

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003

证券分析师：李响 S0350513090002

微信公众平台订阅号：klfgongzhong

各个环节进展明显，生态链布局愈加完善

——上海钢联（300226）点评报告

投资要点：

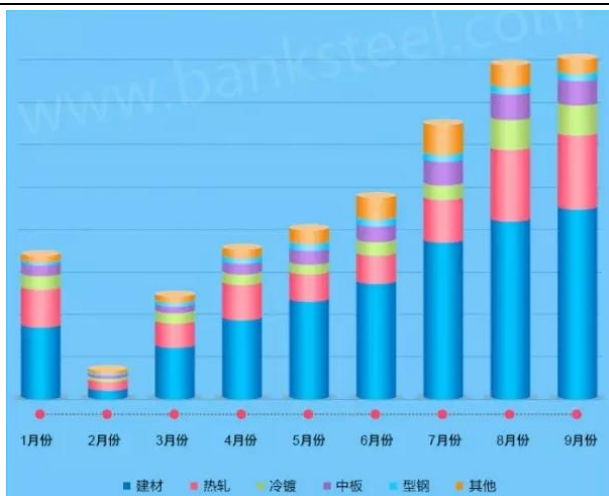
- **钢铁电商引领大宗商品 B2B 电商平台进入快速发展通道** 正如我们在前不久的专题报告《产业互联网承担金融角色》所言，大宗商品是从产业痛点、标准化程度、金融属性等几个方面综合考量下来，是最有可能通过第三方产业互联网平台的形式改造传统商业模式的，而且大宗商品的价格波动性较大、万亿级别的交易额带来的金融衍生服务的空间是巨大的。而这其中，钢铁电商的发展速度是最快的，据统计目前通过钢铁企业、钢贸企业以及第三方搭建的钢铁电商总数已经超过 200 家，在全国大宗商品电商企业中占 27.6%，尤其是近两年呈现爆发趋势。从平台交易量来看，也呈现出快速增长的态势：2014 年全国钢铁电商平台线上钢材交易量突破 2000 亿元，已经占总体交易量的 10% 左右。在钢铁交易最为集中的上海地区，钢铁电商 2014 年总交易为 4441 亿元，占 B2B 交易总额的 42%。钢铁交易线上化趋势明显！
- **钢银交易量稳步推进** 根据公司的披露，2015 年前三季度，钢银电商钢铁现货网上交易平台的寄售服务业务实现了快速发展，累计结算量达到 734 万吨，其中第三季度结算量达 342 万吨。我们看到在钢价持续下跌的大背景下，钢银电商的交易量仍在稳步推进，尤其是 7 月份开始实现了交易量的两连跳，目前寄售量在 7 万吨以上。2014 年我国的粗钢产量为 8 亿吨，其中通过钢贸商分销的比例大概在 50%，即可以在电商平台进行销售的通用型钢铁产品大概在 4 亿吨左右，按照 200 个工作日来计算，国内每日钢铁交易量在 200 万吨。我们预计，钢银平台寄售量年底能够达到 9 万吨/日左右，2016-2017 年如果继续增长到 20 万吨/天，相当于占据 10% 的市场份额，就能够对市场形成一定影响，进而影响定价权。
- **各个环节进展明显，生态链建设愈加完善，套利业务空间广阔** 平台交易量的增长是源于各个配套环节的加强，我们看到公司在仓储、物流、加工、金融等多个方面的进展明显，平台粘性愈加加强。钢银拟上市新三板、成立产业基金将对融资、激励、外延发展带来重要影响。此外，公司的套保套利业务已经开展，市场空间非常广阔，公司优势明显（数据优势+团队优势+现货平台优势），跟嘉能可的重资产套利和托克的轻资产贸易套利模式有所区别，钢银的套利业务是基于对客户的资产进行管理，帮助客户完成套保基础上，利用自身优势进行跨期、跨区域、跨品种的套利业务，从而获取管理费和收益分成。
- **横向复制开始推进，铁矿石交易量年化达 8,000 万吨** 公司同时在进行电商平台品种的横向扩张，在铁矿石、黑色金属、能源化工、农产品等大宗商品行业复制钢银模式。其中，铁矿石的交易量已经达到年化 8,000 万吨，全年成交额将超过 300 亿元，成为国内港口现货成交量最大的交易平台。公司的钢铁电商生态体系初具规模，线上线下服务体系联动发展的效果初步体现，为其他大宗商品产业互联网的发展探索出了一条创新之路。
- **维持买入评级** 我们预计明年供应链金融和套利业务将会贡献较大利润，预计公司 2015 年-2017 年每股收益分别为-0.69 元、0.66 元、1.04 元，对应 PE 分别为-87.4 倍、90.9 倍、58.3 倍，维持买入评级。
- **风险提示** 钢银其他区域业务拓展不达预期；创业板下跌风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	7557	29645	59116	118039
增长率(%)	387%	292%	99%	100%
净利润（百万元）	19	(108)	104	162
增长率(%)	-13%	-674%	196%	56%
摊薄每股收益（元）	0.12	-0.69	0.66	1.04
ROE(%)	2.21%	-11.94%	12.16%	20.85%

一、交易量屡创新高，客户数稳定增长

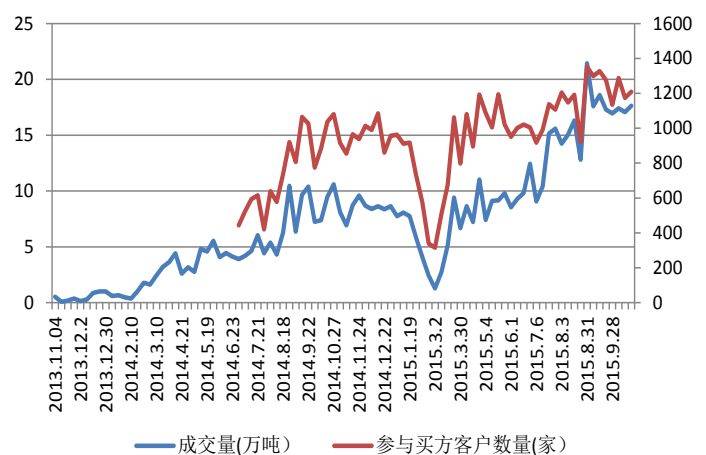
钢银平台在过去两年的钢铁贸易不景气的大背景下，实现了交易量的稳步增长。钢银平台自 2013 年 11 月正式上线以来，平台成交量不断创新高，2015 年上半年成交量达 845.37 万吨，按 120 个交易日计算，日均成交量超过 7 万吨，截止到 2015 年 10 月 8 日，单日成交量最高超过 21 万吨，近期日均交易量稳定在 15 万吨/日以上。其中，2015 年上半年寄售交易量达 391.67 万吨，自 2014 年 2 季度寄售交易推出以来的季度复合增长率达 177.56%，目前的寄售量保持在 7 万吨左右，在第三方钢铁电商中排名第一。伴随交易量的增长，平台客户数这一重要指标也在不断攀升，体现出平台粘性的提升。

图 1、钢银平台 2015 年每月成交趋势总览图



资料来源：钢银电子商务、国海证券研究所

图 2、钢银平台参与买方客户数量(家)



资料来源：钢银电子商务、国海证券研究所

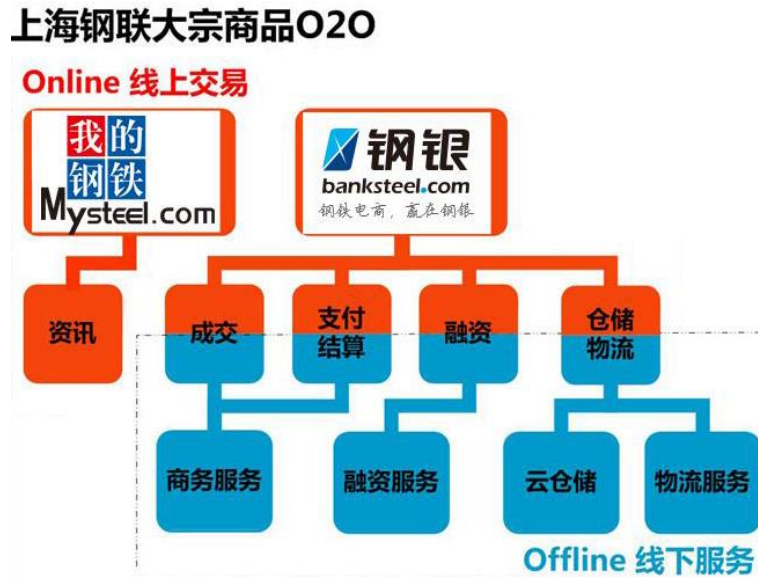
我们认为，钢银平台交易量和客户数自 7 月中旬后都呈现快速增长的原因有：1、钢铁贸易环境出现一定回暖，钢价（主要是螺纹钢）出现一定反弹；2、钢银平台的基础配套服务能力（仓储、物流、资金等）同步提升。3、公司上半年进行的风控模型测试接近完成，开始提速。

2014 年我国的粗钢产量为 8 亿吨，其中通过钢贸商分销的比例大概在 50%，即可以在电商平台进行销售的通用型钢铁产品大概在 4 亿吨左右，按照 200 个工作日来计算，国内每日钢铁交易量在 200 万吨。我们预计，钢银平台寄售量年底能够达到 10 万吨/日左右，如果继续增长到 20 万吨/天，相当于占据 10% 的市场份额，就能够对市场形成一定影响，进而影响定价权。

二、纵向闭环，生态链建设愈加完善

上海钢联在线上交易端大力发展钢银平台的同时，积极布局支付结算、仓储物流、数据、金融服务等领域，逐步形成包括信息流、物流、资金流在内的交易闭环，进而提升交易客户的满意度与黏性。

图 3、生态链建设愈加完善



资料来源：公司资料、国海证券研究所

1、资讯数据：钢联数据（Mysteel Data）是历时十年全力打造的一款面向大宗商品行业研究的数据研究终端。数据涵盖钢铁、能源、有色、橡胶、纺织、化工、建材、造纸、农产品以及宏观、下游终端需求等多行业、多品种数据，7×24×365 小时实时推送各类资讯和研报。模块包含多维数据行情、资讯情报、研究报告、逻辑图集、专题研究模型等。截至目前，“钢联数据”收录了 1 亿 6000 万条最具价值的数据库，并且以每日 6 万条的速度不断增长。

图 4、钢联云终端覆盖了完整的钢铁产业链行业数据

图 5、目前被多个权威机构采用



资料来源：国海证券研究所，公司网站



资料来源：国海证券研究所，公司网站

公司通过分析各地大宗商品仓储吞吐量，运用专业数据分析模式，形成专业的市场交易指数，此指数已经被众多权威机构采用，尤其是在钢铁和铁矿石领域已经

形成了一定价格影响力。根据媒体报道：9月，四大国际铁矿石之一 BHP（必和必拓）首次采用 mysteel 的 62%澳洲粉矿指数进行了定价。mysteel 的铁矿石指数和普氏指数编制方法趋同，但年度差价比普氏指数稍低。四大国际铁矿石第一次在定价时采用中国指数，表明了在大宗商品国际贸易中我国的话语权在逐渐提升，另一方面也显示出上海钢联在大宗商品指数方面的高认可度。

2、支付结算：公司成立了上海钢联宝网络科技有限公司，计划从事第三方网络支付业务，目前正在申请《支付业务许可证》。目前，钢银凭条的支付结算是通过银企直连完成，公司无法获取支付数据，未来待取得《支付业务许可证》后，资金的付款与回款可通过钢银，银行授信也在系统中授予，从而形成一个高效的闭环，不仅降低了银行的风险，还为用户节省了成本。

目前，央行的《非银行支付机构网络支付业务管理办法(征求意见稿)》已经结束征求意见期，第三方支付公司的角色已经被明确界定，我们认为这对于 B2B 电商平台的影响极小。

3、金融服务：

- 公司合资成立天津钢联俊安金控投资有限公司，围绕大宗商品供应链提供金融服务。
- 公司参股广州复星云通小额贷款公司，股权占比 16%。
- 公司与万家共赢资产管理公司（万家基金子公司），分别与七个葫芦运营公司签署《全面战略合作协议》，三方联合打造专业、安全、便捷的互联网金融理财平台，主打的产品是供应链融资，为投资人提供 7%~9%的年化收益回报。

为了探索钢银平台嫁接金融服务的模式，力图扩宽钢银平台的交易客户获取供应链金融服务的渠道，公司在尝试多种方案。

钢厂代订货：委托方委托上海钢银向指定钢厂采购货物，并预交一定保证金。钢银为委托方提供资金服务，按委托方要求向钢厂采购货物，货物入库后在合同期限内（一般三个月）委托方赎货，并按资金使用时间收取服务费用。

现货质押：委托方委托钢银向指定上游经销商采购现货，并支付相应保证金。上游经销商将现货放进钢银指定仓库后，钢银向上游经销商支付货款，委托方在合同规定期限内（一般两个月）赎货。

图 6、钢厂订货



资料来源：公司网站、国海证券研究所

图 7、现货质押



资料来源：公司网站、国海证券研究所

我们预计，公司全年在供应链金融的投放流量在 16 个亿左右，主要资金来源是自有资金和银行借款，利差年化 2-3 个百分点左右。同时，我们期待公司在资金端需找更好的来源以扩大整体供应链金融服务的规模。

4、仓储：

- 公司创新性的通过开发相应的系统平台，开展诚信仓库联盟，提高仓库的透明度，为银行、监管机构等提供质押和信用查询业务，从根本上遏制骗贷、多重质押等现象。我们认为，诚信仓库最大的看点在于后期和银行的合作模式，目前成立之初属于自律性组织，对于公司的价值更多在提高平台的交易量，诚信仓库是公司打造大宗商品交易平台、构建新型交易模式的组成部分之一，诚信仓库、钢代业务和电商平台所创造的平台交易量也是公司未来整合物流环节的重要话语权。
- 公司参股成立了上海钢联物联网有限公司，通过租赁、改造、管理大宗商品仓库打造云仓储，利用物联网等新技术对传统的大宗商品仓库进行信息化改造，打造智能仓库，对货物实施网络化、信息化管理，将有效提升合作仓库的管理效率与监管效率。截止目前，公司网站披露的已经合作设立 70 家左右云仓库。

图 8、云仓储服务



资料来源：钢银电子商务、国海证券研究所

5、物流：2015 年 1 月，上海钢联物流有限公司协同上海星商投资有限公司创办了上海运钢网络科技有限公司（简称运钢网），注册资金 5000 万。运钢网依托于钢银强大的平台优势，主要向客户提供钢铁物流供应链整体解决方案，是一家专业的钢铁第四方物流交易平台。

网站于 3 月正式开展业务，第一个月日均交易量突破 1 万吨，此后日均交易量实现高速增长，截至 8 月中旬达到 3.55 万吨。此外，运钢网水运部目前已签约了 5 条海船，100 多条内河船舶，保证源源不断的钢材能够快速的从北方钢厂运到上海周边的客户手中。**9 月 28 日，通过运钢网平台运输的钢材吨位达到了 5.3 万吨，首次突破 5 万吨！**

运钢网的优势在于其通过对长三角货运路线的研究与江浙沪地区运价的详细调研，进而实现价格的公开透明与最大限度降低货车空驶，有效地节约了运输成本。运钢网让客户能很轻松的找到价格合适的物流车队，与此同时，运钢网为运输过程背书，中间出现问题运钢网承担责任。

图 9、运钢网



资料来源：运钢网、国海证券研究所

6、剪切加工：剪切加工是钢铁产业链里面非常重要的一个环节，而且市场空间较大，国外钢企或贸易商多将剪切加工作为重要增值业务。国内很多贸易商已经在谋求向剪切加工转型，公司与上海华冶钢铁集团有限公司签署了《战略合作框架协议》拟通过租赁或以双品牌运营的方式与华冶集团（或）及子（孙）公司所属的“钢材剪切中心”进行战略合作。

上海华冶钢铁集团有限公司是国内最大的钢材加工零售企业之一，已在全国 15 个省、市建立了 40 余家全资或合资公司提供精深加工贸易服务，年加工、分销钢材 600 万吨以上，加工厂房面积超过 40 万平方米，各类生产线 80 余条。

7、套保/套利：大宗商品的价格波动非常大，在以往价格单边上涨的行情中，国内参与者普遍做的是加杠杆，而没有套保的概念，但在价格下跌或震荡市中，套保是国际贸易商必定要做的对冲手段。同时，国际大宗巨头嘉能可和托克每年都可以在套利业务上实现比单纯贸易业务更多的利润。他们通过巨大的贸易额或上游矿源、全球的营销网络、健全的仓储物流系统、丰富的产业链数据以及对价格的预判能力来实施不同类型的套利业务，包括地域套利、时间套利、产品套利。而且这种套利是无风险套利，是不暴露风险敞口的。

因此，钢银参股 40%设立了资产管理有限公司，从事大宗商品套保套利。我们认为，未来钢银做套保套利有很多优势，1、数据优势，对价格有直接影响力，比其他企业更具有对价格预判的能力；2、团队优势，公司与业内优秀团队合作。3、现货平台优势，具有交割所必须有的基础交易量。未来公司在平台基础上可以帮助客户进行套保/套利，收取管理费和收益分成，空间大。

三、其他重要环节进展（资金+激励）

公司 2015 年 8 月 7 日公告：钢银电商拟在符合国家相关法律法规政策和条件成熟的情况下，申请在全国中小企业股份转让系统（简称“新三板”）挂牌。

公司 2015 年 8 月 25 日公告：上市公司出资 2,000 万元参股设立产业基金拟募集规模为不超过人民币 2 亿元，主要投资方向为大宗商品电子商务产业化项目、并购重组项目、资产证券化项目。

我们认为，钢银电商挂牌新三板、设立产业基金对钢银以及上市公司具有重大影响：

- 1、解决资金瓶颈问题。**由于钢铁电商行业基本都处在投入期，由于创业板再融资一直未有放开，上市公司、大股东、董事长一直用自有资金来支持钢银的发展，相对于竞争对手的高投入，钢银的投入明显要少很多，但从最后结果来看钢银取得进展是明显的，而且亏损的幅度要少于竞争对手。但要想持续领跑全行业，在全产业链布局、提高平台粘性、提升平台交易量所需要资金支撑、风控模型的测试等环节都需要耗用大量资金，如果挂牌新三板成功，将可以进行增发获得资金来支持钢银平台的快速发展。
- 2、解决团队激励问题。**由于钢银团队几乎不持有上市公司股权，而钢银目前来看是上市公司当中最重要的一块资产，因此团队的激励问题一直是公司亟待解决的问题。上市新三板，通过建立市场化激励机制，留住优秀人才、吸引高端人才，增强企业的竞争实力。

表 8、钢银电商目前股本情况

股东名称	股权占比
上海钢联电子商务股份有限公司	67.82%
上海钢联投资发展有限公司	2.33%
上海博明钢材加工有限公司	2.29%
上海海泰钢管（集团）有限公司	2.18%
上海贝领投资管理中心（有限合伙）	3.11%
上海园联投资有限公司	13.08%
龚瑞丽	1.56%
崔建华	2.18%
陈永福	1.56%
朱军红	3.89%

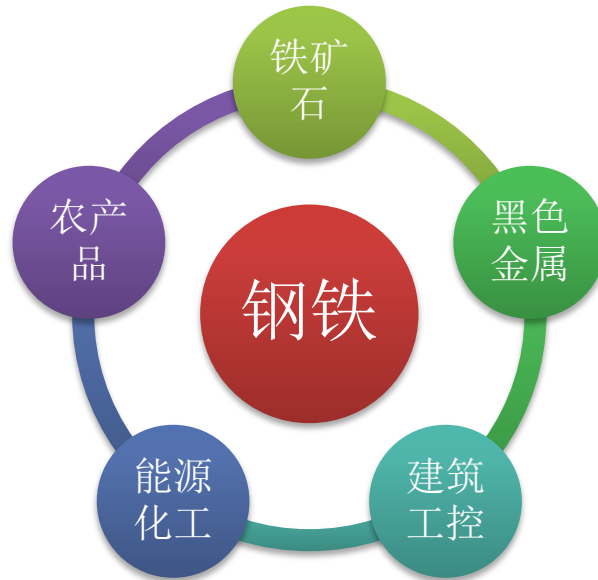
资料来源：国海证券研究所

- 3、助力外延式增长。**钢银电商新三板挂牌后，通过并购重组等方式能够实现低成本扩张，不断丰富产品线，加快大宗商品产业链和生态圈的建设。同时，设立产业基金是围绕公司的长期发展战略，复制钢银模式到其他大宗商品品种上，整合黑色、有色、能源、化工、农产品等大宗商品电子商务资源优势，布局产业链各个环节，从撮合交易到全产业链整合，为平台客户提供增值业务。

四、横向复制，再造多个“钢银”

公司同时在进行电商平台品种的横向扩张，在铁矿石、黑色金属、能源化工、农产品等大宗商品行业复制钢银模式。

图 10、在大宗商品其他领域复制钢银模式



资料来源：国海证券研究所

1、铁矿石：成立了铁矿石电商品平台，目前铁矿石年化交易量已经达到近 8000 万吨，占国内港口现货成交量最大的交易平台，预计超过 20%。

图 11、铁矿石交易平台成交总量



资料来源：公司资料、国海证券研究所

2、黑色金属：公司 7 月 31 日公告，中国（上海）自由贸易试验区大宗商品现货市场启动仪式在洋山保税港区正式举行。上海钢联金属矿产国际交易中心、上海有色网金属交易中心两家市场共同启动首批产品上线，上海清算所、自贸大宗

(上海)信息服务有限公司为自贸试验区大宗商品现货市场度身定制的第三方清算和第三方仓单公示系统同步上线 运作。依托于保税区区域连接境内境外、统筹在岸离岸的跨境资源配置特色,运用自贸试验区投资、贸易、金融、事中事后监管等制度创新成果,在整体设计上遵循国际通行规则,致力于搭建国际和国内交易者共同参与的大宗商品交易平台。我们认为,此平台有助于吸引国外投资机构和产业链,提升中国在国际大宗商品市场的话语权和定价权,进一步带动现代服务业、物流行业、航运业的联动发展。

3、建筑:公司 10 月 27 日公告,拟以自有资金 2,200 万元认购上海策源置业顾问有限公司在全国股转系统定向发行的人民币普通股 200 万股,策源股份是以线下新房代理销售、咨询顾问服务为基础,依托复兴全球产业链资源布局和强大的金融能力,结合线上信息服务平台,提供房地产流通环节综合服务。我们认为,策源股份有优质的房地产开发商客户,公司百年建筑网产生较大协同作用,可以为后者导入优质 B 端用户。百年建筑网是公司建筑 B2B 的布局点,目前在建筑行业的咨询服务及电商服务已经具备一定基础,准备开始进行第二阶段的撮合交易参股策源股份可以帮助百年建筑网的交易量提升。

工业控制:公司 10 月 14 日公告,拟投资设立工业设备电商公司,公司出资 1020 万元,占注册资本的 51%。

我们看到,公司立足钢铁、矿石、有色金属、煤炭等大宗商品行业提供信息服务和电子商务服务,大宗商品流通行业在转型升级过程中产生了电商平台发展的战略性机遇,公司正在积极建设大宗商品电子商务生态体系,抢占大宗商品线上交易的市场份额,打造长期的市场竞争力。公司的钢铁电商生态体系初具规模,线上线下服务体系联动发展的效果初步体现,为其他大宗商品产业互联网的发展探索出了一条创新之路。

五、 投资评级

无论是与一级市场找钢网融资估值相比,还是基于公司自身的发展和执行力而言,我们认为公司目前市值已经具备非常大的投资价值,除钢铁之外,铁矿石交易已经于上半年即产生百亿交易流水,农产品、建材、能源化工等其他品种也在积极布局中。再加上国务院批准的金属矿产国际交易中心上线,我们认为公司拥有多个竞争对手不具备的更高层次的大宗商品业务,预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为-0.69 元、0.66 元、1.04 元,对应 PE 分别为-87.4 倍、90.9 倍、58.3 倍,维持买入评级。

六、 风险提示

电商进展不达预期、创业板持续下跌风险。

表 1、盈利预测

证券代码:		300226.sz		股票价格: 60.41		投资评级:		买入		日期: 2015-10-29	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E		
盈利能力					每股指标						
ROE	2.2%	-11.9%	12.2%	20.9%	摊薄EPS	0.12	-0.69	0.66	1.04		
毛利率	2.7%	0.5%	0.8%	0.6%	BVPS (最新股本)	2.84	2.98	2.85	2.65		
期间费率	2.6%	0.9%	0.6%	0.4%	估值						
销售净利率	0.2%	-0.4%	0.2%	0.1%	P/E	501.9	-87.4	90.9	58.3		
成长能力					P/B	21.3	20.3	21.2	22.8		
收入增长率	386.6%	292.3%	99.4%	99.7%	P/S	1.2	0.3	0.2	0.1		
利润增长率	-13.0%	-674.0%	196.2%	55.8%							
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	4.78	7.69	8.38	8.55	营业收入	7557	29645	59116	118039		
应收账款周转率	46.44	46.44	46.44	46.44	营业成本	7355	29496	58645	117366		
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	3	13	26	52		
偿债能力					销售费用	111	134	188	275		
资产负债率	46.2%	76.6%	87.9%	94.4%	管理费用	72	94	128	155		
流动比	2.06	1.26	1.12	1.05	财务费用	12	30	30	30		
速动比	1.60	0.01	-0.04	-0.04	其他费用/(-收入)	(2)	(0)	(0)	(0)		
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	2	(123)	99	160		
现金及现金等价物	158	(3267)	(7003)	(14150)	营业外净收支	10	10	10	10		
应收款项	163	638	1273	2542	利润总额	12	(114)	109	170		
存货净额	280	3549	7056	14120	所得税费用	(2)	(37)	35	55		
其他流动资产	673	2669	5499	11098	净利润	13	(76)	74	115		
流动资产合计	1274	3589	6825	13610	少数股东损益	(5)	31	(30)	(47)		
固定资产	231	190	155	127	归属于母公司净利润	19	(108)	104	162		
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	24	24	21	19	经营活动现金流	(430)	(3773)	(3639)	(6998)		
长期股权投资	23	23	23	23	净利润	13	(76)	74	115		
资产总计	1581	3855	7054	13809	少数股东权益	(5)	31	(30)	(47)		
短期借款	117	375	375	375	折旧摊销	15	49	40	33		
应付款项	28	922	2637	6242	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	310	1380	2915	6143	营运资金变动	(453)	(7704)	(10221)	(20766)		
其他流动负债	164	164	164	164	投资活动现金流	(40)	41	35	28		
流动负债合计	619	2841	6090	12924	资本支出	1	41	35	28		
长期借款及应付债券	77	77	77	77	长期投资	8	0	0	0		
其他长期负债	34	34	34	34	其他	(49)	0	0	0		
长期负债合计	111	111	111	111	筹资活动现金流	(2955)	387	(124)	(193)		
负债合计	731	2952	6201	13035	债务融资	35	258	0	0		
股本	156	156	156	156	权益融资	405	0	0	0		
股东权益	851	903	853	775	其它	(3394)	129	(124)	(193)		
负债和股东权益总计	1581	3855	7054	13810	现金净增加额	(3425)	(3345)	(3728)	(7163)		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

孔令峰、李响，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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。

【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惟一参考因素，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，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。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。