

日期: 2015年12月04日

行业: 休闲用品制造业



刘丽  
021-53519888-1923  
liuli@shzq.com  
执业证书编号: S0870510120018

上市合理估值 RMB21.42-26.17元

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股) 24.00  
发行后总股本 (百万股) 96.00  
发行方式 网下询价  
上网定价  
保荐机构 国金证券

**主要股东 (IPO 前)**

邦领贸易 40.80%  
邦领国际 39.20%  
中楷创投 12.30%

**收入结构 (2014Y)**

益智玩具 99.46%  
精密模具 0.22%  
其他收入 0.32%

报告编号: LL15-NSP08

首次报告日期: 2015年12月03日

**拥有自主品牌的益智玩具生产商****■ 投资要点****公司产品以塑胶积木类益智玩具为主**

公司业务以研发、生产和销售自主品牌“邦宝”、“叻之宝”系列益智玩具为主,产品主要包括积木玩具(适合3岁以上消费群)和婴幼儿玩具(适合0-3岁消费群)。公司主要产品为塑胶积木类益智玩具,与其他类型玩具相比,更有益于孩子思维能力、动手能力、创造能力等方面的培养,深受家长、老师、儿童的喜爱,因此市场前景广阔。

**募集资金项目简介**

邦宝益智本次 IPO 募集资金将投向益智玩具生产基地建设、研发中心建设和补充流动资金等三个项目,计划投资总额为 40,830.00 万元,其中募集资金投入额为 30,230.61 万元。募投项目均围绕主营业务进行,旨在扩大公司生产能力、提升市场占有率、加强研发能力、提升产品附加值与品牌知名度。

**盈利预测**

公司近期收入、净利润增速放缓主要受制于产能不足,随募投项目实施达产将逐步释放业绩。我们预计公司 2015 年、2016 年将实现营业收入分别为 3.15 亿元、3.62 亿元,年增长率分别为 5.32% 和 14.98%;实现归属于母公司的净利润分别为 6558 万元、7615 万元,年增长率分别为 11.54% 和 16.11%;每股收益分别为 0.68 元和 0.79 元。

**公司合理估值**

我们以同行业可比上市公司作为邦宝益智的相对估值参考,可比公司目前市盈率水平平均相对较高,结合公司主营业务未来成长性评估,我们认为以 2016 年 30 倍市盈率为中枢,上下浮动 10% 给予公司 2016 年 27-33 倍市盈率较为合理,由此公司合理估值为 21.42-26.17 元/股。

**■ 数据预测与估值:**

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	278.11	298.78	314.67	361.81
年增长率	11.66%	7.43%	5.32%	14.98%
归属于母公司的净利润	53.73	58.79	65.58	76.15
年增长率	10.76%	9.43%	11.54%	16.11%
每股收益 (元)	0.56	0.61	0.68	0.79

注:有关指标按发行后总股本 9600 万股摊薄

## 一、行业背景

### 1.1 公司所处行业发展概况

邦宝益智公司的主营产品为益智玩具及精密非金属模具，所处行业为“C24 文教、工美、体育和娱乐用品制造业”中的“玩具制造”。

从全球玩具的需求看，根据 Euromonitor 调查结果显示，2010 年-2013 全球玩具市场零售额分别达到 764.38 亿美元、827.06 亿美元、835.32 亿美元、845.18 亿美元，年增长率分别为 6.40%、8.20%、1.00%、1.18%。近年来玩具消费从成熟的欧美地区逐渐延伸至新兴市场，亚洲、拉丁美洲、东欧等地玩具消费增长迅速。2013 年，北美地区、亚洲和西欧的玩具消费最多，销售额占全球销售总额比例分别为 25.86%、22.75%及 24.42%。从供给情况看，因劳动力价格、资源条件等优势，全球玩具生产制造中心由欧美国家逐渐转移到发展中国家。经过多年的发展，中国、泰国、印度、越南、墨西哥等发展中国家逐渐成为主要的玩具出口国。20 世纪 90 年代我国已成为世界最大的玩具生产国。根据统计数据显示，2010 年中国玩具产品出口额按小口径统计为 100.87 亿美元，2011 年为 108.27 亿美元，2012 年为 114.50 亿美元。2013 年为 123.81 亿美元，同比增长了 8.13%。

从全球玩具行业发展趋势看，欧洲、美国、日本等发达国家和地区玩具行业较成熟，市场需求相对稳定；随着新兴市场国家经济实力逐步增强，玩具消费观念也从成熟的欧美地区逐渐延伸至新兴市场，东欧、南美、亚洲等地区玩具消费增长迅速。新兴市场庞大的儿童数量、较低的人均儿童玩具消费（中东除外）和良好的经济发展前景使新兴玩具市场拥有较高的成长性，该市场也将成为全球玩具业未来重要的增长点。此外，玩具行业还呈现出玩具安全标准不断提高、环保成主要潮流，与影视、动漫等文化产业联动加强，注重“个性”与“科教性”等特点。

中国现代玩具行业起步于 20 世纪 80 年代中后期，目前中国已成为全球最大的玩具生产国和出口国。2012 年，中国玩具制造行业规模以上企业实现产品销售收入 1,374.35 亿元。

从国内玩具市场看，根据 2010 年第六次全国人口普查显示，我国 0-14 岁人口约为 2.22 亿，拥有庞大的玩具消费群体。2010 年我国 14 岁及以下儿童的人均玩具消费仅为 23 美元，远远低于美国、

日本等发达国家。随着国内经济的发展，人民消费水平和消费意识的不断提高，加之我国成年人玩具市场不断开发和发展，我国玩具市场具有广阔的发展空间。根据 Euromonitor 的数据，2013 年至 2018 年，中国玩具市场规模的年复合增长率预计保持在 16% 左右。

## 1.2 行业竞争格局

玩具行业已形成成熟的生态系统、完整的产业链条，全球市场定位明晰。欧洲、美国、日本等发达国家玩具行业发展成熟，玩具企业依靠“品牌+渠道”的成熟商业模式占领玩具产业链的高附加值环节，行业集中度高，规模大。世界前五大玩具品牌均来自发达国家，分别是美国的美泰和孩之宝、日本的多美和万代以及丹麦的乐高。而中低端市场以发展中国家的玩具制造企业为主，规模相对较小，主要以贴牌生产、代工的方式进行运营，中低端市场竞争较为激烈，企业缺乏自主品牌，行业利润率较低。

目前，我国是全球最大的玩具生产国和出口国，拥有各类玩具企业 2 万余家，以出口贸易为主，截至 2012 年底规模以上玩具企业有 1,231 家。从上世纪 90 年代开始，部分玩具企业及时转型，致力于打造自主品牌。经过多年发展，形成了一批颇具规模的企业和品牌，如奥飞动漫、高乐股份、互动娱乐、骅威股份、群兴玩具、邦宝股份等玩具企业，但总体而言国内玩具企业规模较小，集中度较低，竞争激烈。

## 1.3 公司行业地位及竞争优势

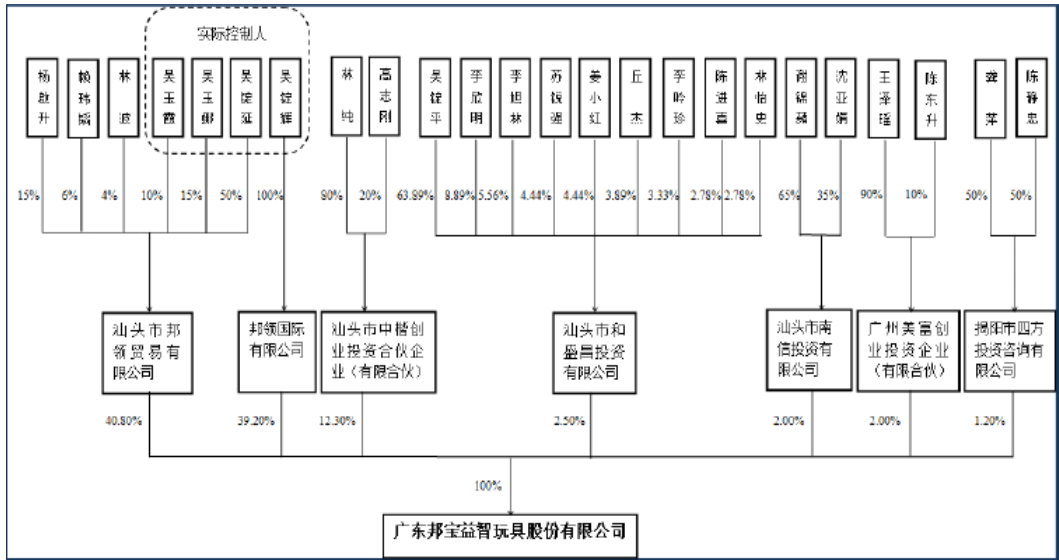
公司是国内专业制造塑胶积木的企业之一。与国内其他积木生产企业相比，优势主要体现在自有品牌、模具设计与制造、益智玩具研发设计、产品质量、工艺技术、生产规模等方面。

# 二、公司分析及募集资金投向

## 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

邦宝益智公司是由邦领实业整体变更设立的股份有限公司，设立时包括邦领贸易、邦领国际、中楷创投等七位发起人，其中邦领贸易为公司控股股东，持有公司本次发行前 40.80% 的股份。吴锭辉、吴锭延、吴玉娜和吴玉霞为公司的共同实际控制人，四人为兄弟姐妹关系，其中吴锭延、吴玉娜、吴玉霞合计持有邦领贸易 75% 股权，吴锭辉持有邦领国际 100% 股权（邦领国际为公司第二大股东，持股比例 39.2%）；本次发行后，吴氏家族仍将控制公司 60% 的股权。

图 1 邦宝益智股权结构（发行前）



资料来源：公司招股说明书

表 1 邦宝益智发行前后股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	股数(万股)	比例%	股数(万股)	比例%
一、有限售条件股份	7,200.00	100.00%	7200	75.00%
其中：邦领贸易	2,937.60	40.80%	2937.6	30.60%
邦领国际	2,822.40	39.20%	2822.4	29.40%
中楷创投	885.6	12.30%	885.6	9.23%
和盛昌投资	180	2.50%	180	1.88%
南信投资	144	2.00%	144	1.50%
美富创投	144	2.00%	144	1.50%
四方投资	86.4	1.20%	86.4	0.90%
二、无限售条件股份	-	-	2400	25.00%
社会公众股（A股）	-	-	2400	25.00%
合计	7,200.00	100.00%	9,600.00	100.00%

数据来源：公司招股说明书

## 2.2 公司业务简况及收入利润结构

邦宝益智公司是以研发、生产和销售自主品牌“邦宝”、“叻之宝”系列益智玩具以及生产、销售精密非金属模具为主营业务的高新技术企业，益智玩具占主营业务收入的主要部分。公司的益智玩具产品主要包括积木玩具（适合3岁以上消费群）和婴幼儿玩具（适合0-3岁消费群）。

图 2 邦宝益智主营收入构成 (2011Y-2014Y)

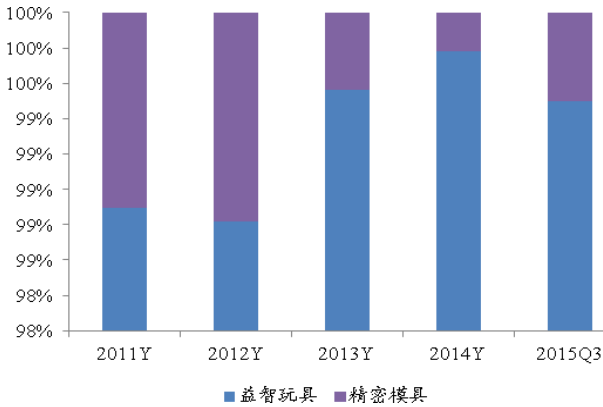
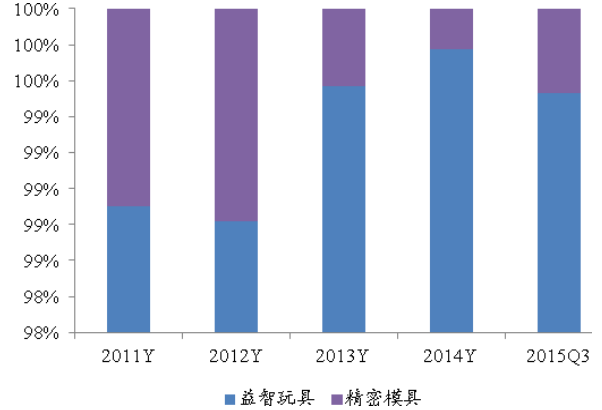


图 3 邦宝益智主营毛利构成 (2011Y-2014Y)



数据来源: 公司招股说明书

益智玩具是公司主营收入的绝大部分来源, 2014 年益智玩具收入在主营收入中的占比为 99.78% (积木玩具 97.09%、婴幼儿玩具 2.69%)。目前公司产品内销占比较高, 2014 年内销和出口收入占比分别为 58.82%和 41.18%。

公司产品主要通过国内外经销商、大型连锁商场或超市销往终端消费者, 并积极开拓幼儿园、儿童教育培训机构等新渠道。国内市场销售方式主要分为经销模式和直销模式, 已与多家经销商和连锁零售商确立合作关系, 初步搭建了覆盖大部分省份的营销网络; 国外市场则主要通过经销商销往国外。2008 年, 公司产品通过全球最大的玩具及婴幼儿用品零售商玩具反斗城的严格认证, 并顺利进入中国区玩具反斗城连锁超市销售。

图 4 邦宝益智主营收入地区构成 (2011Y-2014Y)

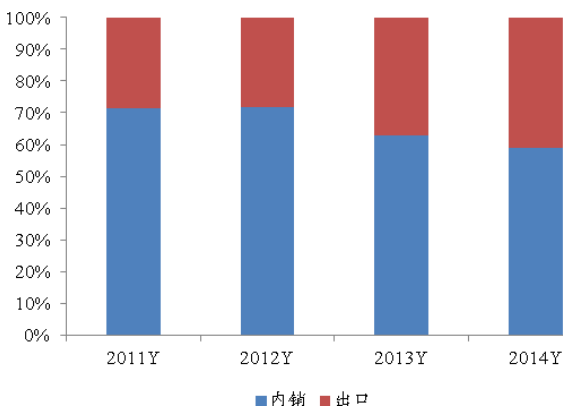
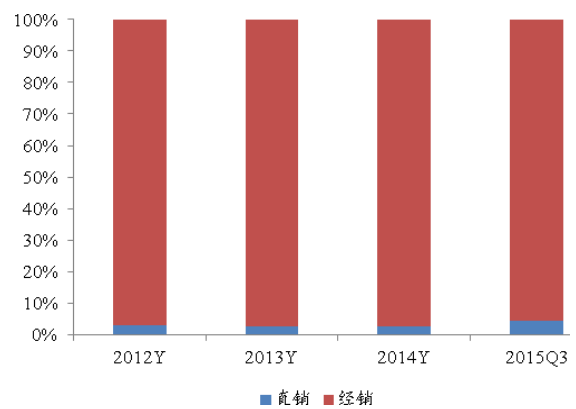
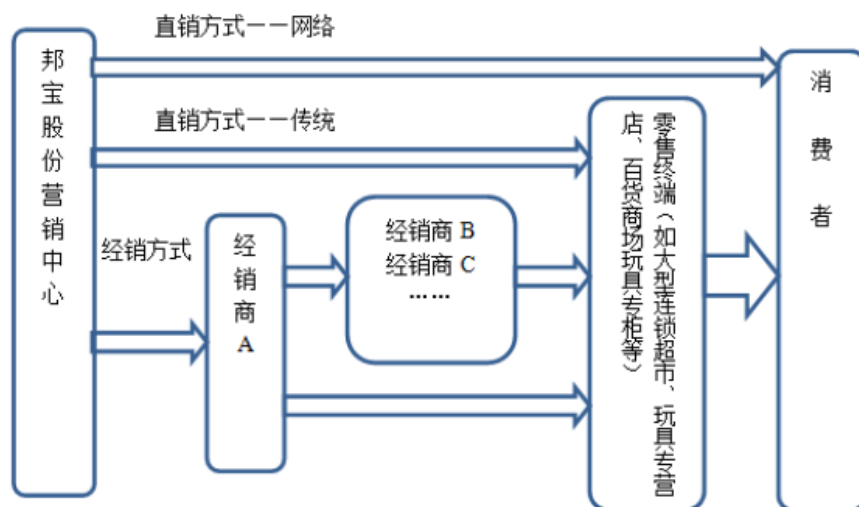


图 5 邦宝益智玩具销售渠道概况 (2011Y-2014Y)



数据来源: 公司招股说明书

图 6 邦宝益智销售模式



资料来源：公司招股说明书

公司主要产品为塑胶积木类益智玩具，由于塑胶积木与其他类型玩具相比，具有低结构性特点，更有益于孩子思维能力、动手能力、创造能力等方面的培养，深受家长、老师、儿童的喜爱，因此市场前景广阔。经多年发展，公司生产规模不断扩大，2012 年度、2013 年度、2014 年度公司益智玩具产量分别为 24,876,857 套、25,869,384 套、25,976,438 套，但目前产能已饱和，生产能力仍无法满足市场需求。

表 2 邦宝益智-益智玩具产销量概况

项目	2015 年 1—6 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度
产量 (套)	11,713,141	25,976,438	25,869,384	24,876,857
销量 (套)	11,217,023	25,837,700	25,727,338	24,945,293
产销率 (%)	95.76	99.47	99.45	100.28

数据来源：公司招股说明书

## 2.3 募集资金投向

邦宝益智本次 IPO 募集资金将投向益智玩具生产基地建设、研发中心建设和补充流动资金等三个项目，计划投资总额为 40,830.00 万元，其中募集资金投入额为 30,230.61 万元。募投项目均围绕主营业务进行，旨在扩大公司生产能力、提升市场占有率、加强研发能力、提升产品附加值与品牌知名度。

表 3 邦宝益智 IPO 募集资金项目概况 (单位: 万元)

序号	项目名称	计划投资总额	拟用募集资金投入总额
1	益智玩具生产基地建设项目	26,230.00	24,983.92
2	研发中心建设项目	1,800.00	1,744.20
3	补充流动资金	12,800.00	3,502.49
合计		40,830.00	30,230.61

数据来源: 公司招股说明书

### 1、益智玩具生产基地建设项目

项目总投资为 26,230 万元, 其中建设投资 23,917 万元, 铺底流动资金 2,313 万元。项目建设期一年半, 达产期三年; 达产后, 新增益智玩具产能 3,200 万套/年, 预计年新增销售收入 32000 万元、利润总额 7386 万元、净利润 5539 万元。

### 2、研发中心建设项目

项目拟以自有用地进行建设, 预计投资总额 1,800 万元, 全部为建设投资, 建设期一年半。该项目主要为公司自主研发与生产提供技术支持。

### 3、补充流动资金项目

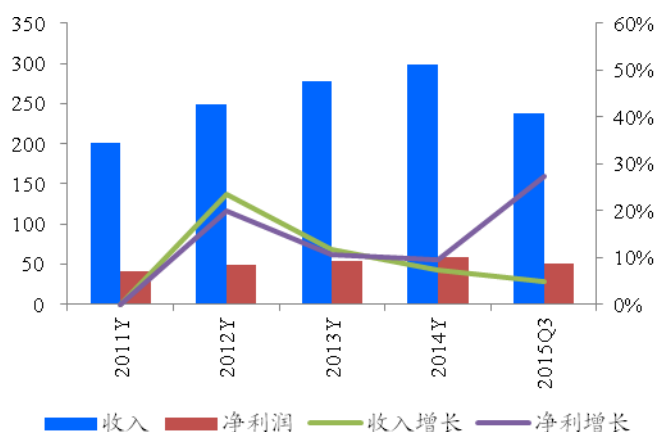
该项目将为公司拓展积木教玩具市场、放宽信用政策促进销售收入增长、支撑主营业务快速发展等提供流动资金支持。

## 三、财务状况和盈利预测

### 3.1 公司营收与净利润持续增长, 增速受困产能不足

公司 2012-2014 年分别实现营业收入 2.49 亿元、2.78 亿元和 2.99 亿元, 年增长率分别为 23.44%、11.66%和 7.43%, 公司销售收入持续增长, 但近期受困于产能不足增速放缓; 2012-2014 年分别实现归属于母公司的净利润 4851 万元、5373 万元和 5879 万元, 年增长率分别为 19.87%、10.76%和 9.43%。根据公司招股说明书提供的数据, 2015 年前三季度公司实现营业收入 2.38 亿元, 净利润 5041.20 万元, 同比增速分别为 4.93%和 27.27% (14 年同期所得税率按 25%计提, 若按 15%模拟计算, 15Q3 净利润同比增长 12.30%)。

图 7 邦宝益智营业收入和净利润增长 (2011Y-2015Y)



资料来源：公司招股说明书

### 3.2 综合毛利率、净利率与可比公司比较

公司 2012 年、2013 年、2014 年综合毛利率分别为 32.70%、33.14%、33.95%；净利率分别为 19.48%、19.32%和 19.68%。公司毛利率水平呈稳步上升态势，与同行业可比上市公司相比，因收入结构、行业细分不同而存在差异。可比公司中奥飞动漫因主营涉及动漫产业、附加值较高，公司毛利率水平有所不及，但高于其他四家公司。公司期间费用率相比可比公司平均水平较低，净利率水平基本保持在较高水平。

表 4 邦宝益智毛利率&amp;净利率同行业对比

综合毛利率%					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002292.SZ	奥飞动漫	36.76	38.11	44.15	49.83
002348.SZ	高乐股份	32.33	29.64	27.92	28.77
002502.SZ	骅威股份	22.86	23.61	25.61	24.17
002575.SZ	群兴玩具	28.50	23.34	22.35	20.88
300043.SZ	互动娱乐	33.85	21.05	12.74	19.78
<b>603398.SH</b>	<b>邦宝益智</b>	<b>32.31</b>	<b>32.70</b>	<b>33.14</b>	<b>33.95</b>
期间费用率%					
证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002292.SZ	奥飞动漫	21.04	20.04	26.31	31.02
002348.SZ	高乐股份	11.10	9.48	14.21	15.29
002502.SZ	骅威股份	10.40	11.68	15.58	19.13
002575.SZ	群兴玩具	15.70	13.45	15.96	16.76
300043.SZ	互动娱乐	14.20	9.96	5.89	10.63
<b>603398.SH</b>	<b>邦宝益智</b>	<b>9.14</b>	<b>10.50</b>	<b>10.75</b>	<b>9.99</b>

**净利率%**

证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002292.SZ	奥飞动漫	12.38	14.50	15.03	16.98
002348.SZ	高乐股份	25.20	16.44	15.32	10.98
002502.SZ	骅威股份	9.99	9.41	7.14	7.07
002575.SZ	群兴玩具	10.63	8.63	4.89	3.68
300043.SZ	互动娱乐	18.26	10.31	6.52	10.76
<b>603398.SH</b>	<b>邦宝益智</b>	<b>20.06</b>	<b>19.48</b>	<b>19.32</b>	<b>19.68</b>

数据来源: Wind 资讯

### 3.3 应收账款周转率&存货周转率同业比较

2012年、2013年、2014年,公司应收账款周转率分别为246.79次、276.20次和193.72次,显著高于同行业可比公司,主要因为公司产能严重不足、产品长期处于供不应求状态,无需通过宽松的信用政策刺激销售,因此期末应收账款余额较低。

2012年、2013年、2014年,公司存货周转率分别为3.77次、4.15次和4.56次,处于同行业上市公司中分位水平。公司总资产周转率总体处于较高水平,反映了良好稳健的资产运营能力。

**表 5 邦宝益智资产周转能力指标对比**
**应收账款周转率**

证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002292.SZ	奥飞动漫	8.15	7.50	5.96	7.28
002348.SZ	高乐股份	2.81	3.00	3.02	3.08
002502.SZ	骅威股份	5.14	3.68	2.82	2.69
002575.SZ	群兴玩具	14.69	9.19	6.87	3.86
300043.SZ	互动娱乐	19.74	38.54	48.41	25.20
<b>603398.SH</b>	<b>邦宝益智</b>	<b>180.42</b>	<b>246.79</b>	<b>276.20</b>	<b>193.72</b>

**存货周转率**

证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002292.SZ	奥飞动漫	2.40	2.58	2.29	2.85
002348.SZ	高乐股份	4.03	3.92	3.23	2.96
002502.SZ	骅威股份	5.70	5.37	5.30	4.98
002575.SZ	群兴玩具	3.45	3.07	3.60	3.57
300043.SZ	互动娱乐	4.18	8.29	9.12	8.69
<b>603398.SH</b>	<b>邦宝益智</b>	<b>3.13</b>	<b>3.77</b>	<b>4.15</b>	<b>4.56</b>

**总资产周转率**

证券代码	公司简称	2011Y	2012Y	2013Y	2014Y
002292.SZ	奥飞动漫	0.66	0.73	0.60	0.66
002348.SZ	高乐股份	0.30	0.33	0.36	0.35
002502.SZ	骅威股份	0.57	0.50	0.48	0.50

002575.SZ	群兴玩具	0.83	0.54	0.52	0.42
300043.SZ	互动娱乐	0.53	0.90	1.32	1.08
<b>603398.SH</b>	<b>邦宝益智</b>	<b>1.34</b>	<b>1.33</b>	<b>1.19</b>	<b>1.19</b>

数据来源: Wind 资讯

### 3.4 业绩预测

公司近期收入、净利润增速放缓主要受制于产能不足, 随募投资项目实施达产将逐步释放业绩。我们预计公司 2015 年、2016 年将实现营业收入分别为 3.15 亿元、3.62 亿元, 年增长率分别为 5.32% 和 14.98%; 实现归属于母公司的净利润分别为 6558 万元、7615 万元, 年增长率分别为 11.54% 和 16.11%; 每股收益分别为 0.68 元和 0.79 元。

## 四、主要风险因素

### 1、产能严重不足风险

近年来随着公司的高速发展, 生产场地和设备生产能力不足的问题逐渐显现。随着客户订单的不断增加, 生产规模的不断扩大, 若不能及时解决生产场地不足的问题, 可能造成无法满足市场需求、供货不及时的不利情形。

### 2、原材料价格波动风险

公司玩具产品的主要原料为塑料, 塑料行业受原油价格波动影响较大。若未来原材料价格出现剧烈波动, 仍将对公司的经营业绩产生较大影响。

### 3、知识产权保护风险

如果公司未能有效保护自身产品的知识产权, 将可能在市场竞争中削弱自身的竞争优势, 从而对公司的经营和业绩产生不利影响。

## 五、估值及定价分析

我们以同行业可比上市公司作为邦宝益智的相对估值参考, 可比公司目前市盈率水平平均相对较高, 结合公司主营业务未来成长性评估, 我们认为以 2016 年 30 倍市盈率为中枢, 上下浮动 10% 给予公司 2016 年 27-33 倍市盈率较为合理, 由此公司合理估值为

21.42-26.17 元/股。

表 6 可比上市公司相对估值情况

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PB
			14A	15E	16E	14X	15X	16X	
奥飞动漫	002292.SZ	33.35	0.34	0.50	0.70	98.52	67.33	47.90	14.50
高乐股份	002348.SZ	17.15	0.10	0.11	0.13	177.35	153.40	129.04	6.73
骅威股份	002502.SZ	25.50	0.08	0.32	0.66	319.11	79.51	38.53	6.27
群兴玩具	002575.SZ	16.56	0.03	-	-	655.81	-	-	10.84
互动娱乐	300043.SZ	14.65	0.21	0.32	0.42	70.90	46.35	34.89	9.35
<b>均值</b>						<b>264.34</b>	<b>86.65</b>	<b>62.59</b>	<b>9.54</b>

数据来源: Wind 资讯; 股价以 2015 年 12 月 2 日收盘价计算

## 六、附表

附表 1 邦宝益智损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>一、营业总收入</b>	278.11	298.78	314.67	361.81	434.06
<b>二、营业总成本</b>	217.41	230.29	238.76	273.46	328.09
营业成本	185.96	197.35	203.95	232.74	279.28
营业税金及附加	1.36	2.08	2.20	2.53	3.04
销售费用	10.22	11.09	12.59	14.47	17.36
管理费用	18.49	18.92	19.82	23.52	28.21
财务费用	1.19	-0.16	-1.00	-1.00	-1.00
资产减值损失	0.19	1.01	1.20	1.20	1.20
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	60.71	68.48	75.91	88.35	105.97
加: 营业外收入	1.35	0.58	1.30	1.30	1.30
减: 营业外支出	0.02	0.05	0.05	0.05	0.05
<b>五、利润总额</b>	62.04	69.02	77.16	89.60	107.22
减: 所得税	8.31	10.22	11.57	13.44	16.08
<b>六、净利润</b>	53.73	58.79	65.58	76.16	91.14
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.01	0.02
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	53.73	58.79	65.58	76.15	91.12
<b>每股收益</b>	0.56	0.61	0.68	0.79	0.95

资料来源: 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 刘丽

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。