

# 嘉化能源 (600273.SH)

## 核心业务盈利稳健，周期板块阶段性承压

优于大市

### 核心观点

**2025 年实现归母净利润 9.88 亿元，同比下滑 1.99%，周期板块阶段性承压。** 2026 年 4 月 9 日晚，公司发布《2025 年年度报告》，公告显示 2025 年公司实现营业收入 101.79 亿元，同比增长 11.21%；实现归母净利润 9.88 亿元，同比下降 1.99%；实现扣非归母净利润 8.57 亿元，同比下降 9.57%。其中 2025 年第四季度实现营收 24.48 亿元，同比增长 17.59%，环比下滑 10.16%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比下滑 23.97%，环比下滑 31.82%。公司 2025 年收入增长主要得益于脂肪醇（酸）系列产品新增产能投产后量价齐升，该板块收入同比大幅增长 49.99%至 46.52 亿元。同时，脂肪醇板块受原材料棕榈仁油价格上涨影响毛利率下滑，而 PVC 板块受 PVC 价格下降影响毛利率下行，使得公司整体毛利率下降 2.77 pct 至 14.81%。公司非经常性损益为 1.31 亿元，同比大幅增加，主要来自 1.17 亿元非金融企业持有金融资产和金融负债产生的公允价值变动损益以及处置金融资产和金融负债产生的损益，对全年利润形成一定支撑。

**蒸汽及烧碱业务经营稳健，构成业绩“压舱石”。** 公司依托热电联产为核心的循环经济模式，公司蒸汽业务及烧碱业务在行业下行周期中表现出较强韧性。作为园区核心热电供应商，蒸汽业务是公司循环经济的基石和稳定的利润来源。2025 年，受园区化工企业用汽量下降及煤炭价格下行影响，公司蒸汽业务收入同比下降 12.37%至 15.29 亿元。但得益于煤炭采购成本更大幅度的下降，公司蒸汽板块毛利率逆势提升 3.16 pct 至 28.97%，盈利能力进一步增强，充分体现了类公用事业属性的防御性。烧碱业务方面，依托公司热电联产装置，公司自发电成本远低于浙江省工业用电成本，成本优势突出。由于公司年度内产能变动影响，公司烧碱全年实现销售收入为 7.52 亿元，同比下降 11.65%，但年内销售均价上涨，公司烧碱板块毛利率提升 6.37 pct 至 65.20%。

**PVC 亏损扩大，脂肪醇成本上行，周期板块阶段性承压。** PVC 方面，受地产需求疲软影响，PVC 业务全年承压，收入同比下降 3.71%，毛利率下滑 8.64 pct 至 -11.45%，是拖累公司整体利润的主要因素。美以伊战争以来，受霍尔木兹海峡封锁影响，公司 PVC 原料乙烯价格快速上涨，PVC 价格虽有同步上涨但涨幅有限，乙烯法 PVC 价差快速收敛，或将影响公司上半年盈利水平。但公司乙烯法 PVC 在出口市场具备品质优势，2025 年出口量同比大增 56%；且公司二期 30 万吨乙烯法 PVC 项目新增 700、800、1300 三个牌号，产品线进一步丰富。长期看，国内电石法 PVC 面临“无汞化”以及高能耗、双碳等政策压力，成本或将抬升，行业供给格局有望优化。脂肪醇方面，2025 年公司脂肪醇板块实现收入 46.52 亿元，同比大增 49.99%，其中销量增长 5.77%，价格在原料上涨后推涨。但由于主要原料棕榈仁油价格大幅上涨 41.81%，成本端压力增大，导致毛利率同比下滑 3.83 pct 至 9.49%。随着公司脂肪醇（酸）二期项目落地，公司在产品产能、产业配套等多方面位于全国领先地位。未来，公司将持续推进符合减碳与环保要求的生物油脂系列产品的研发，逐步完善油脂产业链条，推动产品结构多元化发展。

**2025 年高股东回报政策延续，公司持续践行高股东回报承诺。** 根据公司《2025 年度利润分配预案的公告》，公司 2025 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。结合 2025 年年中分红与实施的 4.00 亿元股份回

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学制品

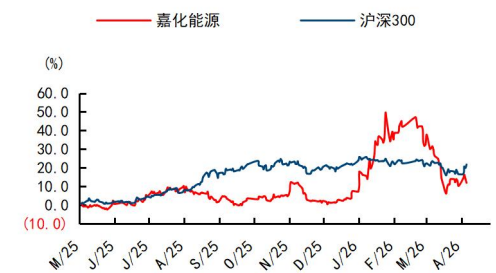
证券分析师：杨林  
 010-88005379  
 yanglin6@guosen.com.cn  
 S0980520120002

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	9.10 元
总市值/流通市值	11933/11933 百万元
52 周最高价/最低价	12.25/7.89 元
近 3 个月日均成交额	318.04 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

《嘉化能源 (600273.SH) - 国内脂肪醇龙头企业，热电联产成本优势显著》——2025-08-14

购，合计分红及回购金额达 9.88 亿元，占当年归母净利润的比率约 100%；其中现金分红和回购注销金额合计 8.57 亿元，约占当年归母净利润的 87%；凸显了公司对股东利益的高度重视和充足的现金流信心。未来随着大规模资本开支高峰已过，稳定的分红和回购政策有望延续。按当前股价测算，公司分红加回购注销金额合计对应股息率约 7.20%。

**风险提示：**环保政策的风险、安全生产的风险、原材料价格大幅波动的风险、关税及汇率变动的风险、新建产能投产不及预期的风险、产品价格及盈利能力下滑的风险。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

PVC 受原料乙烯价格上涨影响，毛利水平或将持续低迷，谨慎下调盈利预测，预计 2026-2028 年营业收入分别为 115.57/125.78/131.76 亿元（前值为 115.89/124.79 亿元）；归母净利润 10.10/11.48/13.15 亿元（前值为 12.80/14.11 亿元），同比增速 2.2/13.7/14.6%；每股收益为 0.74/0.85/0.97 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.8/9.4x。公司未来两年仍有新增产能爬坡带动产量增长，长期看 PVC 板块格局或将好转，维持“优于大市”评级。

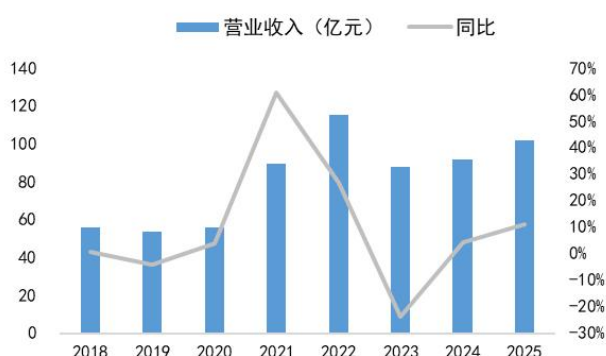
<b>盈利预测和财务指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
营业收入(百万元)	9,153	10,179	11,557	12,578	13,176
(+/-%)	4.3%	11.2%	13.5%	8.8%	4.7%
归母净利润(百万元)	1008	988	1010	1148	1315
(+/-%)	-14.6%	-2.0%	2.2%	13.7%	14.6%
每股收益(元)	0.72	0.73	0.74	0.85	0.97
EBIT Margin	12.1%	9.6%	10.5%	10.6%	11.3%
净资产收益率 (ROE)	10.0%	9.7%	9.5%	10.2%	11.0%
市盈率 (PE)	12.6	12.5	12.2	10.8	9.4
EV/EBITDA	8.5	9.0	9.2	8.4	7.6
市净率 (PB)	1.25	1.21	1.16	1.10	1.04

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

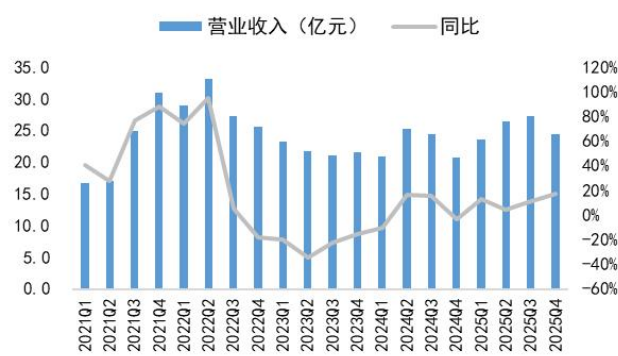
2025 年实现归母净利润 9.88 亿元，同比下滑 1.99%，周期板块阶段性承压。2026 年 4 月 9 日晚，公司发布《2025 年年度报告》，公告显示 2025 年公司实现营业收入 101.79 亿元，同比增长 11.21%；实现归母净利润 9.88 亿元，同比下降 1.99%；实现扣非归母净利润 8.57 亿元，同比下降 9.57%。其中 2025 年第四季度实现营收 24.48 亿元，同比增长 17.59%，环比下滑 10.16%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比下滑 23.97%，环比下滑 31.82%。公司 2025 年收入增长主要得益于脂肪醇(酸)系列产品新增产能投产后量价齐升，该板块收入同比大幅增长 49.99%至 46.52 亿元。同时，脂肪醇板块受原材料棕榈仁油价格上涨影响毛利率下滑，而 PVC 板块受 PVC 价格下降影响毛利率下行，使得公司整体毛利率下降 2.77 pct 至 14.81%。公司非经常性损益为 1.31 亿元，同比大幅增加，主要来自 1.17 亿元非金融企业持有金融资产和金融负债产生的公允价值变动损益以及处置金融资产和金融负债产生的损益，对全年利润形成一定支撑。

图1：嘉化能源营业收入及增速（单位：亿元、%）



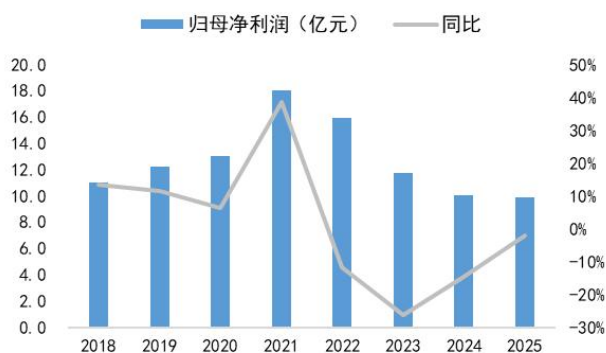
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：嘉化能源单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



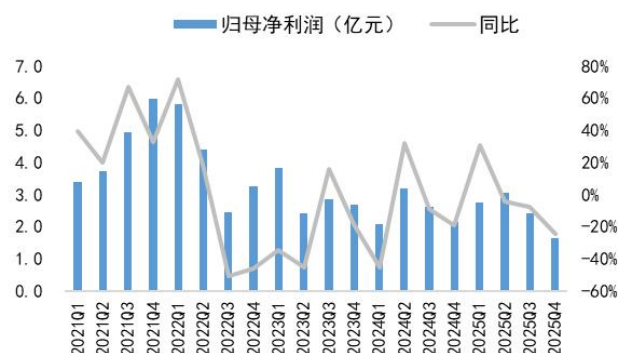
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：嘉化能源归母净利润及增速（单位：亿元、%）



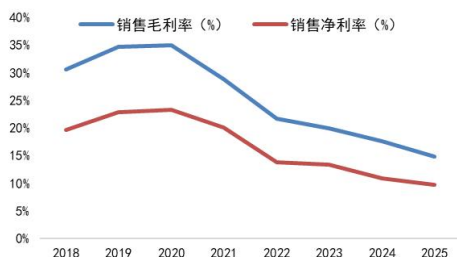
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：嘉化能源单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



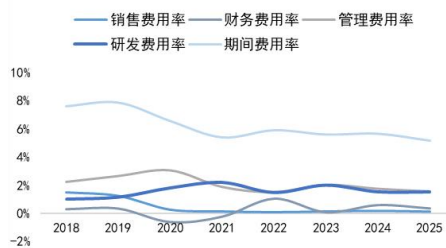
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 嘉化能源销售毛利率及销售净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 嘉化能源各项费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

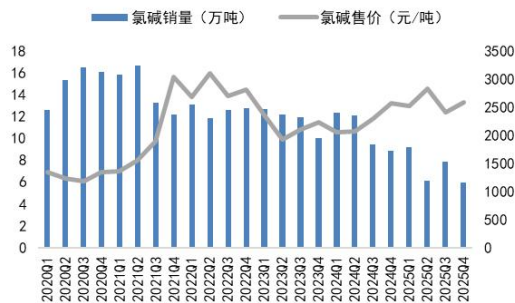
**蒸汽及烧碱业务经营稳健，构成业绩“压舱石”。**公司依托热电联产为核心的循环经济模式，公司蒸汽业务及烧碱业务在行业下行周期中表现出较强韧性。作为园区核心热电供应商，蒸汽业务是公司循环经济的基石和稳定的利润来源。2025年，受园区化工企业用汽量下降及煤炭价格下行影响，公司蒸汽业务收入同比下降12.37%至15.29亿元。但得益于煤炭采购成本更大幅度的下降，公司蒸汽板块毛利率逆势提升3.16 pct至28.97%，盈利能力进一步增强，充分体现了类公用事业属性的防御性。**烧碱业务方面**，依托公司热电联产装置，公司自发电成本远低于浙江省工业用电成本，成本优势突出。由于公司年度内产能变动影响，公司烧碱全年实现销售收入为7.52亿元，同比下降11.65%，但年内销售均价上涨，公司烧碱板块毛利率提升6.37 pct至65.20%。

图7: 公司各季度蒸汽销量及单吨售价 (右轴)



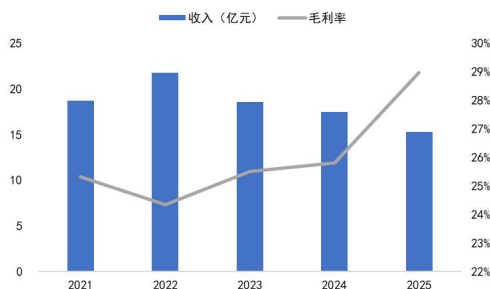
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司各季度氯碱(烧碱)销量及单吨售价 (元/吨)



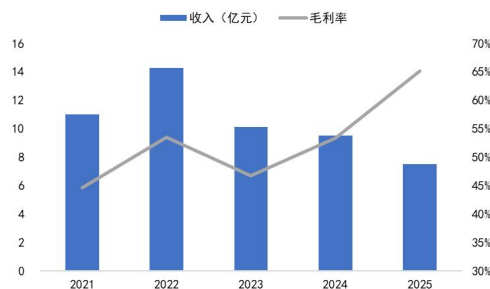
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司蒸汽板块收入及毛利率 (右轴)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

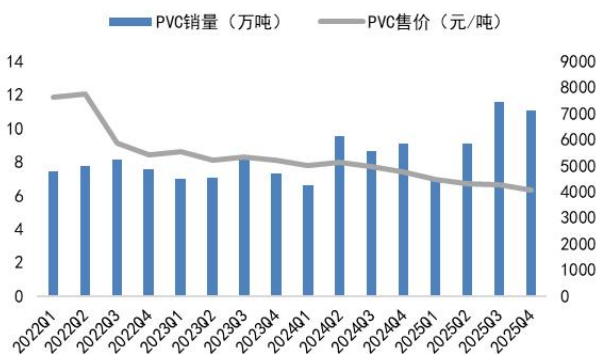
图10: 公司烧碱板块收入及毛利率 (右轴)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**PVC 亏损扩大，脂肪醇成本上行，周期板块阶段性承压。**PVC 方面，受地产需求疲软影响，PVC 业务全年承压，收入同比下降 3.71%，毛利率下滑 8.64 pct 至 -11.45%，是拖累公司整体利润的主要因素。美以伊战争以来，受霍尔木兹海峡封锁影响，公司 PVC 原料乙烯价格快速上涨，PVC 价格虽有同步上涨但涨幅有限，乙烯法 PVC 价差快速收敛，或将影响公司上半年盈利水平。但公司乙烯法 PVC 在出口市场具备品质优势，2025 年出口量同比大增 56%；且公司二期 30 万吨乙烯法 PVC 项目新增 700、800、1300 三个牌号，产品线进一步丰富。长期看，国内电石法 PVC 面临“无汞化”以及高能耗、双碳等政策压力，成本或将抬升，行业供给格局有望优化。**脂肪醇方面**，2025 年公司脂肪醇板块实现收入 46.52 亿元，同比大增 49.99%，其中销量增长 5.77%，价格在原料上涨后推涨。但由于主要原料棕榈仁油价格大幅上涨 41.81%，成本端压力增大，导致毛利率同比下滑 3.83 pct 至 9.49%。随着公司脂肪醇（酸）二期项目落地，公司在产品产能、产业配套等多方面位于全国领先地位。未来，公司将持续推进符合减碳与环保要求的生物油脂系列产品的研发，逐步完善油脂产业链条，推动产品结构多元化发展。

图11: 公司各季度 PVC 销量及单吨售价 (元/吨)



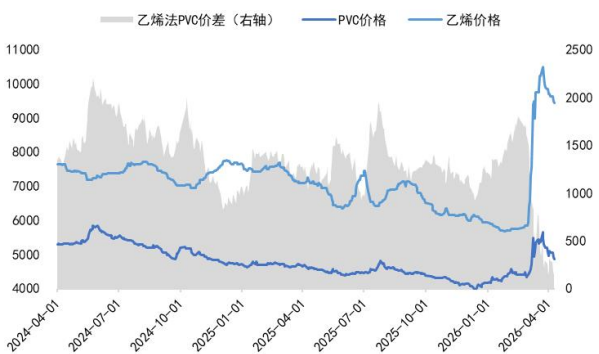
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司各季度脂肪醇销量及单吨售价 (右轴)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: PVC 价格及乙烯法 PVC 价差 (元/吨)



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图14: 脂肪醇价格与价差 (元/吨)



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

**2025 年高股东回报政策延续，公司持续践行高股东回报承诺。**根据《2025 年度利润分配预案的公告》，公司 2025 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。结合 2025 年年中分红与实施的 4.00 亿元股份回购，合计分红

及回购金额达 9.88 亿元，占当年归母净利润的比率约 100%；其中现金分红和回购注销金额合计 8.57 亿元，约占当年归母净利润的 87%；凸显了公司对股东利益的高度重视和充足的现金流信心。未来随着大规模资本开支高峰已过，稳定的分红和回购政策有望延续。按当前股价测算，公司分红加回购注销金额合计对应股息率约 7.20%。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。PVC 受原料乙烯价格上涨影响，毛利水平或将持续低迷，谨慎下调盈利预测，预计 2026-2028 年营业收入分别为 115.57/125.78/131.76 亿元（前值为 115.89/124.79 亿元）；归母净利润 10.10/11.48/13.15 亿元（前值为 12.80/14.11 亿元），同比增速 2.2/13.7/14.6%；每股收益为 0.74/0.85/0.97 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.8/9.4x。公司未来两年仍有新增产能爬坡带动产量增长，长期看 PVC 板块格局或将好转，维持“优于大市”评级。

表1: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE 2027E
					2026E	2027E	2026E	
002637.SZ	赞宇科技	优于大市	12.16	57	0.90	1.14	13.5	10.7
300750.SZ	嘉化能源	优于大市	9.10	119	0.74	0.85	12.2	10.8

资料来源:wind、国信证券经济研究所预测

表2: 嘉化能源盈利拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>脂肪醇（酸）</b>						
收入（亿元）	25.41	31.02	46.52	55.03	60.04	62.40
成本（亿元）	20.60	26.89	42.11	49.80	54.04	55.85
毛利润（亿元）	4.82	4.13	4.42	5.23	6.00	6.55
毛利率	18.95%	13.32%	9.49%	9.50%	10.00%	10.50%
<b>蒸汽</b>						
收入（亿元）	18.57	17.44	15.29	16.48	17.82	18.89
成本（亿元）	13.83	12.94	10.86	12.11	13.13	13.88
毛利润（亿元）	4.74	4.50	4.43	4.37	4.69	5.00
毛利率	25.51%	25.81%	28.97%	26.50%	26.30%	26.50%
<b>氯碱</b>						
收入（亿元）	10.11	9.51	7.52	9.40	9.81	9.96
成本（亿元）	5.38	4.43	2.62	3.50	3.56	3.59
毛利润（亿元）	4.73	5.08	4.90	5.90	6.24	6.37
毛利率	46.82%	53.39%	65.20%	62.77%	63.66%	63.96%
<b>聚氯乙烯</b>						
收入（亿元）	17.27	17.31	16.66	16.92	20.40	22.36
成本（亿元）	17.19	17.79	18.57	17.51	20.81	22.09
毛利润（亿元）	0.08	-0.49	-1.91	-0.59	-0.41	0.27
毛利率	0.45%	-2.81%	-11.45%	-3.50%	-2.00%	1.20%
<b>磺化医药系列产品</b>						
收入（亿元）	4.49	3.38	4.36	5.10	5.50	6.30
成本（亿元）	4.26	3.95	4.13	4.82	5.17	5.89
毛利润（亿元）	0.24	-0.57	0.23	0.28	0.33	0.41
毛利率	5.24%	-16.81%	5.23%	5.50%	6.00%	6.50%
<b>硫酸</b>						
收入（亿元）	1.19	1.70	2.66	4.80	3.96	3.35
成本（亿元）	1.18	1.44	2.50	4.51	3.72	3.15
毛利润（亿元）	0.01	0.26	0.17	0.29	0.24	0.20
毛利率	0.80%	15.42%	6.25%	6.00%	6.00%	6.00%
<b>光伏</b>						

收入 (亿元)	1.55	1.58	1.38	1.33	1.33	1.33
成本 (亿元)	0.74	0.95	0.97	0.91	0.93	0.95
毛利润 (亿元)	0.81	0.63	0.41	0.42	0.40	0.38
毛利率	52.35%	39.78%	29.42%	31.67%	30.00%	28.33%
<b>装卸相关</b>						
收入 (亿元)	1.62	2.05	1.83	2.01	1.92	1.97
成本 (亿元)	0.54	0.68	0.71	0.75	0.71	0.73
毛利润 (亿元)	1.08	1.37	1.13	1.27	1.21	1.24
毛利率	66.64%	66.85%	61.56%	63.00%	63.00%	63.00%
<b>其他</b>						
收入 (亿元)	7.53	7.55	5.57	4.50	5.00	5.20
成本 (亿元)	6.47	6.38	4.27	3.60	4.00	4.16
毛利润 (亿元)	1.06	1.17	1.30	0.90	1.00	1.04
毛利率	14.10%	15.49%	23.37%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>合计</b>						
收入 (亿元)	87.74	91.53	101.79	115.57	125.78	131.75
成本 (亿元)	70.18	75.45	86.72	97.51	106.08	110.29
毛利润 (亿元)	17.56	16.09	15.07	18.06	19.70	21.46
毛利率 (%)	20.01%	17.58%	14.80%	15.63%	15.66%	16.29%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	817	1113	1195	1807	2672	营业收入	9153	10179	11557	12578	13176
应收款项	845	820	1077	1182	1238	营业成本	7545	8672	9751	10608	11029
存货净额	794	682	1007	1044	1040	营业税金及附加	36	35	40	44	40
其他流动资产	1026	1199	1329	1447	1515	销售费用	17	14	14	16	17
<b>流动资产合计</b>	<b>3496</b>	<b>3815</b>	<b>4608</b>	<b>5479</b>	<b>6466</b>	管理费用	164	163	175	191	197
固定资产	7743	7875	7720	7421	7045	研发费用	284	314	358	390	408
无形资产及其他	485	486	472	457	443	财务费用	54	37	32	7	(18)
投资性房地产	1155	900	900	900	900	投资收益	50	54	3	3	3
长期股权投资	244	251	256	258	259	资产减值及公允价值变动	(60)	21	(55)	(50)	(45)
<b>资产总计</b>	<b>13122</b>	<b>13326</b>	<b>13955</b>	<b>14514</b>	<b>15111</b>	其他收入	(243)	(235)	(358)	(390)	(408)
短期借款及交易性金融负债	725	728	500	300	200	营业利润	1084	1099	1134	1275	1461
应付款项	739	420	792	828	769	营业外净收支	42	25	0	0	0
其他流动负债	1084	982	1142	1241	1290	<b>利润总额</b>	<b>1126</b>	<b>1124</b>	<b>1134</b>	<b>1275</b>	<b>1461</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2547</b>	<b>2129</b>	<b>2434</b>	<b>2369</b>	<b>2259</b>	所得税费用	121	136	125	128	146
长期借款及应付债券	243	737	507	507	507	少数股东损益	(2)	0	0	0	0
其他长期负债	187	282	332	382	432	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1008</b>	<b>988</b>	<b>1010</b>	<b>1148</b>	<b>1315</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>430</b>	<b>1018</b>	<b>838</b>	<b>888</b>	<b>938</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>2977</b>	<b>3148</b>	<b>3272</b>	<b>3258</b>	<b>3197</b>	净利润	1008	988	1010	1148	1315
少数股东权益	29	7	7	7	7	资产减值准备	18	(20)	(42)	0	(0)
股东权益	10115	10171	10676	11250	11907	折旧摊销	728	734	481	528	551
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13122</b>	<b>13326</b>	<b>13955</b>	<b>14514</b>	<b>15111</b>	公允价值变动损失	60	(21)	55	50	45
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	54	37	32	7	(18)
每股收益	0.72	0.73	0.74	0.85	0.97	营运资本变动	556	(128)	(171)	(73)	(82)
每股红利	0.41	0.42	0.37	0.42	0.48	其它	(19)	20	42	0	0
每股净资产	7.27	7.50	7.87	8.29	8.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>2351</b>	<b>1573</b>	<b>1375</b>	<b>1653</b>	<b>1829</b>
ROIC	9.12%	7.68%	9%	11%	13%	资本开支	0	(841)	(325)	(265)	(205)
ROE	9.96%	9.71%	9%	10%	11%	其它投资现金流	21	14	0	0	0
毛利率	18%	15%	16%	16%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(18)</b>	<b>(833)</b>	<b>(330)</b>	<b>(267)</b>	<b>(206)</b>
EBIT Margin	12%	10%	11%	11%	11%	权益性融资	(45)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	17%	15%	15%	15%	负债净变化	217	494	(230)	0	0
收入增长	4%	11%	14%	9%	5%	支付股利、利息	(572)	(570)	(505)	(574)	(657)
净利润增长率	-15%	-2%	2%	14%	15%	其它融资现金流	(1651)	(291)	(228)	(200)	(100)
资产负债率	23%	24%	23%	22%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2407)</b>	<b>(444)</b>	<b>(963)</b>	<b>(774)</b>	<b>(757)</b>
股息率	4.6%	4.6%	4.1%	4.6%	5.3%	现金净变动	(74)	296	82	612	865
P/E	12.6	12.5	12.2	10.8	9.4	货币资金的期初余额	890	817	1113	1195	1807
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	817	1113	1195	1807	2672
EV/EBITDA	8.5	9.0	9.2	8.4	7.6	企业自由现金流	0	628	1070	1387	1600
						权益自由现金流	0	831	583	1180	1516

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