

巨化股份（600160.SH）

三代制冷剂景气周期延续，制冷剂均价逐季持续提升

优于大市

核心观点

公司 2025 年前三季度归母净利润 32.48 亿元，同比提升 160.22%。2025 年 10 月 23 日，公司发布《2025 年第三季度报告》。根据公司公告，2025 年前三季度公司实现营业收入 203.94 亿元，同比增长 13.9%；实现归母净利润 32.48 亿元，同比增长 160.2%；扣非后归母净利润为 31.99 亿元，同比增长 170.1%；公司前三季度毛利率达 28.9%，同比增长 11.9pct；前三季度净利率达 17.8%，同比增长 10.0pct。其中第三季度单季实现营收 70.62 亿元，同比增长 21.2%，环比减少 6.2%；实现归母净利润 11.97 亿元，同比增长 186.55%，环比二季度（约 12.42 亿元）略有下滑，体现出一定的行业需求的季节性特征；实现销售毛利率 29.1%，同比增长 11.7pct，环比增长 0.17pct；实现销售净利率 19.1%，同比增长 11.1pct，环比增长 0.8pct。公司业绩大幅增长的核心驱动力源于制冷剂业务的强劲表现：在第三代制冷剂（HFCs）配额制度下，行业供给格局发生根本性变革，从过剩竞争转向供给受限，公司凭借全球领先的生产配额优势，充分享受行业景气上行红利。

制冷剂为刚需消费，供给端为全球“特许经营”生产销售模式，产品价格持续稳步上涨。制冷剂作为空调、热泵的刚需品种，逐步与传统化工原料区别开来，显现出生活改善必需，新兴工、商、农部门“温控”必需，且在下游成本占比低、便利交付和囤储、渠道多元、价格弹性大、价值较高等产品特征。近年来，制冷剂行业的供需与市场格局持续优化、行业集中度不断提升、新业态认知逐步形成、维护行业健康发展和履约意识进一步增强。目前，中国三代制冷剂已根据《蒙特利尔条约》基加利修正案于 2024 年起实行配额制。基于该全球协议的配额制，中国的三代制冷剂拥有全球 80% 以上的配额，并形成了“全球供给侧结构性改革结果（过剩产能一次性去化，供给受配额限制）+全球特许经营权（配额许可）+配额集中度高（全球配额集中在中国、中国配额集中在行业头部企业）”特定商业模式。制冷剂产品价格逐渐脱离周期品定价，呈现超长景气周期的价格上涨态势。

非制冷剂业务总体竞争激烈，含氟聚合物均价环比略减。含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端通用化产能持续性增加，需求增速不及供给增量，而出现失衡状态。而产业发展趋势将由通用化向专用化、特种化、高端化、高质化、高值化升级。2025 年前三季度公司实现含氟高分子销售 3.64 万吨，同比增长 9.79%；其中 2025 年三季度销售均价为 36795 元/吨，环比-4%，同比-6%，产品价格略有下滑。

数据中心散热需求快速增长，液冷业务打开成长空间。随着 AI 技术发展，服务器功率密度大幅提升，传统风冷散热方式已达瓶颈，浸没式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液（冷却液）需求快速增长。公司前瞻性布局了氟化液产品，2021 年 9 月 23 日公司控股子公司创氟公司向衢州市生态环境局报批了《浙江创氟高科新材料有限公司 5000t/a 巨芯冷却液项目》，项目主要生产全氟聚醚冷却液，分两期建设，一期建设 1000t/a 巨芯冷却液，二期建设 4000t/a 巨芯冷却液。该项目一期目前已建成投产，根据公司官网，JX 系列浸没式冷却液产品现已在衢州、金华分别建成了百千瓦级、兆瓦级数据中心应用示范，经中国信通院泰尔实验室实测 PUE 低至 1.065。此外，2024 年底，公司与重庆市潼南区签订战略合作协议，双方将聚焦人工智能产业发展、创新技术应用及传统产业转型升级展开合作。同时，巨化集团下属巨冷科技

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：张歆钰

021-60375408

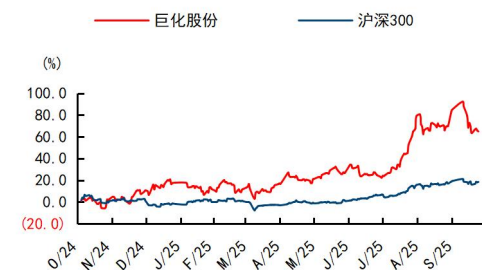
zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	35.63 元
总市值/流通市值	96192/96192 百万元
52 周最高价/最低价	41.95/19.48 元
近 3 个月日均成交额	1468.13 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

《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格持续提升，液冷业务打开成长空间》——2025-08-28

《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格持续上涨，2025 年上半年业绩高速增长》——2025-07-09

《巨化股份（600160.SH）-控股股东股份增持实施完毕，三季度制冷剂价格落地》——2025-07-01

《巨化股份（600160.SH）-2024 年业绩快速增长，制冷剂价格持续提升》——2025-04-25

《巨化股份（600160.SH）-制冷剂价格持续提升，一季度业绩大幅增长》——2025-04-08

与潼南高新区签署了人工智能绿色产业园项目投资协议，共建国内最大规模浸没式液冷智算中心。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：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。氟制冷剂方面，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。氟精细化学品及氟材料方面，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，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，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。2024 年以来，公司制冷剂产品价格、毛利率逐季持续上涨，带动公司利润增长，考虑到 2025 年制冷剂价格持续上涨，我们维持公司盈利预测：预计 2025-2027 年归母净利润为 41.14/48.23/51.70 亿元，对应 EPS 为 1.52/1.79/1.92 元，对应当前股价对应 PE 为 23.4/19.9/18.6X。维持“优于大市”评级。

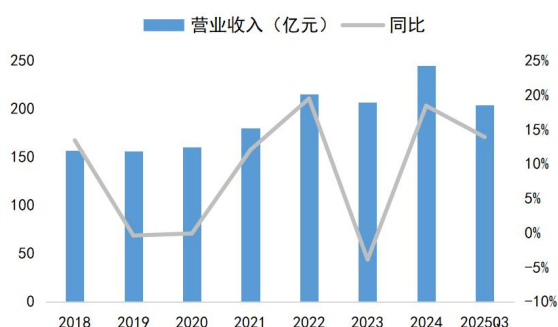
盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,655	24,462	29,538	32,302	34,563
(+/-%)	-3.9%	18.4%	20.7%	9.4%	7.0%
归母净利润(百万元)	944	1960	4114	4823	5170
(+/-%)	-60.4%	107.7%	110.0%	17.2%	7.2%
每股收益(元)	0.35	0.73	1.52	1.79	1.92
EBIT Margin	4.0%	8.9%	18.5%	19.7%	19.7%
净资产收益率 (ROE)	5.9%	11.0%	19.9%	20.1%	18.7%
市盈率 (PE)	102.6	49.4	23.5	20.1	18.7
EV/EBITDA	56.2	28.5	15.5	13.2	12.3
市净率 (PB)	6.02	5.44	4.68	4.02	3.50

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 2025 年前三季度归母净利润 32.48 亿元，同比提升 160.22%。2025 年 10 月 23 日，公司发布《2025 年第三季度报告》。根据公司公告，2025 年前三季度公司实现营业收入 203.94 亿元，同比增长 13.9%；实现归母净利润 32.48 亿元，同比增长 160.2%；扣非后归母净利润为 31.99 亿元，同比增长 170.1%；公司前三季度毛利率达 28.9%，同比增长 11.9pct；前三季度净利率达 17.8%，同比增长 10.0pct。其中第三季度单季实现营收 70.62 亿元，同比增长 21.2%，环比减少 6.2%；实现归母净利润 11.97 亿元，同比增长 186.55%，环比二季度（约 12.42 亿元）略有下滑，体现出一定的行业需求的季节性特征；实现销售毛利率 29.1%，同比增长 11.7pct，环比增长 0.17pct；实现销售净利率 19.1%，同比增长 11.1pct，环比增长 0.8pct。公司业绩大幅增长的核心驱动力源于制冷剂业务的强劲表现：在第三代制冷剂（HFCs）配额制度下，行业供给格局发生根本性变革，从过剩竞争转向供给受限，公司凭借全球领先的生产配额优势，充分享受行业景气上行红利。

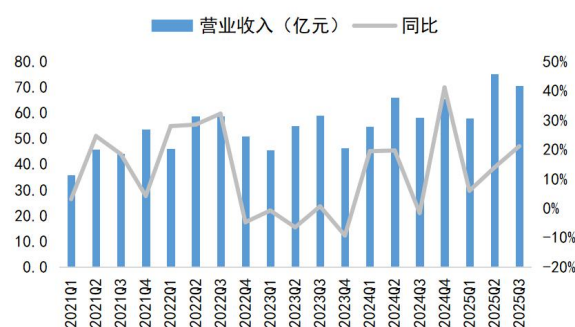
公司制冷剂量价方面：2025 年前三季度，公司制冷剂销量达 23.06 万吨，同比下滑 6.40%，其中第三季度销量达 7.6 万吨，同比下滑 10.6%，环比下滑 10.3%；制冷剂销售均价逐季提升，2025 年前三季度制冷剂均价达 40554 元/吨，同比提升 58.1%，2025 年第三季度制冷剂均价为 42956 元/吨，同比提升 53%，环比提升 5%。随着制冷剂产品价格回升，公司制冷剂业务在主营业务结构、盈利结构中的占比大幅提升，由 2023 年的收入占比 36.73%提升至 2025 年第三季度的 52.58%，对公司盈利提升起到了正面影响。

图1：巨化股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



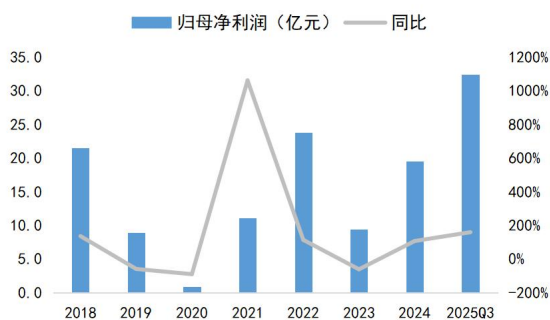
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：巨化股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



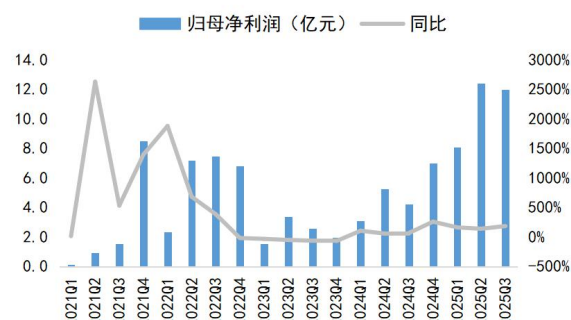
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：巨化股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



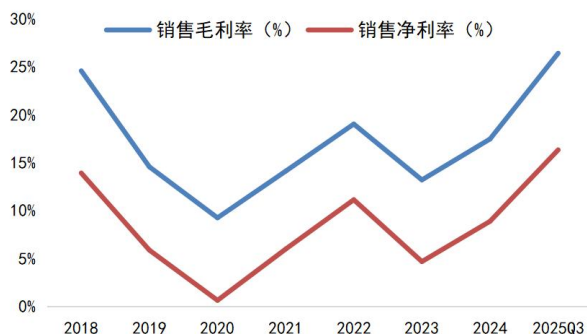
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：巨化股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



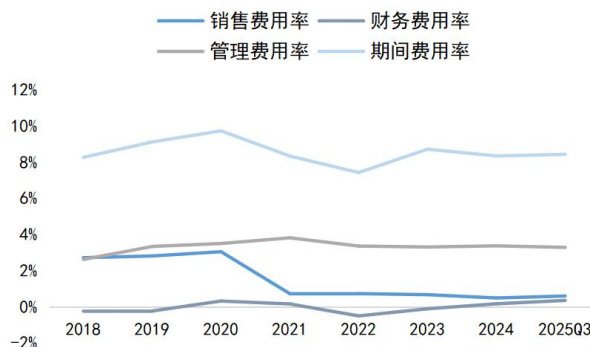
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 巨化股份利润率变化



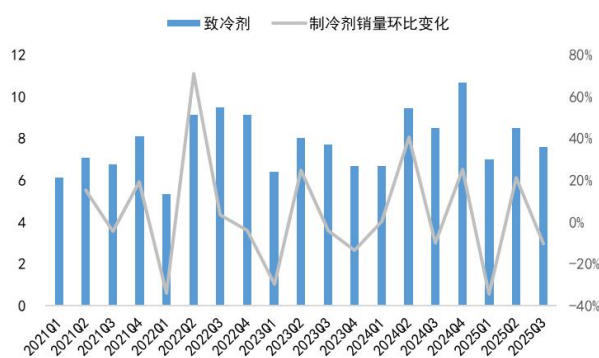
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

图6: 巨化股份期间费用率变化



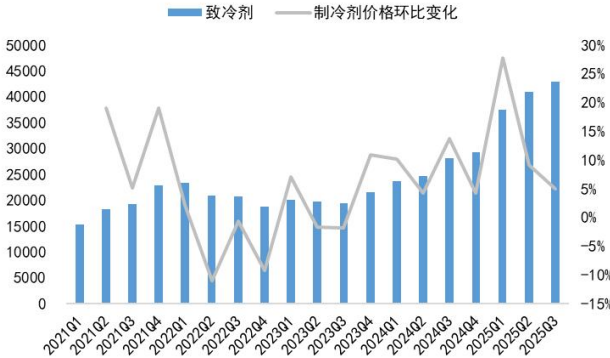
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

图7: 巨化股份制冷剂销量（万吨）及环比变化（右轴）



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

图8: 巨化股份制冷剂均价（元/吨）及环比变化（右轴）



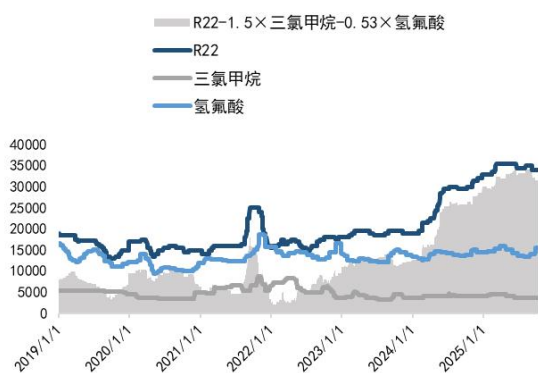
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

制冷剂需求端为刚需消费，供给端为全球“特许经营”生产销售模式，产品价格持续稳步上涨。制冷剂作为空调、热泵的刚需品种，逐步与传统化工原料区别开，显现出生活改善必需，新兴工、商、农部门“温控”必需，且在下游成本占比低、便利交付和囤储、渠道多元、价格弹性大、价值较高等产品特征。近年来，制冷剂行业的供需与市场格局持续优化、行业集中度不断提升、新业态认知逐步形成、维护行业健康发展和履约意识进一步增强。目前，中国三代制冷剂已根据《蒙特利尔条约》基加利修正案于2024年起实行配额制。基于该全球协议的配额制，中国的三代制冷剂拥有全球80%以上的配额，并形成了“全球供给侧结构性改革结果（过剩产能一次性去化，供给受配额限制）+全球特许经营权（配额许可）+配额集中度高（全球配额集中在中国、中国配额集中在行业头部企业）”特定商业模式。制冷剂产品价格逐渐脱离周期品定价，呈现超长景气周期的价格上涨态势。

制冷剂市场价格方面：R22因需求持续萎缩，预计当年配额富余达40%，企业通过降价清理库存，据卓创资讯，2025年Q3下滑至3.41万元/吨，较Q2均价下滑429元/吨；据氟务在线，10月来R22价格下滑至1.5-1.8万元/吨，低价策略带动市场采购情绪有所好转，出货较为顺畅，后价格提升并稳定在1.8-2.0万元/吨。R32表现强势，在需求持续增长的背景下，制冷剂企业对R32市场的维护意愿较强，

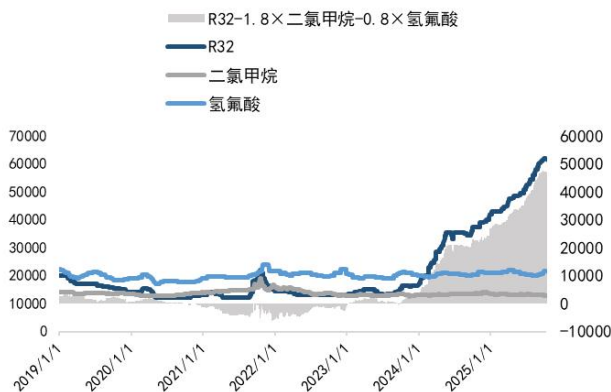
报价稳步上行，2025 年 Q3 均价达 5.9 万元/吨，较 Q2 上涨 8534 元/吨；当前市场主流成交价维持在 6.1-6.2 万元/吨。**R134a** 因配额持续消耗，2025 年 Q3 均价上涨至 5.1 万元/吨，较 Q2 价格上涨 3360 元/吨；先报价逐步上涨至 5.3 万元/吨。**R410a** 受 R32 高价带动，2025 年 Q3 均价达 5.1 万元/吨，较 Q2 上涨 2830 元/吨；当前报价跟涨至 5.2-5.5 万元/吨。**R125**、**R143a**、**R507** 二三季度价格维持 4.6 万元/吨，保持平稳态势。

图9：二代制冷剂 R22 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图10：三代制冷剂 R32 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图11：三代制冷剂 R125 价格及价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图12：三代制冷剂 R134a 价格及价差（元/吨）



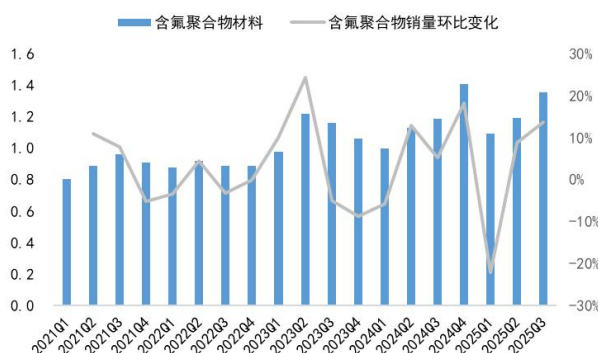
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

非制冷剂业务总体竞争激烈，含氟聚合物均价环比略减。含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端通用化产能持续性增加，需求增速远不及供给增量，而出现失衡状态。而产业发展趋势将由通用化向专用化、特种化、高端化、高质化、高值化升级。2025 年前三季度公司实现含氟高分子销售 3.64 万吨，同比增长 9.79%；其中 2025 年三季度销售均价为 36795 元/吨，环比-4%，同比-6%，产品价格略有下滑。

行业方面，PTFE 长期来看供给端政策加速行业转型，高端产品替代成果初现；在短期供应收缩与成本支撑下，市场价格有所上调，但实际走势仍有待下游需求进一步消化。乳液市场则可能继续下探，以低价成交作为主要去库手段。企业多维持报价稳定，并依据自身库存水平灵活调整出货策略。截至 2025 年 10 月 23 日，

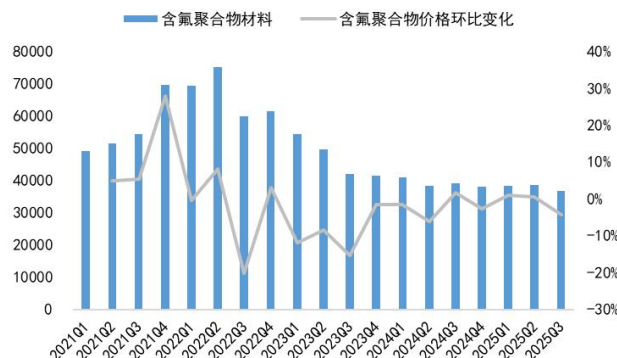
悬浮中粒报盘价格在 3.7 万-4.0 万元/吨。**PVDF 方面**，市场延续弱稳格局，企业虽有挺价意愿以打破僵局，但供大于求的现状仍难以扭转。当前企业库存水平呈现分化：部分库存压力较大的企业为加快周转主动下调报价；而库存偏低的企业则尝试挺价或小幅上调。行业整体仍面临供需矛盾突出、成本倒挂普遍等问题，下游需求尚未出现实质性好转。企业整体开工平稳，仍以消化库存为主要策略。截至 2025 年 10 月 23 日，涂料用途 PVDF 价格 3.6 万-4.1 万元/吨。**FEP 方面**，市场虽整体企稳，但高成本与高库存的双重压力制约了实际成交，致使短期上行动力有限。企业虽有较强的稳价意愿，然下游需求疲软与行业景气度偏低使市场普遍承压，高端产品亦难觅上涨空间。截至 2025 年 10 月 23 日，FEP 挤出料市场报盘为 4.35-4.50 万元/吨。

图13: 巨化股份含氟聚合物销量（万吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

图14: 巨化股份含氟聚合物均价（元/吨）及环比变化（右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理测算

数据中心散热需求快速增长，液冷业务打开成长空间。随着 AI 技术发展，服务器功率密度大幅提升，传统风冷散热方式已达瓶颈，浸没式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液（冷却液）需求快速增长。公司前瞻性布局了氟化液产品，2021 年 9 月 23 日公司控股子公司创氟公司向衢州市生态环境局报批了《浙江创氟高科新材料有限公司 5000t/a 巨芯冷却液项目》，项目主要生产全氟聚醚冷却液，分两期建设，一期建设 1000t/a 巨芯冷却液，二期建设 4000t/a 巨芯冷却液。该项目一期目前已建成投产，根据公司官网，JX 系列浸没式冷却液产品现已在衢州、金华分别建成了百千瓦级、兆瓦级数据中心应用示范，经中国信通院泰尔实验室实测 PUE 低至 1.065。此外，2024 年底，公司与重庆市潼南区签订战略合作协议，双方将聚焦人工智能产业发展、创新技术应用及传统产业转型升级展开合作。同时，巨化集团下属巨冷科技与潼南高新区签署了人工智能绿色产业园项目投资协议，共建国内最大规模浸没式液冷智算中心。

投资建议：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。氟制冷剂方面，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。氟精细化学品及氟材料方面，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，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，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。2024 年以来，公司制冷剂产品价格、毛利率逐季持续上涨，带动公司利润增长，考虑到 2025 年制冷剂价格持续上涨，我们维持公司盈利预测：预计 2025-2027 年归母净利润为 41.14/48.23/51.70 亿元，对应 EPS 为 1.52/1.79/1.92 元，对应当前股价对应

PE 为 23.4/19.9/18.6X。维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (2025/10/23)	EPS			PE			PB
			(元)	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
603379	三美股份	优于大市	55.56	1.28	3.45	4.13	30.10	16.10	13.45	4.72
0189.HK	东岳集团	优于大市	10.08	0.46	1.23	1.48	16.07	8.20	6.81	1.23
600160	巨化股份	优于大市	35.63	0.73	1.52	1.79	33.23	23.44	19.91	5.00

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

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	1818	2625	3786	5505	9127	营业收入	20655	24462	29538	32302	34563
应收款项	1632	1072	2005	2053	2019	营业成本	17924	20182	21555	23143	24782
存货净额	1764	2283	2228	2417	2643	营业税金及附加	91	98	118	129	138
其他流动资产	1204	1968	2013	2228	2507	销售费用	139	121	148	162	173
流动资产合计	6421	7949	10033	12204	16297	管理费用	684	826	980	1066	1155
固定资产	12317	14430	16052	17449	17665	研发费用	1001	1054	1279	1452	1521
无形资产及其他	676	803	772	740	709	财务费用	(22)	42	141	120	88
投资性房地产	1677	2198	2198	2198	2198	投资收益	91	139	90	90	90
长期股权投资	2293	2535	2535	2536	2538	资产减值及公允价值变动	(34)	(88)	0	15	0
资产总计	23384	27914	31589	35127	39406	其他收入	(809)	(742)	(1279)	(1452)	(1521)
短期借款及交易性金融负债	862	1125	500	300	200	营业利润	1087	2502	5407	6336	6796
应付款项	2903	2980	3722	3700	3952	营业外净收支	(10)	(5)	(15)	(15)	(20)
其他流动负债	751	877	1027	1026	1119	利润总额	1077	2497	5392	6321	6776
流动负债合计	4516	4982	5249	5025	5271	所得税费用	108	321	809	948	1016
长期借款及应付债券	1743	2708	2908	2908	2908	少数股东损益	25	217	469	550	589
其他长期负债	748	1034	1034	1035	1037	归属于母公司净利润	944	1960	4114	4823	5170
长期负债合计	2491	3742	3942	3943	3945	现金流量表（百万元）					
负债合计	7007	8724	9191	8968	9216	净利润	944	1960	4114	4823	5170
少数股东权益	302	1398	1726	2111	2524	资产减值准备	(115)	51	25	9	4
股东权益	16075	17792	20672	24048	27667	折旧摊销	1031	1514	1384	1642	1813
负债和股东权益总计	23384	27914	31589	35127	39406	公允价值变动损失	34	88	0	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(22)	42	141	120	88
每股收益	0.35	0.73	1.52	1.79	1.92	营运资本变动	(1205)	(704)	(6)	(466)	(119)
每股红利	0.29	0.16	0.46	0.54	0.57	其它	119	119	303	376	409
每股净资产	5.95	6.59	7.66	8.91	10.25	经营活动现金流	808	3027	5821	6368	7276
ROIC	4.90%	10.21%	22%	24%	24%	资本开支	0	(3552)	(3001)	(3001)	(2001)
ROE	5.87%	11.01%	20%	20%	19%	其它投资现金流	404	2	0	0	0
毛利率	13%	17%	27%	28%	28%	投资活动现金流	(38)	(3791)	(3001)	(3002)	(2003)
EBIT Margin	4%	9%	18%	20%	20%	权益性融资	14	73	0	0	0
EBITDA Margin	9%	15%	23%	25%	25%	负债净变化	416	965	200	0	0
收入增长	-4%	18%	21%	9%	7%	支付股利、利息	(788)	(427)	(1234)	(1447)	(1551)
净利润增长率	-60%	108%	110%	17%	7%	其它融资现金流	(768)	423	(625)	(200)	(100)
资产负债率	31%	36%	35%	32%	30%	融资活动现金流	(1500)	1571	(1659)	(1647)	(1651)
股息率	0.8%	0.4%	1.3%	1.5%	1.6%	现金净变动	(730)	807	1161	1719	3622
P/E	102.6	49.4	23.5	20.1	18.7	货币资金的期初余额	2547	1818	2625	3786	5505
P/B	6.0	5.4	4.7	4.0	3.5	货币资金的期末余额	1818	2625	3786	5505	9127
EV/EBITDA	56.2	28.5	15.5	13.2	12.3	企业自由现金流	0	(840)	3017	3572	5468
						权益自由现金流	0	548	2472	3270	5293

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

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