



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年06月20日

基础数据

06月19日收盘价(港元)	1.29
总市值(亿港元)	90.62
总股本(亿股)	70.24

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师: 宋健

S0190518010002

BMV912

songjian@xyzq.com.cn

中化化肥(00297.HK)

产销研一体化的化肥龙头

投资要点:

- **持续回报股东, 拟派特别股息:** 公司 2024 年归母净利润 10.61 亿元, 同比增长 69.5%, 若剔除减值拨备的影响, 2023/2024 年归母净利润分别为 11.49/12.29 亿元, 2024 年同比增长 6.96%; 2024 年末期每股派息 0.0571 港元, 同比增长 16.3%。2024 年派息总额达到 3.71 亿元, 占归母净利润的 35%, 派息金额达近年新高。公司将于 6 月 24 日举行董事会会议, 将考虑建议派发特别股息, 加强股东回报。
- **产销研一体化的化肥龙头企业:** 中化化肥是产销研一体化的化肥龙头企业, 三大业务板块分别为基础业务、成长业务和生产业务。基础业务分部主要负责战略集采钾肥、磷肥与硫磺的国内分销业务及出口贸易业务; 成长业务分部主要负责生物复合肥料、特种肥料的研产销一体化运营业务, 以及与先正达集团内部协同的植保、种子国内分销业务; 生产业务分部主要包括农用钙钙、精细化磷酸盐等和合成氨与尿素等的生产与销售业务。公司 2024 年营业额为 212.65 亿元, 其中基础业务、成长业务和生产业务的营收占比分别为 51%、38%和 11%。
- **分部溢利保持平稳:** 截至 2024 年公司分部溢利为 13.79 亿元, 与上年基本持平, 其中基础业务、成长业务和生产业务的分部溢利贡献分别为 47%、25%和 28%。基础业务分部溢利为 6.45 亿元, 同比减少 4.9%, 主要由于钾肥价格下行; 成长业务分部溢利为 3.47 亿元, 同比增长 45.1%, 主要由于产品结构优化, 高端差异化复合肥高速增长; 生产业务分部溢利为 3.87 亿元, 同比减少 23.5%, 主要由于合成氨价格同比大幅下降。
- **盈利能力持续提升:** 公司通过降本增效以及“生物+”战略改善产品结构, 公司的盈利能力持续提升。2024 年公司的毛利率和经调整净利率分别为 12.0%和 5.8%, 均达到近年新高。2024 年经调整 ROE 为 12.2%, 也处于近年来较高水平。
- **给予“增持”评级:** 我们认为公司将继续保持稳健经营, 通过“生物+”战略优化产品结构, 提升盈利能力。我们预计公司 2025/2026 年营业收入分别为 228.66/244.74 亿元, 归母净利润分别为 13.23/14.77 亿元, 分别同比增长 24.6%和 11.6%, 同时公司将继续保持丰厚的派息, 带来稳健、持续的股东回报。**当前股价对应 2025/2026 年 6.8/6.1 倍 PE, 股息收益率分别为 5.7%/6.3%, 我们给予公司“增持”评级。**
- **风险提示:** 地缘政治冲突、农产品价格下跌导致需求不足、市场竞争加剧、汇率波动风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额(百万元)	21,265	22,866	24,474	26,226
同比增长(%)	-2.1	7.5	7.0	7.2
归母净利润(百万元)	1,061	1,323	1,477	1,651
同比增长(%)	69.7	24.6	11.6	11.8
毛利率(%)	12.0	12.3	12.4	12.5
归母净利率(%)	5.0	5.8	6.0	6.3
净资产收益率(%)	10.5	12.2	12.6	12.9
每股收益(元)	0.15	0.19	0.21	0.24
每股股息(港元)	0.06	0.07	0.08	0.09

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

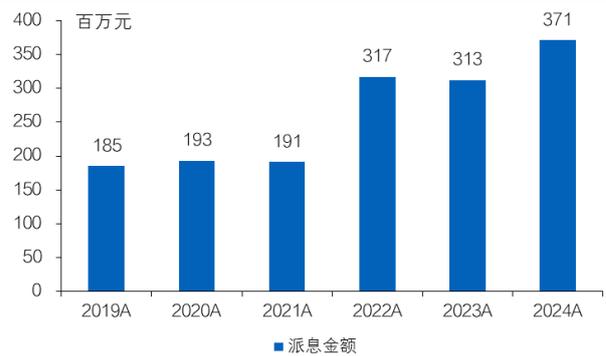
- **持续回报股东，拟派特别股息：**公司 2024 年归母净利润 10.61 亿元，同比增长 69.5%，若剔除减值拨备的影响，2023/2024 年归母净利润分别为 11.49/12.29 亿元，2024 年同比增长 6.96%；2024 年末期每股派息 0.0571 港元，同比增长 16.3%。2024 年派息总额达到 3.71 亿元，占归母净利润的 35%，派息金额达近年新高。公司将于 6 月 24 日举行董事会会议，将考虑建议派发特别股息，加强股东回报。

图1、归母净利润



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、派息金额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

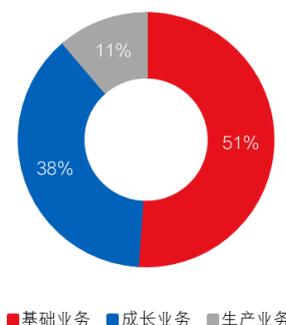
- **产销研一体化的化肥龙头企业：**中化化肥是产销研一体化的化肥龙头企业，三大业务板块分别为基础业务、成长业务和生产业务。**基础业务分部**主要负责战略集采钾肥、磷肥与硫磺的国内分销业务及出口贸易业务；**成长业务分部**主要负责生物复合肥料、特种肥料的研产销一体化运营业务，以及与先正达集团内部协同的植保、种子国内分销业务；**生产业务分部**主要包括农用饲料钙、精细化磷酸盐等和合成氨与尿素等的生产与销售业务。公司 2024 年营业额为 212.65 亿元，其中基础业务、成长业务和生产业务的营收占比分别为 51%、38%和 11%。

图3、营业额



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

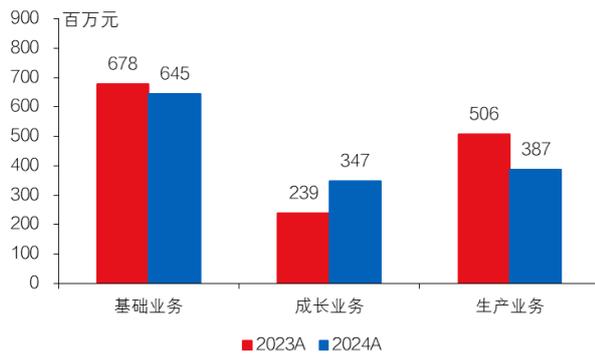
图4、收入结构 (截至 2024A)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

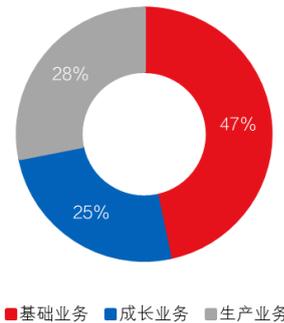
- **分部溢利保持平稳**：截至 2024 年公司分部溢利为 13.79 亿元，与上年基本持平，其中基础业务、成长业务和生产业务的分部溢利贡献分别为 47%、25% 和 28%。基础业务分部溢利为 6.45 亿元，同比减少 4.9%，主要由于钾肥价格下行；成长业务分部溢利为 3.47 亿元，同比增长 45.1%，主要由于产品结构优化，高端差异化复合肥高速增长；生产业务分部溢利为 3.87 亿元，同比减少 23.5%，主要由于合成氨价格同比大幅下降。

图5、分部溢利



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

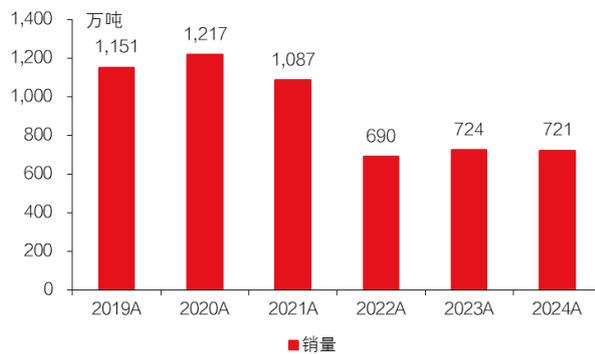
图6、分部溢利结构（截至 2024A）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

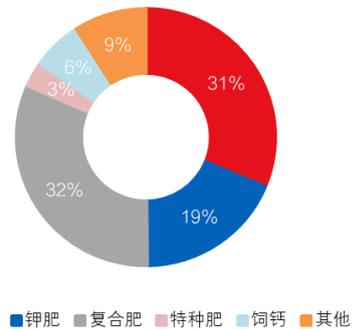
- **销量保持稳定，复合肥磷肥和钾肥贡献主要收入**：截至 2024 年，公司化肥销量为 721 万吨，与上年基本持平。公司坚持“生物+”战略，2024 年差异化产品销量合计 186 万吨，同比增长 12.12%，增速高于整体。按化肥类型划分，复合肥、磷肥和钾肥的收入占比分别达到 32%、31%和 19%，是公司的核心收入来源。

图7、公司化肥销量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

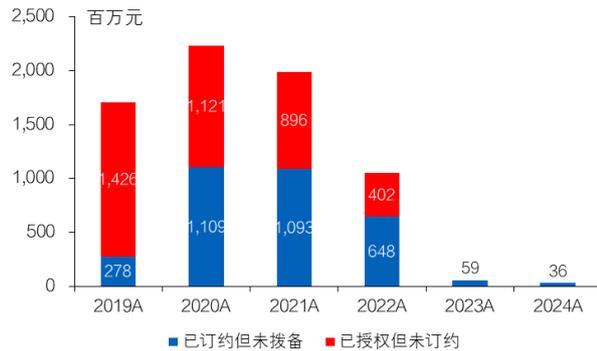
图8、营业额按化肥类型拆分（截至 2024A）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

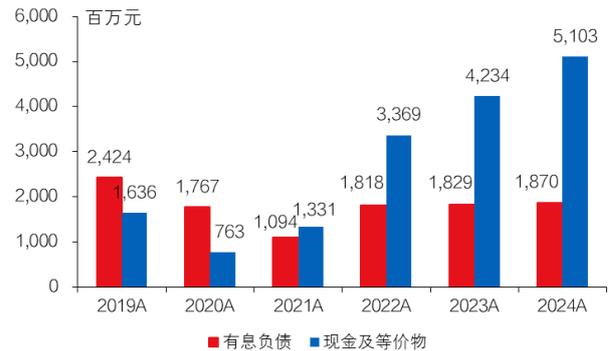
- **财务状况不断优化**：随着公司的资本开支进入尾声，公司的财务状况逐年优化。截至 2024 年，公司持有现金及等价物 51.03 亿元，有息负债 18.7 亿元，处于净现金状态，派息的持续性和稳定性都有保障。

图9、资本开支计划



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、有息负债和现金及等价物



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

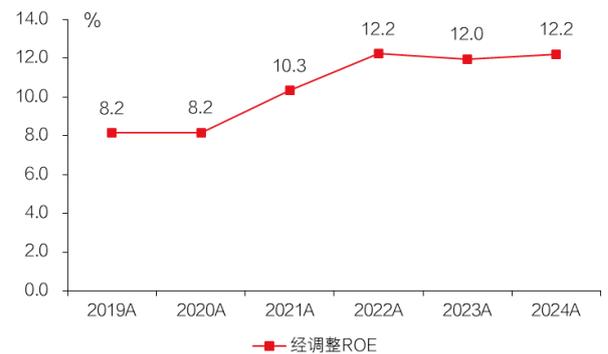
- **盈利能力持续提升**：公司通过降本增效以及“生物+”战略改善产品结构，公司的盈利能力持续提升。2024年公司的毛利率和经调整净利率分别为12.0%和5.8%，均达到近年新高。2024年经调整ROE为12.2%，也处于近年来较高水平。

图11、毛利率及经调整净利率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、经调整ROE



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **给予“增持”评级**：我们认为公司将继续保持稳健经营，通过“生物+”战略优化产品结构，提升盈利能力。我们预计公司2025/2026年营业收入分别为228.66/244.74亿元，归母净利润分别为13.23/14.77亿元，分别同比增长24.6%和11.6%，同时公司将继续保持丰厚的派息，带来稳健、持续的股东回报。当前股价对应2025/2026年6.8/6.1倍PE，股息收益率分别为5.7%/6.3%，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示**：地缘政治冲突、农产品价格下跌导致需求不足、市场竞争加剧、汇率波动风险

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元人民币					单位:百万元人民币				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,391	13,606	15,080	16,720	营业额	21,265	22,866	24,474	26,226
存货	5,225	5,730	6,126	6,556	销售成本	18,721	20,053	21,439	22,947
贸易应收账款及票据	293	293	293	293	其他收入和收益	237	158	171	188
其他应收及预付款项	1,803	1,994	2,155	2,330	销售及分销成本	608	663	685	708
其他流动资产	1,967	1,967	1,967	1,967	行政开支	757	800	832	865
现金及现金等价物	3,104	3,623	4,541	5,575	其他支出和损失	357	100	100	100
非流动资产	9,026	9,084	9,138	9,188	经营利润	1,058	1,407	1,588	1,793
物业、厂房及设备	4,531	4,589	4,643	4,693	税前盈利	1,224	1,574	1,755	1,960
使用权资产	699	699	699	699	所得税	149	236	263	294
采矿权	265	265	265	265	税后盈利	1,075	1,338	1,492	1,666
无形资产	35	35	35	35	归母净利润	1,061	1,323	1,477	1,651
其他非流动资产	3,496	3,496	3,496	3,496	每股收益(元)	0.15	0.19	0.21	0.24
资产总计	21,417	22,690	24,218	25,908	每股派息(港元)	0.06	0.07	0.08	0.09
流动负债	9,613	10,011	10,564	11,165	主要财务比率				
贸易应付账款及票据	3,287	3,342	3,573	3,825	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
合同负债	4,230	4,573	4,895	5,245	成长性(%)				
其他流动负债	1,223	1,223	1,223	1,223	营业收入增长率	-2.1	7.5	7.0	7.2
银行借款及其他借款	873	873	873	873	毛利润增长率	12.6	10.6	7.9	8.0
非流动负债	1,169	1,169	1,169	1,169	归母核心净利润增长率	69.7	24.6	11.6	11.8
银行借款及其他借款	944	944	944	944	盈利能力(%)				
递延税负债	110	110	110	110	毛利率	12.0	12.3	12.4	12.5
其他非流动负债	115	115	115	115	归母净利率	5.0	5.8	6.0	6.3
负债合计	10,782	11,180	11,733	12,335	ROE	10.5	12.2	12.6	12.9
实缴资本	5,887	5,887	5,887	5,887	偿债能力				
储备	4,530	5,390	6,350	7,423	资产负债率(%)	50.3	49.3	48.4	47.6
非控股权益	218	233	248	263	流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
负债及权益合计	21,417	22,690	24,218	25,908	速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
现金流量表					营运能力(次)				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	资产周转率	98.0	103.7	104.3	104.6
税前利润	1,224	1,574	1,755	1,960	应收账款周转率	10.1	10.0	10.0	10.0
物业及设备折旧	360	342	346	350	每股资料(元)				
融资成本	57	56	56	56	每股收益	0.15	0.19	0.21	0.24
银行利息收入	-71	-110	-123	-141	每股净资产	1.48	1.61	1.74	1.89
营运资金的变动	-386	-297	-4	-4	估值比率(倍)				
所得税	-194	-236	-263	-294	PE	8.5	6.8	6.1	5.5
经营活动产生现金流量	1,042	1,329	1,767	1,927	PB	0.9	0.8	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-1,503	-290	-277	-259					
融资活动产生现金流量	-356	-519	-573	-634					
现金净变动	-817	520	917	1,034					
现金的期初余额	3,907	3,104	3,623	4,541					
现金的期末余额	3,104	3,623	4,541	5,575					

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的12个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维尔京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、青岛蓝谷国际有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都天府大港集团有限公司、山东黄金集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理（香港）有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、泰州港城投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮南市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、江门高新技术工业园有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天门市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、江苏银行、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、九江银行、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、无锡

市交通产业集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、青岛军民融合发展集团有限公司、山东高速集团、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Qingdao Oceanic Valley Investment Development Group Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SDG Finance Limited、China Great Wall International Holdings VI Limited、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、China Cinda 2020 I Management Ltd、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、Coastal Emerald Limited、Shanghai Investment Co., Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk