

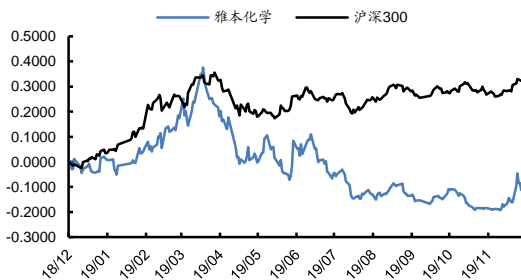
研究所

证券分析师：
021-68591581
联系人：
021-60338172

代鹏举 S0350512040001
daipj@ghzq.com.cn
卢昊 S0350118050025
luh@ghzq.com.cn

海外子公司介入工业大麻（CBD）医用市场， 产业价值链视角下战略价值凸显 ——雅本化学（300261）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
雅本化学	8.6	2.6	-11.3
沪深300	4.3	2.1	32.6

市场数据	2019-12-20
当前价格（元）	4.41
52周价格区间（元）	3.90 - 6.93
总市值（百万）	4248.19
流通市值（百万）	4093.69
总股本（万股）	96330.95
流通股（万股）	92827.37
日均成交额（百万）	41.82
近一月换手（%）	19.99

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

2019年12月雅本化学(300261)发布公告：子公司ACL拟与Greenstar Global Inc.在马尔他合资新设立A²W Pharma Limited, 主营CBD(大麻二酚)等管制药物, 投资总额为600万欧元, 其中ACL投资300万欧元, 占注册资本的50%。合资公司将在马尔他马尔萨工业区新建大麻提取、加工工厂, 按照GMP准则生产医药级的CBD产品, 研发大麻素类物质作为药物活性成分的潜在用途及创新药剂。

A²W工厂建设期约为10-12个月, 建成达产后, 预计第一年可实现净利润1,250万欧元, 第二年可实现净利润2,500万欧元。

对国内医用大麻二酚(CBD)行业, 我们核心观点如下:

- 1) 在CBD新药研发和合法化驱动下, 全球医用CBD市场将快速发展;
- 2) 上游种植(含育种)和提纯环节, 国内企业和海外比没有优势, 且很难赶超; 现阶段的高利润来自于市场高增长的红利, 后期风险很大, 不建议企业贸然介入;
- 3) 医用CBD行业, 国内企业的主要机会在医药研发。下游国内CBD市场短期几乎不可能放开, 国内医药大麻产业只能介入国际市场。在不熟悉海外市场渠道和相关法规的情况下, 与海外药企合作是一条最现实的路径。

如果我们看长远点, 等医药大麻度过红利期以后, 上游的种植面积过剩, 普通纯度CBD终要回归合理利润, 真正有价值的还是下游医药研发环节。中国虽然对娱乐大麻零容忍, 但如果医用大麻能在抗癫痫、神经性等领域出现安全可靠的药品, 能节省老龄化成本, 大概率还是要引入的。这时候能够享受国内红利必然是有研发经验且在国际市场成功实践的企业, 而目前国内企业主要集中在上游的种植和提纯环节, 实质性介入下游海外市场医药研发的很少。

目前看雅本化学的发展路径最可能落地, 本次合作亮点众多:

1. 不介入上游难有竞争力的种植环节;
2. 欧洲ACL子公司以研发见长, 与多家药企合作, 且欧洲是医用大麻的

主要市场;

3. 合作方 Wundr(Greenstar 母公司) 拥有大麻种植基地、分销渠道和完备的牌照, 和 ACL 的药品原药研发能力恰好互补。双方合作后就形成大麻种植(Wundr 子公司 Greenstar, 加拿大)、CBD 提取(合资公司 AW2, 马其他)-药品研发(合资公司 A²W, 马其他)-分销(Wundr 子公司 IUVO), 产品投放后预计能快速形成销售和业绩, 远期还有望拓展英国、澳洲等英制国家。

投资要点:

- **国内高端中间体定制商, 技术优势显著。** 主营农药中间体、特种化学品及医药中间体, 主要为海外农药和医药巨头做产品定制。公司拥有 5 家生产基地, 分别位于江苏省太仓市、南通市、盐城市、浙江上虞以及欧洲马耳他, 其中太仓和上虞基地主要从事医药中间体及生物酶的生产; 南通基地拥有多条千吨级高自动化水平生产线; 盐城基地主要从事农药中间体、原药及农药制剂的生产; 马耳他生产基地 ACL 主要从事医药定制及原料药生产。公司拥有上海张江研发中心、朴颐化学、颐辉生物三大研发中心, 在不对称合成、催化氢化反应、连续化反应、糖化学合成以及酶催化、安全环保等技术上具有明显优势。
- **与国际巨头长期合作, 保障盈利稳定。** 农药中间体领域, 公司与富美实、拜耳、科迪华等农化巨头合作, 医药中间体领域, 公司不断拓展新客户, 陆续与罗氏制药、诺华制药、第一三共制药、梯瓦制药、帝斯曼、赢创、柏林化学股份公司等国际医药企业合作。2018 年 11 月, 公司与全球第五大农化巨头签订长期定制生产服务协议。本合同分为三期(3 年一期), 第一期时间为 2019 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日, 每一期完成阶段性成果和达成双方认可的目标后将自动续展下一期。第一期合同金额约为人民币 35 亿元以上。
- **多个领域布局投资, 盈利增长点众多。** 公司南通投资 4 个亿新增生产线, 预计 2020 年 7 月投产; 滨海基地投资 8000 万, 预计 2020 年 5 月投产, 太仓基地技改投资 8000 万; 2019 年 10 月公司发布公告, 拟投资 12.5 亿元在浙江上虞建设酶制、绿色研究院项目、年产 500 吨左乙拉西坦等原料药项目。其中, 酶制剂及绿色研究院项目预计投资 4.5 亿元, 建设期为 2 年, 预计 2021 年投产; 年产 500 吨左乙拉西坦等原料药项目预计投资 8 亿元, 建设期为 3 年, 预计 2022 年投产。2019 年 12 月, 计划在欧洲成立合资子公司, 介入大麻二酚(CBD)等管制药品行业。
- **盈利预测和投资评级: 首次覆盖, 给予“买入”评级。** 公司为众多国际农化和医药公司做定制加工, 技术优势显著, 远期盈利点众多, 欧洲 CBD 业务有望快速贡献业绩, 我们看好公司的长期发展, 预计

2019-2021 年公司 EPS 为 0.11、0.22、0.31 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**1) CBD 产能投放不及预期；2) 南通和盐城子公司生产中的安全环保风险；3) 客户订单需求不及预期；4) 投资需求带来的现金流风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1806	1547	2003	2641
增长率(%)	49.5%	-14.3%	29.5%	31.8%
归母净利润（百万元）	161	102	208	294
增长率(%)	120%	-36%	104%	41%
摊薄每股收益（元）	0.17	0.11	0.22	0.31
ROE(%)	7.73%	4.78%	9.20%	12.04%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

事件:

2019年12月雅本化学(300261)发布公告:子公司ACL拟与Greenstar Global Inc.在马耳他合资新设立A²W Pharma Limited,主营CBD(大麻二酚)等管制药物,投资总额为600万欧元,其中ACL投资300万欧元,占注册资本的50%。合资公司将在马耳他马尔萨工业区新建大麻提取、加工工厂,按照GMP准则生产医药级的CBD产品,研发大麻素类物质作为药物活性成分的潜在用途及创新药剂。

A²W工厂建设期约为10-12个月,建成达产后,预计第一年可实现净利润1,250万欧元,第二年可实现净利润2,500万欧元。

评论:

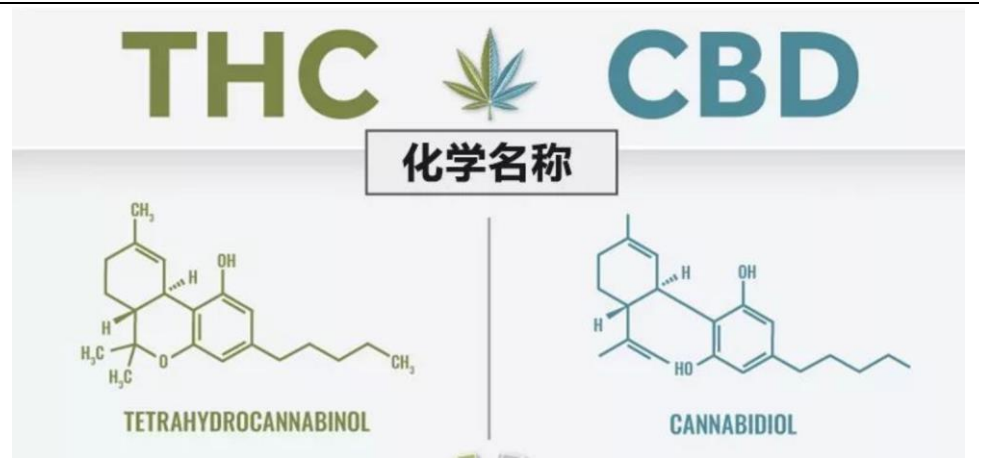
1、新品研发和合法化驱动医用CBD市场高速增长

大麻起源于中亚和东亚,广泛分布在摩洛哥、南非、美国、巴西、印度等世界热带和温暖地区。大麻植物含有数百种不同的化学物质,大约有60~80种成分被称为大麻素;其中四氢大麻酚(tetrahydrocannabinol, THC)和大麻二酚(cannabidiol, CBD)含量最高。

大麻的药用记录可追溯至公元前2700年的中国,但因THC的成瘾性和精神致幻作用,使其临床应用受到很大限制,而CBD不但能拮抗THC所引发的精神活性,而且还具有广泛的治疗特性,逐步被医疗界接受。2018年1月,世界反兴奋剂机构正式把CBD从“违禁物质清单中提出”,近年来,大麻提取物大麻二酚(CBD)市场快速发展,据Fior Markets报告,2026年全球CBD市场将从2018年的14.5亿美元增长到2026年的173.6亿美元,下游主要是医药保健和食品添加剂市场。

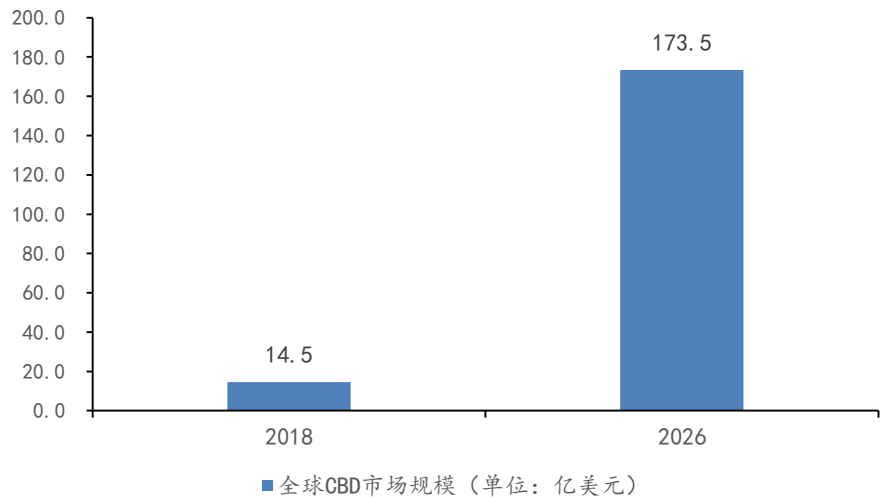
其中,医用CBD市场的增长主要有两个驱动因素:药用开发和合法化浪潮。药用方面,CBD功效有:1)抗癫痫,能够抑制大脑兴奋,降低癫痫发作;2)神经性疾病比如抗焦虑、精神分裂、成瘾等,可调节大脑内神经递质从而影响多巴胺分泌,从而改善睡眠、情绪、记忆、注意力等;3)止痛和抗炎,效果强于阿司匹林;4)抗癌;5)预防阿尔兹海默症。医用CBD普遍被接受的起源就是2013年在美国治疗小儿癫痫的案例(夏洛特事件),目前仅全球抗癫痫药用市场就接近150亿美元(2016年数据),可见医用CBD远期发展空间广阔。

图 1: THC 和 CBD 对比



资料来源：金旻，国海证券研究所

图 2: 全球 CBD 市场增长预测



资料来源：Fior Market、汉麻帝，国海证券研究所

另一个增长助力是合法化。截至 2018 年底，全球有 41 个国家宣布医疗用大麻合法，超过 50 个国家宣布 CBD 合法，主要市场集中在欧美。合法化不仅使医用大麻市场放开，还意味着部分发达国家民众购买医药大麻可以由医保买单。以德国为例，德国 7000 万公民拥有强制医疗保险，2017 年放开医用大麻市场后，德国保险公司开始将强制医疗保险报销范围覆盖至医用大麻，病人购买医用大麻的费用由保险公司全额承担，随即使用医用大麻的患者数量呈几何级增长。如 2016 年试用时，当年全德国只有 647 名患者获得允许自费使用大麻的资格，到 2019 年使用医用大麻的患者已超过了 6 万人。这 6 万名患者仅占德国 8315 万总人口的 0.072%，根据 Prohibition Partners 预测，到 2024 年，德国使用医用大麻产品患者人数将达到 100 万，到 2028 年，德国的药用大麻市场价值将达到 77 亿欧元。

表 1: 部分 CBD 合法化国家

区域	主要合法国家
欧洲	英国（部分医用大麻）、荷兰、法国（部分医用大麻）、德国、奥地利、瑞士、挪威、丹麦、西班牙（部分医用大麻）、葡萄牙、意大利
美洲	加拿大、美国（30 个州合法）、墨西哥、巴西（部分医用大麻）、阿根廷、乌拉圭、智利、哥伦比亚、秘鲁
亚洲	韩国、以色列、泰国
大洋洲	澳大利亚、新西兰
非洲	南非、津巴布韦

资料来源：《大麻合法化之国际趋势与争议》，国海证券研究所

2、CBD 产业价值链分析：上游种植和提纯难有发展

研发和销售是医用大麻产业链利润最高的环节。工业大麻产业链分为 4 个环节：育种、种植、提纯、研发、销售。

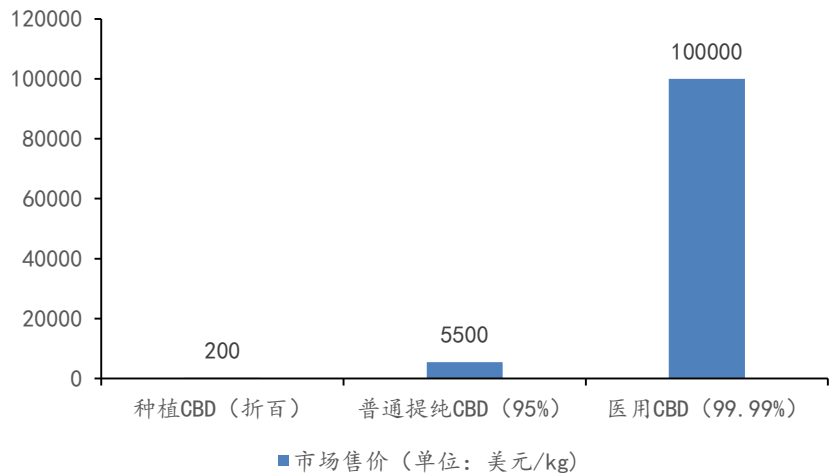
育种环节，国内研究主要由中国农业科学院麻类研究所、黑龙江科学院等科研机构主导；

种植环节，国内云南亩产工业大麻 100-200 公斤，种植工厂向农民的收购价为每公斤人民币 10 元左右，之后再以每公斤 16 元到 18 元卖给加工工厂，扣除人工物流等各项费用后，1 公斤利润也就 3 元左右；我国工业大麻 CBD 平均含量 1.33%，折成 CBD 相当于 200 美元/kg 的售价。

提纯环节，种植工厂生产 95% 纯度的 CBD，市场售价 5500 美金左右，成本在 1500~1800 美金/kg，利润能达到 3700~4000 美元/kg；

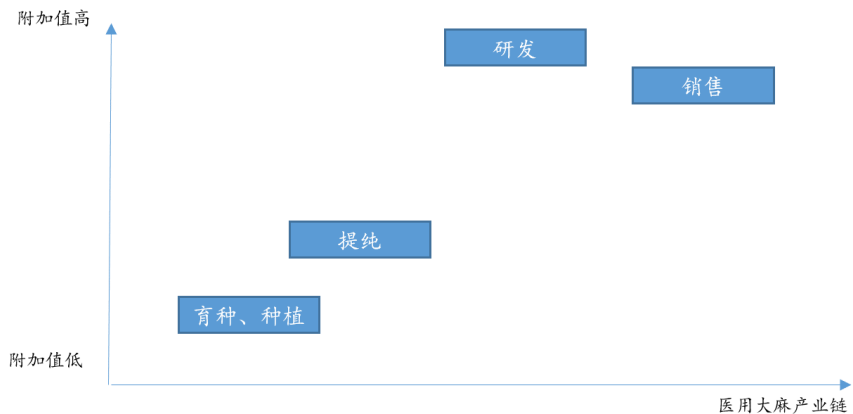
研发和销售环节，99.99% 的医用级 CBD，价格高达 10 万美元/kg，接近普通纯度的 20 倍；如果做成专利药或者制剂，价格更高，以英国 GW 制造公司的明星产品 Epidiolex 为例，每 100 毫升瓶装售价 1235 美元，每瓶含 CBD10g，售价比医用级 CBD 成本又提高了 24%。

图 3: 提纯和医用级 CBD 售价



资料来源: 市界、搜狐财经, 国海证券研究所

图 4: 医药大麻产业链价值链



资料来源: 国海证券研究所

种植环节国内企业难有全球竞争力。一是规模快速扩大, 利润薄弱。全球共有约 30 个国家种植工业大麻, 而中国是最大的工业大麻生产和出口国, 种植面积占全球 50%, 产量占全球 1/3, 国内工业大麻产业下游应用以纺织为主, 占 75%。国内的工业大麻产地集中在云南和黑龙江, 云南少数民族历史上就有种大麻的传统, 即便是 THC 含量低的工业大麻经济价值也高于一般作物, 因此为打击贩毒和脱贫致富的双重需要, 云南 2010 年起推广工业大麻, 目前种植面积达到十万亩以上。据前文分析, 种植环节本身利润不高, 这两年资本涌入, 全球种植面积增加, 国内的云南、黑龙江包括吉林都可能扩大种植面积, 海外北美、东南亚等地区种植面积也在快速扩大, 特别是东南亚, 地处低纬度地区, 气候适合大麻生长, 一年收成可达 2 到 3 次, 远期可能和国内形成直接的竞争关系。

二是育种环节的差距。我国大麻中 CBD 含量 1%~1.3%, 北美则是 4%~5%, 一个重要原因政策差异。根据国际标准, 大麻中致幻成瘾的毒性成分四氢大麻酚

(THC)含量大于0.5%的大麻被称为毒品大麻,大于0.3%小于0.5%的大麻被称为中间型大麻,只有THC含量低于0.3%的大麻才被视为工业大麻(又称汉麻)。自然界中CBD:THC含量接近1:1,是等比例增减的关系。我国出于对THC的严格监管只允许种工业大麻,而海外对THC的限制少,自然CBD含量更高。

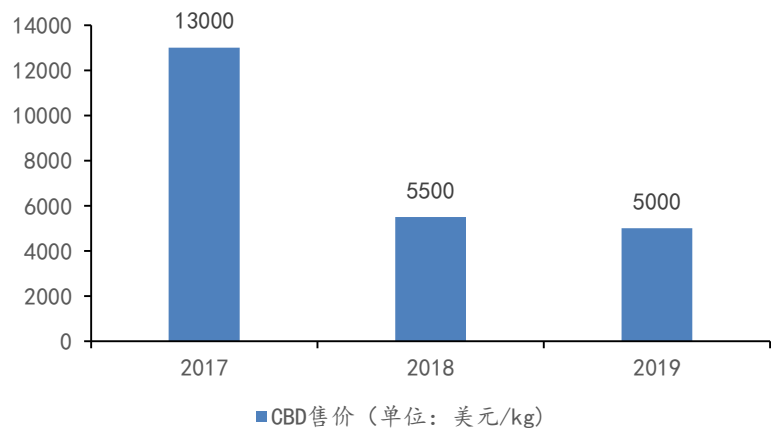
本质上,我们与海外育种的差距源于政策差异,除非出现突破性技术,否则很难改变。但大麻新种的培育需要大量时间、巨额资金和顶尖技术,具有很大的风险和不确定性。以我国对毒品零容忍态度和海外娱乐大麻合法化的趋势来看,育种的差距可能会进一步拉大。虽然我国的政策虽然不利于产业竞争,但对国家和民族发展的整体价值显然是不言而喻的。

提纯环节壁垒在政府牌照,国内成本不占优势。CBD提纯环节本身的经济价值远高于种植,壁垒在于牌照。尽管工业大麻原料中THC含量低于0.3%,但工厂提取环节完全能够提取高纯度THC,且CBD可能通过化学作用直接转化为四氢大麻酚(THC),因此,必须由公安部门严格监管,生产牌照自然有限。中国拥有工业大麻种植许可的企业约30余家,但获得花叶加工许可的企业仅为汉素生物、汉康生物、汉木森、拜欧生物等4家企业。目前国内工业大麻种植牌照报价1000万~2000万元,而花叶加工牌照报价达到11亿~16亿元。

目前加工提纯技术已成熟,远期竞争主要在成本。如Vinzan在老挝的工厂,CBD提纯成本已经做到750美元/kg,成本不到国内的50%,此外,老挝本身就有种植毒品大麻和中间型大麻,育种经验丰富,且有完善的制毒贩毒产业链,如果以THC摊销成本,CBD提纯成本可能继续下降。远期随着供应逐步加大,成本会成为核心因素,东南亚可能是国内CBD行业最主要的竞争对手。

随着海外种植面积和提纯工厂的增加,CBD的售价也在逐步走低,2017年云南纯度95%的CBD报价13000美元/公斤;2018年底,部分地区纯度95%的CBD离岸价已降到5500美元/公斤;2019年美国市场上,纯度95%的CBD价格已经到5000美元/公斤。目前国内提纯CBD利润率还有60%以上(前文数据),价格还有下降空间。

图5: 提纯CBD(95%)价格



资料来源: 新浪财经, 国海证券研究所

此外，CBD 种植和提纯环节还存在替代品的威胁。2019 年 6 月，美国加州大学戴维斯分校与英国雷丁大学的研究人员合成了一种不具毒性的大麻二酚(CBD) 替代品——8,9-二氢大麻二酚(H2CBD)，在治疗大鼠癫痫发作时的频率和严重程度方面同样有效，合成成本和 CBD 相比更低、能规避法律影响。虽然目前合成 CBD 尚在早期，但一旦成功产业化，上游的种植和提纯环节需求将大幅度下滑。

3、国内企业主要机会在医药 CBD 研发，看好雅本化学

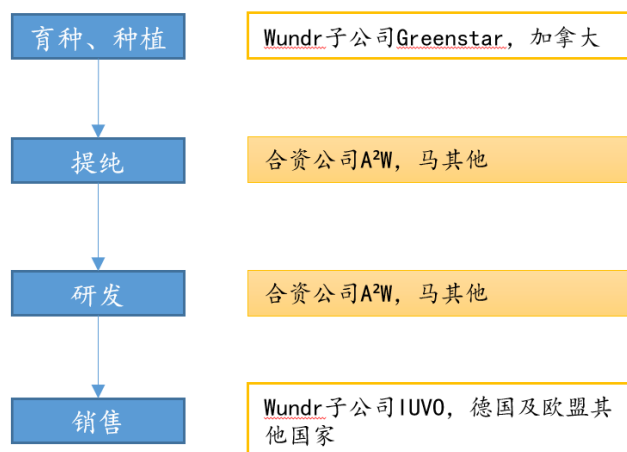
国内 CBD 的出路在医药研发，雅本化学的发展模式最有可能落地。种植和提纯环节均不具备优势，且下游国内 CBD 市场短期几乎不可能放开。因此，国内医药大麻产业要有竞争力，只能在往下游医药研发发力，介入国际市场。在不熟悉海外市场渠道和相关法规的情况下，与海外药企合作是一条最现实的路径。

如果我们看长远点，等医药大麻度过红利期以后，上游的种植面积过剩，普通纯度 CBD 终要回归合理利润，真正有价值的还是下游医药研发环节。中国虽然对娱乐大麻零容忍，但如果医用大麻能在抗癫痫、神经性等领域出现安全可靠的药品，能节省老龄化成本，大概率还是要引入的。这时候能够享受国内红利必然是有研发经验且在国际市场成功实践的企业，而目前国内企业主要集中在上游的种植和提纯环节，实质性介入下游海外市场医药研发的很少。目前看雅本化学的发展路径最可能落地，本次合作亮点众多：

1. 不介入上游难有竞争力的种植环节；
2. 欧洲 ACL 子公司以研发见长，与多家药企合作，且欧洲是医用大麻的主要市场；
3. 合作方 Wundr(Greenstar 母公司) 拥有大麻种植基地、分销渠道和完备的牌照，和 ACL 的药品原药研发能力恰好互补。种植方面，Wundr 建立了大麻种植基地及开发了高 CBD 含量的大麻种子；分销方面，有整个欧盟的药品分销渠道，包括德国的 2.2 万个药房渠道；牌照方面，拥有 GMP 证书（德国 BfArM 发放）、麻醉药品分销许可证和进口许可证（包括进口大麻产品的药品批发许可）。

双方合作后就形成大麻种植（Wundr 子公司 Greenstar，加拿大）、CBD 提取（合资公司 AW2，马其他）-药品研发（合资公司 A²W，马其他）-分销（Wundr 子公司 IUVO），产品投放后预计能快速形成销售和业绩，远期还有望拓展英国、澳洲等英制国家。

图 6: 雅本化学和 Wundr 的合作布局



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

公司为众多国际农化和医药公司做定制加工，技术优势显著，远期盈利点众多，欧洲 CBD 业务有望快速贡献业绩，我们看好公司的长期发展，预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.11、0.22、0.31 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1806	1547	2003	2641
增长率(%)	49.5%	-14.3%	29.5%	31.8%
归母净利润（百万元）	161	102	208	294
增长率(%)	120%	-36%	104%	41%
摊薄每股收益（元）	0.17	0.11	0.22	0.31
ROE(%)	7.73%	4.78%	9.20%	12.04%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

5、风险提示

- 1) CBD 产能投放不及预期;
- 2) 南通和盐城子公司生产中的安全环保风险;
- 3) 客户订单需求不及预期;
- 4) 投资需求带来的现金流风险;

附表：雅本化学盈利预测表

证券代码：	300261				股票价格：	4.41				投资评级：	买入				日期：	2019/12/20			
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E										
盈利能力					每股指标														
ROE	8%	5%	9%	12%	EPS	0.17	0.11	0.22	0.31										
毛利率	29%	27%	29%	30%	BVPS	2.06	2.13	2.26	2.44										
期间费率	11%	11%	11%	12%	估值														
销售净利率	9%	7%	10%	11%	P/E	26.45	41.58	20.39	14.46										
成长能力					P/B	2.14	2.07	1.96	1.81										
收入增长率	49%	-14%	29%	32%	P/S	2.35	2.75	2.12	1.61										
利润增长率	120%	-36%	104%	41%															
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E										
总资产周转率	0.50	0.43	0.52	0.58	营业收入	1806	1547	2003	2641										
应收账款周转率	3.32	2.81	3.04	3.04	营业成本	1291	1126	1432	1847										
存货周转率	4.24	3.44	3.44	3.44	营业税金及附加	10	12	16	21										
偿债能力					销售费用	37	15	20	40										
资产负债率	43%	41%	42%	46%	管理费用	140	116	150	198										
流动比	1.22	1.18	1.18	1.33	财务费用	11	34	34	50										
速动比	0.99	0.92	0.88	0.99	其他费用/(-收入)	(11)	10	0	0										
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	223	161	232	327										
现金及现金等价物	595	459	365	420	营业外净收支	(17)	(50)	0	0										
应收款项	544	551	659	868	利润总额	206	111	232	327										
存货净额	304	331	420	543	所得税费用	21	9	23	33										
其他流动资产	186	159	206	272	净利润	184	102	208	294										
流动资产合计	1629	1500	1651	2103	少数股东损益	24	0	0	0										
固定资产	1023	1038	1052	1164	归属于母公司净利润	161	102	208	294										
在建工程	91	191	291	391	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E										
无形资产及其他	190	200	191	181	经营活动现金流	308	133	201	182										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	184	102	208	294										
资产总计	3634	3629	3884	4539	少数股东权益	24	0	0	0										
短期借款	793	793	793	793	折旧摊销	112	104	107	107										
应付款项	418	368	469	605	公允价值变动	(4)	0	0	0										
预收帐款	26	23	29	38	营运资金变动	(8)	(74)	(114)	(219)										
其他流动负债	100	86	109	142	投资活动现金流	(741)	(218)	(220)	(319)										
流动负债合计	1337	1270	1400	1578	资本支出	(112)	(219)	(220)	(319)										
长期借款及应付债券	140	140	140	440	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	79	79	79	79	其他	(629)	1	0	0										
长期负债合计	219	219	219	519	筹资活动现金流	(81)	(41)	(83)	182										
负债合计	1556	1489	1619	2098	债务融资	271	0	0	300										
股本	963	963	963	963	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	2078	2140	2265	2441	其它	(353)	(41)	(83)	(118)										
负债和股东权益总计	3634	3629	3884	4539	现金净增加额	(514)	(127)	(102)	45										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，2年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。