

2022 年 03 月 29 日

华鲁恒升 (600426.SH)

Q1 业绩预告符合预期，新项目持续推进

■事件：华鲁恒升发布 2021 年年报，报告期内公司实现营收 266.36 亿元，同比+103.1%；归母净利润 72.54 亿元，同比+303.37%。其中 2021Q4 公司实现营收 84.01 亿元，同比+106.32%，环比+26.86%；实现归母净利润 16.42 亿元，同比+223.4%，环比-9.3%。公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.80 元（含税）。公司发布 22Q1 业绩预告，报告期内预期实现归母净利润 22.5~24.5 亿元，同比+43~55%，环比+37~49%。

■公司 21FY 和 22Q1 业绩符合预期，产品价差修复助力一季度业绩环比增。据公告，从产销看，21Q4 肥料板块销量环比+9%、有机胺、醋酸板块产销环比持平，产品价差则受高煤价压缩，最终 21Q4 公司实现毛利润 22.29 亿元（同比+166%，环比-8%），费用率（三费）为 3.2%（同比-1.8pct），持续维持低水平。我们的市场跟踪数据显示，22Q1 以来公司主营产品价格景气维持高位，价差随烟煤价格回落出现分化，分板块看，有机胺、己二酸及中间品表现较好，DMF、己二酸价差同比+66%、+75%，环比+8%、+24%，有机胺板块高度景气对业绩贡献较大；醋酸及衍生物走弱，Q1 醋酸价差环比-30%；肥料及多元醇板块 Q1 有所修复，尿素、丁辛醇价差环比+18%、+1%，总体看价差修复是一季度业绩环比增长主因。产销方面随着己内酰胺和 DMC 新产能投放，公司准确把握锂电行业对电解液需求的高速增长，发挥低成本和柔性联产优势，实现了可观的业绩增量，尽管近期价差有所缩窄，但景气持续（详细数据图表请见后文）。

■新项目持续推进，成长动能可期。据公告和公司官网，21Q4 公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 11.96 亿元，同比+43%；在建工程中，Q4 公司荆州基地项目正式奠基，预计总投资 115 亿的荆州园区气体动力平台和合成气综合利用项目工程进度~10%，本部酰胺及尼龙新材料项目进度 90%。新项目方面，据荆州市生态环境局环评公示，公司计划在江陵煤电港化产业园新建绿色新能源材料项目，年产 20 万吨 BDO、3 万吨 PBAT、10 万吨 NMP；据公司官网，近期德州本部高端溶剂项目（年产 30 万吨 DMC、30 万吨 EMC，副产 5 万吨 DEC）、尼龙 66 高端新材料项目（年产 8 万吨尼龙 66、14.8 万吨己二酸）和年产 30 万吨二元酸项目陆续进行环评公示，预计总投资~51 亿元。中长期看，长江经济带与煤化工产品契合度高的特点给荆州基地提供了巨大的市场空间，能与德州基地形成空间上的辐射区域互补，随着“走出去”+“高端化”战略纵深持续推进，公司有望开启第二增长曲线。

■投资建议：我们预计公司 2022 年-2024 年的归母净利润分别为 73.6

公司快报

证券研究报告

氮肥

投资评级

买入-A

维持评级

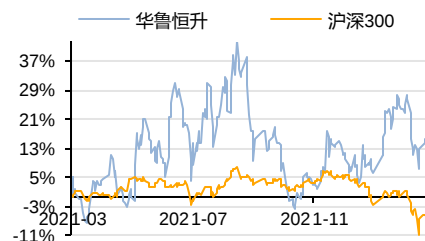
6 个月目标价：43 元

股价（2022-03-29）33 元

交易数据

总市值（百万元）	68,299.32
流通市值（百万元）	68,210.61
总股本（百万股）	2,111.91
流通股本（百万股）	2,109.17
12 个月价格区间	27.36/41.48 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.16	12.96	27.07
绝对收益	-8.02	1.51	21.1

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

相关报告

华鲁恒升：业绩符合预期，新基地+高端化再启征程/张汪强	2022-01-24
华鲁恒升：拟实施股权激励，看好公司长期成长/张汪强	2021-12-22
华鲁恒升：Q3 景气持续，能效领跑+产业高端化再启征程/张汪强	2021-10-27
华鲁恒升：DMC 技改增量落地，本部高端化可期/张汪强	2021-10-10
华鲁恒升：业绩超预期，走出去+高端化战略助力公司持续成长/张汪强	2021-08-30

亿元、80.5 亿元、89.8 亿元，维持买入-A 投资评级。

■风险提示：产品价格大幅度下跌，项目进度不及预期

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	13,115.0	26,635.9	30,065.1	34,574.9	39,761.1
净利润	1,798.4	7,254.2	7,358.8	8,047.6	8,984.9
每股收益(元)	0.85	3.43	3.48	3.81	4.25
每股净资产(元)	7.32	10.54	13.33	16.38	19.79

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	38.8	9.6	9.5	8.7	7.8
市净率(倍)	4.5	3.1	2.5	2.0	1.7
净利率	13.7%	27.2%	24.5%	23.3%	22.6%
净资产收益率	11.6%	32.6%	26.1%	23.3%	21.5%
股息收益率	0.7%	0.8%	2.1%	2.3%	2.6%
ROIC	14.0%	49.9%	35.3%	38.1%	40.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图 1：华鲁恒升主要产品价格与价差跟踪

板块	跟踪价格与价差	单位	半年					半年					月均(2021年)					月均(2022年)			2021年变化		2022年变化							
			17FY	18FY	19FY	20FY	21FY	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	10月	11月	12月	1月	2月	3月	Q4同比	Q4环比	Q1同比	Q1环比	
基础	人民币汇率	-	6.75	6.62	6.90	6.90	6.45	6.63	6.48	6.47	6.47	6.40	6.36	6.44	6.40	6.37	6.37	6.35	6.34	-3%	-1%	-2%	-1%			-3%	-1%	-2%	-1%	
	原油	美元/桶(不含税)	54.79	71.79	64.05	43.66	70.65	45.13	61.74	68.95	73.23	78.70	97.98	83.29	79.13	73.67	84.70	94.80	114.44	74%	7%	59%	24%			74%	7%	59%	24%	
原料及中间品	柴油	元/吨(含税)	644	652	592	574	1000	634	732	858	1137	1272	1083	1916	969	930	906	1050	1293	100%	12%	48%	-15%			100%	12%	48%	-15%	
	纯苯	元/吨(含税)	6730	6413	5074	3955	7083	3971	5604	7473	7976	7281	7936	8032	7158	6653	7512	7806	8489	83%	-9%	42%	9%			83%	-9%	42%	9%	
	丙烯	元/吨(含税)	7515	8510	7375	6775	7881	7412	7656	8100	7792	7975	8139	8770	7716	7438	7828	8025	8565	8%	2%	6%	2%			8%	2%	6%	2%	
	硝酸	元/吨(含税)	1519	1780	1661	1474	2447	1773	1927	2172	3010	2681	1922	3373	2705	1965	1868	1916	1983	51%	-11%	0%	-28%			51%	-11%	0%	-28%	
	甲醇	元/吨(含税)	2772	3095	2241	1894	2696	2165	2436	2577	2767	3004	2863	3468	2788	2756	2730	2789	3071	39%	9%	18%	-5%			39%	9%	18%	-5%	
	二甲醚	元/吨(含税)	1385	1473	1090	898	1260	953	1100	1264	1254	1420	1299	1703	1340	1218	1195	1229	1473	49%	13%	18%	-9%			49%	13%	18%	-9%	
	尿素	元/吨(含税)	2572	3015	2889	2598	3751	2845	3051	3674	4168	4109	3912	4507	3960	3861	3753	3870	4113	44%	-1%	28%	-5%			44%	-1%	28%	-5%	
	液氨-期货价差	元/吨(含税)	1606	2038	2001	1736	2251	1894	1954	2387	2463	2202	2287	1633	2507	2466	2394	2295	2173	1633	2507	2466	2394	2295	2173	16%	-11%	17%	4%	
	尿素	元/吨(含税)	1656	1996	1883	1725	2453	1786	2077	2369	2701	2665	2725	2976	2520	2498	2408	2568	2898	2976	2520	2498	2408	2568	2898	49%	-1%	31%	2%	
	尿素(长期租, 美国海湾)	美元/吨(不含税)	203	254	242	219	465	228	328	372	438	723	627	624	778	767	600	514	766	624	778	767	600	514	766	217%	65%	91%	-13%	
肥料	尿素-期货价差	元/吨(含税)	1012	1344	1291	1151	1453	1152	1345	1510	1565	1393	1641	1060	1551	1568	1702	1618	1604	21%	-11%	22%	18%			21%	-11%	22%	18%	
	复合肥	元/吨(含税)	1903	2093	2060	1896	2532	1850	2024	2163	2909	3032	3083	3046	3050	3000	3000	3025	3223	64%	4%	52%	2%			64%	4%	52%	2%	
醋酸及衍生物	醋酸	元/吨(含税)	3168	4650	2983	2720	6671	3544	5427	7617	6502	7140	5141	8170	7075	6175	5860	4888	4675	101%	9%	5%	-28%			101%	9%	5%	-28%	
	醋酸-期货价差	元/吨(含税)	2637	4112	2495	2265	5847	3021	4823	6909	5564	6091	4247	6589	6276	5408	5112	4021	3608	6589	6276	5408	5112	4021	3608	102%	9%	-12%	-30%	
	醋酸-甲醇价差	元/吨(含税)	1644	2948	1751	1679	5188	2353	4087	6199	4980	5488	3566	6263	5542	4659	4359	3354	2986	6263	5542	4659	4359	3354	2986	133%	10%	-13%	-35%	
	醋酐	元/吨(含税)	5690	7751	5685	5689	10744	6434	8650	11527	10503	12295	8438	13960	12150	10775	9540	8175	7600	13960	12150	10775	9540	8175	7600	91%	17%	-2%	-31%	
有机胺	DMF	元/吨(含税)	6113	6069	5042	6376	12970	8667	10213	11113	14545	16010	15637	16930	15650	15450	15860	15875	16175	85%	10%	63%	4%			85%	10%	63%	4%	
	DMF-期货价差	元/吨(含税)	4567	4505	3621	4998	10571	7144	8457	9054	11817	12958	14037	12332	13325	13325	13218	14685	14356	13071	12332	13325	13325	13218	14685	14356	13071	81%	10%	66%
己二酸及中间品	DMF-甲醇-价差	元/吨(含税)	1758	1148	1198	3065	8235	5224	6049	6551	9557	10762	11636	10966	10721	10598	12083	11981	10845	10966	10721	10598	12083	11981	10845	106%	13%	92%	8%	
	环己酮	元/吨(含税)	10868	12202	9028	6619	10461	6770	8858	10654	11166	11164	11842	12330	10675	10488	11850	11963	11713	12330	10675	10488	11850	11963	11713	65%	0%	34%	6%	
	己二酸	元/吨(含税)	10141	10506	8155	6836	10756	7439	9333	10188	10757	12745	13584	12560	13288	12388	13240	13938	13575	12560	13288	12388	13240	13938	13575	71%	18%	46%	7%	
	己二酸-纯苯-期货价差	元/吨(含税)	3601	3961	2751	2473	3077	2785	3285	2480	1908	4636	5737	3336	5140	5430	5753	6203	5254	3336	5140	5430	5753	6203	5254	66%	143%	75%	24%	
多元醇	己二醇	元/吨(含税)	7096	7234	4740	3856	5227	3800	5134	4983	5311	5481	5175	6321	5232	4891	5169	5136	5221	6321	5232	4891	5169	5136	5221	44%	3%	1%	-6%	
	己二醇-二甲醚价差	元/吨(含税)	4776	4888	2608	1789	1629	1517	2500	1894	1219	903	1276	(577)	1744	1543	1906	1357	566	(577)	1744	1543	1906	1357	566	-40%	-26%	-49%	41%	
	丁醇	元/吨(含税)	6834	7668	6700	6297	12421	8163	11396	13893	14744	9651	10254	10840	9900	8213	9550	10613	10600	10840	9900	8213	9550	10613	10600	18%	-35%	-10%	6%	
	异辛醇	元/吨(含税)	8035	8854	7564	7375	14221	9237	12213	14744	17140	12188	12399	13320	12613	10631	11160	12888	13150	13320	12613	10631	11160	12888	13150	32%	-29%	-3%	2%	
其他	异丁醇	元/吨(含税)				6398	14235	8878	9836	16409	18323	12371	15000	17029	13014	8313	14854	16354	13793	17029	13014	8313	14854	16354	13793	39%	-32%	53%	21%	
	异辛醇-丙酮价差	元/吨(含税)	2024	2046	1654	1981	7917	3307	6688	8264	10907	5808	5888	6304	6440	4681	4898	4648	6298	76%	-47%	-12%	1%			76%	-47%	-12%	1%	
	三聚氰胺	元/吨(含税)	7632	7942	5729	5248	11936	6139	7222	11165	13635	15722	10837	18040	17400	10725	9660	12125	10725	18040	17400	10725	9660	12125	10725	156%	15%	50%	-31%	
	三聚氰胺-尿素价差	元/吨(含税)	5699	5987	3952	3654	4578	4236	4992	4060	5532	7728	2664	10112	9840	3233	1836	4123	2033	10112	9840	3233	1836	4123	2033	82%	40%	169%	-66%	
新能源	草酸	元/吨(含税)	4769	4221	4048	3618	4659	3229	3700	3908	4942	6085	5442	5770	5713	5850	5850	5350	5125	5770	5713	5850	5850	5350	5125	88%	23%	47%	-11%	
	碳酸二甲酯(DMC)	元/吨(含税)	5894	6931	6253	7500	8157	10462	7108	6717	8503	10298	7484	12820	9100	8975	9290	7338	5825	12820	9100	8975	9290	7338	5825	-2%	21%	5%	-27%	
	溶剂DMC(电池级)	元/吨(含税)	7023	8992	8576	9571	12599	15538	12333	10971	12192	14900	11783	17200	14125	13375	13000	12500	9850	17200	14125	13375	13000	12500	9850	-4%	22%	-4%	-21%	
	电池级DMC-磷酸-二甲酯价差	元/吨(含税)	3868	5591	5897	7174	8859	12838	9262	7571	8154	10448	7772	11254	10374	9717	9403	8603	5311	11254	10374	9717	9403	8603	5311	-19%	28%	-16%	-26%	
新材料	DMO/丙二酸二甲酯价差	元/吨(含税)	3641	4644	4204	4700	8982	5912	4802	6853	9951	14322	11020	17749	12825	12392	13289	11385	8388	17749	12825	12392	13289	11385	8388	142%	44%	130%	-23%	
	己内酰胺	元/吨(含税)	15212	16165	12507	9921	13840	10413	12442	13423	14935	14561	13967	16070	14150	13463	14000	13813	14088	40%	-3%	12%	-4%			40%	-3%	12%	-4%	
	己内酰胺HPO法价差	元/吨(含税)	7813	8935	6656	5238	5801	5624	5723	4443	5483	7553	6019	7639	7605	7414	6506	5687	5864	7639	7605	7414	6506	5687	5864	34%	38%	5%	-20%	

资料来源：百川资讯，隆众资讯，天天化工，Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,115.0	26,635.9	30,065.1	34,574.9	39,761.1	成长性					
减:营业成本	10,312.5	17,182.4	19,692.7	22,992.3	26,640.0	营业收入增长率	-7.6%	103.1%	12.9%	15.0%	15.0%
营业税费	98.7	135.2	210.5	242.0	278.3	营业利润增长率	-26.6%	300.0%	1.7%	15.1%	17.9%
销售费用	43.0	63.2	787.7	622.3	318.1	净利润增长率	-26.7%	303.4%	1.4%	9.4%	11.6%
管理费用	177.2	276.2	330.7	380.3	437.4	EBITDA 增长率	-18.4%	184.5%	-0.7%	15.0%	16.7%
研发费用	284.0	368.4	415.9	478.3	550.0	EBIT 增长率	-26.5%	286.2%	-0.6%	14.3%	17.0%
财务费用	106.3	96.0	-29.1	-106.4	-207.6	NOPLAT 增长率	-26.8%	286.9%	0.2%	14.3%	17.0%
资产减值损失	-10.2	-38.9	-	-	-	投资资本增长率	8.9%	41.3%	5.9%	10.9%	-3.4%
加:公允价值变动收益	-9.3	1.0	-	-	-	净资产增长率	10.0%	45.1%	26.0%	24.0%	23.1%
投资和汇兑收益	46.9	29.5	-	-	-						
营业利润	2,127.0	8,508.8	8,656.8	9,966.0	11,745.0	利润率					
加:营业外净收支	-4.0	17.8	-	-	-	毛利率	21.4%	35.5%	34.5%	33.5%	33.0%
利润总额	2,123.0	8,526.6	8,656.8	9,966.0	11,745.0	营业利润率	16.2%	31.9%	28.8%	28.8%	29.5%
减:所得税	324.6	1,272.9	1,298.5	1,494.9	1,761.7	净利润率	13.7%	27.2%	24.5%	23.3%	22.6%
净利润	1,798.4	7,254.2	7,358.8	8,047.6	8,984.9	EBITDA/营业收入	27.0%	37.9%	33.3%	33.3%	33.8%
						EBIT/营业收入	17.1%	32.6%	28.7%	28.5%	29.0%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	318	185	198	182	166
货币资金	1,066.4	1,883.8	4,856.1	9,329.5	18,351.1	流动营业资本周转天数	-18	5	18	14	11
交易性金融资产	1,004.1	1,005.2	1,005.2	1,005.2	1,005.2	流动资产周转天数	93	79	113	139	184
应收帐款	23.1	76.7	35.9	93.5	55.3	应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	8	9	9	9	9
预付帐款	202.4	595.5	319.0	748.7	488.3	总资产周转天数	532	333	368	382	404
存货	273.4	1,038.6	465.1	1,290.5	743.6	投资资本周转天数	386	239	256	241	217
其他流动资产	697.6	3,791.3	3,791.3	3,791.3	3,791.3						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	11.6%	32.6%	26.1%	23.3%	21.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	25.3%	22.4%	20.9%	20.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	14.0%	49.9%	35.3%	38.1%	40.2%
固定资产	11,249.7	16,080.6	16,921.2	18,009.5	18,565.9	费用率					
在建工程	3,373.7	1,198.8	2,519.3	3,311.6	2,886.9	销售费用率	0.3%	0.2%	2.6%	1.8%	0.8%
无形资产	1,238.4	1,496.7	1,463.8	1,430.9	1,398.0	管理费用率	1.4%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
其他非流动资产	1,420.5	1,486.0	1,461.1	1,442.6	1,428.1	研发费用率	2.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
资产总额	20,549.3	28,653.2	32,837.9	40,453.4	48,713.9	财务费用率	0.8%	0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
短期债务	530.3	10.0	-	-	-	四费/营业收入	4.7%	3.0%	5.0%	4.0%	2.8%
应付帐款	1,663.0	2,237.7	2,232.8	2,986.7	3,060.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	23.8%	20.8%	12.9%	12.3%	10.4%
其他流动负债	1,520.9	1,971.5	1,971.5	1,971.5	1,971.5	负债权益比	31.3%	26.2%	14.8%	14.0%	11.6%
长期借款	1,174.8	1,705.2	-	-	-	流动比率	0.88	1.99	2.49	3.28	4.86
其他非流动负债	11.7	23.4	23.4	23.4	23.4	速动比率	0.81	1.74	2.38	3.02	4.71
负债总额	4,900.6	5,947.7	4,227.7	4,981.6	5,055.7	利息保障倍数	21.14	90.41	(296.14)	(92.67)	(55.57)
少数股东权益	180.1	449.6	449.2	872.7	1,871.1	分红指标					
股本	1,626.7	2,111.9	2,111.9	2,111.9	2,111.9	DPS(元)	0.23	0.27	0.70	0.76	0.85
留存收益	13,896.6	20,162.1	26,049.2	32,487.2	39,675.2	分红比率	27.1%	7.8%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	15,648.7	22,705.5	28,610.3	35,471.9	43,658.1	股息收益率	0.7%	0.8%	2.1%	2.3%	2.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,798.5	7,253.7	7,358.8	8,047.6	8,984.9	EPS(元)	0.85	3.43	3.48	3.81	4.25
加:折旧和摊销	1,308.5	1,417.4	1,388.1	1,662.0	1,907.0	BVPS(元)	7.32	10.54	13.33	16.38	19.79
资产减值准备	10.0	38.9	-	-	-	PE(X)	38.8	9.6	9.5	8.7	7.8
公允价值变动损失	9.3	-1.0	-	-	-	PB(X)	4.5	3.1	2.5	2.0	1.7
财务费用	115.7	113.7	-29.1	-106.4	-207.6	P/FCF	114.9	61.2	15.8	12.3	7.1
投资损失	-46.9	-29.5	-	-	-	P/S	5.3	2.6	2.3	2.0	1.8
少数股东损益	0.1	-0.5	-0.5	423.6	998.3	EV/EBITDA	16.9	6.4	6.3	5.2	3.8
营运资金的变动	435.9	-6,584.2	894.6	-550.2	928.3	CAGR(%)	67.6%	11.2%	44.2%	67.6%	11.2%
经营活动产生现金流量	2,994.8	4,905.8	9,611.9	9,476.5	12,610.9	PEG	0.6	0.9	0.2	0.1	0.7
投资活动产生现金流量	-2,265.6	-3,628.8	-3,500.0	-3,500.0	-2,000.0	ROIC/WACC	1.3	4.8	3.4	3.7	3.9
融资活动产生现金流量	-371.0	-556.4	-3,139.6	-1,503.1	-1,589.4	REP	3.0	0.7	0.9	0.7	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034