

优于大市

# 云天化 (600096. SH)

## 子公司获云南镇雄磷矿采矿权，资源壁垒再加固

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 杨林  
证券分析师： 余双雨

### ◆ 基础化工 · 农化制品

010-88005379  
021-60375485  
yanglin6@guosen.com.cn  
yushuangyu@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

执证编码：S0980520120002  
执证编码：S0980523120001

### 事项：

**事件：**云天化参股子公司取得云南镇雄碗厂 24.38 亿吨磷矿采矿权。云天化于 2025 年 12 月 25 日发布公告披露其参股子公司云南云天化聚磷新材料有限公司（简称“聚磷新材”）已于 12 月 23 日取得云南省镇雄县碗厂磷矿的《不动产权证书（采矿权）》与《采矿许可证》。该矿区面积达 23.1564 平方公里，开采期限至 2040 年 12 月，资源量约 24.38 亿吨、平均品位 22.54%，主采矿种为磷矿，共伴生氟矿。云天化目前持有聚磷新材 35% 股权，其控股股东云天化集团承诺 3 年内将聚磷新材控制权优先注入上市公司；此次采矿权落地后，聚磷新材将打造磷基新材料产业园区，助力云天化实现磷资源高值高效利用，推动产业结构升级与核心竞争力提升。

**国信化工观点：**1) 此次聚磷新材取得的镇雄碗厂磷矿是国内少有的大型优质磷矿资源，公司磷矿资源储备大幅增厚，筑牢成本与竞争壁垒；2) 磷矿石稀缺属性持续强化，储能及动力电池驱动磷矿石需求上行；3) 磷矿石价格预期高位运行，矿增贡献的利润增量可期。

**投资建议：**公司作为化肥及磷化工龙头，资源与产业规模优势显著，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 55.23/55.74/57.09 亿元，对应 EPS 为 3.01/3.04/3.11 元，对应回当前股价 PE 为 10.5/10.4/10.1 X，维持“优于大市”评级。

### 评论：

#### ◆ 磷矿资源储备大幅增厚，筑牢成本与竞争壁垒

云天化参股子公司取得云南镇雄碗厂 24.38 亿吨磷矿采矿权。云天化于 2025 年 12 月 25 日发布公告披露其参股子公司云南云天化聚磷新材料有限公司（简称“聚磷新材”）已于 12 月 23 日取得云南省镇雄县碗厂磷矿的《不动产权证书（采矿权）》与《采矿许可证》。该矿区面积达 23.1564 平方公里，开采期限至 2040 年 12 月，资源量约 24.38 亿吨、平均品位 22.54%，主采矿种为磷矿，共伴生氟矿。云天化目前持有聚磷新材 35% 股权，其控股股东云天化集团承诺 3 年内将聚磷新材控制权优先注入上市公司；此次采矿权落地后，聚磷新材将打造磷基新材料产业园区，助力云天化实现磷资源高值高效利用，推动产业结构升级与核心竞争力提升。

此次聚磷新材取得的镇雄碗厂磷矿资源量达 24.38 亿吨，平均品位 22.54%，且矿区面积 23.1564 平方公里、开采期限长达 15 年，是国内少有的大型优质磷矿资源。作为磷化工核心原材料，磷矿的稀缺性与不可替代性决定行业竞争壁垒，云天化通过参股公司锁定巨量资源，不仅能长期保障自身磷基产业链的原材料供应稳定性，还能规避未来磷矿价格波动带来的成本风险，进一步巩固其在国内磷化工行业的龙头地位。

**表1：我国主要拥有磷矿石产能的上市公司**

公司	磷矿石产能（万吨/年）
云天化	1450
兴发集团	585
川发龙蟒	410
川恒股份	320
芭田股份	200
天原股份	90
新洋丰	90
湖北宜化	30

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

### ◆ 磷矿石稀缺属性持续强化

**磷矿资源禀赋差、环保约束强，导致国内供给持续趋紧。**我国磷矿资源呈现富矿稀缺、贫矿居多、品位偏低、伴生复杂等显著特点。2005-2016年开采量快速扩张，但2016年长江大保护上升为国家战略后，沿线磷矿及磷化工企业整治力度加大，全国磷矿石产量在2017-2020年连续下滑；2021-2024年虽略有回升，但受多年高强度开采影响，富矿资源加速枯竭，整体品位持续下降。叠加环保督查与安全生产政策趋严，如2022年国家矿山安监局推动部分安全生产不达标中小产能退出，磷矿山开工率长期低位运行，供给端刚性约束日益凸显。

**中国以全球5%储量支撑近半产量，资源保障压力突出，稀缺属性持续强化。**中国磷矿石以全球约5%的储量贡献了全球45.8%的产量，储采比仅为33.6，远低于摩洛哥的1667，资源透支严重。据美国地质调查局数据，2024年全球磷矿储量740亿吨，其中摩洛哥占67.6%（500亿吨），但其因基础化工产业薄弱，产量仅占全球12.5%；而中国储量仅37亿吨，却年产超1.1亿吨，且整体品位仅17%，可采储量平均品位亦不足23%，显著低于全球30%的平均水平。在新能源需求大增与国内供给增长受限的双重作用下，磷矿石稀缺性不断强化，预计价格中枢将长期维持高位。

**表2：全球主要磷矿产出地区储量、产量及储采比**

	全球	摩洛哥	中国	埃及	俄罗斯	沙特	约旦	美国	其他国家
<b>储量（亿吨）</b>									
2024年	740	500	37	28	24	10	10	10	121
2024年储量占比	100.00%	67.57%	5.00%	3.78%	3.24%	1.35%	1.35%	1.35%	16.35%
<b>产量（亿吨）</b>									
2022年	2.28	0.39	0.93	0.05	0.14	0.09	0.11	0.2	0.37
2023年	2.33	0.33	1.05	0.05	0.13	0.1	0.12	0.2	0.36
2024年	2.4	0.3	1.1	0.05	0.14	0.1	0.12	0.2	0.4
2024年产量占比	100.00%	12.50%	45.83%	2.08%	5.83%	3.96%	5.00%	8.33%	16.46%
<b>储采比</b>									
2024年	308.33	1666.67	33.64	560	171.43	105.26	83.33	50	306.33

资料来源：美国地质调查局，国信证券经济研究所整理

**磷矿石消费结构持续演变，新能源驱动需求增量。**近年来，我国磷矿石消费结构发生显著变化，传统农业需求仍为刚性支撑，但占比逐年下降。2015年磷肥占磷矿石消费总量的78%，至2024年已降至54%，反映出“减肥增效”政策与化肥使用效率提升对农业用矿的抑制；与此同时，以湿法磷酸为代表的新能源材料应用快速崛起，其消费占比从2021年的7%跃升至2024年的17%，成为磷矿石边际需求增长的核心驱动力。该部分主要用于生产磷酸铁、磷酸铁锂等新能源材料，受益于新能源汽车和储能市场的爆发式发展，带动对高品位、可净化磷矿的需求激增。黄磷消费占比稳定在8%-11%之间，其他用途（如氟化工、水处理）也逐步拓展。

**供需紧平衡格局延续，价格中枢长期高位运行。**尽管磷矿石表观消费量持续增长，但国内供给端受限因素叠加，难以匹配需求扩张。一方面，富矿资源枯竭、平均品位下降、开采难度加大导致成本上升；另一方面，环保整治、安全生产监管趋严（如长江大保护、矿山安全整治）推动大量中小产能退出，有效供给收

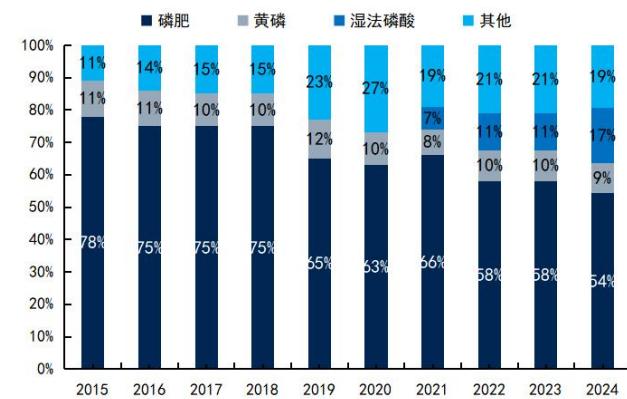
缩。虽然未来三年有部分新矿山投产，但由于项目审批周期长、建设延期普遍、跨区域运输限制以及优质矿权稀缺，新增产能释放缓慢且有限。综合来看，2026年前后国内磷矿石供需仍将维持紧平衡状态。叠加西南地区30%品位磷矿石市场价格自2021年上半年的不足400元/吨飙升至1000元/吨以上，并长期在高位震荡运行超三年，资源稀缺属性凸显，磷矿石中长期价格中枢有望维持在较高水平。

图1：西南地区磷矿石市场价格



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图2：国内磷矿石消费结构变化

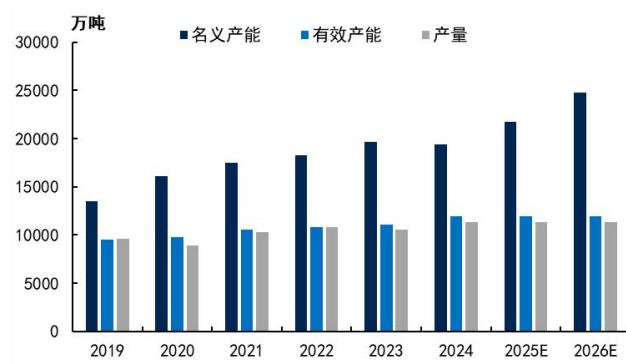


资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

**磷矿石产量创六年新高，但有效供给仍受制于结构性瓶颈。**据百川盈孚，2020–2024年，我国磷矿石名义产能由1.61亿吨增至1.94亿吨，但实际供给能力远低于账面水平。2024年全国产达1.14亿吨，为2018年以来最高值；表观消费量同步攀升至1.19亿吨，同比增长11.4%，部分受益于磷酸铁锂等新能源材料需求快速扩张。然而，据百川盈孚统计，当前有效产能仅约1.19亿吨/年，与1.94亿吨的名义产能之间存在高达0.75亿吨的闲置差额，反映大量产能因环保约束、矿权审批滞后、品位过低或缺乏配套加工能力而难以释放。行业集中度低，生产企业约273家，CR8仅33.4%，以及中小矿山开工受限，进一步制约供给弹性。

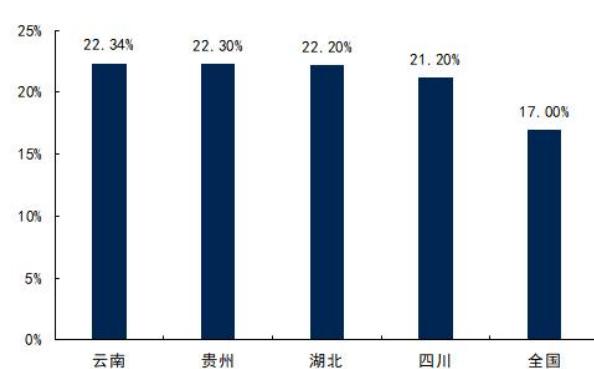
**新增产能落地率或较为有限，进口难改紧平衡格局。**尽管2025–2027年规划新增名义产能合计达0.59亿吨，但结合历史经验及当前政策环境、矿山开采难度及品位限制等情况，预计实际有效新增产能落地比例可能不足40%，即三年仅约0.24亿吨以内能形成真实供应。与此同时，进口虽在2024年增至207万吨（同比+46.8%），但占消费比重仍低于2%，且受内陆主产区运输成本制约，进口矿难以形成有效补充。综合来看，2025–2027年磷矿石表观消费量或将稳步升至1.42亿吨，而有效供给增速有限，供需紧平衡格局和价格高位运行态势有望持续。

图3：中国磷矿石产能、产量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：中国磷矿石品位



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

**表3：磷矿石供需平衡表（万吨）**

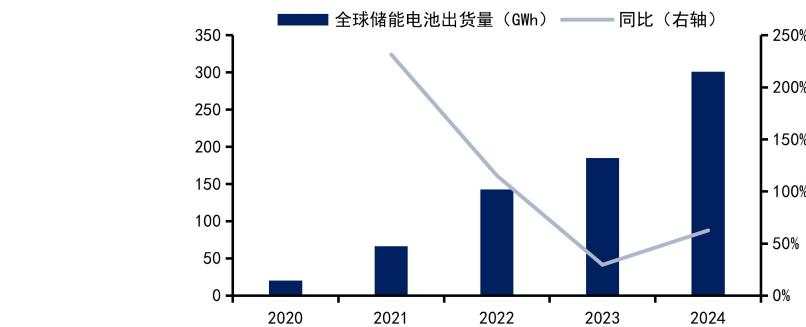
	产能	产量	进口量	出口量	表现消费量	产能利用率 (%)	进口依赖度	表现消费量同比
2020	16091	8919.9	4.0	42.8	8881.1	55.4%	0.0%	
2021	17481	10271.8	6.5	38.1	10240.1	58.8%	0.1%	15.3%
2022	18264	10811.5	3.2	55.0	10759.7	59.2%	0.0%	5.1%
2023	19684	10555.2	140.9	29.5	10666.6	53.6%	1.3%	-0.9%
2024	19447	11680.3	206.8	8.3	11878.9	60.1%	1.7%	11.4%
2025E	21732	12800.0	180.0	8.3	12971.7	58.9%	1.4%	9.2%
2026E	24762	13448.6	180.0	8.3	13620.3	54.3%	1.3%	5.0%
2027E	25342	13993.4	180.0	8.3	14165.1	55.2%	1.3%	4.0%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理及预测

### ◆ 储能及动力电池驱动磷矿石需求上行

**新能源车与储能双轮驱动，贡献磷矿石重要下游增量。**近些年来，在国内相关政策支持、锂电技术进步、消费者对新能源汽车接受程度提高等背景下，我国新能源汽车产业快速发展，据国家统计局数据，截至2025年10月底，我国汽车产量2287万辆，其中新能源汽车产量1080万辆，占比47%。2024年我国磷酸铁锂电池在动力电池领域市占率达68%；凭借高温下结构稳定、安全性高、循环寿命不低于15年等优势，磷酸铁锂电池在储能领域占据垄断地位。受益于新能源汽车市场快速增长与储能领域持续扩展，我国锂电池产量规模不断扩大，带动磷酸铁锂正极材料出货量大幅攀升，根据则言咨询数据，2024年出货量达244.5万吨，同比增长54.1%，较2020年的16.35万吨增长超14.95倍。

**储能电芯出货高增，2026年或将迈向800GWh新台阶。**2020-2024年全球储能电池出货量呈现爆发式增长态势，出货量从2020年的20GWh提升至2024年的301GWh，4年间规模扩张超15倍，年复合增速超100%。2024年全球动力电池及储能电池总出货量达1299GWh，同比增长24%，其中储能电池贡献了核心增量，从2023年185GWh升至2024年301GWh，同比增62.7%。根据InfoLink全球储能供应链数据库数据显示，2025年前三季度全球储能电芯出货量已达410.45GWh，同比大幅增长98.5%。其中第三季度表现尤为强劲，受益于海内外市场需求同步释放，电芯企业普遍实现满产满销，单季出货量达170.24GWh，创下历史新高。需求端的快速放量已推动市场由此前的产能过剩转向阶段性紧平衡，部分厂商开始释放涨价信号。基于当前排产与订单情况，InfoLink预计2025年全年全球储能电芯出货量将超过560GWh，并有望逼近600GWh。展望2026年，全球储能需求仍将持续多点发力，而新增产能主要集中在下半年释放，整体供需或呈现上半年偏紧、下半年逐步宽松的格局。综合各厂商出货指引及区域项目落地进度，InfoLink初步预测2026年全球储能电芯出货量将接近800GWh，行业仍将保持中高速增长态势。

**图5：全球储能电池出货量（GWh）**


资料来源：SNE Research, 国际能源网，国信证券经济研究所整理

**在全球储能产业加速扩张的背景下，磷酸铁锂对上游磷资源的需求持续提升。**我们假设全球储能电池和动力电池中采用磷酸铁锂技术路线的比例分别为100%和50%。按行业经验值，每GWh磷酸铁锂电池约消耗0.25

万吨磷酸铁(FePO<sub>4</sub>)，使用4吨磷矿石/吨磷酸铁的单耗，推算对应的磷矿资源需求。参考InfoLink对储能电池出货量的预测(2025/2026年约600/800GWh)，SNE Research公布2025年前三季度全球动力电池总装车量约同比增长34.7%，以及弗若斯特沙利文对全球动力/储能电池行业2025-2029年的预测复合增速分别为26.7%/22.9%，假设全球储能电池出货量在2025-2027年分别增至600/800/983GWh，对应磷矿石需求将升至600/800/983万吨，占我国磷矿石预测产量比重分别达到4.7%/5.9%/7.0%；同期全球动力电池出货量将增至1344/1703/2158GWh，对应磷矿石需求升至672/852/1079万吨，占我国磷矿石预测产量比重分别达到5.3%/6.3%/7.7%。储能级磷酸铁对原料纯度要求高(低铁、低镁、低重金属)，实际可适配的高品位磷矿资源远比总量稀缺，叠加动力电池的持续贡献，磷资源在新能源电池领域的消费比重将持续提升。因此，具备优质矿源及“矿化一体”能力的企业将在新能源材料竞争中占据显著战略优势。

表4：全球储能电池及动力电池出货量对应磷矿石需求估算

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>全球储能电池出货量(GWh)</b>	301	600	800	983
<b>对应磷酸铁需求(万吨)</b>	75	150	200	246
<b>对应磷矿石需求(万吨)</b>	301	600	800	983
<b>占我国磷矿石产量比例</b>	2.6%	4.7%	5.9%	7.0%
<b>全球动力电池出货量(GWh)</b>	998	1344	1703	2158
<b>对应磷酸铁需求(万吨)</b>	125	168	213	270
<b>对应磷矿石需求(万吨)</b>	499	672	852	1079
<b>占我国磷矿石产量比例</b>	4.3%	5.3%	6.3%	7.7%
<b>我国磷矿石产量(万吨)</b>	11680	12800	13449	13993

资料来源：SNE Research, 国际能源网, InfoLink, 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

## ◆ 投资建议

公司作为化肥及磷化工龙头，资源与产业规模优势显著，我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为55.23/55.74/57.09亿元，对应EPS为3.01/3.04/3.11元，对应当前股价PE为10.5/10.4/10.1X，维持“优于大市”评级。

表5：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	
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	(MRQ)
600141.SH	兴发集团	优于大市	34.90	38,503.64	1.45	1.73	1.95	24.1	20.2	17.9	1.8
000422.SZ	湖北宜化	优于大市	14.41	15,681.66	0.61	1.32	1.42	23.6	10.9	10.1	2.7
002312.SZ	川发龙蟒	无评级	11.00	20,782.72	0.28	0.34	0.42	39.3	32.6	26.3	2.2
002539.SZ	云图控股	优于大市	11.74	14,178.68	0.67	0.76	1.00	17.5	15.4	11.7	1.5
002895.SZ	川恒股份	优于大市	36.73	22,319.60	1.76	2.16	2.51	20.8	17.0	14.6	3.0
600096.SH	云天化	优于大市	31.55	57,515.36	2.91	3.01	3.04	10.9	10.5	10.4	2.4

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025年12月25日，无评级公司盈利预测来源于Wind一致预期。

## ◆ 风险提示

市场竞争加剧；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

**相关研究报告：**

- 《云天化 (600096. SH) -三季度归母净利同环比提升，磷肥出口量价齐升》 ——2025-10-28
- 《云天化 (600096. SH) -二季度归母净利润同环比提升，磷矿石保持高位》 ——2025-08-20
- 《云天化 (600096. SH) -2024 年归母净利润预计增长 17.20%，公司经营韧性凸显》 ——2025-01-07
- 《云天化 (600096. SH) -三季度归母净利润同比增长 54.16%，公司经营韧性持续凸显》 ——2024-10-15
- 《云天化 (600096. SH) -上半年归母净利润同比增长 6.1%，经营韧性持续凸显》 ——2024-08-13

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6434	6937	9898	13089	16607	营业收入	69060	61537	52553	53236	54034
应收款项	1039	1750	1440	1459	1480	营业成本	58579	50767	43540	44112	44702
存货净额	7545	6070	5171	5219	5276	营业税金及附加	825	958	648	656	666
其他流动资产	2288	1884	1666	1694	1695	销售费用	800	760	595	603	612
<b>流动资产合计</b>	<b>17311</b>	<b>16664</b>	<b>18199</b>	<b>21484</b>	<b>25082</b>	管理费用	989	1111	895	903	913
固定资产	24036	22822	22985	23005	22893	财务费用	703	488	494	511	511
无形资产及其他	4565	4789	4549	4310	4070	投资收益	456	595	532	532	532
投资性房地产	3144	3556	3556	3556	3556	资产减值及公允价值变动	446	557	458	458	458
长期股权投资	3515	3649	3937	4175	4395	其他收入	(1243)	(1467)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>52571</b>	<b>51480</b>	<b>53226</b>	<b>56529</b>	<b>59997</b>	营业利润	6825	7138	7370	7439	7619
短期借款及交易性金融负债	8318	6252	6000	6000	6000	营业外净收支	(245)	(89)	0	0	0
应付款项	4358	5070	4022	4059	4104	利润总额	6579	7049	7370	7439	7619
其他流动负债	5017	4364	3698	3732	3774	<b>所得税费用</b>	<b>1086</b>	<b>1006</b>	<b>1106</b>	<b>1116</b>	<b>1143</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17692</b>	<b>15685</b>	<b>13720</b>	<b>13792</b>	<b>13877</b>	少数股东损益	971	710	742	749	767
长期借款及应付债券	11180	9449	10149	10349	10549	归属于母公司净利润	4522	5333	5523	5574	5709
其他长期负债	1688	1769	1648	1518	1461	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12868</b>	<b>11218</b>	<b>11797</b>	<b>11867</b>	<b>12010</b>	<b>净利润</b>	4522	5333	5523	5574	5709
<b>负债合计</b>	<b>30560</b>	<b>26903</b>	<b>25517</b>	<b>25659</b>	<b>25888</b>	资产减值准备	70	110	51	3	(2)
少数股东权益	3268	2218	2589	2964	3347	折旧摊销	2343	2529	2482	2675	2812
股东权益	18742	22358	25120	27907	30761	公允价值变动损失	(446)	(557)	(458)	(458)	(458)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>52571</b>	<b>51480</b>	<b>53226</b>	<b>56529</b>	<b>59997</b>	财务费用	703	488	494	511	511
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	1678	1008	(355)	(150)	(54)
每股收益	2.47	2.91	3.01	3.04	3.11	其它	188	207	320	372	386
每股红利	1.81	1.61	1.51	1.52	1.56	<b>经营活动现金流</b>	<b>8355</b>	<b>8630</b>	<b>7563</b>	<b>8016</b>	<b>8392</b>
每股净资产	10.22	12.19	13.69	15.21	16.77	资本开支	0	(1767)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	18%	19%	16%	17%	17%	其它投资现金流	20	(18)	0	0	0
ROE	24%	24%	22%	20%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(272)</b>	<b>(1920)</b>	<b>(2288)</b>	<b>(2238)</b>	<b>(2220)</b>
毛利率	15%	18%	17%	17%	17%	权益性融资	(37)	2	0	0	0
EBIT Margin	11%	13%	13%	13%	13%	负债净变化	2860	(1731)	700	200	200
EBITDA Margin	15%	17%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(3321)	(2947)	(2761)	(2787)	(2855)
收入增长	-8%	-11%	-15%	1%	2%	其它融资现金流	(8133)	3147	(252)	0	0
净利润增长率	-25%	18%	4%	1%	2%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(9093)</b>	<b>(6208)</b>	<b>(2313)</b>	<b>(2587)</b>	<b>(2655)</b>
资产负债率	64%	57%	53%	51%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>(1010)</b>	<b>503</b>	<b>2962</b>	<b>3191</b>	<b>3518</b>
息率	5.7%	5.1%	4.8%	4.8%	4.9%	货币资金的期初余额	7444	6434	6937	9898	13089
P/E	12.8	10.9	10.5	10.4	10.1	货币资金的期末余额	6434	6937	9898	13089	16607
P/B	3.1	2.6	2.3	2.1	1.9	企业自由现金流	0	8577	5971	6442	6827
EV/EBITDA	8.7	8.1	8.9	8.7	8.4	权益自由现金流	0	9993	5999	6207	6593

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±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±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