

万华化学（600309.SH）

降本提效助力万华高质量发展，将持续优化产业链结构

买入

核心观点

主营产品量价齐升，2021 年业绩大幅增长。3 月 14 日，万华化学披露《2021 年年度报告》：受益于 2021 年公司主营产品量价齐升，公司 2021 年度实现营业总收入 1455.38 亿元，同比增长 98.19%；实现归母净利润 246.49 亿元，同比增长 145.47%。归母扣非净利润 243.56 亿元，同比增长 155.2%。基本每股收益为 7.85 元/股。即 2021Q4 单季度，公司实现归母净利润 51.07 亿元，分别环比、同比-15.04%、+8.84%。2021 年公司实现了高质量发展，业绩符合我们预期。值得一提的是，公司“降本提效”管理主题的成效显著，近两年来万华化学各项费用率显著下降（公司 2020 年度销售费用已追溯调整）。

受益于出口大幅增长，2021 年 MDI 景气度有所修复。2021 年北美因寒潮及飓风天气影响，多套 MDI 装置遭遇不可抗力，引发全球性货源紧张，2021 年我国聚合 MDI 进口量、出口量分别 29.75、101.38 万吨，同比下降 19.3%、增加 65.3%；纯 MDI 进口量、出口量分别为 7、12.1 万吨，分别同比下降 28%、增加 22.7%。整体来看，全年 MDI 均价高于 2020 年同期水平。从内需来看，2021 年全国家用冰箱产量为 8992.1 万台，同比下降 0.4%。受传统淡季及相关产品价格影响，外墙、管道等行业整体需求平淡，除无甲醛板材胶黏剂需求尚有亮点，聚合 MDI 需求表现平淡；纯 MDI 下游方面，TPU、鞋底原液、聚氨酯原液市场维持平稳增长，氨纶逐步投产催生国内纯 MDI 需求增量。从长期角度来看，我们看好中长期 MDI 供需格局仍然向好，无醛家具推广将催生 MDI 需求的增长点。

石化、精细化工业务稳步扩张，积极进军新材料、新能源领域。受益于百万吨级大乙烯项目全面投产，石化产品均价回暖等影响，2021 年公司石化业务产销量增长显著；精细化学品、新材料业务为公司注入发展活力，目前已有多个新材料重点项目取得进展。此外，公司布局核电、光伏、锂电等项目，将为化工行业能源创新利用提供可靠先进的万华方案。

风险提示：需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。我们预计公司 2022—2024 年归母净利润分别为 257.64/287.18/322.31 亿元，同比增速 4.5%/11.5%/12.2%；摊薄 EPS=8.21/9.15/10.27 元，当前股价对应 PE=9.8/8.8/7.8x。我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	152,416	163,982	171,828
(+/-%)	7.9%	98.2%	4.7%	7.6%	4.8%
净利润(百万元)	10041	24649	25764	28718	32231
(+/-%)	-0.9%	145.5%	4.5%	11.5%	12.2%
每股收益(元)	3.20	7.85	8.21	9.15	10.27
EBIT Margin	19.9%	23.6%	21.0%	21.5%	22.8%
净资产收益率 (ROE)	20.6%	36.0%	32.3%	31.2%	30.4%
市盈率 (PE)	25.1	10.2	9.8	8.8	7.8
EV/EBITDA	16.8	8.9	8.9	7.9	7.1
市净率 (PB)	5.17	3.68	3.17	2.74	2.38

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：薛聪
 010-88005107
 xuecong@guosen.com.cn
 S0980520120001

联系人：曹熠
 021-60871329
 caoyi1@guosen.com.cn

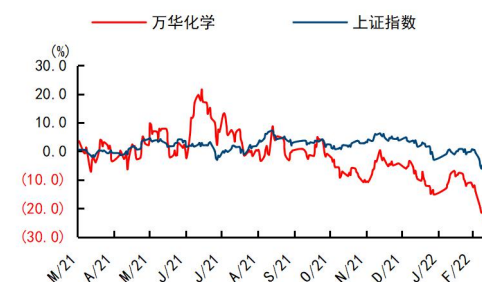
证券分析师：张玮航
 021-60933136
 zhangweihaang@guosen.com.cn
 S0980522010001

证券分析师：刘子栋
 021-60933133
 liuzidong@guosen.com.cn
 S0980521020002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	80.34 元
总市值/流通市值	252268/114404 百万元
52 周最高价/最低价	131.80/80.24 元
近 3 个月日均成交额	1102.35 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

《主营产品量价齐升业绩大幅增长，筑牢全球化工巨头地位》——2022-03-09

《万华化学-600309-2021 年三季度报告点评：Q3 业绩符合预期，持续优化产业结构》——2021-10-19

《万华化学-600309-2021 年半年度报告点评：化工行业景气周期，公司业绩大幅增长》——2021-07-30

《万华化学-600309-2021 年半年度业绩预增报告点评：单季盈利再创新高，看好三季度 MDI 行情》——2021-07-10

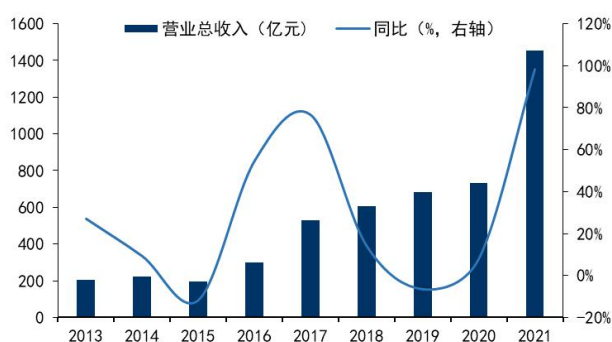
《国信证券-万华化学-600309-公司深度报告：万华化学的自主创新之路》——2021-06-28

2021 年业绩大幅增长，“降本提效”管理主题成效显著，维持“买入”评级

2022 年 3 月 14 日晚，万华化学披露《2021 年年度报告》：受益于 2021 年公司聚氨酯、石化以及精细化学品等主要产品产销量均大幅增加，2021 年公司业绩大幅增长：（1）**产品放量**：烟台 MDI 装置（60-110 万吨）完成技改、百万吨乙烯一期项目等产能投放；（2）**价格上涨**：全球部分化工装置受极端天气、疫情等因素而供应短缺，化工产品供需阶段性失衡，公司化工产品价格显著上涨。公司 2021 年度实现营业总收入 1455.38 亿元，同比增长 98.19%；实现归母净利润 246.49 亿元，同比增长 145.47%。归母扣非净利润 243.56 亿元，同比增长 155.2%。基本每股收益为 7.85 元/股。即 2021Q4 单季度，公司实现归母净利润 51.07 亿元，分别环比、同比-15.04%、+8.84%。整体来看，公司 2021 年业绩符合我们预期。

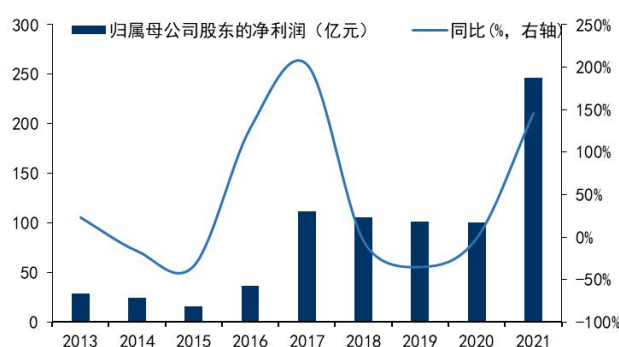
2021 年，万华化学从生产降本、效率提升、新装置优化、开车优化、设计优化等五个方面开展工作，积极推进战略客户深度合作模式，提高了从研发、设计、采购、工程施工到生产运营的成本管控能力和质量水平，实现了高质量发展。**全年来看，公司“降本提效”管理主题成效显著**。其中，2021 年公司石化业务如丙烯酸及酯、PVC 等石化装置在优化后，装置运转稳定性及运行水平处于行业领先水平，毛利率整体提升。近两年来万华化学各项费用率显著下降（公司 2020 年度销售费用已追溯调整）。

图1：万华化学营业收入及增速（单位：亿元、%）



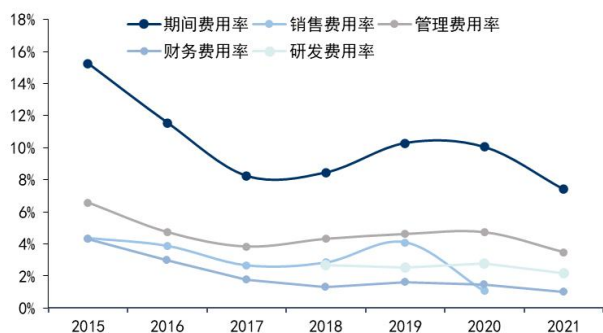
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万华化学归母净利润及增速（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3：万华化学降本提效成效显著：销售费用率大幅下降



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2021 年毛利率未显著提升的背景下，净利率有所提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

备注：2020 年度公司销售费用已追溯调整

各基地项目布局及展望：

(1) 烟台工业园方面：2021 年百万吨乙烯装置（开车第一年）保持满负荷运行，2 月 60 扩建至 110 万吨 MDI 技改项目顺利完成。2021 年万华工程建设在建 53 个项目，其中 23 个项目交工。根据烟台市生态环境局的公示，2021 年迄今不完全统计，万华化学集团股份有限公司年产 14 万吨聚碳酸酯（PC）项目、聚醚多元醇装置技改项目、40 万吨/年环氧丙烷（POCHP）项目、10 万吨/年甲基胺项目、3 万吨/年聚氨酯固化剂项目、锂离子电池材料研发中试项目、柠檬醛及其衍生物一体化项目、9000 吨/年 PDMS 项目、20 万吨年顺酐项目等均已取得烟台市生态环境局《环境影响报告书》的批复。

(2) 宁波工业园方面：目前万华宁波共具备 120 万吨 MDI 产能（一期+二期）。未来拟在现有厂区内实施 MDI/MDI 技改扩能一体化项目和 180 万吨/年 MDI 技改项目。据公司公告，2021 年万华宁波 MDI 装置例行检修两次。宁波工业园继续在管理上“降本提效”，保证生产装置安全平稳，高质量运行，多项生产指标创历史最高水平。

(3) 匈牙利 BC 公司：2021 年，BC 公司克服疫情持续反复的困难下，仍然保持了充分协调工程资源与生产与重点建设工程项目同步进行，完成了 35 万吨 MDI 技改项目。生产装置稳定高效运转，主产品产销量及盈利情况创历史最优。目前改造项目已成功投入应用。

(4) 福建工业园：福建工业园项目审批和工程建设（MDI 装置、TDI 装置、PVC 装置）正在如期推进。**2022 年年初迄今，万华福建工业园已有多个项目取得阶段性进展：**据生态环境局公示信息及福建省新闻资讯，1 月 7 日，福州市生态环境局拟对万华化学（福建）有限公司年产 108 万吨苯胺项目建设项目环评文件进行批复；1 月 10 日，福清市发展和改革局原则同意万华化学（福建）有限公司码头罐区项目节能报告，项目建成后将具备年周转 105 万吨苯、45 万吨苯胺、120 万吨烧碱、40 万甲醇能力；2 月 7 日，福建省第一季度全省重大项目视频连线集中开工活动，福清万华化学（福建）年产 80 万吨 PVC（聚氯乙烯）项目、扩建 25 万吨/年 TDI 项目于同日开工。

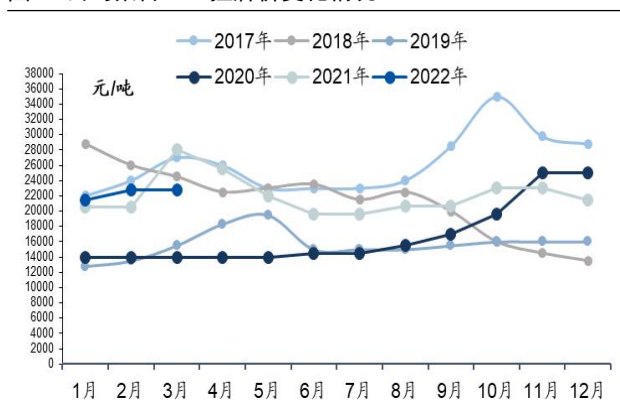
(5) 四川眉山基地：PBAT 生物降解聚酯项目以及三元正极电池材料项目顺利投产；生物实验基地于 2021 年顺利交工；改性装置通过持续优化，关键设备稳定性改善明显。

整体来说，未来万华化学的聚氨酯业务将继续以 MDI、TDI 为核心，重点提升聚醚、改性 MDI 两个支撑平台能力，持续保持单套规模大、建设成本低、一体化程度较高等核心竞争力；石化业务将持续保持“轻资产、高周转”态势；精细化学品业务继续保持快速增长，将有望实现从“追随者”到“引领者”的角色转变。此外，公司战略规划进军新材料、新能源领域，目前已有多个重点项目取得进展。根据项目释放的节奏，我们维持 2022-2023 年盈利预测，并新增 2024 年盈利预测：我们预计公司 2022—2024 年归母净利润分别为 257.64/287.18/322.31 亿元，同比增速 4.5%/11.5%/12.2%；摊薄 EPS=8.21/9.15/10.27 元，当前股价对应 PE=9.8/8.8/7.8x。我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地，维持“买入”评级。

聚氨酯业务：长期 MDI 需求仍将稳定增长

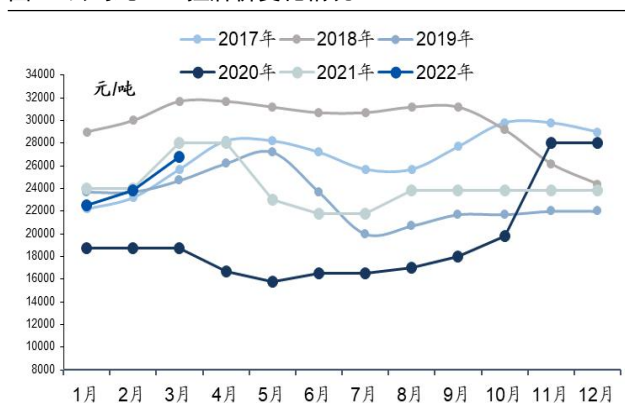
复盘 2021 年：2021 年 1-2 月，美国多地遭受极寒和暴风雪天气，巴斯夫、科思创及陶氏工厂受极寒天气影响，装置负荷均不同程度受到影响，全球 MDI 供应面减量明显，而需求端随海外地产与交运产业链逐步复苏、冰箱与冷柜出口量大幅增加、聚氨酯产品需求旺盛。2021 年 3 月，公司再次上调 MDI 产品挂牌价。**进入 2021 年 3 月，**受下游外墙管道保温、胶黏剂、汽车等行业整体需求低迷等影响，MDI 下游以消耗前期库存为主，而海内外部分装置逐步复产，国内聚合 MDI、纯 MDI 在前期价格上涨过快的背景下，市场价格开启了下滑趋势，下滑趋势延续至 6 月。**进入 2021 年 6 月，**随下游库存持续消耗、贸易商货源逐渐减少，部分厂商进入停车检修阶段，MDI 市场价格止跌，市场供需结构恢复紧平衡。**自 2021 年 8 月中旬起，**随着受国家耗能双控影响，部分工厂负荷有限下滑；上海科思创指导价上调，加上供方继续控量发货，以及海外部分工厂计划高北美 MDI 价格；叠加飓风来临美国巴斯夫及亨斯迈装置提前关停等因素影响下，MDI 价格出现回暖反弹。**自 2021Q4 起，**聚合 MDI 和纯 MDI 需求受到天气、季节因素影响，价格表现弱势。进入 2022 年，MDI 价格整体有所反弹。

图5：公司聚合 MDI 挂牌价变化情况



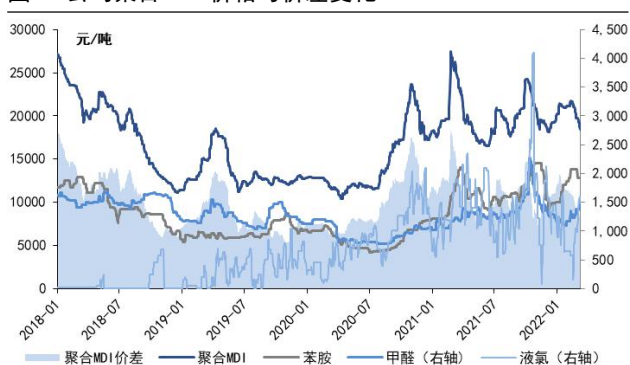
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司纯 MDI 挂牌价变化情况



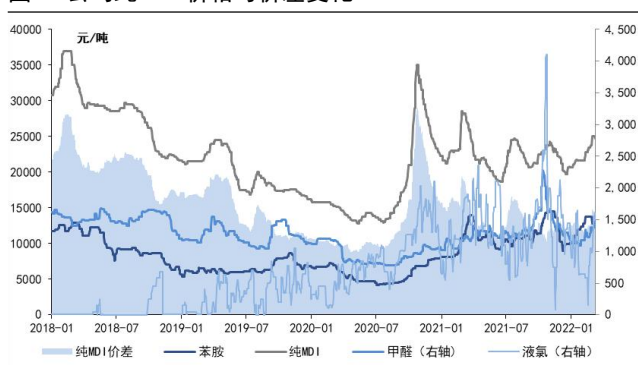
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司聚合 MDI 价格与价差变化



资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司纯 MDI 价格与价差变化



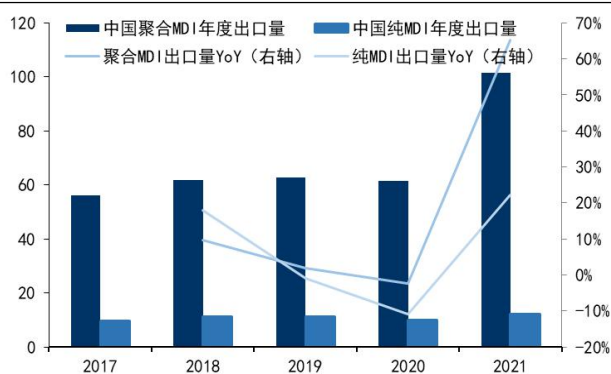
资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

需求方面，聚合 MDI 的下游冰箱方面，据中商产业研究院数据，2021 年全国家用电冰箱产量为 8992.1 万台，同比下降 0.4%。此外，受传统淡季及相关产品价格影响，外

墙、管道等行业整体需求平淡，除无甲醛板材胶黏剂需求尚有亮点。纯 MDI 下游方面，TPU、鞋底原液、聚氨酯原液市场维持平稳增长，氨纶逐步投产催生国内纯 MDI 需求增量。从长期角度来看，从需求角度来看，据 Covestro 数据，近 10 年全球 MDI 需求量持续增长，由 2011 年的 465 万吨增长至 2020 年的 738.5 万吨，CAGR 达 5.27%，高于同期 GDP 增速，并且预测未来 5 年内需求将以 5%（4%-6%区间内）的复合增长率增长。我们看好中长期 MDI 供需格局仍然向好，无醛家具推广将催生 MDI 需求的增长点。

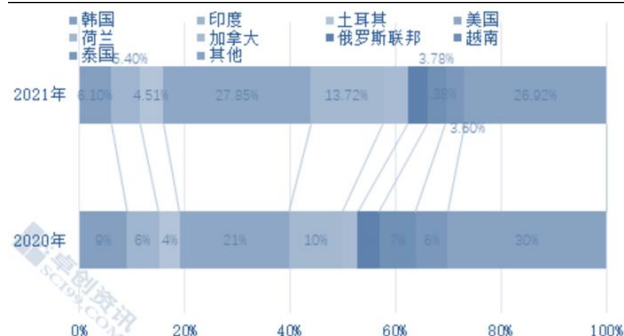
此外，进出口方面，2021 年北美因寒潮及飓风天气影响，多套 MDI 装置遭遇不可抗力，引发全球性货源紧张，我国 MDI 进口量减少明显，出口量大幅增加。2021 年聚合 MDI 进口量、出口量分别为 29.75、101.38 万吨，分别同比下降 19.3%、增加 65.3%。2021 年纯 MDI 进口量、出口量分别为 7、12.1 万吨，分别同比下降 28%、增加 22.7%。

图9：2017-2021 年聚合 MDI 及纯 MDI 出口量变化



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图10：2020-2021 年我国 MDI 出口贸易格局



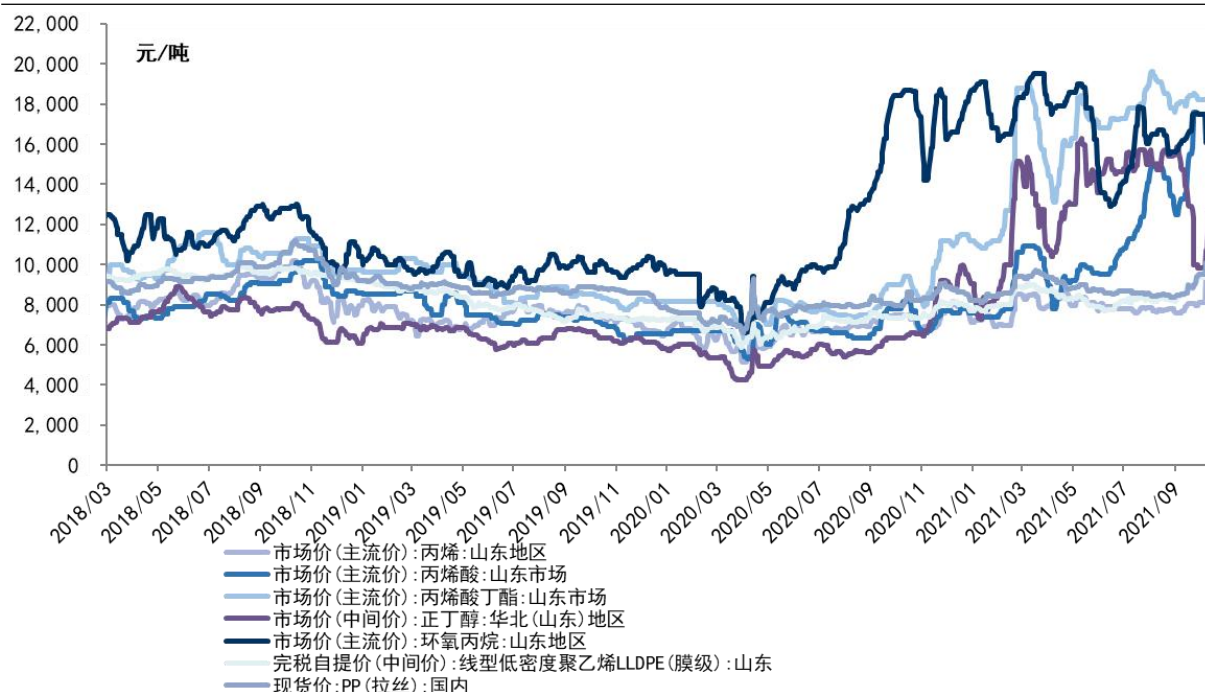
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

石化业务：公司石化业务产销量增长显著，继续构建石化产业链集群

受益于百万吨级大乙烯项目全面投产，石化产品均价回暖等影响，2021 年公司石化业务产销量增长显著。公司现已拥有乙烯、丙烯产能分别 100、75 万吨，未来将继续向下发展具有独特优势的改性 PP、高吸水树脂 SAP、新戊二醇 NPG、聚醚多元醇、MIBK、异佛尔酮等更为精细、附加值更高的产品，我们看好公司将继续深耕 LPG/烯烃商业模式，逐步做大石化产业集群。

项目规划方面，2022 年 2 月 22 日，万华化学（福建）新材料有限公司丙烷/丁烷洞库项目环境影响评价第一次环评公示，万华福建工业园拟投资 23.16 亿元建设建设 120 万立方丙烷地下洞库（包括 2 座 60 万立方丙烷地下洞库）和 1 座 50 万立方丁烷地下洞库。2022 年 3 月 4 日，福州市生态环境局拟对万华化学（福建）码头有限公司码头罐区项目环境影响评价进行批复。根据规划，该项目建成后将具备年周转 105 万吨苯、45 万吨苯胺、120 万吨烧碱、40 万甲醇的能力。

图11: 2021 年部分石化产品价格大幅上涨, 目前价格维持相对高位



资料来源: 卓创资讯、Wind、国信证券经济研究所整理

精细化学品、新材料业务: 为公司注入发展活力

万华作为国际先进的 TPU 供应商, 产品广泛应用于鞋材、线缆、汽车、电子及医疗等应用领域; 公司特种胺业务深耕环氧固化剂等领域, 并逐步拓展到风电复合材料、美缝剂等新的应用领域; PC 二期装置建成投产, 已具备 21 万吨/年的 PC 供应能力, 未来将进一步技改扩大产能; IP-IPN-IPDA-IPDI 产业链已于 2020 年实现全面复产, 产品组合更丰富; 尼龙 12 等重点项目按节点顺利推进; 2021 年 4 月, 万华化学柠檬醛及其衍生物一体化项目环境影响报告书已经报批前公示。此外, 公司在四川眉山规划建设的一期改性塑料项目已正式投产, 二期 6 万吨 PBAT 生物降解聚酯、1 万吨锂电池三元材料等项目已批在建(同时规划预留后期建设项目), 我们预计有望于 2021 年年底投产。近年来, 公司精细化学业务凭借良好的品质和稳定供应, 竞争力进一步提升。此外, 2022 年 2 月 14 日, 万华化学集团股份有限公司年产 4 万吨聚醚胺项目环境影响报告书进行征求意见稿公示, 万华烟台工业园将新建 4 万吨/年聚醚胺主装置以及配套的公用工程和辅助设施等。

深入探索践行低碳发展的科学路径, 推广绿色化工与循环化工的生产理念

积极部署规划碳中和的路线图, 稳步推进企业自身碳中和。据万华化学集团官网公告, 8 月 25 日, 万华化学(匈牙利)携手华能集团共同建设 93MW 风电项目; 8 月 27 日, 中国核电拟与万华化学、山东发展投资控股集团和烟台蓝天控股共同出资设立中核山东核能有限公司; 2021 年 8 月 30 日, 万华化学与华能集团合资共同建设 600MWp 渔光互补型光伏电站项目。2021 年 9 月 9 日, 万华化学公司年产 5 万吨磷酸铁锂锂电正极材料一体化项目环境影响评价公众参与第一次公示, 公司计划于四川省眉山高新技术产业园区内建设 5 万吨/年磷酸铁、5 万吨/年磷酸铁锂生产能力。2022 年 2 月 22 日,

万华化学携手河海新能源共建综合智慧能源项目。我们看好，万华化学将积极探索新能源领域的长足发展，紧紧结合自己的战略，在风能和光能的利用上排布好必要的资源。万华化学将不断深入探索践行低碳发展的科学路径，努力为整个化工行业能源创新利用提供可靠先进的万华方案。

风险提示：需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	17574	34216	18785	23525	38062	营业收入	73433	145538	152416	163982	171828
应收款项	6974	10040	12027	13276	13108	营业成本	53766	107317	112061	119634	125444
存货净额	8704	18282	19119	19891	20909	营业税金及附加	676	880	1091	1295	1357
其他流动资产	7275	9753	12430	13536	13237	销售费用	2939	1052	4847	5493	3437
流动资产合计	40526	72291	62362	70228	85317	管理费用	1420	1892	2345	2367	2412
固定资产	79628	94585	106178	111242	110431	财务费用	1076	1479	2111	1803	1770
无形资产及其他	6905	7982	7583	7184	6785	投资收益	179	492	200	220	240
投资性房地产	5380	11521	11521	11521	11521	资产减值及公允价值变动	482	1082	200	200	200
长期股权投资	1314	3930	4030	4130	4230	其他收入	(2392)	(5068)	0	0	0
资产总计	133753	190310	191674	204305	218283	营业利润	11825	29425	30360	33808	37847
短期借款及交易性金融负债	38900	58095	36597	35681	36000	营业外净收支	(93)	(274)	0	0	0
应付款项	17493	20390	32118	31794	30630	利润总额	11732	29151	30360	33808	37847
其他流动负债	11740	19518	18994	20093	20584	所得税费用	1317	4112	4190	4637	5109
流动负债合计	68134	98002	87709	87568	87213	少数股东损益	373	391	407	453	507
长期借款及应付债券	11822	15644	15844	15844	15844	归属于母公司净利润	10041	24649	25764	28718	32231
其他长期负债	2146	4968	4968	4968	4968						
长期负债合计	13968	20612	20812	20812	20812	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	82102	118614	108521	108380	108025	净利润	10041	24649	25764	28718	32231
少数股东权益	2870	3197	3482	3799	4154	资产减值准备	182	587	561	114	22
股东权益	48780	68499	79672	92126	106104	折旧摊销	5231	7225	8445	10421	11388
负债和股东权益总计	133753	190310	191674	204305	218283	公允价值变动损失	(482)	(1082)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	1076	1479	2111	1803	1770
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	4285	(7181)	6264	(2237)	(1203)
每股收益	3.20	7.85	8.21	9.15	10.27	其它	(37)	(302)	(276)	203	333
每股红利	1.96	2.13	4.65	5.18	5.81	经营活动现金流	19220	23896	40557	37019	42571
每股净资产	15.54	21.82	25.38	29.34	33.79	资本开支	0	(23469)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	15%	25%	21%	22%	24%	其它投资现金流	30	0	0	0	0
ROE	21%	36%	32%	31%	30%	投资活动现金流	(566)	(26084)	(20100)	(15100)	(10100)
毛利率	27%	26%	26%	27%	27%	权益性融资	(23)	305	0	0	0
EBIT Margin	20%	24%	21%	21%	23%	负债净变化	5859	3822	200	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	27%	28%	29%	支付股利、利息	(6164)	(6674)	(14590)	(16264)	(18253)
收入增长	8%	98%	5%	8%	5%	其它融资现金流	(5014)	24230	(21498)	(916)	319
净利润增长率	-1%	145%	5%	11%	12%	融资活动现金流	(5647)	18831	(35888)	(17180)	(17934)
资产负债率	64%	64%	58%	55%	51%	现金净变动	13007	16643	(15431)	4740	14537
息率	2.4%	2.6%	5.8%	6.4%	7.2%	货币资金的期初余额	4566	17574	34216	18785	23525
P/E	25.1	10.2	9.8	8.8	7.8	货币资金的期末余额	17574	34216	18785	23525	38062
P/B	5.2	3.7	3.2	2.7	2.4	企业自由现金流	0	6121	22355	23549	34074
EV/EBITDA	16.8	8.9	8.9	7.9	7.1	权益自由现金流	0	34173	(763)	21077	32862

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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