

2016年3月25日

——华孚色纺（002042.SZ）深度报告

评级：“强烈推荐”评级

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：朱乐婷

执业证书编号：S0590510120012

联系人：

朱乐婷

电话：0510-82833217

Email: zhult@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

投资要点：

- **色纺行业成长空间大。**色纺纱通过“先染色、后纺纱”的新技术手段，缩短了后续加工企业的生产流程，大大降低了生产成本，具有较高的附加值，随着国内环保要求以及染费价格的不断提升，色纺行业的优势将逐步体现。色纺纱的特点是批量小、品种多、变化大，因此非常适合目前快反供应链和网红经济下柔性供应链的要求。色纺目前占成衣总量只有6%左右，而海外成熟市场中色纺在成衣中占比可达到20-30%，具有较为广阔的发展空间。
- **公司为色纺龙头，专注产业链布局。**目前色纺纱行业已形成寡头垄断格局，华孚色纺作为全球色纺纱产业的龙头，拥有135多万吨产能，占中高端色纺纱约40%左右的市场份额。公司拥有浙江、长江、黄淮、新疆和海外五大生产板块，规模优势日益显现。定增项目主要投向新疆阿克苏16万吨高档色纺纱项目及越南16万吨高档色纺纱项目，一方面积极响应国家“一带一路”的国际化发展战略以及国家对于纺织行业的政策支持，另一方面也体现了公司积极开拓国际新市场，完善国际产能布局的战略意图。
- **供应链布局志在长远。**公司在供应链的布局是循序渐进的过程，牵手国资收购了四县公司、整改阿克苏站以及受让了新疆棉花交易市场，拥有了棉花交易平台。从这几处布局可以看出公司在供应链方面的整合志在长远，公司在新疆的投入已经不是简单的收购棉花及加工赚取补贴的模式，而是通过供应链的参与开始赚取贸易差、投租差以及贷息差等供应链金融的利润，并积极布局到了物流以及互联网行业。新疆的政策、资源以及区位优势将被充分利用。
- **给予“强烈推荐”评级。**预测2015-2017年EPS分别为0.41元、0.49元和0.54元。公司目前估值优势明显，且土地储备提供了很高的安全边际，从市场交易角度来看，员工持股计划给予了较高的安全垫，因此给予“强烈推荐”评级。

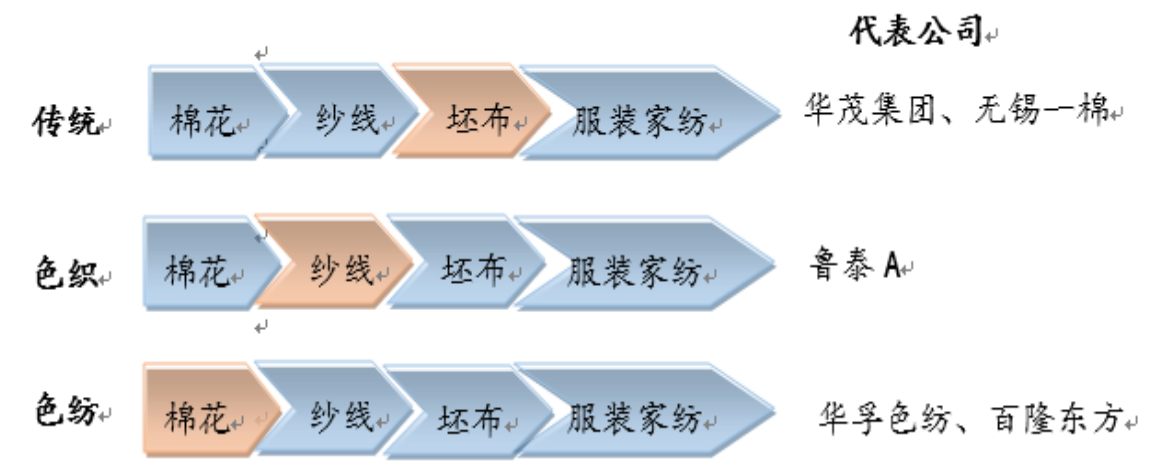
目 录

目 录	2
1、全球色纺纱龙头，受益供给侧改革	3
1.1、色纺行业成长空间大	3
1.2、公司在中高端色纺纱市场占约 40%份额	4
2、专业专注，全产业链深化布局	5
2.1、深耕新疆，产业供应链延伸值得期待	5
2.2、定增项目受益一带一路及 TPP	6
3、盈利预测	8
4、估值	9
5、风险提示	12

1、全球色纺纱龙头，受益供给侧改革

近年来由于国内外棉价差，本色纯棉纱行业利润空间大幅缩水，但色纺行业作为纺纱的分支，因其较高的附加值成为棉纺行业较大的经济增长亮点。色纺纱作为纺织工业的细分子行业，与“先纺纱、后染色”的传统工艺相比，因其通过“先染色、后纺纱”的新技术手段，缩短了后续加工企业的生产流程，大大降低了生产成本，具有较高的附加值。尤其是突破性地解决了传统染整行业污染大的问题，较传统工艺实现节水减排 50%以上，极大降低了能源消耗和环境破坏。如生产一件普通的衣服，用色纺纱可节约 4 公斤水；生产一吨面料，用色纺纱可节约 50 吨水。随着国内环保要求以及染费价格的不断提升，色纺行业的优势将逐步体现。

图表 1：染色工艺流程对比



1.1、色纺行业成长空间大

符合快时尚和柔性供应链：色纺纱的特点是批量小、品种多、变化大，因此非常适合目前快反供应链和网红经济下柔性供应链的要求，色纺目前主要的应用品类是运动休闲，女士内衣，还有婴儿用品。尤其是 80 后一代父母对儿童服装材质更为关注，棉类色纺在婴幼儿服装市场的发展出现快速增长的势头。色纺目前占成衣总量只有 6%左右，而海外成熟市场中色纺在成衣中占比可达到 20-30%，目前我国的色纺纱产能只有几百万锭，色纺行业具有较为广阔的发展空间。

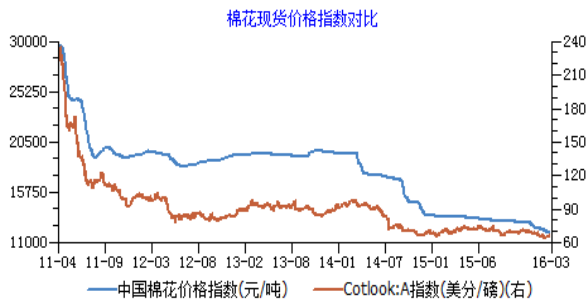
图表 2：国内色纺纱产能主要分布状况

省份	国内色纺纱产能主要分布状况
浙江	色纺纱的档次最高。以纯棉为主，其他新型纤维也做，产品的创新也较快，尤其最近几年在毛衫风格上变化较多
江苏	以化纤类为主。规模和产业整合的能力也不足，同时产品缺乏创新
山东	产品主要规模较小。对市场缺乏领导性和话语权。

数据来源：互联网 国联证券研究所

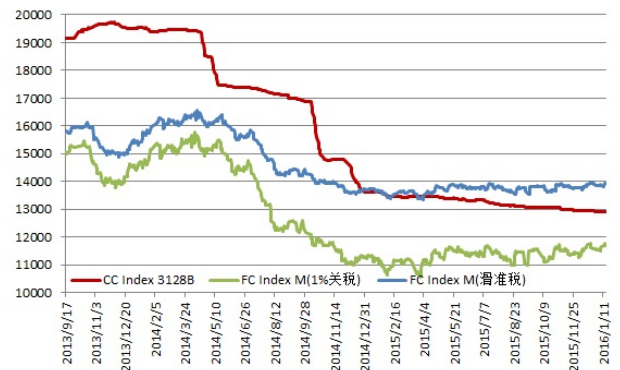
棉价有望明朗化：我们认同纺纱行业大的盈利周期还未到来，这主要跟国家棉花抛储政策尚未明朗有关。截至 2015 年年底，国储棉存量仍在 1015 万吨左右，可以说是占据供应量的半壁江山。2015 年进口棉受配额数量制约，供应有限，发改委相关负责人表示，2016 年继续严控棉花进口，关税内进口配额仍限制在 WTO 的约定底线 89.4 万吨的水平上。市场预期今年 4 月初国储棉可能会抛售，我们认为国内棉价主要还是受到国内经济复苏和国储棉抛储政策的影响，由去年的抛储结果推测，今年国家想要去库存，低价抛储可能性很大。随着中国棉花价格的下跌，国内纺织企业的库存也在快速下降，中国纺织厂的竞争力将有所恢复。现在市场上预计的抛储时间在四月份，在储备棉轮出政策出台后，预计棉花市场的“平衡点”将逐渐显现。

图表 3：棉花价格



数据来源：Wind 国联证券研究所

图表 4：国内外棉花价差



数据来源：Wind 国联证券研究所

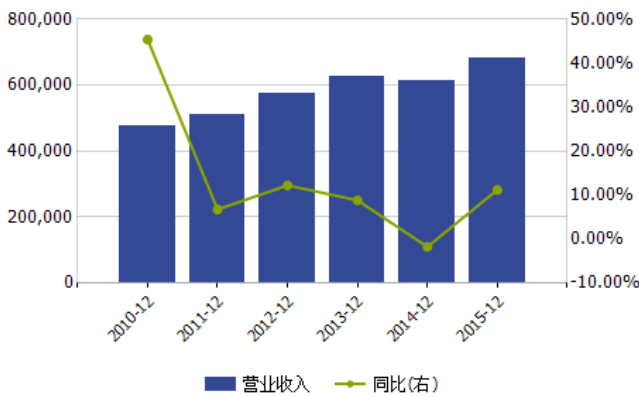
1.2、公司在中高端色纺纱市场占约 40%份额

目前色纺纱行业已形成寡头垄断格局，华孚色纺作为全球色纺纱产业的龙头，拥有 135 多万锭产能，占中高端色纺纱约 40%左右的市场份额。与印染相比，色彩是色纺纱的主要特点，而要想使自己的品牌在色纺行业占一席之地，就必须要做色彩的引领者。华孚色纺目前有 2 万多色卡，在第 84 届世界流行色大会年度评选中，华孚色纺所发布的色咭获得了唯一的年度纺织品色彩大奖。

次年，华孚色纺被授予了“中国色彩行业应用示范企业”称号，并作为国际流行色委员会的中国提案合作企业，首次以色纺纱为载体提交了中国色彩提案。目前，“华孚”纱线已经被 H&M、ZARA、POLO RL、GAP 等多家国际知名品牌选用，主导产品远销欧美、日韩、港澳、东南亚等几十个国家和地区。同时也是安踏、森马等国内名牌服饰的首选纱线。符合时尚潮流。

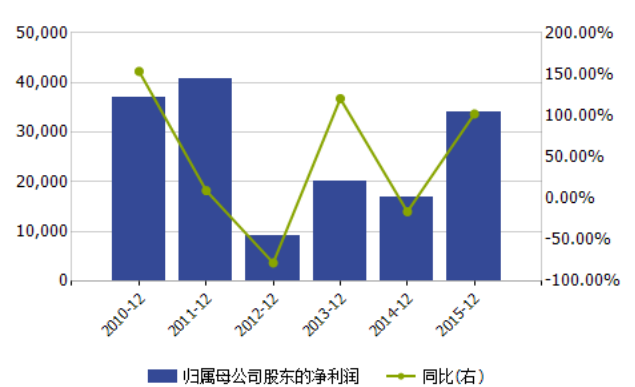
因为色纺纱销售多采用成本加成的定价方式，因此色纺行业毛利率和棉价呈非常明显的正相关，近几年棉价的持续下行色纺行业的毛利率带来较大冲击，但公司通过产业链的深化布局平稳度过了去库存的调整期，业绩有望强劲复苏。

图表 5：公司主营收入变化趋势



数据来源：Wind 国联证券研究所

图表 6：公司净利润变化趋势



数据来源：Wind 国联证券研究所

2、专业专注，全产业链深化布局

在我国纺织行业面临“内忧外患”的背景下，华孚色纺仍然深耕色纺纱领域。在行业调整期，公司一直致力于产业链上下游的深化布局，争取“原材料-纺纱-面料-成衣”全产业链覆盖。

2.1、深耕新疆，产业供应链延伸值得期待

牵手国资：公司全资子公司新疆天孚与新棉集团签订了在棉花柔性供应链与产业互联网方面的合作框架协议，拟与新棉集团共同发起设立“新疆天孚棉花供应链有限公司”，这是将是华孚柔性供应链与产业互联网战略的开局之作。新成立公司华孚色纺控股 51%，新棉集团具有国资背景，是自治区二类企业和农业产业化重点龙头企业，并享有棉花的出口经营权，兴办的新疆棉花交易市场，是国家批准的西北地区唯一一家棉花现货交易市场。我们认为牵手新疆国

资的过程虽然比较艰辛，但是很有意义的一步，在新疆的原棉收购以及投融资方面都会取得明显优势，我们认为合资公司的模式在南疆也有望复制。

供应链布局志在长远：公司在供应链的布局是循序渐进的过程，牵手国资后主要是：一、收购了四县公司轧花厂，目前公司在此方面的规划是拟定发展为棉花年交易量 100 万吨，拥有 100 家轧花厂，因此还会有继续收购轧花厂可能性；二是收了并整改阿克苏站，这一块的意思不仅有车站的堆仓资源，更有物流布局的意义；三是受让了新疆棉花交易市场，拥有了棉花交易平台，未来有望形成线下、网上撮合平台。从这几处布局可以看出公司在供应链方面的整合志在长远，公司在新疆的投入已经不是简单的收购棉花及加工赚取补贴的模式，而是通过供应链的参与开始赚取贸易差、投租差以及贷息差等供应链金融的利润，并积极布局到了物流以及互联网行业。新疆的政策、资源以及区位优势将被充分利用。

2.2、定增项目受益一带一路及 TPP

定增项目主要投向新疆阿克苏 16 万锭高档色纺纱项目及华孚(越南)16 万锭高档色纺纱项目，选择新疆和越南进行募投项目，一方面积极响应国家“一带一路”的国际化发展战略以及国家对于纺织行业的政策支持，另一方面也体现了公司积极开拓国际新市场，完善国际产能布局的战略意图。公司拥有浙江、长江、黄淮、新疆和海外五大生产板块，规模优势日益显现，在新疆纺纱规模已达 45 万锭，新疆的优惠政策使得公司把新疆作为未来重点扩张区域，目前新疆总棉体补贴可以达到 3000 多元/吨，平滑了国内外棉价差之外仍具有较高的竞争力。我们预计新疆的定增项目达产速度会加快。

越南初步达成了 TPP 协议国意向，后面一旦正式加入，将享受纺织品零关税出口，公司已经在越南获批染厂，未来的产业链配套会更完善。

图表 7：阿克苏地区优惠整理

土地厂房	<p>落户纺织工业城印染工业区土地出让金按4万元/亩计算 ,其余纺织服装企业土地出让金按2万元/亩计算。</p> <p>为支持纺织服装企业建设标准厂房，每平方给予1000元/平方米垫资。</p> <p>标准厂房租赁期限5年，租赁费2元/平方米/月；五年租赁到期后，企业可自愿回购厂房，纺纱企业给予优惠10%，织布企业给予优惠20%，服装企业给予优惠30%的回购优惠政策。</p>
税收金融政策	<p>在阿克苏纺织服装企业缴纳所得税实行5年免征所得税(地方分成部分)，增值税中央分成部分全额返还用于发展纺织服装产业。免征自用房地产房产税、土地使用税。</p> <p>在阿克苏注册和生产销售纺织服装的企业，固定资产贷款给予2个百分点利率贴息，流动资金贷款给予4个百分点利率贴息。</p> <p>成立纺织服装专业小额贷款担保公司，为纺织服装企业融资提供担保服务。</p>
要素价格政策	<p>工业用水1.25元/立方米；纺织服装企业电价0.35元/度；工业供热收费标准100元/吨；生活天然气1.4元/立方米</p>
运费补贴政策	<p>当棉花价格高于同期进口棉价格(到岸价+1%关税)1500元每吨时，给予纺织企业使用棉补贴每吨800元。</p> <p>从内地采购的面料(含辅料)，按照采购额的2%给予运费补贴；企业生产并运往内地销售的服装和家纺产品，按照产品销售额的3%给予运费补贴。</p> <p>毛纺呢绒类、麻纺类、布类产品每吨补贴运费1000元；毛纺(含绒</p>

数据来源：阿克苏政府网站 国联证券研究所

3、盈利预测

主营业务预测：

主营业务预测主要假设的变量是产量、和销售单价。公司目前的总产能是135万吨，截止2014年产量是157165吨，预测2015年的产量是162607吨，产销率逐年均在96%的水平，以此为基准考虑到定增项目的产能贡献。具体预测如下：

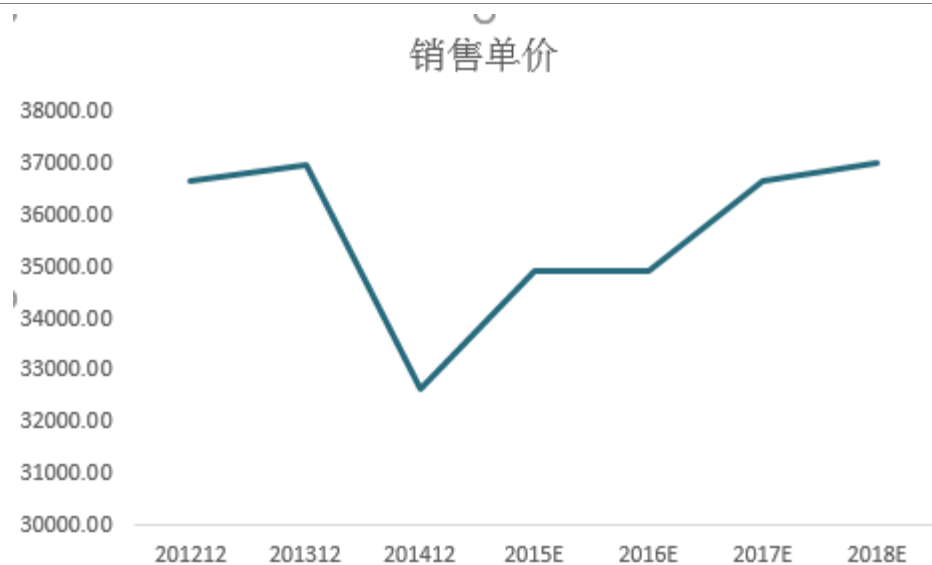
图表8：定增项目产能预测

单位：吨	2016E	2017E	2018E
阿克苏项目	13900	24627	28973
越南项目	4032	13440	26880

数据来源：国联证券研究所

销售单价，因为是棉价成本加成，因此我们根据对棉价2016年去库存承压，2017/2018年随着政策明朗化及总体产能继续下滑，色纺行业需求不断上升等等综合因素影响，谨慎原则预测单价略有企稳。

图表9：销售单价预测



数据来源：国联证券研究所

非主营业务预测

公司利润重要一部分来自于新疆的补贴，我们就历年补贴这块分项目来看，主要是以下几项，可以看出运输和产地棉这一块补贴都较为稳定，随着新疆产能的扩张，还将呈现上升趋势。拆迁补助中 3900 多万为 2015 年一次性收入，未来几年剔除其影响。公司目前可出售土地资源约有 1000 多亩，未来还将对利润产生积极影响，出于谨慎性原则，暂不考虑其利润贡献。

图表 10: 非经项目

单位 (万元)	补贴标准	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 E
出疆棉运费补贴	800-1000 元/吨	65150 吨	60368 吨	75655 吨	76023 吨
使用新疆地产棉补贴	800 元/吨			47577 吨	61449 吨
政府扶持资金		14123.54	223.57	1765.6	
税收返还款	增值税退税	1082.12	1878.82	1506.84	2707.4
税收优惠	15%		879.76	1,120.98	
拆迁补助		610.33	507.73	662.12	4,266.60

数据来源: 国联证券研究所

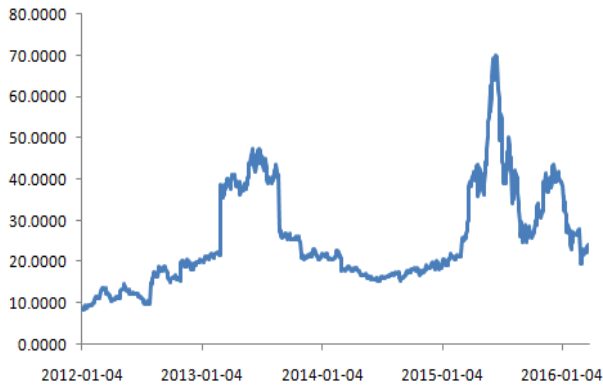
以此为假设依据, 预测 2015-2017 年 EPS 分别为 0.41 元、0.49 元和 0.54 元。

4、估值

PE 估值

根据预测的 EPS, 公司 2015-2017 年对应的 PE 分别为 24、20 倍和 18 倍。根据公司近 5 年历史 PE 走势来看, 公司目前估值低于历史均值。且和行业同类的百隆东方比较, 作为行业龙头也应该享受一定溢价。

图表 11：公司近五年历史 PE



数据来源：Wind 国联证券研究所

图表 12：同类行业估值比较



数据来源：Wind 国联证券研究所

土地储备价值

公司在全国拥有很多子公司，积累了很多三、四线城市的一、二类土地。在产业转移优化结构同时，地产的增值效益会持续体现，并通过政府补助、降低费用率等方式增强公司盈利能力及业绩弹性。

图表 13：公司目前子公司及税收情况统计

被参控公司	税收优惠
香港华孚有限公司	16.5%
香港华孚贸易有限公司	16.5%
浙江华孚色纺有限公司	15.00
新疆六孚纺织工业园有限公司	15.00
阿克苏华孚色纺有限公司	15.00
新疆天宏新八棉产业有限公司	15.00
新疆华孚纺织有限公司	15.00
阿瓦提华孚纺织有限公司	15.00
石河子华孚纤维有限公司	15.00
奎屯锦孚纺织有限公司	15.00
越南华孚有限公司	22.00
余姚华孚纺织有限公司	25.00
深圳市华孚进出口有限公司	25.00
阜阳华孚色纺有限公司	25.00
浙江缙云华孚纺织有限公司	25.00
浙江聚丰贸易有限公司	25.00
宁波华孚东浩实业有限公司	25.00
宁海华孚纺织有限公司	25.00
平湖市华孚金瓶纺织有限公司	25.00
上虞华孚物流有限公司	25.00
江西华孚纺织有限公司	25.00
九江中浩纺织有限公司	25.00
江苏华孚纺织有限公司	25.00
	25.00

数据来源：国联证券研究所

员工持股价格带来的安全边际

从员工持股计划角度出发分析，公司目前股价安全垫较高。公司去年完成了第一期员工持股计划方案，华孚财富 1 号专项资管计划拟募集资金总额为不超过 2 亿元，按照 6:3:1 的比例设立优先级、中间级和劣后级份额，优先级份额的预期年化收益率拟定为 7.7%，中间级份额的预期年化收益率拟定为 8.0%。员工持股计划将认购资管计划的劣后级份额。根据公告，第一期员工持股计划的股票购买均价为 11.47 元。同时，华孚色纺近期完成了二期员工持股计划建仓（3:1），认购均价为 8.87 元。

图表 14：公司股价安全垫统计

类型	价格（元）
第一期员工持股（6:3:1）	11.47
第二期员工持股（3:1）	8.87
定向增发底价	12.72
大股东最近一期股权质押价格	8.32

数据来源：WIND 国联证券研究所

综上所述，公司目前估值优势明显，且土地储备提供了很高的安全边际，从市场交易角度来看，员工持股计划给予了较高的安全垫，因此给予“强烈推荐”评级。

5、风险提示

- 1) 棉价下跌超预期
- 2) 库存风险
- 3) 定增不达预期
- 4) 系统性风险

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 16/03/23

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,132.7	6,821.3	7,065.4	7,768.6	现金	830.8	68.2	70.7	77.7
YOY(%)	-1.7%	11.2%	3.6%	10.0%	交易性金融资产	2.4	4.4	4.4	4.4
营业成本	5,313.3	5,900.4	6,104.5	6,704.3	应收款项净额	1,336.1	2,154.3	1,459.8	2,512.6
营业税金及附加	27.8	30.9	32.0	35.2	存货	2,498.3	2,485.3	2,670.8	2,991.9
销售费用	309.7	341.1	317.9	334.0	其他流动资产	85.2	85.2	85.2	85.2
占营业收入比(%)	5.1%	5.0%	4.5%	4.3%	流动资产总额	4,752.7	4,797.4	4,290.8	5,671.8
管理费用	320.8	307.0	303.8	341.8	固定资产净值	2,962.2	3,127.7	2,730.4	2,234.9
占营业收入比(%)	5.2%	4.5%	4.3%	4.4%	减:资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	403.3	627.3	663.2	688.7	固定资产净额	2,962.2	3,127.7	2,730.4	2,234.9
财务费用	208.6	173.4	53.4	96.0	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	3.4%	2.5%	0.8%	1.2%	在建工程	56.0	98.2	0.0	0.0
资产减值损失	11.6	11.6	11.6	11.6	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	37.5	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	3,018.3	3,225.8	2,730.4	2,234.9
营业利润	-16.9	56.9	242.2	245.6	无形资产	430.1	382.0	333.8	285.6
营业外净收入	230.7	397.0	297.0	347.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	213.8	454.0	539.2	592.7	其他长期资产	349.9	(363.4)	(371.7)	(371.7)
所得税	46.7	113.5	134.8	148.2	资产总额	8,551.0	8,041.7	6,983.2	7,820.6
所得税率(%)	21.8%	25.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	3,047.7	1,985.5	870.1	935.1
净利润	167.1	340.5	404.4	444.5	应付款项	1,016.4	1,325.5	1,089.3	1,539.4
占营业收入比(%)	2.7%	5.0%	5.7%	5.7%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	-1.3	-2.7	-3.3	-3.6	其他流动负债	20.0	134.0	134.0	134.0
归属母公司净利润	168.5	343.2	407.7	448.1	流动负债	4,084.0	3,445.0	2,093.4	2,608.5
YOY(%)	-15.9%	103.7%	18.8%	9.9%	长期借款	864.0	864.0	864.0	864.0
EPS (元)	0.20	0.41	0.49	0.54	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他长期负债	997.4	880.3	880.3	880.3
主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E	负债总额	5,081.4	4,325.3	2,973.7	3,488.8
成长能力					少数股东权益	76.2	73.4	70.1	66.6
营业收入	-1.7%	11.2%	3.6%	10.0%	股东权益	3,469.6	3,716.4	4,009.6	4,331.8
营业利润	-118.0%	-437.2%	325.3%	1.4%	负债和股东权益	8,551.0	8,041.7	6,983.2	7,820.6
净利润	-15.9%	103.7%	18.8%	9.9%					
获利能力					现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率(%)	13.4%	13.5%	13.6%	13.7%	税后利润	167.1	340.5	404.4	444.5
净利率(%)	2.7%	5.0%	5.7%	5.7%	加: 少数股东损益	(1.3)	(2.7)	(3.3)	(3.6)
ROE(%)	5.0%	9.4%	10.3%	10.5%	公允价值变动	4.6	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	4.7%	7.8%	9.5%	8.8%	折旧和摊销	303.0	540.3	540.3	532.0
偿债能力					营运资金的变动	(333.9)	(608.9)	185.6	(1,076.4)
流动比率	113.1%	139.1%	204.8%	217.3%	经营活动现金流	136.2	271.8	1,130.3	(99.9)
速动比率	51.7%	64.6%	73.3%	99.5%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	59.4%	53.8%	42.6%	44.6%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力					固定资产投资	(158.9)	294.8	222.8	260.3
总资产周转率	71.7%	84.8%	101.2%	99.3%	投资活动现金流	(158.9)	294.8	222.8	260.3
应收账款周转天数	51.1	60.5	48.0	62.7	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	171.6	153.7	159.7	162.9	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.20	0.41	0.49	0.54	股利分配	55.5	16.7	20.8	93.7
每股净资产	3.63	3.89	4.07	4.37	循环贷款前的现金流量	(270.3)	(267.0)	(235.3)	(218.3)
估值比率					循环贷款的增加(减少)	391.8	(1,062.2)	(1,115.4)	65.0
P/E	49.0	24.0	20.2	18.4	融资活动现金流	121.5	(1,329.2)	(1,350.7)	(153.3)
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9	现金净变动额	108.7	(762.6)	2.4	7.0

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。