



化肥天然气两翼齐飞，两极三基引领公司未来

——四川美丰（000731.SZ）首次覆盖报告

核心观点

公司为中石化控股的大型肥化集团，产品供不应求。公司为中石化旗下子公司，1997年在深交所上市，主营产品包括尿素、复合肥、LNG（液化天然气）等。2022年上半年公司实现归母净利润4.39亿，同比增长110.64%。2021年公司归母净利润为5.69亿，同比增长448.61%。公司营收主要来源为天然气供应、尿素、复合肥，2021年营收占比分别24.1%、19.6%和18.4%，产品产销率维持高位。

尿素过剩产能陆续出清，耕地面积扩张支撑化肥需求提升。化肥为农用必需品，在主要化肥产品中，复合肥产量占比最高，氮肥其次，氮肥中又以尿素为主导。尿素方面，近年来尿素过剩产能逐步出清，2021年，我国尿素有效产能较2017年下降12.2%；产能利用率则上升到83.79%。复合肥方面，2017-2021年，我国复合肥有效产能从4940万吨提升到5738万吨。随着耕地面积的扩张，未来化肥需求有望持续提升。

“双碳”目标驱动天然气产量扩张，但是依然依赖进口。产量方面，2021年我国天然气产量达到2075.8亿立方米，同比增长7.84%。2010年-2021年年均复合增速达到7.28%；市场份额方面，2021年我国天然气产量仅占全球产量的5.2%。截至2021年底，我国天然气进口依赖度达45.76%。2020年，我国煤炭能源消费占比达56.8%，而美国煤炭发电量仅为10%，“双碳”目标驱动下，天然气消费量增长空间依然广阔。

公司布局产业链一体化，多项合作科研硕果累累。公司布局产业链一体化，积极建设营销网络，2021年车用尿素销量突破20万吨，LNG加注量同比增长23.1倍。公司与多个科研机构合作，成功上市了针对高端经济作物的高端硝基肥“美丰美雅”，科研成果丰硕。此外，公司与四川大学合作的高分子材料园区有望带来新的营收增量。

投资建议

基于公司主营业务景气上行、公司新建产能逐步投产，我们预计公司未来业绩有望持续增长，预期2022/2023/2024年公司的营业收入分别为51.89/56.48/61.12亿元，归母净利润分别为9.07/9.86/10.72亿元，对应EPS分别为1.55/1.68/1.83元/股。以2022年9月15日收盘价9.84元为基准，对应的PE为6.36/5.84/5.38。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

产品价格异常波动、安全环保政策升级、国内疫情反复。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4090.96	5188.85	5647.77	6112.28
增长率 (%)	40.47	26.84	8.84	8.22
归母净利润	568.95	906.61	986.39	1071.75
增长率 (%)	448.61	59.35	8.80	8.65
EPS (元/股)	0.96	1.55	1.68	1.83
市盈率 (P/E)	10.77	6.36	5.84	5.38
市净率 (P/B)	1.78	1.33	1.09	0.90

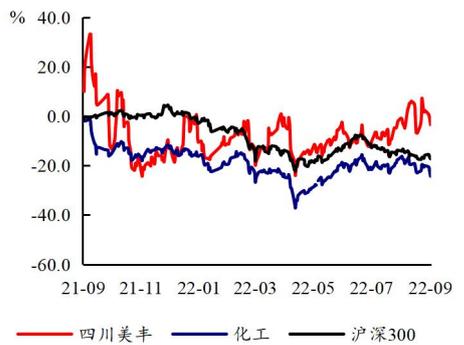
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为2022年9月15日收盘价9.84元

评级 推荐 (首次覆盖)

报告作者

作者姓名 李子卓
资格证书 S1710521020003
电子邮箱 lizz@easec.com.cn
联系人 丁俊波
电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	591.48
流通A股/B股(百万股)	591.48/0.00
资产负债率(%)	18.75
每股净资产(元)	5.17
市净率(倍)	1.90
净资产收益率(加权)	6.99
12个月内最高/最低价	13.82/7.86

相关研究

正文目录

1. 公司：肥化并举经营稳健，2021 年净利创新高	4
1.1. 四川美丰：多重业务并举，央企资源优厚	4
1.2. 公司产销率维持高位，多板块推广效果显著	5
1.3. 期间费率稳步下降，2021 年净利润创新高	7
2. 行业：化肥需求稳步增长，天然气持续紧缺	9
2.1. 化肥：种植面积稳步增长，拉动化肥需求提升	9
2.1.1. 概念：农用作物必备品，复合肥占比最高	9
2.1.2. 供给：尿素过剩产能陆续出清，复合肥产能稳健提升	10
2.1.3. 需求：耕地面积稳步增长，粮价高企激励种植	12
2.2. 天然气：城市清洁能源，我国供给缺口大	13
2.2.1. 概念：城市清洁能源，热量高排碳少	13
2.2.2. 供给：天然气产量逐年攀升，美国与俄罗斯占主导	14
2.2.3. 需求：双碳目标驱动需求增长，我国进口依赖度高	15
3. 优势：一体化产业链，布局锂电隔膜	17
3.1. 产业一体化布局，天然气化肥价格上行	17
3.2. 布局锂电隔膜项目，打开业绩增长空间	18
3.3. 研发投入持续增长，化肥产品持续迭代	19
4. 盈利预测	21
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1. 公司德阳生产基地	4
图表 2. 公司双瑞能源 LNG 生产基地	4
图表 3. 四川美丰历史沿革	5
图表 4. 四川美丰股权结构	5
图表 5. 2021 年公司产品产能利用率情况	6
图表 6. 2021 年公司产品产销率情况	6
图表 7. 公司各子公司营销成果	6
图表 8. 公司近 5 年营业收入走势	7
图表 9. 2021 年公司天然气业务收入占比为 24.1%	7
图表 10. 公司近 5 年毛利水平表现	7
图表 11. 2022H1 公司毛利率维持高位	7
图表 12. 2022H1 公司期间费用总额有所增长	8
图表 13. 2018-2022H1 公司期间费用率持续下行	8
图表 14. 2018-2022H1 公司归母净利润走势	8
图表 15. 2022H1 公司净利率维持高位	8
图表 16. 氮磷钾肥的作用和施用方法	9
图表 17. 2020 年肥料行业主要产品产量结构	10
图表 18. 2020 年氮肥施用比例	10
图表 19. 2017-2021 年尿素生产情况	11
图表 20. 2022 年我国尿素产能分布	11
图表 21. 2017-2021 年复合肥有效产能	12
图表 22. 2022 年我国复合肥产能分布	12
图表 23. 2009-2021 年全国总播种面积及增速	12
图表 24. 全球主流农作物期货交易价格	13
图表 25. 天然气分类	13

图表 26. 天然气低位发热量较高	14
图表 27. 天然气二氧化碳排放水平较低	14
图表 28. 全球天然气产量稳步上升	14
图表 29. 2021 年全球天然气产量分布	14
图表 30. 2010-2021 年我国天然气产量	15
图表 31. 2012-2021 年我国液化天然气产量	15
图表 32. 2010-2021 年我国天然气表观消费量	15
图表 33. 2010-2021 年我国天然气进口依赖度	15
图表 34. 2020 年我国能源消费结构	16
图表 35. 2020 年美国能源消费结构	16
图表 36. 近年来我国碳中和、碳达峰政策一览	16
图表 37. 公司产业链	17
图表 38. 2019-2022 年国产三元复合肥批发价	18
图表 39. 2019-2022 年我国 LNG 市场价格	18
图表 40. 2019-2022 年 LNG 到岸价格	18
图表 41. 高分子材料园区产能情况	19
图表 42. 锂电池结构	19
图表 43. 遂宁市“十四五”锂电产业发展规划	19
图表 44. 2017-2021 年公司研发投入	20
图表 45. 2017-2021 年公司研发人员数量与占比	20
图表 46. 公司与各科研平台合作成果	20
图表 47. 公司部分专利奖项和取得成果	21

1. 公司：肥化并举经营稳健，2021 年净利创新高

1.1. 四川美丰：多重业务并举，央企资源优厚

公司肥料、化工双轮驱动，多领域位列行业一流。主营业务方面，公司主要从事尿素、复合肥、车用尿素、三聚氰胺、硝酸、硝铵、包装塑料制品及 LNG（液化天然气）等产品的制造与销售。公司已经确定了“两极、三基、六协同”发展格局，即以科技和创新为两极，以中国石化、地方党委政府支持和上市公司平台为基，化肥、环保、能源、高分子材料、现代农业、精细化工等六大产业协同驱动。公司尿素产品在全国享有极高的市场知名度和美誉度，成为中国氮肥行业标志性品牌，先后荣获“中国尿素市场产品质量用户满意第一品牌”、“中国农资行业最具价值品牌”等荣誉称号。

图表 1. 公司德阳生产基地



资料来源：四川美丰公众号，东亚前海证券研究所

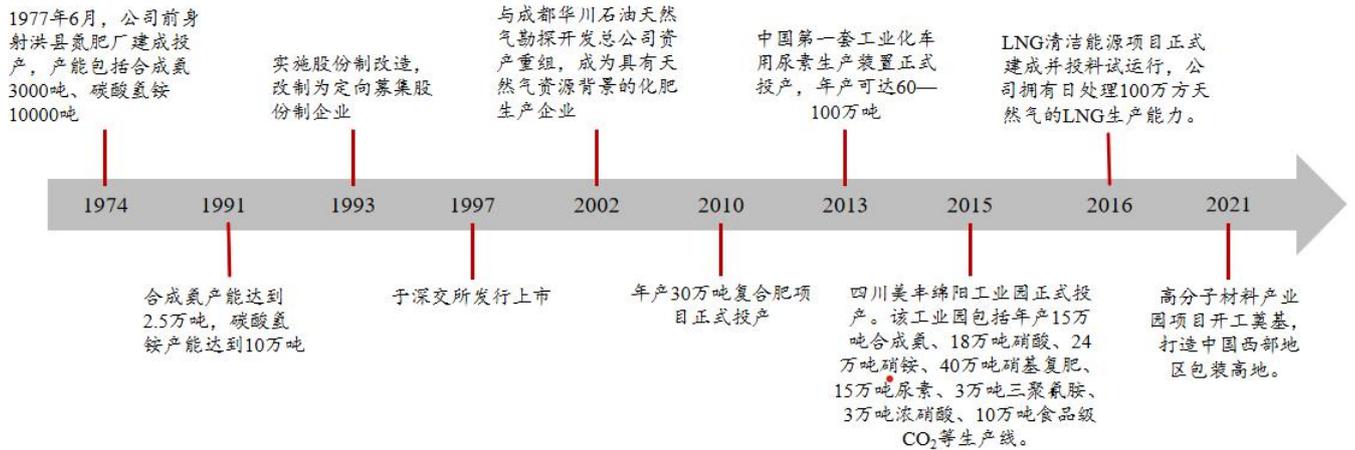
图表 2. 公司双瑞能源 LNG 生产基地



资料来源：四川美丰公众号，东亚前海证券研究所

公司于 1997 年上市，由单一化肥业务向“以肥为主，肥化并举”转型。公司前身射洪县氮肥厂于 1977 年成立，1993 年进行股份制改革后于 1997 年在深交所发行上市。2002 年 7 月，中国石油化工集团子公司对四川美丰进行重组，公司成为具有天然气资源背景的化肥生产企业。此后公司业务持续向多元化方向发展，分别于 2013 年和 2016 年进军尿素和 LNG 生产行业，2015 年四川美丰绵阳工业园正式投产，该工业园建有硝酸、三聚氰胺、尿素等多条生产线，公司业务得到全面扩充。此外，公司于 2021 年进行高分子材料产业的开工奠基，旨在打造中国西部地区包装高地，不断向现代化综合化工企业转型。

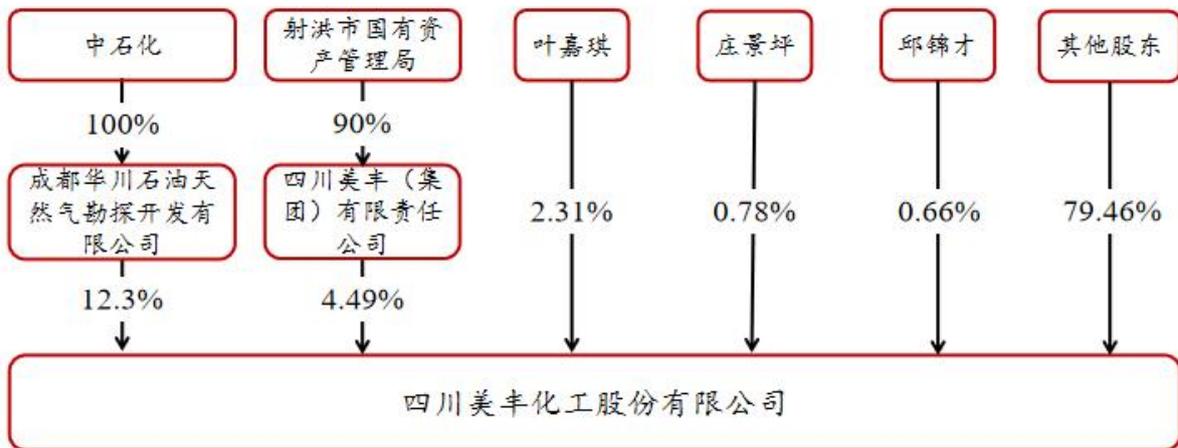
图表 3. 四川美丰历史沿革



资料来源: 公司官网, 人民网, 中化新网, 东亚前海证券研究所

公司大股东为中石化子公司。公司2022年半年报信息显示, 目前公司的前五大股东分别为成都华川石油天然气勘探开发有限公司、四川美丰(集团)有限责任公司、叶嘉琪、庄景坪、邱锦才, 上述五者的持股比例分别为12.3%、4.49%、2.31%、0.78%和0.66%。其中, 成都华川石油天然气勘探开发有限公司为中石化间接全资子公司。

图表 4. 四川美丰股权结构



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.2. 公司产销率维持高位, 多板块推广效果显著

公司产销率维持高位。截至2021年底, 公司拥有尿素产能63万吨、复合肥75万吨、三聚氰胺5万吨、液化天然气(LNG)21.5万吨、硝铵22.5万吨、氮氧化物还原剂60万吨与包装塑料制品1万吨, 其中尿素、三聚氰胺、LNG与硝铵产能利用率均超100%。2021年公司尿素、车用尿素、复合肥、三聚氰胺、硝铵与液化天然气销量分别为35.74万吨、24.50万吨、30.46万吨、5.19万吨、16.70万吨与21.91万吨。除尿素与硝铵外, 公司产品产销率均在96%以上, 显现出了良好的产销态势。

图表 5. 2021 年公司产品产能利用率情况

主要产品	设计产能 (万吨)	产能利用率
尿素	63	109.40%
复合肥	75	42.30%
氮氧化物还原剂	60	5.70%
三聚氰胺	5	103.80%
硝铵	22.5	112.70%
包装塑料制品	1	85.40%
LNG(液化天然气)	21.5	104.20%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 2021 年公司产品产销率情况

产品名称	产量 (万吨)	销量 (万吨)	产销率
尿素	40.95	35.74	87.28%
车用尿素	24.70	24.50	99.18%
复合肥	31.64	30.46	96.26%
三聚氰胺	5.19	5.19	99.88%
LNG	22.47	21.91	97.52%
硝铵	25.35	16.70	65.89%

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司以中石化为基，多业务板块推广效果显著。公司客户数量稳步增长，2021 年公司新开发客户近 110 家。截至目前，公司总客户群体超 2300 家，其中活跃核心客户近 800 家。化肥方面，公司开展美丰快贷业务，与银行合作为优质经销商提供便捷融资渠道，子公司美丰农资举办实验示范现场观摩会，农化技术推广会、网点订货会 28 场次，培训种植户 2000 余人，为客户提供全面解决方案。车用尿素方面，公司以中石化为基，与中石化润滑油公司合作，稳步推进加注站建设，子公司美丰加蓝全年铺设加注站近 2350 座，同比增长近 200%。LNG 方面，公司拥有中石化元坝气田优势，充分保障气源供应，双瑞能源积极开拓 LNG 加注业务，加注量同比增长 23.1 倍。高分子材料方面，子公司四川美丰高分子材料科技有限公司稳健推进相关业务，新增 8 家规模以上客户。

图表 7. 公司各子公司营销成果

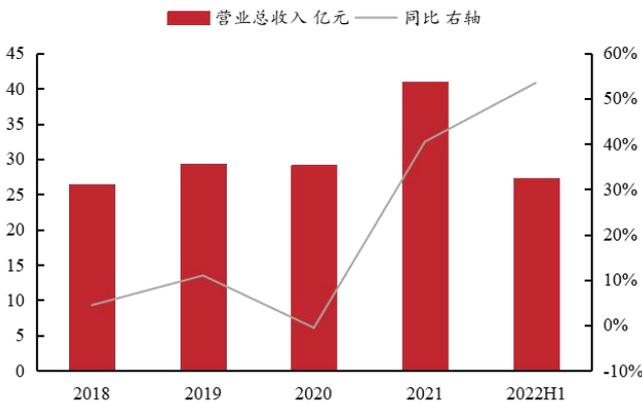
业务板块	子公司名称	营销成果
化肥	美丰农资	美丰美雅 MG 广告短片登陆央视，积极推进农化服务，开展实验示范现场观摩会，农化技术推广会、网点订货会 28 场次，培训种植户 2000 余人，直接和间接带动区域销售 2 万余吨
车用尿素	美丰加蓝	大力开发经销商渠道，新增客户 97 家，达到 750 家。铺设加注站 2350 座，同比增长近 200%。为大国重器雪龙 2 号极地科考船加注美丰高品质船用尿素溶液，全年车用尿素销量突破 20 万吨
LNG	双瑞能源	积极开拓加注市场，充装单位由 4 家增加至 42 家，加注 6300 余车次，加注量同比增长 23.1 倍
高分子材料	高分子材料科技	全面推行产销一体化运营机制，增加规模以上客户 8 家，老客户采购量增长 5%以上

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 期间费率稳步下降，2021 年净利润创新高

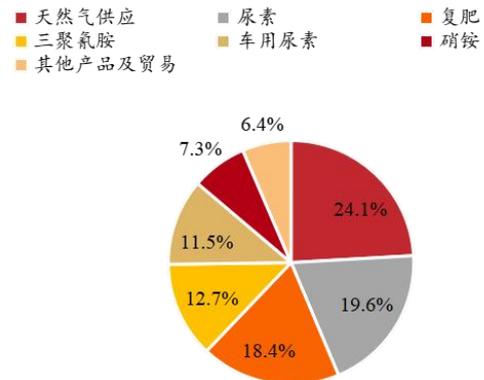
天然气价格高企、化肥行业持续景气，公司营收大幅增长。营业收入方面，2022 年上半年公司实现营业收入 27.29 亿元，同比增长 53.46%。公司营业收入的增长主要由于 2022 年上半年国内化肥产品走高行情延续，公司装置维持满负荷运行，产品销售量价齐升。营收结构方面，公司营收主要来源为天然气供应、尿素、复肥，营收占比分别为 24.1%、19.6%和 18.4%。受俄乌冲突影响，2022 年 2 月以来天然气价格维持高位运行，预计公司天然气业务收入占比将有进一步提升。

图表 8. 公司近 5 年营业收入走势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

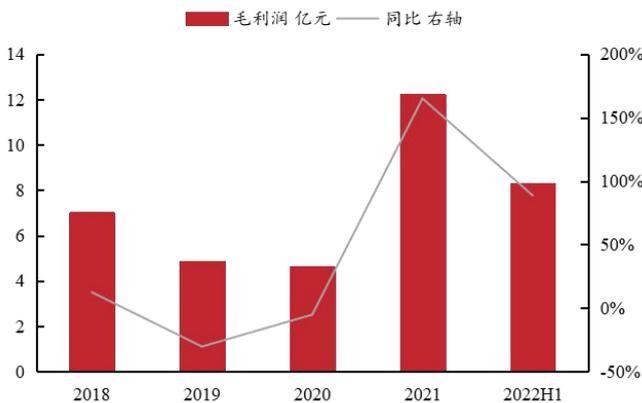
图表 9. 2021 年公司天然气业务收入占比为 24.1%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

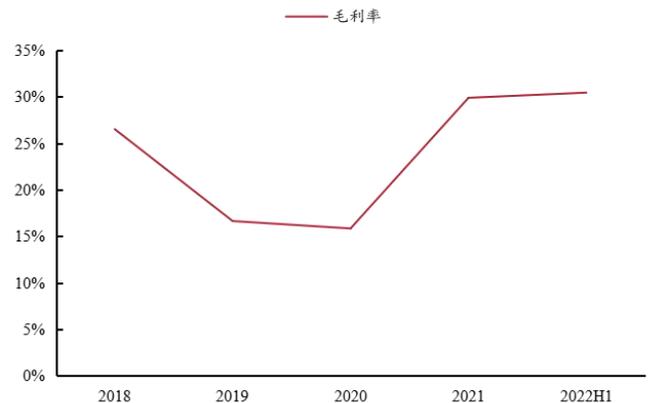
2022 年上半年公司毛利润大幅增长，毛利率维持高位。毛利润方面，2022 年上半年公司实现毛利润 8.31 亿，同比增长 88.6%。毛利率方面，2022 年上半年毛利率为 30.44%，同比提升 5.68pct，继续处于历史高位。公司毛利率维持高位主要是由于国内化肥化工行业持续景气，公司化肥与天然气盈利水平较上年同期提升明显，大幅拉升毛利率。

图表 10. 公司近 5 年毛利水平表现



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 11. 2022H1 公司毛利率维持高位

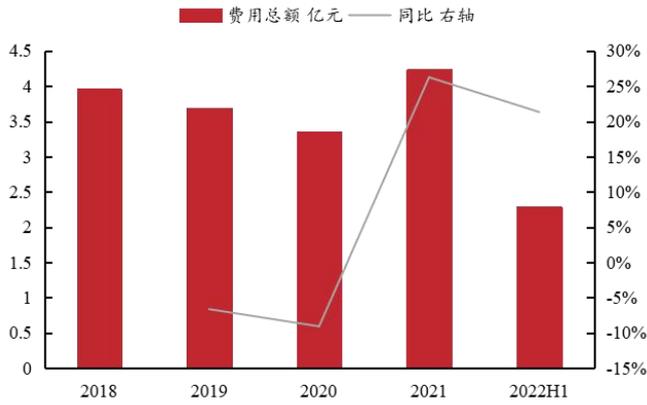


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2022 年上半年期间费用总额有所增长，费用率持续下行。从费用的绝对规模来看，2022 年上半年公司期间费用总额为 2.29 亿元，同比增加 21.32%。公司 2022 年上半年费用的增长主要是因为 2021 年经营业绩较好，职工收

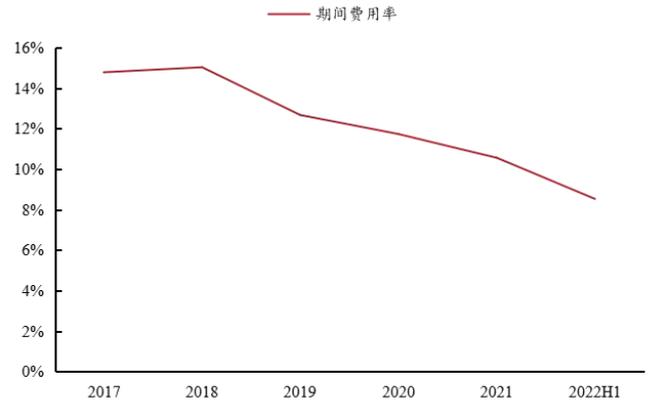
入增加叠加 2020 年因疫情享受的社保减免到 2021 年被取消等因素所致。从费用率的变动情况来看，2022 年上半年期间费用率为 8.53%，同比下降 2.07pct，考虑 2018-2020 年公司费用总额的绝对值同样有所下降，近年公司降本控费措施实施效果明显。

图表 12. 2022H1 公司期间费用总额有所增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

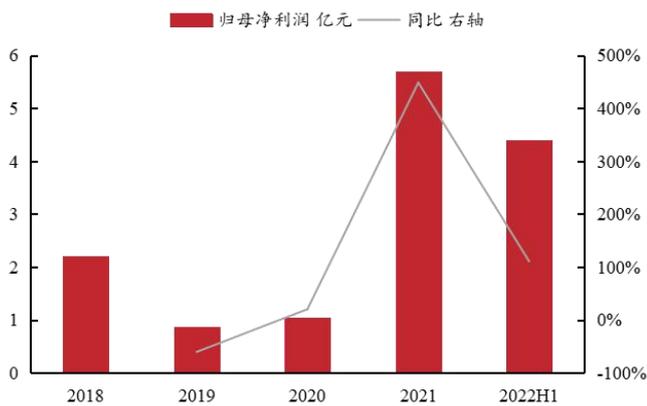
图表 13. 2018-2022H1 公司期间费用率持续下行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

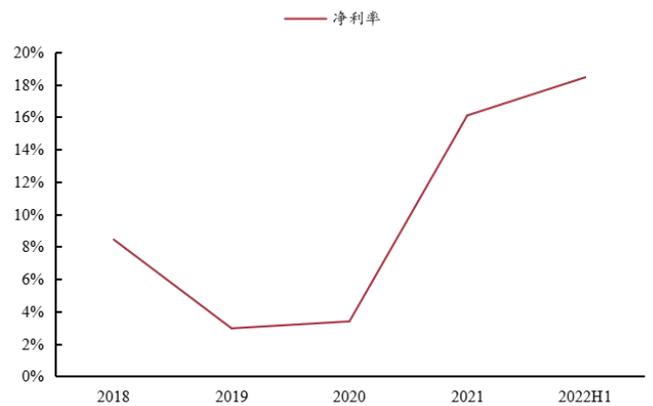
归母净利润大幅攀升，净利率高位企稳。 归母净利润总额方面，2022 年上半年公司实现归母净利润 4.39 亿元，同比增长 110.64%。2021 年公司归母净利润为 5.69 亿元，同比增长 448.61%，公司净利润规模的高速增长主要受主营产品价格水平提升、生产装置“安稳长满优”运行、降本控费措施落地等因素带动。净利率方面，2022 年上半年公司净利率为 18.45%，净利率水平维持历史高位，未来随着公司降本控费措施持续推进、天然气销售收入占比提升，公司净利率水平仍有望持续提升。

图表 14. 2018-2022H1 公司归母净利润走势



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 15. 2022H1 公司净利率维持高位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 行业：化肥需求稳步增长，天然气持续紧缺

2.1. 化肥：种植面积稳步增长，拉动化肥需求提升

2.1.1. 概念：农用作物必备品，复合肥占比最高

化肥是补充农作物营养元素的无机肥料，对农作物的生长有重要影响。化肥是用化学和（或）物理方法制成的补充农作物生长需要的营养元素的肥料，也称无机肥料，常见的化肥包括氮肥、磷肥、钾肥、微肥与复合肥料等。其中，氮、磷、钾是农作物生长最主要的营养元素，在农作物蛋白质合成、促进光合作用和提高作物抗逆能力等方面不可或缺；复合肥是指含有氮磷钾中两种或两种以上营养元素的肥料，与单一肥料相比具有养分含量高、物理性状好等多重优点，对于平衡施肥、促进作物高产等方面具有重要作用。

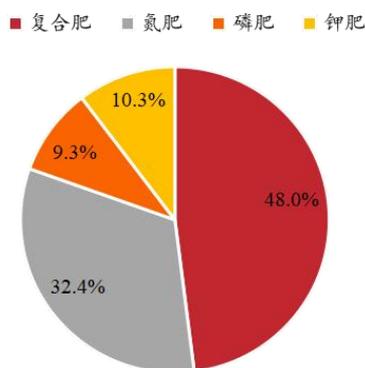
图表 16. 氮磷钾肥的作用和施用方法

种类	作用	施用方法
氮肥	是一些农作物产生植物激素的构成，对于农作物的生命活动有着非常大的调节作用。氮肥是农作物叶绿素的主要构成成分，能够促进农作物的光合作用，缺少氮元素的支持，对于农作物的叶绿素合成会形成阻碍的作用	碱性土壤可选用酸性或生理酸性肥料，如硫酸铵、氯化铵等；酸性土壤上应选用碱性或生理碱性肥料，如碳酸铵、硝酸钠、硝酸钙等；砂质土壤上施用氮肥要少量多次，以减少肥料流失。氮肥效果与土壤肥力呈负相关，即土壤肥力高，氮肥效果就差；土壤肥力低，氮肥效果就好。因此，为提高氮肥效益，应重视中、低产田氮肥的施用。
磷肥	帮助农作物在核蛋白和磷脂方面的合成，和蛋白质互相之间形成合成作用，并且促进农作物的细胞分裂，和农作物的光合作用以及呼吸作用等有着密切的联系	磷肥和氮肥之间的联系是非常密切的，要充分结合氮肥和磷肥进行联合使用；也要防止磷肥施加过多，否则会导致磷酸钙在植物体内不断沉淀，并阻碍植物对硅、锌的吸收
钾肥	促进光合产物运输，改善农作物品质；下调土壤养分比例，防止肥效降低、产量下降；提高植物细胞液渗透压，保持细胞壁弹性水平，防止水分散失过多，同时还能调节植物气孔开闭，提高农作物抗逆能力	若是土壤砂质过重的土地，钾肥易产生渗透，应分次施入；若氮肥施用过多、缺钾的土地，可施入少量钾肥，使农作物获得更好的生长发育态势。

资料来源：杨泽莹《论化学肥料对农作物成长的影响》，李小庆《农作物生产中钾肥的作用及施用技术要点》，农业种植网，东亚前海证券研究所

在化肥中，复合肥的施用比例最高，其次是氮肥。由于磷肥和钾肥的施用和氮肥都有密切的联系，在单一成分化肥中，氮肥的用量占据主导地位。根据 Wind 和百川盈孚数据，2020 年氮肥产量占肥料行业主要产品产量的 32.4%，磷肥和钾肥占比分别为 9.3%和 10.3%；复合肥产量占比最高，达 48.0%。

图表 17. 2020 年肥料行业主要产品产量结构

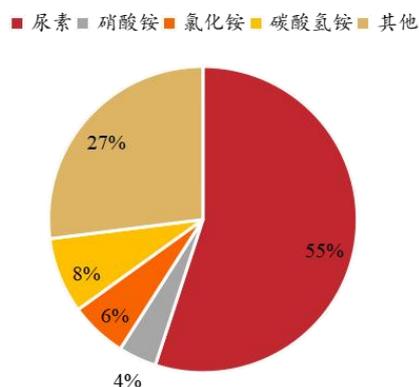


资料来源：Wind，百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.1.2. 供给：尿素过剩产能陆续出清，复合肥产能稳健提升

氮肥中尿素含氮量占比最高，占据市场主导地位。尿素是氮肥中含氮量最高的氮肥，因此也是施用量最大的一种氮肥。据华经产业研究院数据，氮肥中尿素施用比例高达 55%，因此我们重点分析尿素。

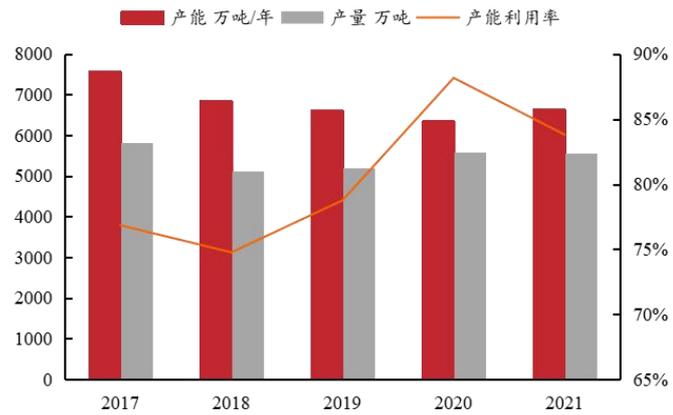
图表 18. 2020 年氮肥施用比例



资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

尿素过剩产能逐步出清，产能利用率保持高位。近年来，我国尿素过剩产能逐步出清，产能利用率逐步攀升。根据百川盈孚数据，2021 年，我国尿素有效产能为 6643 万吨/年，较 2017 年下降 12.2%；产能利用率则上升到 83.79%，较 2017 年提升 6.95pct。2021 年 12 月，工信部印发《“十四五”工业绿色发展规划》，要求严控尿素行业新增产能，新建项目应实施产能等量或减量置换，未来尿素行业新增产能有限。

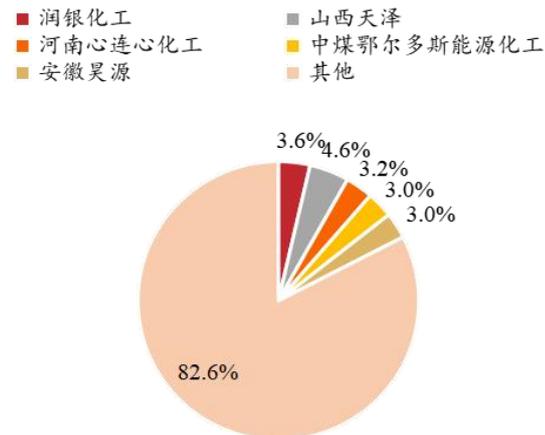
图表 19. 2017-2021 年尿素生产情况



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

尿素市场较为分散。据百川盈孚数据，当前我国尿素市场较为分散，按产能口径计算，2022 年产能排名前五的企业为山西天泽、润银化工、河南心连心化工、中煤鄂尔多斯和安徽昊源，产能占比分别为 4.6%、3.6%、3.2%、3.0%、3.0%。全国尿素市场 CR5 仅为 17.4%，CR10 为 29.9%，市场集中度较低。

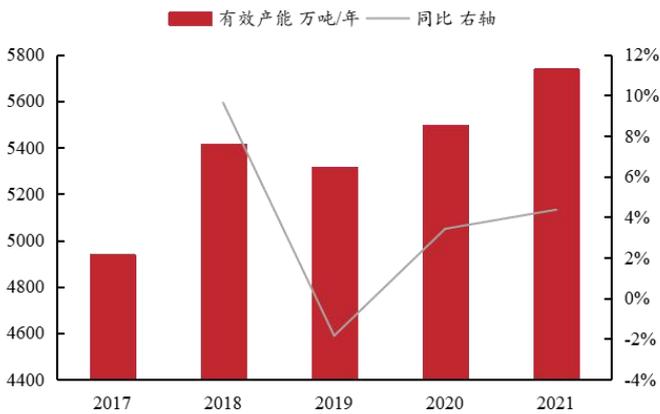
图表 20. 2022 年我国尿素产能分布



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

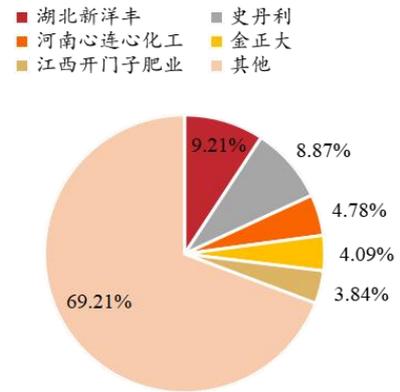
复合肥产能稳步提升，2022 年 CR5 约为 30%。产能方面，近年来我国复合肥有效产能稳步提升，根据百川盈孚数据，2017-2021 年，我国复合肥有效产能从 4940 万吨提升到 5738 万吨，年均复合增长率为 3.8%。**行业集中度方面**，根据百川盈孚数据，截至 2022 年 7 月，按产能口径计算，我国复合肥市场 CR5 为 30.79%，市场前五名为新洋丰、史丹利、心连心、金正大与开门子，占比分别为 9.21%、8.87%、4.78%、4.09%和 3.84%。

图表 21. 2017-2021 年复合肥有效产能



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 22. 2022 年我国复合肥产能分布

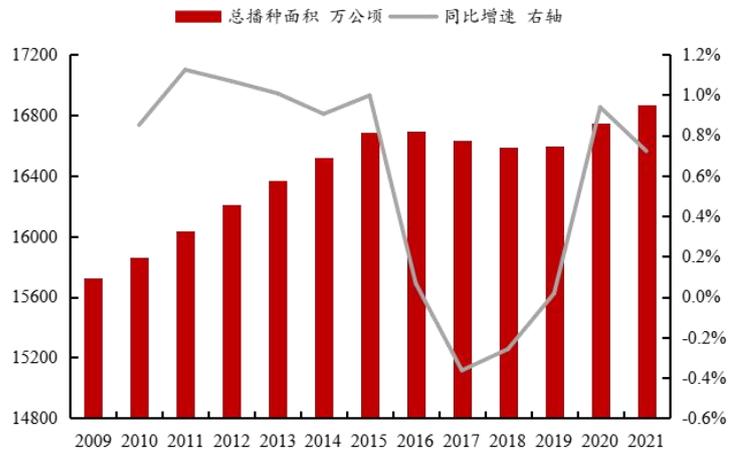


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

2.1.3. 需求：耕地面积稳步增长，粮价高企激励种植

耕地面积上涨，带动化肥需求增加。据国家统计局数据，2021 年全国粮总播种面积 1.69 亿公顷，同比增长 0.7%；其中玉米播种面积为 4332 万公顷，同比增长 5%，小麦播种面积为 2357 万公顷，同比增长 0.8%。国内农作物种植面积的提升有望促使化肥需求量的提高。

图表 23. 2009-2021 年全国总播种面积及增速



资料来源：iFinD，东亚前海证券研究所

粮食价格高涨提升农民种植热情，拉动化肥需求。2021 年至今，受全球疫情、宽松货币政策和大宗原材料价格上涨等多重因素影响，全球对粮食安全高度重视，全球粮食紧缺，粮价持续走高。从 CBOT（芝加哥商品交易所）期货价格走势来看，截至 2022 年 9 月 13 日，CBOT 玉米期货收盘价（连续）为 712.25 美分/蒲式耳，较 2021 年初上涨 46.93%；CBOT 小麦期货收盘价（连续）为 839 美分/蒲式耳，较 2021 年初上涨 30.43%；CBOT 大豆期货收盘价（连续）为 1534.5 美分/蒲式耳，较 2021 年初上涨 16.51%。在高粮价的影响下，农民种植热情高涨，进一步拉动化肥需求。

图表 24. 全球主流农作物期货交易价格



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.2. 天然气：城市清洁能源，我国供给缺口大

2.2.1. 概念：城市清洁能源，热量高排碳少

天然气是指贮存于地层深处的富含碳氧化物的可燃气体，可分为伴生气和非伴生气。天然气是指埋藏在地层中的一切自然气体的总称，但是我们常用的“天然气”称谓仅仅指代贮存于地层深处的富含碳氧化物的可燃气体。天然气按存在形式可划分为伴生气和非伴生气，伴生气即伴随原油共生，与原油同时被采出的油田气。非伴生气指代在地层中以气田形式独立存在的天然气，包括纯气田天然气和凝析气田天然气两种。目前世界天然气产量中，主要是气田气和油田气，此外还有水溶气、煤层气、固态气体混合物等。

图表 25. 天然气分类

分类标准	天然气种类
按在地下存在的相态分类	可分为游离态、溶解态、吸附态和固态水合物，其中，只有游离态的天然气经聚集形成天然气藏，才可开发利用。
按存在和生成形式分类	伴生气：伴随原油共生，与原油同时被采出的油田气。其中伴生气通常是原油的挥发性部分，以气的形式存在于含油层之上，凡有原油的地层中都有，只是油、气量比例不同。 非伴生气：包括纯气田天然气和凝析气田天然气两种，在地层中都以气态存在。凝析气田天然气从地层流出井口后，随着压力的下降和温度的升高，分离为气液两相，气相是凝析气田天然气，液相是凝析液，叫凝析油。若为非伴生气，则与液态集聚无关，可能产生于植物物质。世界天然气产量中，主要是气田气和油田气。
按天然气蕴藏状态分类	可分为构造性天然气、水溶性天然气、煤矿天然气这三种，而构造性天然气又可分为伴随原油出产的湿性天然气、不含液体成份的干性天然气。
按成因分类	可分为生物成因气、油型气和煤型气，其中无机成因气尤其是非烃气受到高度重视。
按天然气在地下的产状分类	可分为油田气、气田气、凝析气、水溶气、煤层气及固态气体水合物等。

资料来源：国际燃气网，东亚前海证券研究所

天然气为城市清洁能源，替代煤炭优势众多。根据国家质监局数据，

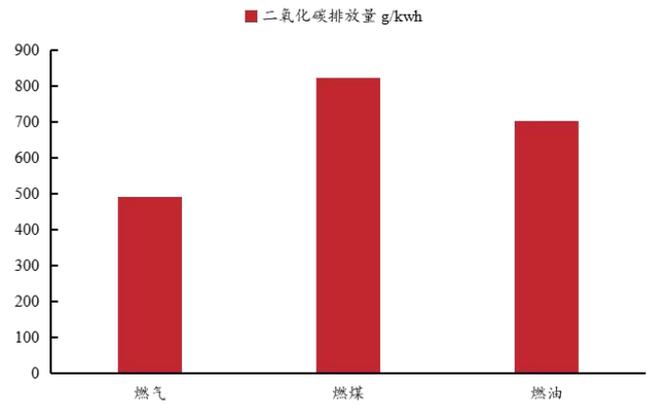
在常见能源中天然气的低位发热量为 51498kJ/kg，是所有能源中低位发热量最高的，焦炭和原煤则分别为 28435kJ/kg 和 20908kJ/kg；同时，天然气发电产生的二氧化碳单位排放量为 480g/kwh，燃煤和燃油则分别为 820g/kwh 和 700g/kwh，碳排放量远高于天然气。此外，天然气以甲烷为主，燃烧后生成的也主要是水和二氧化碳，比起煤炭可减少近 100%的二氧化硫和粉尘排放，因此被称为城市清洁能源。

图表 26. 天然气低位发热量较高



资料来源：国家质监局，东亚前海证券研究所

图表 27. 天然气二氧化碳排放水平较低

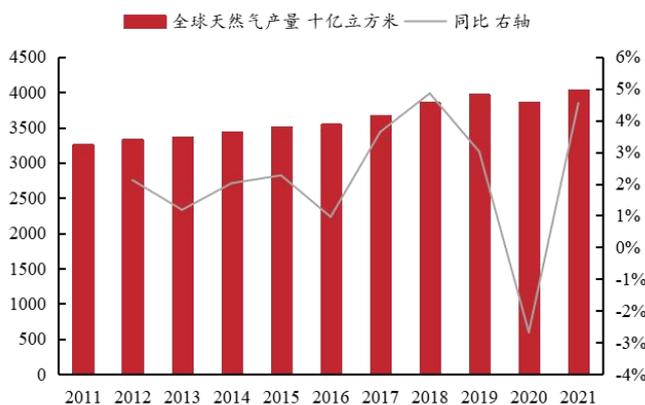


资料来源：中国台湾能源教育资源总中心，东亚前海证券研究所

2.2.2. 供给：天然气产量逐年攀升，美国与俄罗斯占主导

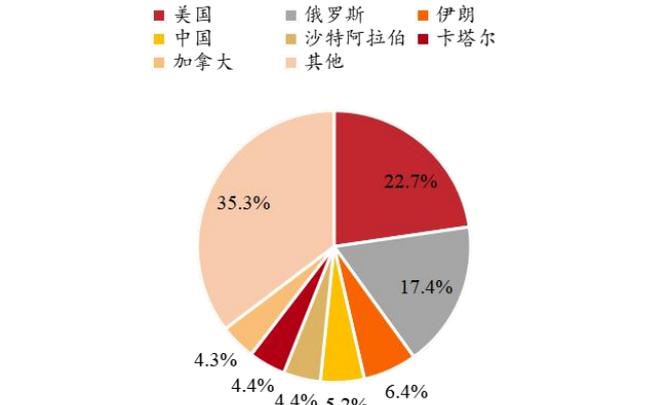
全球天然气产量稳步上升，美国与俄罗斯占主导。产量方面，据英国石油公司《2021 年世界能源统计报告》，2011 至 2021 年，全球天然气产量从 3.26 万亿立方米上升到 4.04 万亿立方米，年均复合增长率为 2.2%。除 2020 年受疫情影响以外，天然气产量稳定增长。市场结构方面，美国和俄罗斯为全球天然气资源主导国，2021 年产量分别占全球总产量的 22.7% 和 17.4%，其次为伊朗，占比为 6.4%，中国市场份额仅为 5.2%，位居世界第四。

图表 28. 全球天然气产量稳步上升



资料来源：英国石油公司，东亚前海证券研究所

图表 29. 2021 年全球天然气产量分布

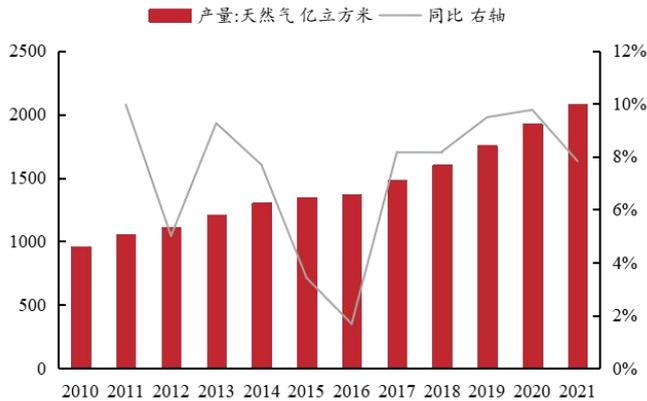


资料来源：英国石油公司，东亚前海证券研究所

中国天然气产量持续攀升，液化天然气发展迅速。近年来我国天然气

产量持续增长，2021年我国天然气产量达到2075.8亿立方米，同比增长7.84%。2010-2021年年均复合增长率达到7.28%；2012-2021年，我国液化天然气产量从127.7万吨增长到1546.06万吨，年均复合增长率达31.9%。

图表 30. 2010-2021 年我国天然气产量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 31. 2012-2021 年我国液化天然气产量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.2.3. 需求: 双碳目标驱动需求增长, 我国进口依赖度高

我国天然气消费量增长迅速, 进口依赖度同时上升。根据 Wind 数据, 2010 至 2021 年, 我国天然气消费量从 1088.74 亿立方米增长到 3786.94 亿立方米, 年均复合增长率达 12.0%, 高于产量增速。我国天然气供给远低于需求, 因此, 我国天然气进口依赖度逐年攀升, 截至 2021 年底, 我国天然气进口依赖度达 45.76%, 比 2010 年底增长了约 30 个 pct。

图表 32. 2010-2021 年我国天然气表观消费量



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

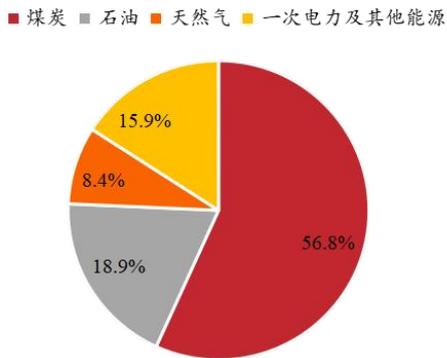
图表 33. 2010-2021 年我国天然气进口依赖度



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

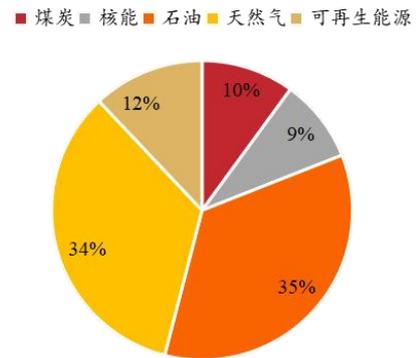
我国煤炭发电占比高, 天然气消费量依然有较大的增长潜力。目前我国的能源结构为煤炭、石油、天然气以及一次电力和其他能源。2020 年, 我国能源消费占比最多的是煤炭, 达到了 56.8%, 天然气消费占比仅为 8.4%; 而美国煤炭发电量仅为 10%, 天然气消费占比高达 34%。煤炭发电导致严重的环境污染, 改用天然气发电能够解决环境污染问题, 全面实行天然气发电是改善我国环境的重要举措。

图表 34. 2020 年我国能源消费结构



资料来源：外交部，东亚前海证券研究所

图表 35. 2020 年美国能源消费结构



资料来源：新京报，东亚前海证券研究所

为实现“双碳”目标，我国发布多项天然气消费推动政策。国务院在《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》与《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》中提出，到 2030 年，我国非化石能源消费比重达到 25% 左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65% 以上，为达成目标，扩大清洁能源天然气使用规模，减少煤炭消费占比势在必行。

图表 36. 近年来我国碳中和、碳达峰政策一览

政策名称	发布单位	发布时间	政策内容
《新时代的中国能源发展白皮书》	国务院	2020.12	树立人与自然和谐共生理念，把清洁低碳作为能源发展的主导方向，推动能源绿色生产和消费，优化能源生产布局 and 消费结构，加快提高清洁能源和非化石能源消费比重，大幅降低二氧化碳排放强度和污染物排放水平，加快能源绿色低碳转型，建设美丽中国。
《国务院关于加强建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	国务院	2021.01	统筹推进高质量发展和高水平保护，建立健全绿色低碳循环发展的经济体系，确保实现碳达峰、碳中和目标，推动我国绿色发展迈上新台阶。
《国务院关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》	国务院	2021.10	到 2030 年，非化石能源消费比重达到 25% 左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 65% 以上，顺利实现 2030 年前碳达峰目标。
《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	国务院	2021.10	到 2025 年，绿色低碳循环发展的经济体系初步形成，重点行业能源利用效率大幅提升。到 2030 年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。到 2060 年，能源利用效率达到国际先进水平，非化石能源消费比重达到 80% 以上，碳中和目标顺利实现。

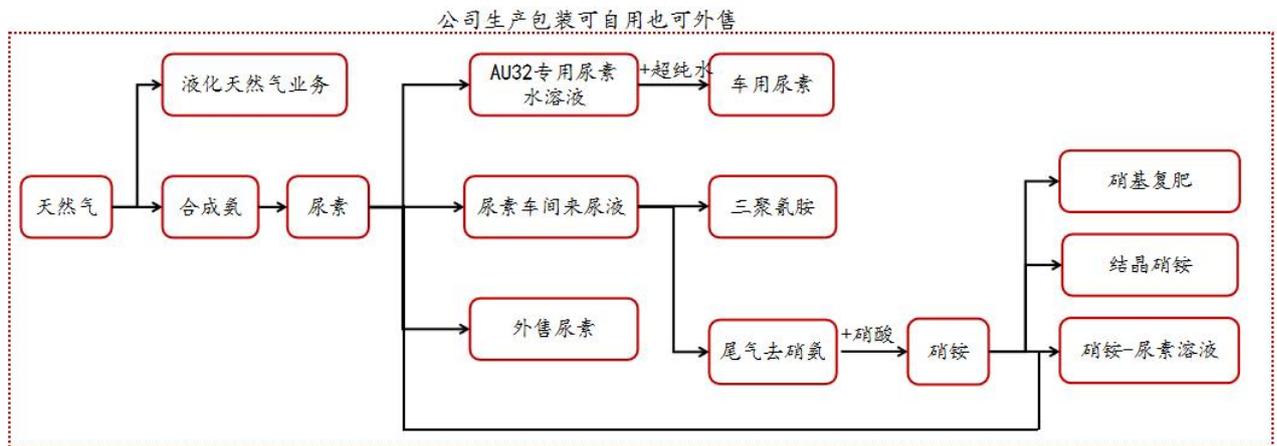
资料来源：国务院，东亚前海证券研究所

3. 优势：一体化产业链，布局锂电隔膜

3.1. 产业一体化布局，天然气化肥价格上行

公司已经完成产业链一体化布局，产品类别丰富。多年来公司遵循“以肥为主，肥化并举”的发展战略，已经从单一的普通农用尿素生产企业发展成了拥有天然气、合成氨、尿素、车用尿素、三聚氰胺、硝铵、复合肥一体化产业链的大型综合生产企业。公司核心产品农用尿素除直接外售外，部分用于车用尿素、尿基复合肥和三聚氰胺的原料供给，生产三聚氰胺产生的尾气去硝氨可用于与硝酸制备硝铵，硝铵则可与尿素合成为硝铵-尿素溶液向下游硫酸钾企业供应，亦可用于生产硝基复合肥。此外，公司自产的包装材料可用于公司自身的产品也可外售。公司产业链完备，并实现了部分副产物的再利用。

图表 37. 公司产业链



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

化肥行业持续景气，公司产品销售有望量价齐升。受高粮价的影响，农民种植热情高涨，化肥需求提升，推动化肥价格持续上涨。截至 2022 年 9 月 9 日，国产三元复合肥批发价为 3430 元/吨，较 2021 年初上涨 927 元/吨，涨幅达 37.03%。2021 年公司复合肥产能利用率仅为 42.3%，产能利用率有望进一步上行，2022 年有望迎来量价齐升。

图表 38. 2019-2022 年国产三元复合肥批发价



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

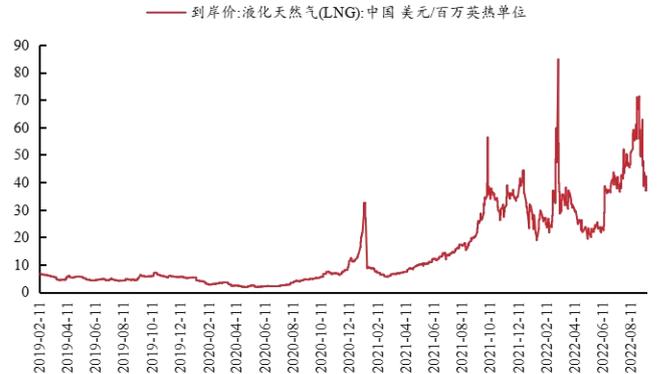
公司具备百万方天然气处理能力，2022 年业绩有望大幅攀升。公司目前拥有日处理 100 万方天然气的的能力，2021 年，公司生产液化天然气 22.47 万吨，销售 21.91 万吨。受俄乌战争影响，俄罗斯产量与出口双减，国际天然气价格持续上行。从天然气价格走势来看，截至 2022 年 9 月 14 日，液化天然气到岸价格约为 42.19 美元/百万英热单位，较 2022 年初上涨约 81.23%。我国液化天然气市场价也同比大幅提升，截至 2022 年 9 月 10 日我国液化天然气价格为 6600.40 元/吨，较 2022 年初上涨 30.11%。受液化天然气价格上涨影响，公司液化天然气业务营收有望大幅提升。

图表 39. 2019-2022 年我国 LNG 市场价格



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 40. 2019-2022 年 LNG 到岸价格



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3.2. 布局锂电隔膜项目，打开业绩增长空间

公司启动高分子材料园区建设，进一步完善产业布局。2019 年 5 月，公司与四川大学、射洪县人民政府、遂宁市科学技术局签署《关于共建“美丰先进高分子材料产业研究基地”合作协议》。2021 年 3 月，公司发布公告，计划投资人民币 4.06 亿元建设高分子材料产业园，建设内容包括 1 条年产 0.5 万吨全 PE 结构镀氧化物膜材生产线，2 条总产能 0.5 万吨重载膜（FFS 膜）生产线与 2 条总产能 2 万吨聚丙烯流延功能膜材（CPP 流延膜）

生产线，计划工期 18 个月。据射洪新闻网报道，建设项目一共分三期进行，其中一期分两批投产，首批国产 CPP 流延膜生产线计划于 2022 年 6 月 1 日正式投产 3000/吨每年电池隔膜项目。

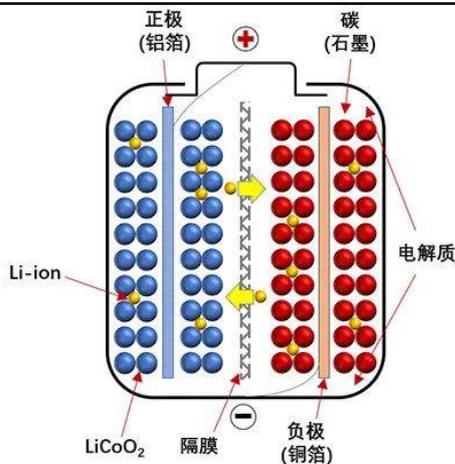
图表 41. 高分子材料园区产能情况

项目	生产线条数	总产能 (万吨/年)
全 PE 结构镀氧化物膜材生产线	1 条	0.5
重载膜 (FFS 膜) 生产线	2 条	0.5
CPP 流延膜生产线	2 条	2
合计		3

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

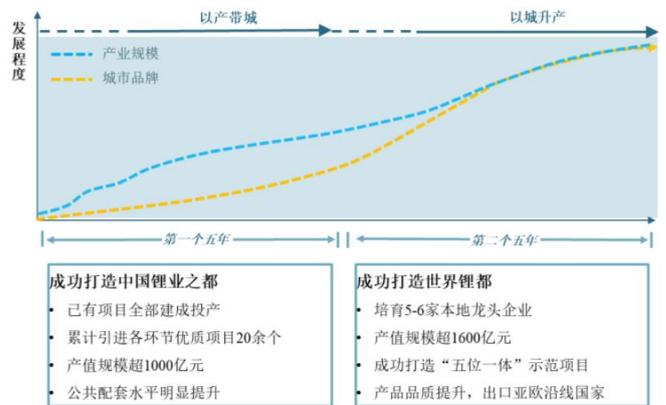
公司踏足锂电隔膜项目，筑牢政校企三方联系。隔膜是电池关键的内层组件之一，主要作用是将正负极活性物质分隔开，防止两极因接触而短路，并在电化学反应时，能保持必要的电解液，形成离子移动的通道。CPP 流延膜则是通过熔体流延骤冷生产的一种无拉伸、非定向的平挤薄膜，具有透明度高、热风温度低、产能高、平整度好、复合适应性强等特点。此次将 CPP 流延膜应用于电池隔膜，是《遂宁市“十四五”锂电产业发展规划》的一部分，有利于公司产业进一步向高端化转型，同时加深政府合作，加强企业、政府、高校之间的联系，承担社会责任，实现互利共赢。

图表 42. 锂电池结构



资料来源：质谱网，东亚前海证券研究所

图表 43. 《遂宁市“十四五”锂电产业发展规划》

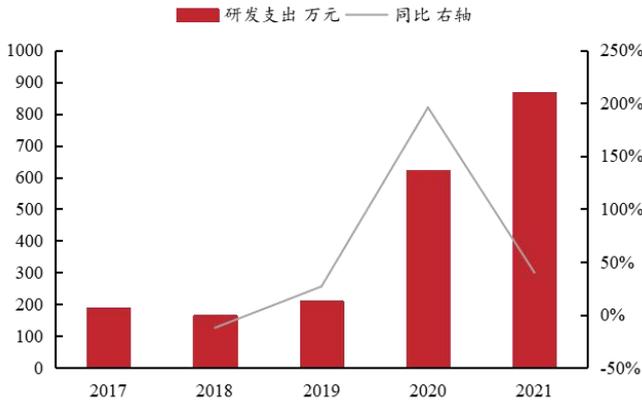


资料来源：遂宁市政府，东亚前海证券研究所

3.3. 研发投入持续增长，化肥产品持续迭代

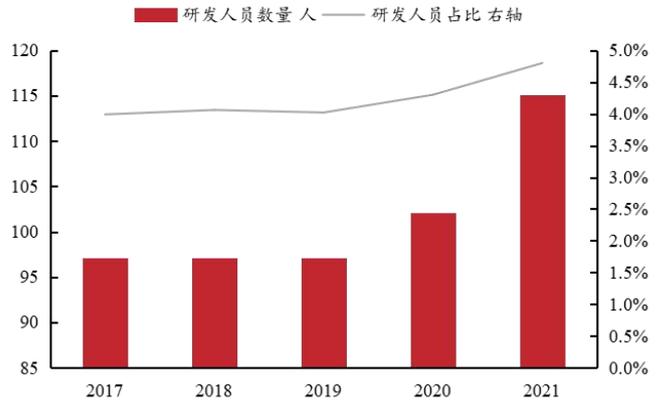
2020 年起公司研发投入快速提升。研发投入方面，2020 和 2021 年公司研发投入分别为 620.48 万元和 867.69 万元，较 2019 年分别增长 196.02% 和 313.96%。研发人员方面，2020 和 2021 年公司研发人员数量分别为 102 和 115 人，较 2019 年分别增长 5 人和 18 人，研发人员占比持续提升。

图表 44. 2017-2021 年公司研发投入



资料来源: Wind', 东亚前海证券研究所

图表 45. 2017-2021 年公司研发人员数量与占比



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

公司与科研平台合作，研发多种作物专用肥。2019年5月，公司与四川大学签订《关于共建“美丰高分子材料产业研究基地”合作协议》；2021年7月，四川美丰射洪酒粮科技小院正式揭牌，公司与国家农业绿色发展研究院院长张福锁院士团队合作，推动射洪酒粮产业发展；2021年12月，公司与西南大学签署《联合培养全日制专业学位研究生协议》和《绿色高效作物专用肥开发协议》，共同推动绿色高效作物专用肥的研究开发。通过多方合作共建，公司成功开发了间套作玉米专用肥、豆类专业用肥、茶叶专用肥、柑橘专用肥等，并上市了针对高端经济作物的高端硝基肥“美丰美雅”，促进产品提质增效。

图表 46. 公司与各科研平台合作成果

时间	合作对象	内容
2019.05	四川大学	签订《关于共建“美丰高分子材料产业研究基地”合作协议》
2021.07	张福锁院士团队	四川美丰射洪酒粮科技小院正式揭牌
2021.12	西南大学	签署《联合培养全日制专业学位研究生协议》和《绿色高效作物专用肥开发协议》
2022.02	四川农业大学	合作研发大豆玉米带状复合种植技术被写入中央一号文件，成为应对大豆进口“卡脖子”问题、促进粮食安全的重大技术突破。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 东亚前海证券研究所

公司荣获多项省级和行业奖项。公司以科技和创新为两极，多年来研发出多项具有行业领先水平的装置工艺和生产技术。其中，气头大型合成氨/尿素装置能量优化技术获四川省科技进步一等奖；与中国五环公司合作开发的高效合成、低能耗尿素工艺技术，获氮肥、甲醇行业技术进步一等奖；独创的高强度、高韧性多层共挤重载膜袋配方技术，填补我国包装行业在高端包装领域的空白。截至2021年底，公司拥有国家授权有效专利共42件，其中发明专利21件、实用新型专利17件；累计拥有省级和国家行业协会以上评价成果15项，荣获省部级科学技术进步奖10项。

图表 47. 公司部分专利奖项和取得成果

公司研发或参与研发项目	获奖年份	奖项名称/取得成果
气头大型合成氨/尿素装置能量优化技术	2011	四川省科技进步一等奖
转鼓喷浆聚合法复合肥生产工艺	2013	四川省科技进步一等奖
高效合成、低能耗尿素工艺技术	2018	氮肥、甲醇行业技术进步一等奖
高塔大颗粒尿素造粒技术	2017	四川省科技进步二等奖
海藻酸增值肥料系列标准研制及应用	2022	中国石油和化学工业联合会科技进步二等奖
三胺、硝铵、液体二氧化碳联产技术		实现资源高效利用，降低生产成本
高强度、高韧性多层共挤重载膜袋配方技术		填补我国包装行业在高端包装领域的空白

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

2022 年以来，四川美丰的主营产品行业周期景气上行，公司业绩持续提升。我们假设：（1）价格方面，预计 2022 年下半年，天然气产品价格和复合肥产品价格高位运行；2023 至 2024 年，复合肥和天然气价格有所上行；（2）产量方面，公司尿素与天然气相关产品产量维持不变；2022 年复合肥产能利用率有所提升，2023 至 2024 年保持不变；CPP 流延膜于 2022 年四季度开始贡献增量，产业园整体于 2023 年完全投产；（3）2022-2024 年化肥原材料价格上涨会导致成本增长，但是增长的成本可被增长的价格所覆盖，叠加高分子材料投产影响，毛利率整体有一定上行。

基于公司主营业务景气上行、公司新建产能逐步投产，我们预计公司未来业绩有望持续增长，预期 2022/2023/2024 年公司的营业收入分别为 51.89/56.48/61.12 亿元，归母净利润分别为 9.07/9.86/10.72 亿元，对应 EPS 分别为 1.55/1.68/1.83 元/股。以 2022 年 9 月 15 日收盘价 9.84 元为基准，对应的 PE 为 6.36/5.84/5.38。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

产品价格异常波动、安全环保政策升级、国内疫情反复。

1、产品价格异常波动：目前公司主营化肥与天然气价格高位运行，不排除有不法厂商扰乱市场、囤积货物，从而导致产品价格异常波动的可能。

2、安全环保政策升级：公司所处化工行业受政策影响明显，近年来，安全环保政策日趋严格。随着未来安全环保政策持续升级，或将对公司业绩产生不确定性的影响。

3、国内疫情反复：目前国内疫情尚未稳定，仍在反复，受到疫情管控影响，生产正常运行存在一定风险，工厂存在随时因疫情爆发而减产、停产的风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4090.96	5188.85	5647.77	6112.28
%同比增速	40.47%	26.84%	8.84%	8.22%
营业成本	2868.44	3592.33	3892.03	4182.05
毛利	1222.52	1596.51	1755.75	1930.23
%营业收入	29.88%	30.77%	31.09%	31.58%
税金及附加	36.31	29.47	32.08	34.71
%营业收入	0.89%	0.57%	0.57%	0.57%
销售费用	74.25	81.72	86.01	90.35
%营业收入	1.81%	1.57%	1.52%	1.48%
管理费用	340.03	414.64	463.75	517.59
%营业收入	8.31%	7.99%	8.21%	8.47%
研发费用	8.68	10.60	13.57	15.34
%营业收入	0.21%	0.20%	0.24%	0.25%
财务费用	9.15	19.53	21.25	23.00
%营业收入	0.22%	0.38%	0.38%	0.38%
资产减值损失	-41.80	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-12.92	0.00	0.00	0.00
其他收益	5.46	9.01	9.84	10.22
投资收益	33.88	30.84	36.69	40.40
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	5.07	4.21	4.95	5.60
营业利润	743.79	1084.62	1190.57	1305.46
%营业收入	18.18%	20.90%	21.08%	21.36%
营业外收支	-3.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	740.70	1084.62	1190.57	1305.46
%营业收入	18.11%	20.90%	21.08%	21.36%
所得税费用	81.88	128.59	138.02	151.32
净利润	658.81	956.03	1052.54	1154.15
%营业收入	16.10%	18.42%	18.64%	18.88%
归属于母公司的净利润	568.95	906.61	986.39	1071.75
%同比增速	448.61%	59.35%	8.80%	8.65%
少数股东损益	89.87	49.41	66.16	82.40
EPS (元/股)	0.96	1.55	1.68	1.83

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.96	1.55	1.68	1.83
BVPS	5.84	7.38	9.07	10.90
PE	10.77	6.36	5.84	5.38
PEG	0.02	0.11	0.66	0.62
PB	1.78	1.33	1.09	0.90
EV/EBITDA	5.98	3.59	2.45	1.41
ROE	17%	21%	19%	17%
ROIC	17%	19%	18%	16%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	662	1562	2643	3971
交易性金融资产	800	800	800	800
应收账款及应收票据	72	154	82	173
存货	337	326	392	380
预付账款	157	197	218	232
其他流动资产	225	211	234	261
流动资产合计	2253	3250	4369	5816
长期股权投资	60	68	77	86
投资性房地产	23	29	35	40
固定资产合计	1809	1636	1830	1641
无形资产	200	200	200	200
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	45	343	36	60
资产总计	4412	5548	6569	7864
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	151	267	183	297
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	94	126	138	146
应交税费	58	54	62	69
其他流动负债	390	427	460	471
流动负债合计	693	873	842	983
长期借款	90	90	90	90
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	20	20	20	20
负债合计	806	985	954	1095
归属于母公司的所有者权益	3418	4324	5311	6382
少数股东权益	189	238	304	386
股东权益	3606	4562	5615	6769
负债及股东权益	4412	5548	6569	7864

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	677	1214	1195	1366
投资	-295	-19	-20	-19
资本性支出	-62	-295	-96	-22
其他	23	31	37	40
投资活动现金流净额	-335	-284	-80	-2
债权融资	-281	0	0	0
股权融资	4	0	0	0
银行贷款增加(减少)	50	0	0	0
筹资成本	-15	-31	-34	-37
其他	-32	0	0	0
筹资活动现金流净额	-275	-31	-34	-37
现金净流量	68	899	1081	1328

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>