 20%; 4 月 9 日, 美国加征对等关税至 125%, 叠加后理论总关税达 176.5%, 已无经济性。公司或通过海外子公司对美出口降低损失, 同时扩大海外产能布局、进一步开发非美市场、推动 MDI 差异化产品 (如特种异氰酸酯等) 以对冲风险。

**中国反制关税影响公司乙烷项目经济性。**中美贸易摩擦及关税调整, 使得公司乙烷制乙烯项目竞争力削弱。基于我国对美国加征关税的反制, 自 2025 年 4 月 12 日起, 中国对原产于美国的所有进口商品加征关税税率提高至 125%。公司乙烯项目生产重要原料乙烷主要来自美国进口, 高关税之下乙烷进口成本增加或进口量下降, 进而导致以乙烷为原料的乙烯生产成本提高或供应收缩, 影响乙烯项目的原料经济性和供应稳定性。

**图17: 中国聚合 MDI 进出口量 (万吨)**


资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

**图18: 中国纯 MDI 进出口量 (万吨)**


资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 公司作为聚氨酯行业龙头, 产能有序扩张, 但由于下游需求疲弱、中美贸易摩擦等不利因素影响, 我们谨慎下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 139.25/140.64 亿元 (原值为 172.72/189.44 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 143.24 亿元, 即 2025-2027 年 EPS 为 4.44/4.48/4.56 元, 当前股价对应 PE 为 12.7/12.6/12.3 X, 维持“优于大市”评级。

**表3: 可比公司估值表**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	20.78	44,120.51	1.84	2.06	2.19	11.3	10.1	9.5	1.4
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	8.06	81,611.73	0.13	0.38	0.59	60.7	21.1	13.6	1.9
600309.SH	万华化学	优于大市	56.26	176,642.15	4.15	4.44	4.48	13.6	12.7	12.6	1.8

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2025 年 4 月 15 日。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	23710	24533	22411	23551	23498	营业收入	175361	182069	197727	204054	209972
应收款项	10125	13634	13111	13531	14523	营业成本	145926	152643	165794	170732	175432
存货净额	20650	24107	24320	24443	25269	营业税金及附加	960	1084	1177	1215	1250
其他流动资产	7380	7716	8350	8617	8878	销售费用	1346	1619	1440	1507	1530
<b>流动资产合计</b>	<b>61864</b>	<b>69990</b>	<b>68192</b>	<b>70143</b>	<b>72168</b>	管理费用	2450	3023	2535	2677	2716
固定资产	149218	181987	203478	222592	237536	研发费用	4081	4550	4266	4404	4497
无形资产及其他	10786	11971	11492	11013	10534	财务费用	1676	2094	4004	4794	5265
投资性房地产	24126	19734	19734	19734	19734	投资收益	621	709	579	636	642
长期股权投资	7046	9651	11363	13074	15084	资产减值及公允价值变动	(54)	(816)	(435)	(435)	(562)
<b>资产总计</b>	<b>253040</b>	<b>293333</b>	<b>314258</b>	<b>336556</b>	<b>355056</b>	其他收入	(3180)	(3533)	(4266)	(4404)	(4497)
短期借款及交易性金融负债	52060	46739	66367	81292	87910	营业利润	20389	17966	18656	18927	19361
应付款项	45594	69136	62192	62508	67336	营业外净收支	(379)	(1042)	(573)	(665)	(760)
其他流动负债	11004	10208	11514	11586	11520	<b>利润总额</b>	<b>20010</b>	<b>16924</b>	<b>18083</b>	<b>18262</b>	<b>18601</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>108657</b>	<b>126083</b>	<b>140073</b>	<b>155387</b>	<b>166766</b>	所得税费用	1710	2133	2279	2301	2344
长期借款及应付债券	39811	51576	51576	51576	51576	少数股东损益	1484	1758	1879	1897	1932
其他长期负债	10118	12174	14101	16028	17998	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16816</b>	<b>13033</b>	<b>13925</b>	<b>14064</b>	<b>14324</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>49929</b>	<b>63750</b>	<b>65677</b>	<b>67604</b>	<b>69574</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>158586</b>	<b>189833</b>	<b>205750</b>	<b>222991</b>	<b>236340</b>	净利润	16816	13033	13925	14064	14324
少数股东权益	5798	8874	9470	10071	10683	资产减值准备	(56)	605	439	126	100
股东权益	88656	94626	99038	103494	108033	折旧摊销	10136	11835	15309	19511	22118
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>253040</b>	<b>293333</b>	<b>314258</b>	<b>336556</b>	<b>355056</b>	公允价值变动损失	54	816	435	435	562
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1676	2094	4004	4794	5265
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1718)	22497	(3596)	1632	4753
每股收益	5.36	4.15	4.44	4.48	4.56	其它	746	(373)	156	475	512
每股红利	2.87	3.60	3.03	3.06	3.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>25977</b>	<b>48413</b>	<b>26668</b>	<b>36242</b>	<b>42369</b>
每股净资产	28.24	30.14	31.54	32.96	34.41	资本开支	0	(43842)	(37195)	(38708)	(37244)
ROIC	11.18%	8.29%	8%	7%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	18.97%	13.77%	14%	14%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(817)</b>	<b>(46447)</b>	<b>(38906)</b>	<b>(40419)</b>	<b>(39254)</b>
毛利率	17%	16%	16%	16%	16%	权益性融资	(92)	957	0	0	0
EBIT Margin	12%	11%	11%	12%	12%	负债净变化	23842	8365	0	0	0
EBITDA Margin	18%	17%	19%	21%	22%	支付股利、利息	(9002)	(11312)	(9513)	(9608)	(9786)
收入增长	6%	4%	9%	3%	3%	其它融资现金流	(50029)	3793	19629	14925	6617
净利润增长率	4%	-22%	7%	1%	2%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(20439)</b>	<b>(1143)</b>	<b>10115</b>	<b>5317</b>	<b>(3168)</b>
资产负债率	65%	68%	68%	69%	70%	<b>现金净变动</b>	<b>4721</b>	<b>823</b>	<b>(2123)</b>	<b>1141</b>	<b>(53)</b>
股息率	5.1%	6.4%	5.4%	5.4%	5.5%	货币资金的期初余额	18989	23710	24533	22411	23551
P/E	10.5	13.6	12.7	12.6	12.3	货币资金的期末余额	23710	24533	22411	23551	23498
P/B	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	0	7227	(5804)	2990	11079
EV/EBITDA	10.9	11.8	10.1	9.3	8.9	权益自由现金流	0	19386	10325	13726	13095

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