

# 盛和资源 (600392.SH) 2021 年年报点评

## 稀土全产业链布局, 行业需求变革背景下有望迎价值重估

买入

### 核心观点

**公司发布 2021 年年报:** 实现营收 106.16 亿元, 同比+30.15%; 实现归母净利润 10.76 亿元, 同比+232.82%; 实现扣非归母净利润 10.22 亿元, 同比+1326.07%; 实现经营活动产生的现金流量净额 9.64 亿元, 同比+189.74%。21Q4 单季度实现营收 28.25 亿元, 同比+7.07%, 环比-3.50%; 实现归母净利润 2.45 亿元, 同比+38.61%, 环比-15.23%; 实现扣非归母净利润 2.19 亿元, 同比+843.25%, 环比-19.69%。

**公司于 2022 年 3 月 30 日发布了 2022 年第一季度业绩预增公告:** 预计实现归母净利润 7.00-7.50 亿元, 同比增加 125.31%-141.41%; 实现扣非归母净利润 6.95-7.45 亿元, 同比增加 126.28%-142.56%。

### 公司全产业链布局, 且各个环节仍具有较强的扩产潜能

**稀土矿资源方面,** 公司目前实际掌握稀土资源约 5 万吨 REO/年。其中公司受托管理四川省凉山州德昌大陆槽稀土矿, 是中国第二大轻稀土矿区, 年产稀土精矿约 1 万吨 REO; 公司参股美国芒廷帕斯, 年产稀土精矿 4 万吨 REO, 这部分资源全部由盛和承包运往中国。

**稀土冶炼分离方面,** 公司目前拥有约 1.5 万吨 REO 稀土冶炼分离产能。四川基地乐山盛和约 8000 吨, 江西基地晨光稀土约 7000 吨。公司目前正在江苏省连云港市推进新的稀土冶炼分离生产基地建设, 连云港稀土分离项目将至少提升 5000 吨 REO 产能。

**稀土金属方面,** 公司目前拥有约 1.2 万吨/年稀土金属加工能力。江西基地晨光稀土产能约 8000 吨, 四川基地科瑞产产能约 3000 吨, 越南基地产能约 1000 吨。公司国内两个生产基地正在进行智能化改造, 年内均有望实现投产试运营, 未来稀土金属加工总产能将提升至 2 万吨以上。

**锆钛分选方面,** 公司目前拥有 50 万吨/年的海滨砂矿处理能力, 这部分产能每年约可产出 1 万吨的独居石。另外公司目前正在江苏省连云港市推进新的选矿基地建设, 将新增年处理 150 万吨锆钛选矿项目, 项目目前正进行设备安装, 计划在 2022 年下半年投产试运营。

**风险提示:** 稀土价格上涨不及预期; 公司扩产计划不及预期。

**投资建议:** 上调盈利预测, 维持“买入”评级。

上调盈利预测, 预计公司 2022-2024 年营收 209.91/246.70/289.37 亿元, 同比增速 97.7%/17.5%/17.3%, 归母净利润 21.42/24.34/27.73 亿元, 同比增速 99.0%/13.7%/13.9%; 摊薄 EPS 1.22/1.39/1.58 元, 当前股价对应 PE 为 12/10/9X。考虑到公司作为国内主流稀土企业, 海外市场布局有望进一步打开未来的成长空间, 目前国内稀土行业正经历非常重要的需求变革, 公司经营业绩有望充分受益于稀土价格中枢稳步抬升, 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)	8157	10616	20991	24670	28937
(+/-%)	17.2%	30.1%	97.7%	17.5%	17.3%
净利润(百万元)	323	1076	2142	2434	2773
(+/-%)	218.4%	232.8%	99.0%	13.7%	13.9%
每股收益(元)	0.18	0.61	1.22	1.39	1.58
EBIT Margin	10.8%	12.2%	11.9%	11.5%	11.2%
净资产收益率 (ROE)	4.3%	11.5%	19.7%	19.4%	19.1%
市盈率 (PE)	77.5	23.3	11.7	10.3	9.0
EV/EBITDA	30.7	22.3	14.0	12.5	11.2
市净率 (PB)	3.31	2.68	2.30	1.99	1.73

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

#### 有色金属·小金属

证券分析师: 刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

021-60933161

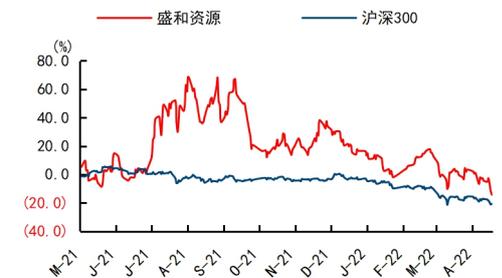
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

#### 基础数据

投资评级	合理	维持
合理估值		
收盘价		14.28 元
总市值/流通市值	25033/25033	百万元
52 周最高价/最低价	29.28/14.19	元
近 3 个月日均成交额	535.04	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

《盛和资源-600392-2021 年业绩预告点评: 全年利润实现跨越式增长, 全产业链扩张值得期待》——2022-01-17

**◆ 2021 年实现归母净利润 10.76 亿元，22Q1 实现归母净利润 7.0-7.5 亿元**

**公司发布 2021 年年报：**实现营收 106.16 亿元，同比+30.15%；实现归母净利润 10.76 亿元，同比+232.82%，数据在此前预告 10.5-12.0 亿元的范围之内；实现扣非归母净利润 10.22 亿元，同比+1326.07%，数据也在此前预告 9.5-11.0 亿元的范围之内；实现经营活动产生的现金流量净额 9.64 亿元，同比+189.74%。21Q4 单季度实现营收 28.25 亿元，同比+7.07%，环比-3.50%；实现归母净利润 2.45 亿元，同比+38.61%，环比-15.23%；实现扣非归母净利润 2.19 亿元，同比+843.25%，环比-19.69%。公司盈利实现大幅增长主要系因为，受市场供求关系等因素影响，稀土主要产品价格同比上涨，且公司产销量同比提升。

另外公司于 2022 年 3 月 30 日发布了 2022 年第一季度业绩预增公告：预计实现归母净利润 7.00-7.50 亿元，同比增加 125.31%-141.41%；实现扣非归母净利润 6.95-7.45 亿元，同比增加 126.28%-142.56%。

**图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**核心产品产销量方面，**公司 2021 年稀土氧化物产量 10,949.04 吨，同比-5.94%，销量 10,869.64 吨，同比+50.48%；稀有稀土金属产量 9,236.27 吨，同比-1.29%，销量 8,638.47 吨，同比-4.30%；稀土精矿(含独居石)产量 8,109.15 吨，同比-21.03%，销量 67,599.76 吨，同比-3.20%。

**表1：公司核心产品销量数据**

产品销量	单位	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
稀土氧化物	吨	8,410.77	18,584.86	7,909.96	7,223.32	10,869.64
稀土盐类	吨	5,635.65	45,186.46	24,083.37	14,230.90	17,830.59
稀有稀土金属	吨	7,740.11	8,423.90	8,472.56	9,026.98	8,638.47
锆英砂	吨	106,112.73	81,213.60	78,512.73	56,311.88	24,986.71
钛精矿	吨	117,223.21	182,887.98	291,634.83	173,166.63	30,872.44
金红石	吨	19,089.70	32,001.47	43,568.90	26,747.02	5,312.03
稀土精矿(含独居石)	吨	5,959.30	54,778.68	41,263.61	69,831.79	67,599.76
催化剂及分子筛	吨	6,844.57	7,010.38	15,485.68	15,089.35	—
其他	吨	13.83	71,342.29	61,579.42	131,317.00	81,913.73

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**财务数据方面，**截止至 2021 年末，公司资产负债率为 34.01%，同比提升 0.17 个百分点。另外，公司 2021 年销售费用为 2836.81 万元，同比-70.84%，销售费用明显减少主要系根据新会计准则要求，2021 年为履行销售合同而发生的运输费用纳入营业成本核算；管理费用为 2.53 亿元，同比+25.09%；研发费用为 3.78 亿元，

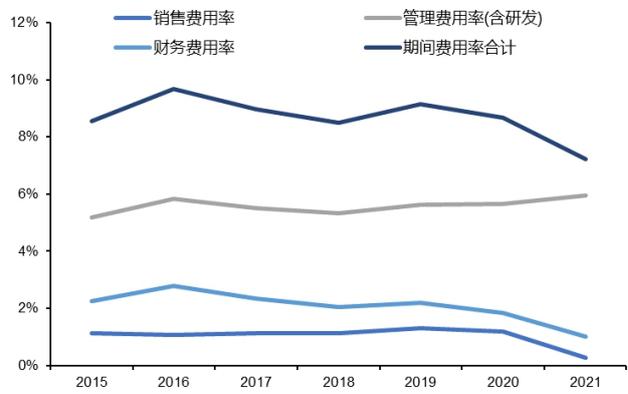
同比+46.45%；财务费用为 1.07 亿元，同比-28.48%；2021 年期间费用率合计为 7.23%，同比下降 1.45 个百分点。

图3：公司资产负债率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 公司全产业链布局，且各个环节仍具有较强的扩产潜能

盛和资源作为国内主流的稀土企业具有非常鲜明的特点：1) 国有民营混合机制，公司是国内稀土上市公司中有特色的混合所有制企业，国有政策引导，市场化机制运营；2) 国内国外双重布局，公司是国内稀土企业当中真正实现走出去的上市公司，战略投资了国外稀土精矿年产量最大的美国芒廷帕斯稀土矿山，并包销其产品；3) 轻重稀土融为一体，公司是融南北轻重稀土业务为一体的上市公司。

图5：盛和资源全球主要布局



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**稀土矿资源方面**，公司目前实际掌握稀土资源约 5 万吨 REO/年。国内，公司控股子公司乐山盛和受托管理四川省凉山州德昌大陆槽稀土矿，是中国第二大轻稀土矿区，年产稀土精矿约 1 万吨 REO；和地矿业拥有德昌大陆槽稀土矿的采矿许可证等资产，系公司股东地矿集团的全资子公司，根据最新签署的资产托管费协议，乐山盛和 2022 年度留存给和地矿业的净利润由 3186 万元调整为 5600 万元，用于对地矿集团的利润分配。除此之外公司在国内还参股了冕里稀土、山东钢研中铝稀土科技有限公司。国外，公司于 2017 年投资参股美国芒廷帕斯 (MP Materials Corp.)，芒廷帕斯稀土矿矿石储量 1465 万吨，REO 总量约 115 万吨，平均品位为 7.8%，年产稀土精矿 4 万吨 REO，这部分资源全部由盛和承包运往中国，且不在国内的配额范围之内。另外乐山盛和还参股了格陵兰科瓦内湾稀土矿，矿山 REO 总量约 1114 万吨，平均品位 1.1%，项目正在申请采矿许可证，首期计划年产不低于 3 万吨 REO；乐山盛和全资子公司盛和新加坡还于今年年初收购了澳大利亚上市公司 Peak Rare Earths Limited 19.9% 的股权，Peak 公司主要经营位于坦桑尼亚的 Nguala 稀土矿项目和拟在英国投资建设的 Teesside 精炼厂项目，Nguala 稀土矿山 REO 储量约 88.7 万吨，平均品位 4.8%，目前正在申请特殊采矿许可。

**稀土冶炼分离方面**，公司目前拥有约 1.5 万吨 REO 的稀土冶炼分离产能。其中，四川基地乐山盛和约 8000 吨，以轻稀土矿为主要原料；江西基地晨光稀土约 7000 吨，以南方离子型稀土矿、独居石氯化片、钹铁硼和荧光粉废料等为主要原料。另外，公司目前正在江苏省连云港市推进新的稀土冶炼分离生产基地建设，连云港稀土分离项目将至少提升 5000 吨 REO 产能。除了自己主导控制的冶炼分离项目之外，公司于 2021 年上半年参股了两家公司：1) 广西域潇西骏，拥有 5000 吨/年的稀土冶炼分离能力，参股 20%；2) 衡阳谷道新材料，5000 吨氯化稀土项目已经完成建设，正在试生产，将会对公司产业链条构成重要补充，参股 39%。

**稀土金属方面**，公司目前拥有 1.2 万吨/年稀土金属加工能力，为全球客户供应各种规格型号的稀土金属。其中江西基地晨光稀土产能约 8000 吨，四川基地科百瑞产能约 3000 吨，越南基地产能约 1000 吨。公司国内的两个生产基地正在进行智能化改造，晨光稀土技改项目已经完成厂房主体工程，自动化电解炉已成功试运行；科百瑞技改项目已完成电解车间验收，辅助车间、混料车间钢构厂房正在安装，预计 2022 年下半年具备投产试运行条件；公司未来稀土金属加工总产能将提升至 2 万吨以上。另外公司全资子公司盛和德昌还规划了 2000 吨/年稀土金属深加工项目。

**锆钛分选方面**，公司目前拥有 50 万吨/年的海滨砂矿处理能力，产品为独居石、锆英砂、钛精矿和金红石等。其中这部分产能每年约可产出 1 万吨左右独居石，独居石中稀土含量约 55%，可供公司的稀土冶炼分离产能用于生产。另外公司目前正在江苏省连云港市推进新的选矿基地建设，将新增年处理 150 万吨锆钛选矿项目，目前正在进行设备安装，计划在 2022 年下半年投产试运营。届时公司锆钛矿处理能力将提升至 200 万吨/年，独居石产量有望达到 3 万吨以上。

**综上所述**，公司目前在稀土产业链具有非常完善的布局，且在各个环节仍具有较强的扩产潜能，未来成长确定性较强。公司 2021 年年初的时候曾对外发布《2021-2022 年经营发展规划》，2022 年将坚持规划中确定的目标来进行生产。

表2: 盛和资源《2021-2022 年经营发展规划》

	2021 年	2022 年
1) 稀土矿 (含托管和包销产品)		
氟碳铈矿	40000	40000
独居石	10000	15000
合计	50000	55000
2) 稀土氧化物 (关键元素)		
镨钕类	6300	8000
氧化镨	200	220
氧化铈	30	40
3) 稀土金属 (关键元素)		
镨钕类	9500	10000
镨	200	200
铈	60	70
4) 锆钛		
锆英砂	80000	80000
钛精矿	200000	300000
金红石	20000	30000

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 行业供需变革, 稀土价格中枢有望稳步提升

**2021 年稀土价格节节攀升。**百川资讯数据显示, 2021Q1/Q2/Q3/Q4 国内氧化镨钕均价分别为 50.52/51.40/59.15/77.19 万元/吨; 氧化铈均价分别为 909/735/796/1051 万元/吨; 氧化镨均价分别为 255/257/261/289 万元/吨。自 2020 年二季度开始, 本轮稀土价格的上行周期已持续将近 2 年左右的时间。尤其是在 2021 年 10 月国庆节后, 供给端部分地区因限电及原料供应紧张影响出货谨慎; 需求端补货需求增加及新增订单增加, 供需矛盾加剧了稀土价格快速拉涨, 涨势超市场预期。

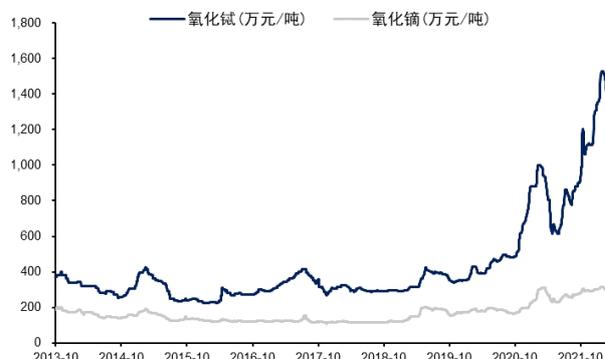
**2022 年至今稀土价格冲高回落。**2022 年 3 月 3 日工信部稀土办公室约谈稀土企业, 要求有关企业要切实增强大局意识、责任意识, 正确把握当前与长远、上游与下游的关系, 确保产业链供应链安全稳定; 要加强行业自律, 进一步规范企业生产经营、产品交易和贸易流通等行为, 不得参与市场炒作和囤积居奇; 要充分发挥示范带头作用, 推动健全稀土产品定价机制, 共同引导产品价格回归理性, 促进稀土产业持续健康发展。受此影响, 稀土价格出现一定回调。截至目前, 氧化镨钕报价 83.50 万元/吨; 氧化铈报价 1410 万元/吨; 氧化镨报价 259 万元/吨。

图6: 氧化镨钕价格



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 中重稀土价格



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**行业需求变革。**稀土具有优异磁、光、电性能，对改善产品性能，增加产品品种及提高生产效率起到巨大作用。钕铁硼永磁材料作为第三代稀土永磁材料，是目前磁性能最好、综合性能最优的磁性材料。新能源车、风电和工业机器人等领域的快速发展，以及工业电机、变频空调和节能电梯等领域内稀土永磁电机渗透率的提升都将带动稀土需求的大幅提升。具体来看，新能源车是稀土需求增长核心应用领域，我们预计 2025 年电动汽车领域氧化镨钕消费量将超过 5 万吨，5 年间复合增速达 47%。另外在节能降耗导向下，永磁电机因优异的节能效果也有望得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。综上我们预计到 2025 年全球氧化镨钕需求或将超过 13 万吨，5 年间复合增速达 13.5%。在供给稳健增长假设下，全球氧化镨钕的供需缺口将持续扩大。

**稀土价值重估。**过往稀土价格呈现出政策驱动下暴涨暴跌的特征。而当前时点来看，行业基本面已发生根本性变化。供给有序，黑稀土出清，稀土开采冶炼严格按照配额管控。需求旺盛，新能源产业发展加速提升磁材需求，稀土消费全面爆发。供需紧张的背景下，稀土价格由基本面驱动稳步上涨。

**投资建议：维持“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年营收为 209.91/246.70/289.37 亿元，同比增速 97.7%/17.5%/17.3%，归母净利润为 21.42/24.34/27.73 亿元，同比增速 99.0%/13.7%/13.9%；摊薄 EPS 为 1.22/1.39/1.58 元，当前股价对应 PE 为 12/10/9X。考虑到公司作为国内主流稀土企业，海外市场布局有望进一步打开未来的成长空间，目前国内稀土行业正在经历非常重要的需求变革，公司经营业绩有望充分受益于稀土价格中枢稳步抬升，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1307	2246	2000	2000	2000	<b>营业收入</b>	<b>8157</b>	<b>10616</b>	<b>20991</b>	<b>24670</b>	<b>28937</b>
应收款项	2125	1912	3781	4444	5213	营业成本	6704	8628	17800	21082	24895
存货净额	2766	3687	7618	9016	10646	营业税金及附加	13	36	63	74	87
其他流动资产	903	1264	2499	2937	3445	销售费用	97	28	30	40	50
<b>流动资产合计</b>	<b>7155</b>	<b>9160</b>	<b>15949</b>	<b>18448</b>	<b>21354</b>	管理费用	203	253	262	287	312
固定资产	398	580	758	917	1059	研发费用	258	378	360	360	360
无形资产及其他	227	304	292	280	268	财务费用	150	107	100	100	100
投资性房地产	4024	4705	4705	4705	4705	投资收益	104	58	100	100	100
长期股权投资	303	398	398	398	398	资产减值及公允价值变动	340	5	(20)	(20)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>12106</b>	<b>15148</b>	<b>22102</b>	<b>24748</b>	<b>27784</b>	其他收入	(985)	(313)	(248)	(248)	(248)
短期借款及交易性金融负债	1705	1947	4742	4394	3972	营业利润	449	1313	2568	2919	3326
应付款项	1396	1323	2733	3235	3820	营业外净收支	285	5	3	3	3
其他流动负债	713	1175	2394	3146	4040	<b>利润总额</b>	<b>734</b>	<b>1318</b>	<b>2571</b>	<b>2922</b>	<b>3329</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3814</b>	<b>4444</b>	<b>9869</b>	<b>10776</b>	<b>11831</b>	所得税费用	219	196	386	438	499
长期借款及应付债券	209	606	606	606	606	少数股东损益	192	46	44	50	57
其他长期负债	74	102	102	102	102	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>323</b>	<b>1076</b>	<b>2142</b>	<b>2434</b>	<b>2773</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>283</b>	<b>708</b>	<b>708</b>	<b>708</b>	<b>708</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4097</b>	<b>5152</b>	<b>10577</b>	<b>11484</b>	<b>12539</b>	<b>净利润</b>	323	1076	2142	2434	2773
少数股东权益	442	634	664	699	738	资产减值准备	(96)	(123)	4	2	2
股东权益	7567	9362	10861	12565	14506	折旧摊销	69	65	60	82	98
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12106</b>	<b>15148</b>	<b>22102</b>	<b>24748</b>	<b>27784</b>	公允价值变动损失	(340)	(5)	20	20	20
						财务费用	150	107	100	100	100
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	(2246)	(1457)	(4401)	(1243)	(1426)
每股收益	0.18	0.61	1.22	1.39	1.58	其它	219	156	27	33	38
每股红利	0.07	0.16	0.37	0.42	0.47	<b>经营活动现金流</b>	<b>(2071)</b>	<b>(288)</b>	<b>(2149)</b>	<b>1328</b>	<b>1504</b>
每股净资产	4.31	5.33	6.20	7.17	8.28	资本开支	0	(105)	(250)	(250)	(250)
ROIC	6%	9%	14%	14%	14%	其它投资现金流	(4)	3	0	0	0
ROE	4%	11%	20%	19%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(120)</b>	<b>(197)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>
毛利率	18%	19%	15%	15%	14%	权益性融资	(26)	3	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	12%	12%	11%	负债净变化	60	396	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	12%	12%	12%	支付股利、利息	(116)	(288)	(643)	(730)	(832)
收入增长	17%	30%	98%	18%	17%	其它融资现金流	2579	1205	2795	(347)	(423)
净利润增长率	218%	233%	99%	14%	14%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2441</b>	<b>1424</b>	<b>2153</b>	<b>(1078)</b>	<b>(1254)</b>
资产负债率	37%	38%	51%	49%	48%	<b>现金净变动</b>	<b>250</b>	<b>939</b>	<b>(246)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.5%	1.2%	2.6%	2.9%	3.3%	货币资金的期初余额	1057	1307	2246	2000	2000
P/E	77.5	23.3	11.7	10.3	9.0	货币资金的期末余额	1307	2246	2000	2000	2000
P/B	3.3	2.7	2.3	2.0	1.7	企业自由现金流	0	(398)	(2476)	1002	1181
EV/EBITDA	30.7	22.3	14.0	12.5	11.2	权益自由现金流	0	1203	209	495	614

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