

行业研究 | 行业专题研究 | 石油石化

财政发力促大化工稳健前行



| 报告要点

国新办 10 月 12 日举办关于“加大财政政策逆周期调节力度”发布会，指出近期将有一揽子扩张政策陆续推出。结合 9 月 26 日召开的中共中央政治局会议对房地产和消费提出针对性的政策促进措施，我们认为伴随近期政策的落地实施和央行降准降息，大化工行业各类产品的终端需求有望修复，进而带动行业估值和基本面修复。

| 分析师及联系人



许隽逸

SAC: S0590524060003



张玮航

SAC: S0590524090003



陈律楼

SAC: S0590524080002



申起昊

SAC: S0590524070002



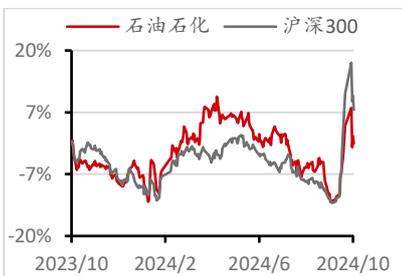
陈康迪

石油石化

财政发力促大化工稳健前行

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《石油石化：大化工 28 大细分高频估值监测（2024/10/10）》2024. 10. 10
- 2、《石油石化：政策发力：大化工 4 次大底复盘》2024. 09. 29



扫码查看更多

国新办 10 月 12 日举办关于“加大财政政策逆周期调节力度”发布会，指出近期将有一揽子扩张政策陆续推出。结合 9 月 26 日召开的中共中央政治局会议对房地产和消费提出针对性的政策促进措施，我们认为伴随近期政策的落地实施和央行降准降息，大化工行业各类产品的终端需求有望修复，进而带动行业估值和基本面修复。

➤ 财政政策发力，需求有望进一步提振

大化工下游大炼化、涤纶长丝以及化工品需求与房地产和消费景气度密切相关，近期政策或有望改善需求低迷的局面。历史上几轮增量财政政策通过上游和下游两条路径对化工需求产生积极影响：上游传导路径通过刺激房地产、制造业以及基础设施等活动，带动钛白粉、纯碱、PVC 等与地产链、基建相关的化工原材料需求；下游传导通过刺激消费，与家电、汽车、电子产品等衣食住行相关的化工品如塑料、制冷剂、MDI 需求上升。

➤ 基础化工：需求面临支撑，静待政策发力

当前 CPI、PPI 仍处磨底阶段，油价支撑下 CCPI 指数处在 33% 历史分位，而 CCPI-原油价差仅在 13% 历史分位。需求端看，目前地产需求仍较疲软，家电、汽车产销相对强劲，纺织需求企稳。供应端看，基础化工行业在建工程增速明显放缓，2024H1 资本开支增速由正转负至 -14%，或代表企业扩产意愿降低。伴随一揽子货币政策和稳地产、保民生、促消费等财政政策利好支撑，经济有望复苏，地产、消费等终端需求有望得到改善，并逐步传导至化工中游行业，化工行业景气有待改善。

➤ 石油石化：板块盈利与估值有望底部回升

伴随后续财政政策陆续落地，石油石化板块盈利有望提振，估值有望底部回升。2023 年石油石化板块业绩逐步回暖：从年度数据看，石化板块（申万）营收同比减少 2.40%，归母净利润同比减少 2.55%；而 2024H1 石油石化板块营收同比增长 2.54%，归母净利润同比增长 11.07%，营收和业绩均获得改善。从细分板块看，伴随房地产复苏，产品-原油价差修复，地产后周期的烯烃类产品需求有望回升；消费或在政策激励下回暖，涤纶长丝供需格局或持续修复，需求有望获得改善。

➤ 投资建议：关注顺周期优质资产、消费及地产后周期板块

建议关注顺周期优质资产及龙头白马万华化学、华鲁恒升、巨化股份、华峰化学、新和成；地产链周期品 MDI、纯碱、钛白粉等；消费提振的涤纶长丝龙头桐昆股份、新凤鸣；下游农药需求的扬农化工、润丰股份、广信股份，化肥需求的磷肥、复合肥；行业景气度持续的赛轮轮胎、森麒麟、通用股份及民爆矿服产业；成本优势及成长性显著的化工企业宝丰能源、卫星化学；经营稳健的梅花生物；顺应 ESG 的台华新材、三联虹普、惠城环保；民营大炼化恒力石化、荣盛石化；上游优质资源且高分红的中国石油、中国石化、中国海油；关注有望受益内外需改善的改性塑料、甜味剂及粘胶产业；关注合成生物学、CPI、COC、PEEK 等产业升级方向。

风险提示：政策效果不达预期；房企流动性风险加剧；市场信心不及预期；化工行业的供需矛盾暂未得到解决的风险

正文目录

1. 化工需求受财政政策影响复盘	4
1.1 与化工相关激励政策梳理	4
2. 财政政策有望进一步提振化工需求	5
2.1 基础化工：需求面临支撑，静待政策发力.....	5
2.2 石油石化：政策陆续落地有望提振板块盈利与估值底部回升.....	11
3. 投资建议：建议关注顺周期优质资产等	15
3.1 顺周期优质资产	15
3.2 受消费提振资产	15
3.3 地产后周期资产	15
4. 风险提示	15

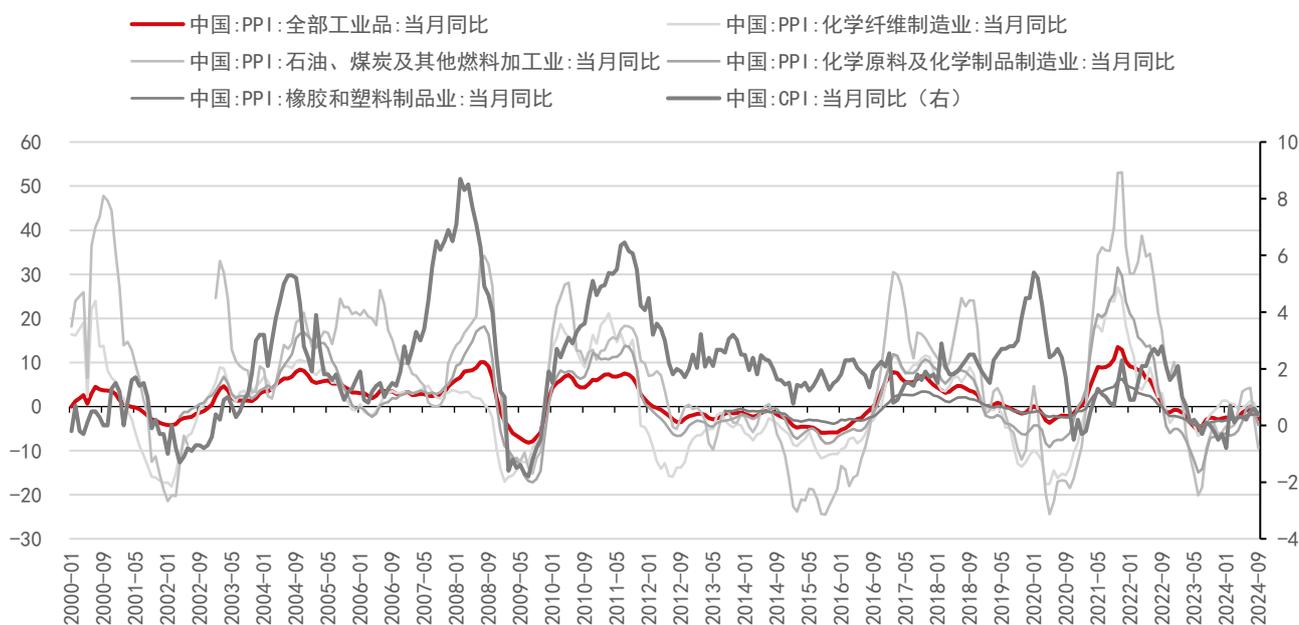
图表目录

图表 1： 2000 年 1 月至 2024 年 9 月化工行业 PPI 和 CPI 对比 (%)	4
图表 2： CCPI 指数（中国化工产品价格指数）和 CCPI-原油价差走势	6
图表 3： 地产开工、施工、竣工、销售面积增速情况	7
图表 4： 国内家电产量增速情况	7
图表 5： 国内汽车销量及累计同比情况	7
图表 6： 中国布、纱产量增速	7
图表 7： 工业成品库存：2000 迄今已经历了七轮库存周期	8
图表 8： 化工行业库存周期	8
图表 9： 基础化工板块在建工程增速明显放缓	9
图表 10： 基础化工行业资本开支显著下滑	9
图表 11： 基础化工板块营收变动情况	10
图表 12： 基础化工板块归母净利润变动情况	10
图表 13： 基础化工板块季度销售毛利率走势和分位数	10
图表 14： 基础化工板块季度 ROE 走势和分位数	10
图表 15： 石油石化板块营收变动情况	11
图表 16： 石油石化板块归母净利润变动情况	11
图表 17： 石油石化板块季度销售毛利率走势和分位数	12
图表 18： 石油石化板块季度 ROE 走势和分位数	12
图表 19： 聚烯烃-原油价差（元/吨）	13
图表 20： 涤纶长丝—PTA&MEG 产品价差（元/吨）	14
图表 21： 布伦特原油期货结算价（美元/桶）	15

1. 化工需求受财政政策影响复盘

历史上几轮扩张财政政策通过上游和下游两条路径对化工需求产生积极影响：上游传导路径通过刺激房地产、制造业以及基础设施等上游行业活动，带动钛白粉、纯碱、PVC 等与地产链、基建相关的化工原材料需求。下游传导路径通过政策刺激消费，与家电、汽车、电子产品等衣食住行相关的化工品如塑料、制冷剂、MDI 等需求上升。

图表1：2000年1月至2024年9月化工行业PPI和CPI对比（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1 与化工相关激励政策梳理

2008年，4万亿经济刺激计划：在全球2008年面临次贷和金融危机冲击下，中国经济受到的影响也日益严重，CPI和全部工业品PPI增速显著回落，出口出现负增长，经济面临下行压力。面对严重的经济形势，中国从2008年10月开始进行经济政策调整，并确定了2008-2009年总额达4万亿的经济刺激投资计划，释放国内内需力量，驱动经济增长。2008年11月国务院常务会议上确定了扩大内需促进经济增长的十项措施，其中与**基础设施建设和减轻税费相关的措施包括加快农村基础设施建设，加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设，全面实施增值税转型改革，减轻企业负担。**

2015年，供给侧结构性改革：中国在2015年已经成为制造业和经济大国，而供给体

系存在中低端产品过剩、高端产品不足、房地产库存严重等问题。2015年11月中央财经领导小组第十一次会议首次提出了供给侧结构性改革，明确了去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板“五大重点任务”。化工行业亦存在产能过剩，在淘汰落后产能和推进产业升级的过程中，化工品供应端收缩，价格上升，具有高附加值的化工产品价值凸显。

2018年，减税降费宏观经济政策：中国在2018年大规模推行减税降费政策，政策内容涵盖小型微利企业所得税优惠以及科技型中小企业研发费用税收优惠。对于化工企业而言，税费负担或大幅降低，化工品价格随生产成本同步下降带动化工品需求上升，化工原材料需求亦同步增长。在盈利能力增强，研发成本下降推动下，化工企业研发投入增加刺激化工企业产能扩张以及生产效率提升。

2020年，疫情后经济复苏政策：为应对新冠疫情后消费和出口萎缩，中国在刺激消费，促进投资方面推出了一系列财政政策，包括发放消费券、降低企业税费、加强基础设施投资等。2022年4月国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，消费复苏直接拉动了塑料、包装材料等化工品需求。同时期基建投资被各地政府报告多次提及，全国各地明确了要推进新型数字基础设施建设，光伏、电池、新材料等与基建相关的化工原料需求上升。

2. 财政政策有望进一步提振化工需求

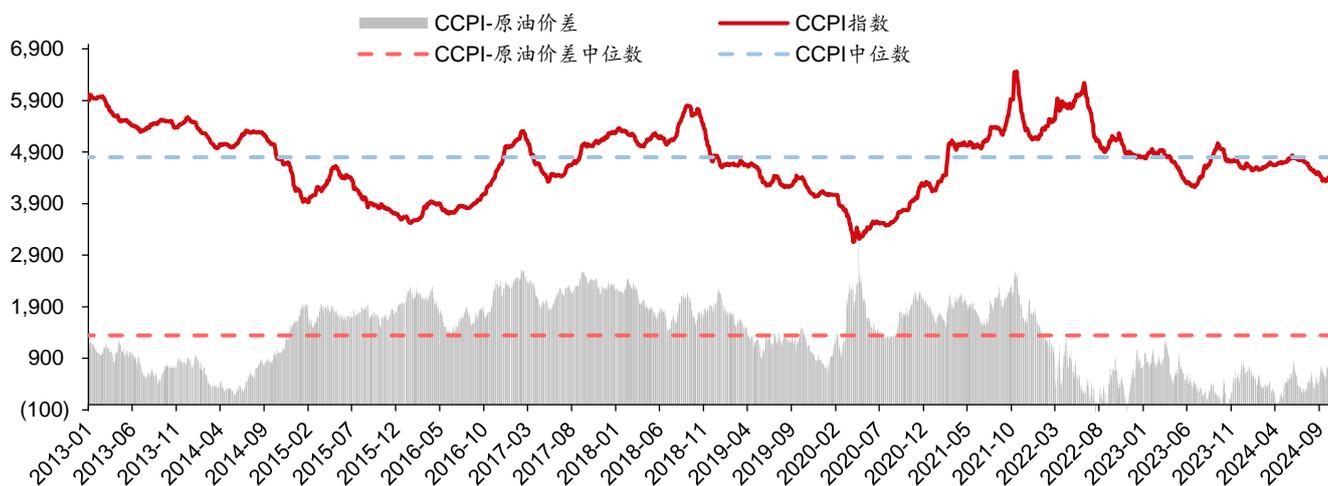
2.1 基础化工：需求面临支撑，静待政策发力

CPI、PPI 仍处磨底阶段。从宏观数据看，2024年1月至8月，中国消费市场仍维持弱复苏态势。2024年8月社会消费品零售总额当月同比增长率为2.1%，低于2023年同期2.5pct，消费品零售总额增速持续下滑。与此同时，2024年8月中国CPI当月同比增长率为0.6%，CPI数据改善缓慢。化工行业PPI在2021-2023年间整体呈下降趋势，上游和中游利润受到挤压，尽管PPI自2023年下半年有所回升，与历史水平相比仍处于较低水平。

化工品价格、价差仍处于历史低位。国内化工行业新增产能仍在投放，供给压力仍存；而国内房地产等终端需求仍较弱，出口导向的产品需求改善，化工品需求整体较疲软，2022年中以来CCPI指数（中国化工产品价格指数）整体呈震荡下行趋势。成本方面，在地缘政治紧张、OPEC+减产政策和美联储降息预期等因素影响下，原油价格仍维持相对高位，化工行业成本压力仍存，CCPI-原油价差显著低于历史中值

(2013 年至今)。截至 2024 年 10 月 12 日，CCPI 指数为 4471，处在 33%历史分位；CCPI-原油价差为 432，处在 13%历史分位。

图表2：CCPI 指数（中国化工产品价格指数）和 CCPI-原油价差走势

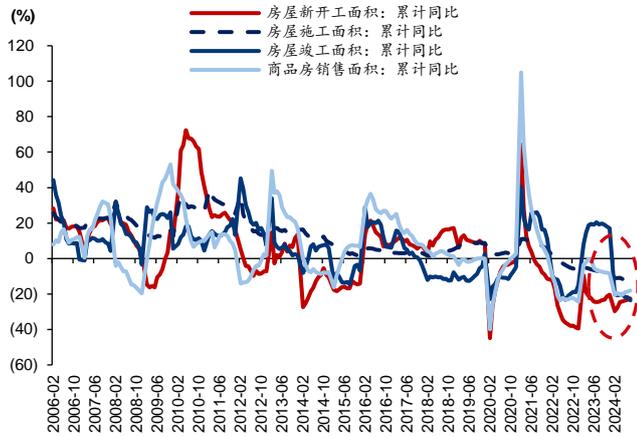


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：CCPI-原油价差中的原油价格为中国原油进口转换价格

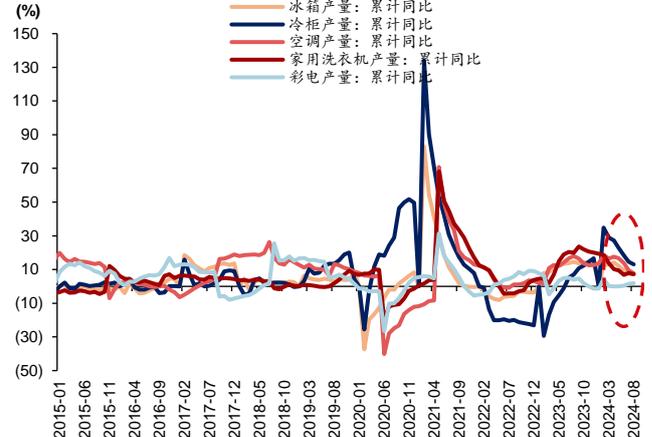
基础化工终端需求仍待回升，期待政策发力。国内地产、家电、汽车、纺织是基础化工行业主要终端需求，其中地产需求仍较疲软，截至 2024 年 8 月，国内房屋新开工/施工/竣工/商品房销售面积累计同比分别-23%/-12%/-24%/-18%，需求仍待回升；家电产量数据相对强劲，截至 2024 年 8 月，国内冰箱/冷柜/空调/家用洗衣机/彩电产量同比分别+7%/+13%/+8%/+7%/+2%；汽车销量数据较好，2024 年 1-8 月国内汽车销量为 1877 万辆，同比增长 3%；纺织需求企稳，2024 年 1-8 月国内布/纱产量同比分别+3%/-1%，仍处历史相对低位区域。伴随本轮一揽子货币政策和财政政策陆续发力，经济有望复苏，地产、消费等终端需求有望得到改善，我们认为基础化工行业整体需求端得到支撑。

图表3：地产开工、施工、竣工、销售面积增速情况



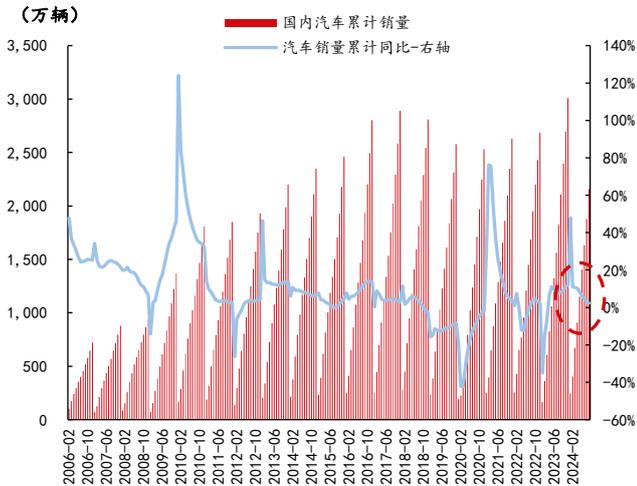
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：国内家电产量增速情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：国内汽车销量及累计同比情况



资料来源：Wind，国联证券研究所

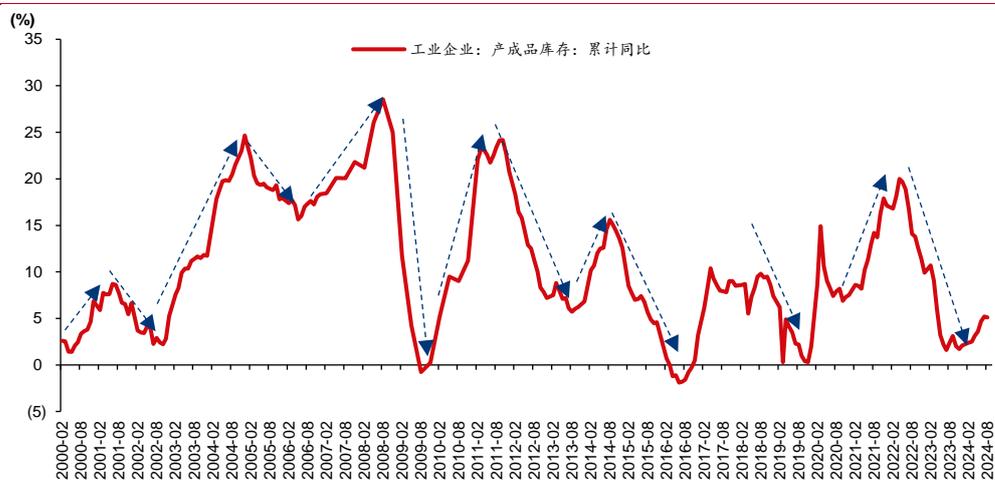
图表6：中国布、纱产量增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

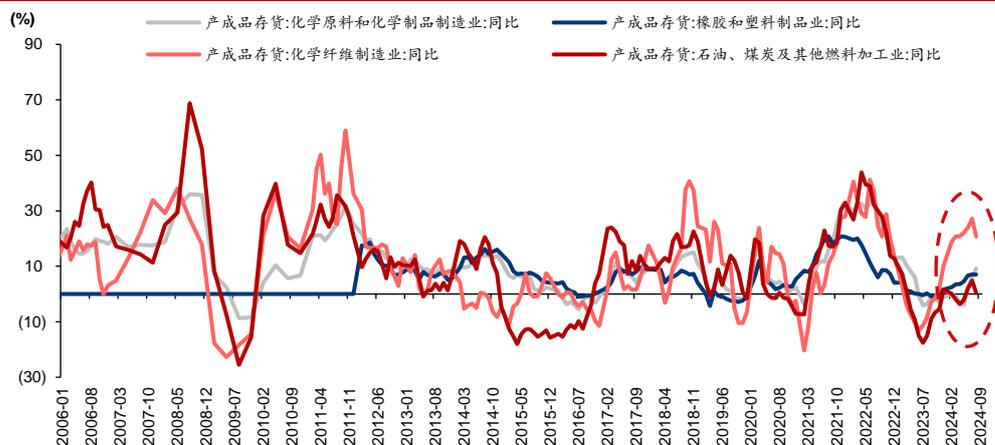
从库存周期来看，行业或进入主动补库周期。2000年迄今已经历了7轮库存周期，2023年Q4以来国内工业产成品库存及化工细分行业产成品库存波动上行，截至2024年8月，工业企业产成品库存累计同比增长5.1%，化学原料和化学制品制造业/橡胶和塑料制品业/化学纤维制造业/石油、煤炭及其他燃料加工业库存累计同比+9.2%/+7.1%/+20.8%/+0.4%，行业或进入主动补库周期。

图表7：工业成品库存：2000 迄今已经历了七轮库存周期



资料来源：Wind，国联证券研究所

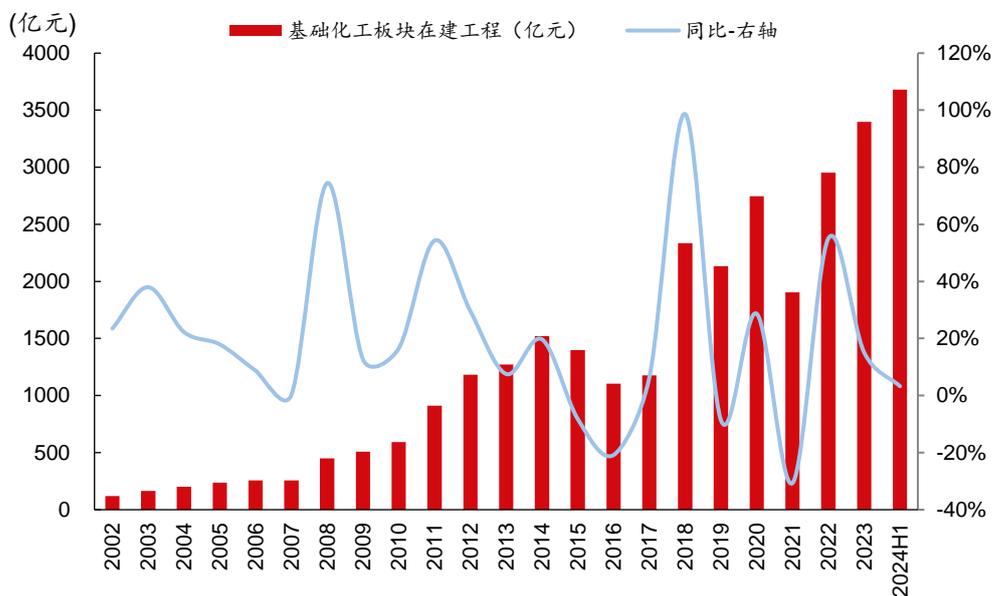
图表8：化工行业库存周期



资料来源：Wind，国联证券研究所

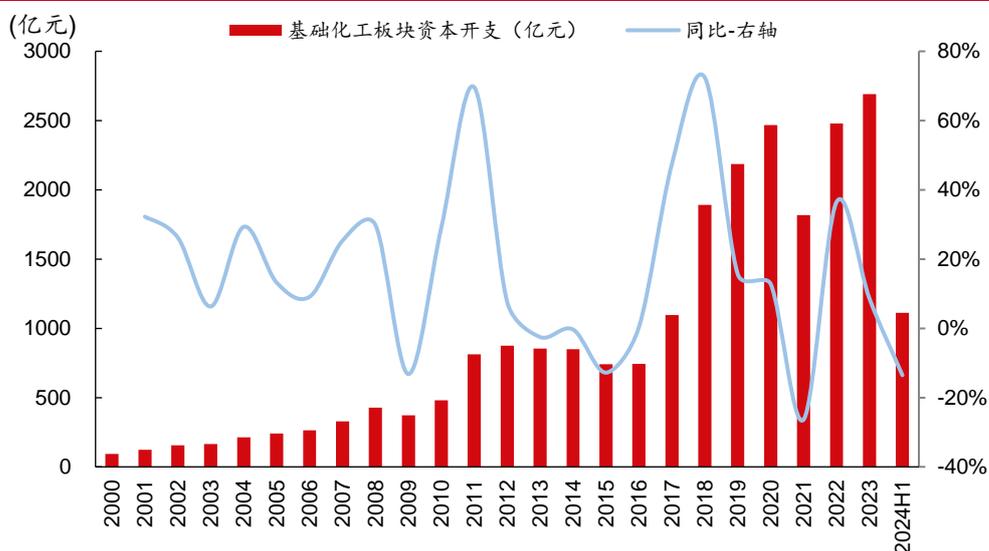
供给端来看，基础化工行业在建工程增速明显放缓，行业资本开支转负。2022 年，基础化工行业迎来阶段性投产高峰，当年基础化工板块在建工程同比增加 55%，但 2023 年以来扩产节奏明显放缓，当年板块在建工程增速放缓至 15%，2024 年 H1 板块在建工程增速为 3%。基础化工行业资本开支显著下滑，2022-2023 年资本开支增速分别为+36%/+9%，增速显著放缓，而 2024 年 H1 资本开支显著下滑，增速由正转负至-14%，或代表企业扩产意愿显著降低。

图表9：基础化工板块在建工程增速明显放缓



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：基础化工行业资本开支显著下滑



资料来源：Wind，国联证券研究所

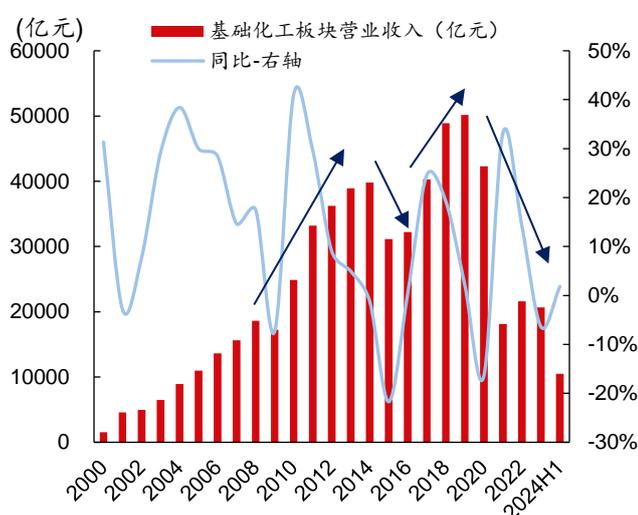
注：资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额

业绩来看，基础化工板块盈利仍承压，静待景气上行。从板块年度数据来看，2023年基础化工板块（申万）营收为20685亿元，较2010年板块营收还低17%；板块归母净利润为1086亿元，和2010、2011年归母净利润基本持平。2024年H1，基础化

工板块营收为 10481 亿元，同比增长 1.8%；归母净利润为 627 亿元，同比下降 3.5%，业绩仍承压。季度数据来看，2024 年 Q2 基础化工板块销售毛利率为 16.6%，处于近 25 年来的 42% 历史分位；板块 ROE 为 2.0%，处于近 25 年来的 29% 历史分位。

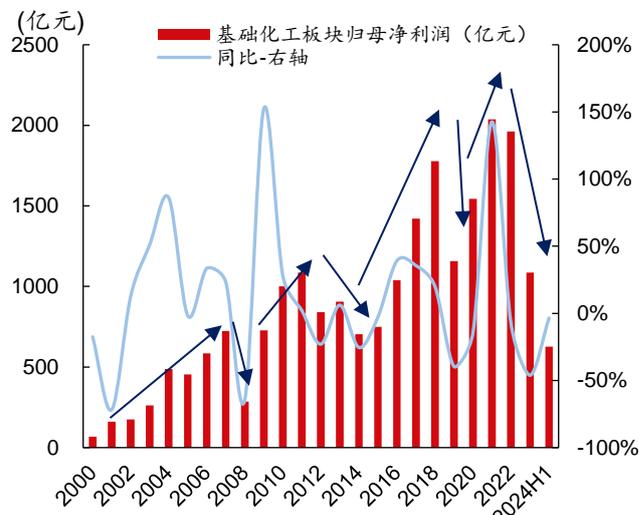
整体而言，伴随近期一揽子货币政策和稳地产、保民生、促消费等财政政策利好支撑，经济有望加速复苏，地产、消费等终端需求有望得到改善，并逐步传导至化工中游行业，化工行业景气有待改善。

图表11：基础化工板块营收变动情况



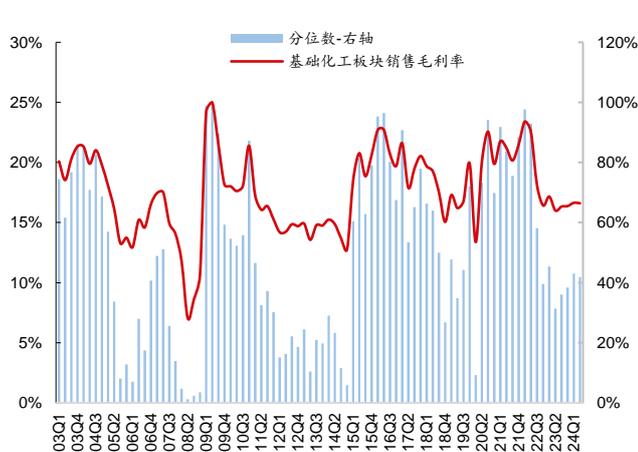
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：基础化工板块归母净利润变动情况



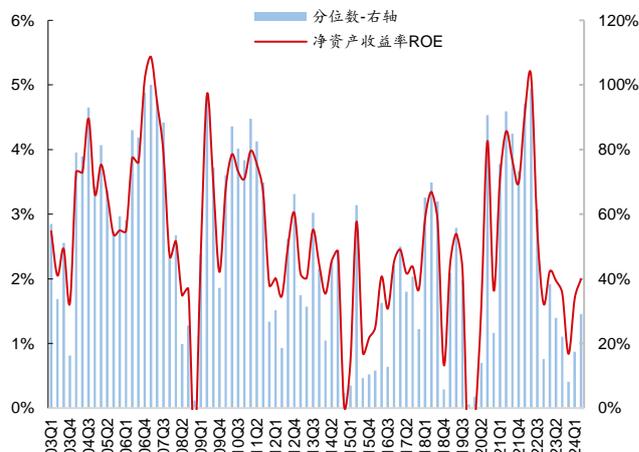
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：基础化工板块季度销售毛利率走势和分位数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：基础化工板块季度ROE走势和分位数



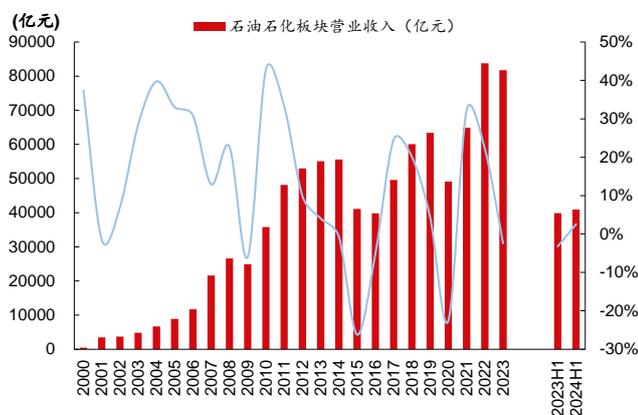
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 石油石化：政策陆续落地有望提振板块盈利与估值底部回升

石油石化板块盈利有望自底部磨底回升。从板块年度数据来看，2023 年石油石化板块（申万）营收为 81738 亿元，同比减少 2.40%；板块归母净利润为 3726 亿元，同比减少 2.55%。2024H1 石油石化板块营收为 40893 亿元，同比增长 2.54%；归母净利润为 2189 亿元，同比增加 11.07%，业绩开始逐步回暖。季度数据来看，2024 年 Q2 石油石化板块销售毛利率为 19.11%，处于近 25 年来的 44% 历史分位；板块 ROE 为 3.05%，处于近 25 年来的 56% 历史分位。

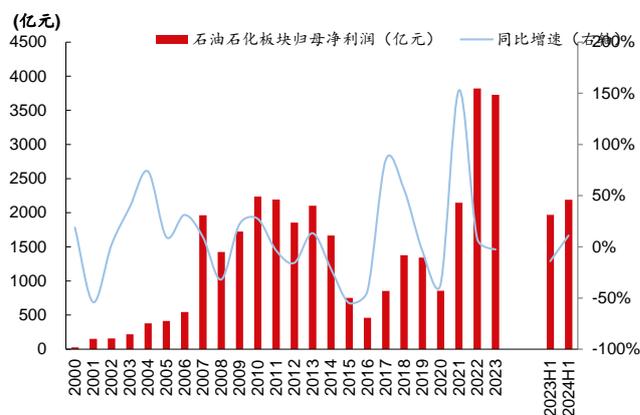
总体而言，本次财政部推出一揽子增量政策且还有其他政策工具正在研究中，有望有效化解地方债务风险，降低企业税赋，激发实体经济市场活力。针对房地产市场止跌回稳提出允许专项债券用于土地储备；支持收购存量房，优化保障性住房供给；及时优化完善相关税收政策。伴随后续政策陆续落地，有望提振石油石化板块盈利与估值底部向上修复。

图表15：石油石化板块营收变动情况



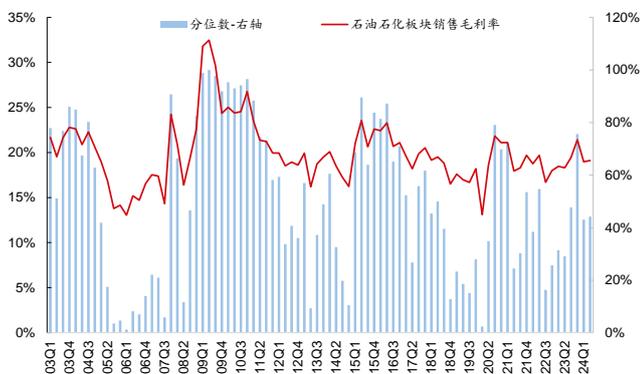
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：石油石化板块归母净利润变动情况



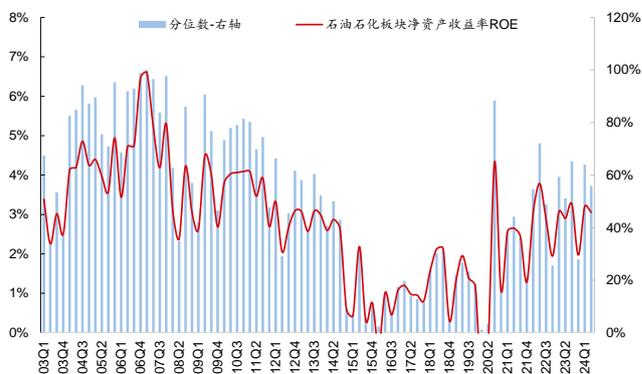
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表17: 石油石化板块季度销售毛利率走势和分位数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

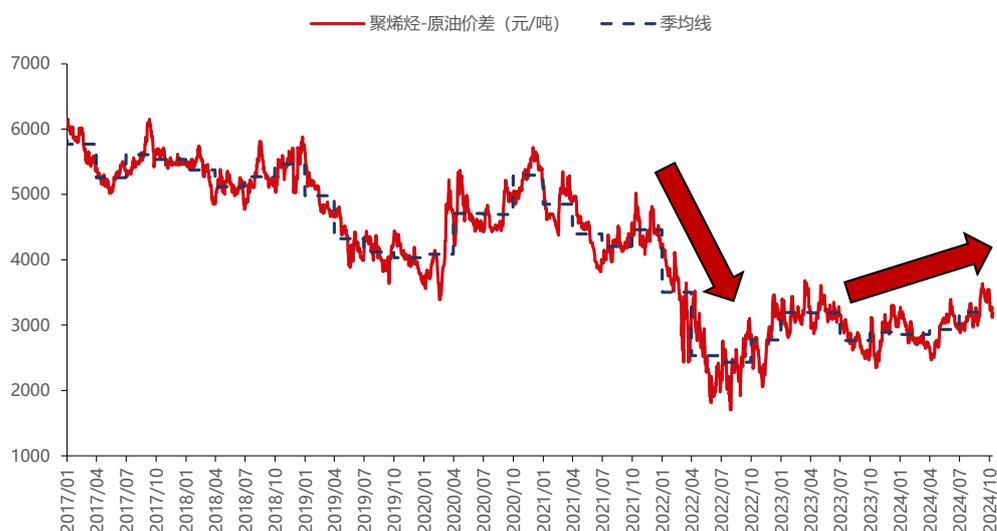
图表18: 石油石化板块季度ROE走势和分位数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

大炼化: 受减油增化这一长远战略方针影响, 大炼化中化工产品占比不断提升, 近年来伴随炼化装置的集中投产, 化工产品出现供应过剩, 众多化工产品的下游应用场景均与房地产有关, 石化行业同样具备较强的房地产后周期属性, 房地产政策或对石化行业产生较为显著的影响。以聚烯烃为例, 聚烯烃是由烯烃单体聚合而成的一类高分子化合物, 主要包括聚乙烯和聚丙烯, 具备良好的化学性质, 广泛应用于建筑材料、家具用品、包装材料等地产相关场景。当前烯烃类化工品消费需求仍处于磨底状态, 且未来仍有规划产能预计投放, 2024Q3 聚烯烃-原油价差均值为 3210 元/吨, 相较于 2020-2021 年价差水平仍有较大回升空间。2024 年 9 月 26 日中央政治局会议的表述体现出对房地产市场的高度重视, 将“止跌回稳”放在首位; 2024 年 10 月 12 日国新办新闻发布会, 财政部表示将推出一揽子增量政策举措, 并提出叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具支持推动房地产市场止跌回稳。房地产行业如果伴随政策实现复苏有望带动地产后周期的烯烃类化工品需求回升, 有望改善产品供需结构带动产品-原油价差修复, 具备大体量化工产品的大炼化企业**恒力石化**、**荣盛石化**有望实现盈利与估值的底部向上修复。

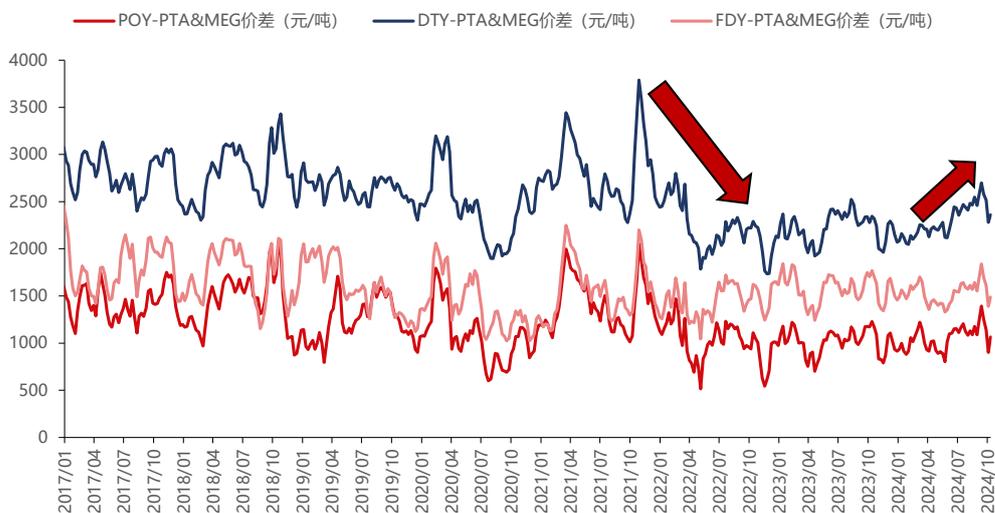
图表19：聚烯烃-原油价差（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

涤纶长丝：2018-2023年为涤纶长丝产能集中投放的窗口期，龙头企业纷纷进行产能扩张，新增产能远高于往年，涤纶长丝产品价差显著收窄，但伴随着2023年龙头企业规划产能投产临近结束，后续暂时没有大体量新产能的规划，且在建产能投放几乎完成，供应端边际增量快速减少，而需求端有望持续恢复，涤纶长丝供需格局或持续修复。涤纶长丝下游消费结构中服装领域需求占比50%，家纺装饰领域需求占比30%，其余领域需求占比20%，在地产政策+消费政策发力的情况下，涤纶长丝消费需求有望获得改善，具备较强议价能力的涤纶长丝龙头企业**桐昆股份**、**新凤鸣**有望实现盈利与估值的底部向上修复。

图表20：涤纶长丝—PTA&MEG 产品价差（元/吨）



资料来源：国联证券研究所

预期产能释放的标的：2005年中石化旗下子公司上海赛科100万吨/年和扬子巴斯夫74万吨/年乙烯项目投产并实现业绩兑现，中国石化实现盈利能力与估值水平的提升。2018-2022年，民营大炼化炼化一体化装置陆续投产并实现业绩快速增长，同样实现了盈利能力与估值水平的反弹。参考历史具有较强盈利性产能释放后对业绩与估值具有较强的提振作用，我们认为**卫星化学**连云港石化三四期项目投产、**宝丰能源**新疆项目投产均有望打开公司未来业绩成长空间，有望实现盈利与估值底部向上修复。

三桶油：促进房地产市场止跌回稳、调整限购政策、降低存量房贷利率等房地产政策以及促消费、促进中低收入群体增收，提升消费结构等举措有望带动终端消费需求回暖，尤其是带动成品油以及地产后周期的化工产品消费需求回暖，中国油品&化工品消费需求修复有望使原油消费边际存在增量可能，并进一步推动油价修复。**中国石油、中国海油、中国石化**拥有大体量上游优质油气资产，如果油价得到修复，三桶油业绩有望持续稳健，在央企持续深化改革，加强成本管控，精细化管理的背景下，三桶油利润率和资本回报率有望持续改善，实现盈利与估值的向上修复。

图表21：布伦特原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 投资建议：建议关注顺周期优质资产等

3.1 顺周期优质资产

建议关注顺周期优质资产及龙头白马万华化学、华鲁恒升、巨化股份、华峰化学、新和成；经营稳健的梅花生物；顺应 ESG 的台华新材、三联虹普、惠城环保。

3.2 受消费提振资产

建议关注消费提振的涤纶长丝龙头桐昆股份、新凤鸣；下游农药需求的扬农化工、润丰股份、广信股份，化肥需求的磷肥、复合肥；行业景气度持续的赛轮轮胎、森麒麟、通用股份及民爆矿服产业；关注有望受益内外需改善的改性塑料、甜味剂及粘胶产业；关注合成生物学、CPI、COC、PEEK 等产业升级方向；上游优质资源且高分红的中国石油、中国石化、中国海油。

3.3 地产后周期资产

建议关注地产链周期品 MDI、纯碱、钛白粉等；成本优势及成长性显著的化工企业宝丰能源、卫星化学；民营大炼化恒力石化、荣盛石化。

4. 风险提示

1、政策效果不达预期：尽管市场调控政策正在逐步推进，政策的执行效果可能不及

预期。由于政策实施过程中可能出现的延迟等影响因素发生，市场供需平衡的恢复进程可能因此放缓，进而影响调控效果。

2、房企流动性风险加剧：在当前市场环境下，房企的资金链压力较大，对于资金实力较弱的企业，可能面临较大的流动性风险。如果融资渠道收紧或销售回款不达预期，这些企业可能面临财务困境，进而影响其项目进展和市场表现。

3、市场信心不及预期：由于过去市场波动较大，加之部分企业违约或项目延期等负面事件的发生，市场参与者的信心可能仍然较为脆弱。消费者和投资者可能仍然持观望态度，导致市场活跃度和交易量难以显著提升，从而进一步影响市场复苏进程。

4、化工行业的供需矛盾暂未得到解决的风险：近期宽松货币政策并不能在短期内直接解决化工行业的供需矛盾，绝大多数化工产品仍存在供给过剩的问题。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼