

日期: 2016 年 4 月 22 日

行业: 化工



冀丽俊

021-53686156

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 价格
上市合理定价
RMB11.76 元
RMB22.86-28.58 元
基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	18.35
发行后总股本 (百万股)	73.35
发行数量占发行后总股本	25.02%
发行方式	网上定价申购 网下询价配售
保荐机构	安信证券

主要股东 (发行前)

顺昌投资	59.54%
君润国际	18.09%
中祥化纤	8.64%

收入结构 (2015)

环氧大豆油	41.74%
环氧脂肪酸甲酯	12.22%
石化类环保型增塑剂	17.83%
多功能复合型增塑剂	26.63%

报告编号: JIJ16-NSP02

首次报告日期: 2016 年 4 月 22 日

环保型增塑剂优势生产企业

■ 投资要点:

环保型增塑剂优势生产企业

公司主要从事环保型增塑剂的研发、生产与销售,经过多年的积累,目前已经形成了以环氧类、石化类、多功能复合类三大系列为主的环保型增塑剂产品体系,主要包括环氧大豆油、环氧脂肪酸甲酯、石化类环保型增塑剂和多功能复合型增塑剂等系列产品,产品广泛用于电线电缆、人造革、植绒、灯箱膜、塑料薄膜、塑料地板革、户外用水管等塑料制品。经过多年的自主研发创新、市场开拓等,公司核心竞争力不断增强,目前已经逐渐成长为国内拥有自主知识产权并能规模化生产环保型增塑剂产品的知名企业之一。

募投项目提升生产规模

本次发行募集资金将投入年产 6 万吨环氧植物油脂增塑剂项目、技术中心建设项目以及补充营运资金。募投项目有利于扩大公司产品的生产规模,并进一步提高产品品质、降低生产成本,满足不断增长的市场需求,增强公司在环保型增塑剂领域的优势地位。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2016、2017 年归母公司的净利润分别为 4192 万元和 4615 万元,同比增速分别为 7.90% 和 10.07%,相应的稀释后每股收益为 0.57 元和 0.63 元。

定价结论

本次拟发行股份 1835 万股,发行后总股本 7335 万股,公司发行价格为 11.76 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 22.86-28.58 元,对应 2016 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	587.10	511.81	554.20	611.58
年增长率	-1.74%	-12.82%	8.28%	10.35%
归属于母公司的净利润	36.16	38.86	41.92	46.15
年增长率	12.50%	7.45%	7.90%	10.07%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.49	0.53	0.57	0.63

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司主要从事环保型增塑剂的研发、生产与销售，经过多年的积累，目前已经形成了以环氧类、石化类、多功能复合类三大系列为主的环保型增塑剂产品体系，主要包括环氧大豆油、环氧脂肪酸甲酯、石化类环保型增塑剂和多功能复合型增塑剂等系列产品，产品广泛用于电线电缆、人造革、植绒、灯箱膜、塑料薄膜、塑料地板革、户外用水管等塑料制品。

公司所属行业为精细化工行业，主要从事环保型增塑剂产品的研发、生产及销售。公司产品主要应用于 PVC 塑料制品的加工改性，除可以提高其加工性能、可塑性和柔韧性等常规功能外，还可同时满足对 PVC 塑料制品无毒环保的要求，属 PVC 塑料制品加工制造过程中的关键添加剂之一。经过多年的自主研发创新、市场开拓等，公司核心竞争力不断增强，目前已经逐渐成长为国内拥有自主知识产权并能规模化生产环保型增塑剂产品的知名企业之一。

● 行业增长前景

（1）国家产业政策大力支持环保型增塑剂行业的发展

随着绿色环保理念在社会各个领域的不断深入，我国已陆续出台了多个产业政策，大力支持鼓励包括新型塑料助剂在内的新材料的应用发展：2011 年 3 月公布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》将“环保催化剂和助剂”列为鼓励类；2011 年 6 月，国家发改委、科技部、工信部、商务部、知识产权局等发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年度）》将“环境友好材料”列为当前优先发展的高技术产业化重点领域；2012 年 2 月工业和信息化部发布的《石化和化学工业“十二五”发展规划》提出要“注重发展环保型塑料添加剂等高性能、环境友好、本质安全的新型专用化学品。”因此，作为精细化工新材料的环保型增塑剂属于我国重点鼓励发展的新材料，已获得国家有关部门的多项产业政策扶持。

（2）下游塑料制品行业的持续快速发展将推动增塑剂行业持续增长

塑料制品相对于金属、石材、木材来说具有成本低、可塑性强等优点，在国民经济中应用广泛。我国目前已成为世界塑料大国，塑料制品产量排名位于世界前列，其中 PVC 等多种塑料产品产量已经位于全球首位。随着塑料包装、塑料建材、车用塑料、改性塑料、可降解塑料等市场需求的进一步扩张，PVC 塑料制品的应用范围将不断增大，具有广阔的发展空间，从而有利于进一步推动对增塑剂产品特别是环保型增塑剂产品的需求，为增塑剂行业中具备较强技术研发能力和核心竞争优势的优质企业带来良好的发展机遇。

(3) 环保理念的逐步深化将为环保型增塑剂行业打开更为广阔的市场空间

随着我国国民经济的发展和人们生活水平的不断提高，注重绿色环保的生活理念也已逐步深入到社会各领域。特别是在欧盟 REACH 法规颁布以及我国台湾地区的“塑化剂风波”事件爆发以来，无毒环保型增塑剂受到了市场的广泛关注和越来越多的青睐。未来随着国家对环保型新材料鼓励政策的不断落实，人们对绿色环保材料的需求会不断增长，环保型增塑剂对传统类增塑剂的替代性也将逐渐凸显，这都将为环保型增塑剂行业带来更为广阔的市场空间。

● 行业竞争结构及公司的地位

全球增塑剂行业目前发展已经较为成熟，走规模化和差异化路线的生产企业都比较多，市场化程度较高。但总体来看，欧美等发达国家的增塑剂生产企业仍然占据较高的市场份额且拥有明显的技术垄断优势。但随着包括中国、印度等国家地区在内的新兴市场迅速发展，其他地区的增塑剂生产企业在生产规模上增长很快，甚至在总量上已经超过欧美地区，在产品生产技术水平上虽然仍有差距，但也呈现出日益缩小的趋势。

我国增塑剂行业内的生产企业同样众多，市场化程度较高。据不完全统计，目前我国增塑剂生产企业有 130 多家，总产能已超过 400 万吨，主要分布在东部沿海经济发达地区，如山东、江苏、浙江、广东等。增塑剂生产企业数量虽多，但多数企业规模相对偏小、主要产品规格单一、技术研发能力薄弱，从而导致行业竞争呈现出相对无序的格局，大多数企业只能在低层次的市场上竞争。近年来，受规模扩张及竞争不断加剧的影响，传统邻苯类增塑剂生产企业的利润空间被不断压缩，行业竞争焦点开始逐渐转向产品品质、品牌知名度及多用途产品等方面，性价比高、绿色环保、无污染、无毒、多功能的产品更加受到客户青睐。竞争态势的逐步转变，为生产环保型增塑剂的企业提供了市场良机，特别是具备一定生产规模、生产技术先进、品牌广为人知、销售渠道完善的企业，逐渐在复杂激烈的市场竞争中脱颖而出，其市场空间也不断积聚。

表 1 全球增塑剂产品的主要生产企业

企业名称	国家或地区	年生产能力（万吨）
埃克森美孚	美国	40
巴斯夫	德国	38
爱敬油化	韩国	35
南亚科技股份	中国台湾	30
德固赛	德国	23
伊士曼化工公司	美国	22.5

资料来源：公司招股说明书

表 2 国内增塑剂产品的主要生产企业

企业名称	年产能（万吨）	主要品种
山东齐鲁增塑剂股份有限公司	50	DOP, DBP, DINP, DIDP
山东宏信化工股份有限公司	25	DOP, DINP, DIBP, DBP
中国石化集团金陵石油化工有限公司	20	DOP, DBP
爱敬（宁波）化工有限公司	15	DOP, DINP, DOTP, TOTM
埃克森化工（番禺）有限公司	11	DINP

资料来源：公司招股说明书

表 3 国内环保型增塑剂产品的主要生产企业

企业名称	主要品种
广州花都新锦龙塑料助剂有限公司	环氧大豆油，环氧脂肪酸甲酯
广州海珥玛植物油脂有限公司	环氧大豆油
江苏省丹阳市助剂化工厂	环氧增塑剂、氯化石蜡
福建漳州元光塑料助剂厂	环氧大豆油

公司主要从事环保型增塑剂的研发、生产与销售，是我国环保型增塑剂主要供应商之一，被中国增塑剂行业协会评为“2011 年度中国增塑剂行业十强企业”，也是十强企业中唯一以环保型增塑剂为主要产品的企业。截至 2015 年末，公司拥有环保型增塑剂产能 9 万吨，其中环氧类增塑剂产能 5.5 万吨，生产能力在国内环保型增塑剂领域居于前列。公司主要产品均已通过欧盟 REACH 认证和 SGS 多项标准检测，符合环保、无毒增塑剂的产品标准。公司产品质量优良，信用记录良好，曾经获得“2010 年信用中国百强企业”称号。公司目前建立了良好市场销售网络，客户数量达到七八百家，遍布我国主要经济区域和众多 PVC 塑料制品行业，在业内拥有较高的知名度和美誉度。

公司目前的主要竞争对手包括传统通用型增塑剂生产企业（主要是邻苯类增塑剂）和环保型增塑剂生产企业（主要是环氧类增塑剂），前者与公司属于替代竞争关系，后者与公司则形成直接竞争关系。通用型增塑剂主要竞争对手为山东齐鲁增塑剂股份有限公司、山东宏信化工股份有限公司等。环保型增塑剂主要竞争对手为广州市花都新锦龙塑料助剂有限公司、广州市海珥玛植物油脂有限公司等。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司于 2008 年 8 月 25 日由嘉澳有限整体变更设立，发起人为顺昌投资和利鸿亚洲。

桐乡市顺昌投资有限公司直接持有公司 3,275 万股股份，占本次发行

前公司总股本的 59.54%，是公司的控股股东。沈健先生通过顺昌投资间接持有公司 56.72% 的股权，为公司的实际控制人。

本次拟发行股份 1835 万股，发行后总股本 7335 万股，公司发行价格为 11.76 元/股。

表 4 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	顺昌投资	3,275.00	59.54	3,275.00	44.65
2	君润国际	995.00	18.09	995.00	13.56
3	中祥化纤	475.00	8.64	475.00	6.48
4	利鸿亚洲	380.00	6.91	380.00	5.18
5	瓯联创投	375.00	6.82	375.00	5.11
6	社会公众股	-	-	1,835.00	25.02
	合 计	5,500.00	100.00	7,335.00	100.00

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 5 主营业务收入构成 单位：万元、%

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
环氧大豆油	21,345.19	41.74	23,713.89	40.45	23,068.86	38.62
环氧脂肪酸甲酯	6,250.92	12.22	10,475.36	17.87	15,288.67	25.60
石化类环保型增塑剂	9,117.50	17.83	14,004.20	23.89	15,090.76	25.27
多功能复合型增塑剂	13,620.36	26.63	9,674.69	16.50	5,701.85	9.55
其他	805.64	1.58	761.77	1.30	578.08	0.97
合计	51,139.61	100.00	58,629.91	100.00	59,728.22	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 6 公司产品的产能和产量情况

产品	年份	产能(吨)	产量(吨)	产能利用率(%)
环氧类增塑剂	2015 年	55,000.00	59,841.63	108.80
	2014 年	55,000.00	55,379.69	100.69
	2013 年	50,500.00	53,737.45	106.41
石化类增塑剂	2015 年	20,000.00	18,068.56	90.34
	2014 年	18,750.00	15,764.02	84.07
	2013 年	18,750.00	16,200.03	86.40
氯代脂肪酸甲酯	2015 年	7,500.00	6,914.14	92.19
	2015 年	82,500.00	84,824.33	102.82
合计	2014 年	73,750.00	71,143.71	96.47
	2013 年	69,250.00	69,937.48	100.99

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 7 公司产品销量和价格情况

产品	年份	产量 (吨)	销量 (吨)	产销率 (%)	销售均价 (元/吨)
环氧大豆油	2015 年	34,781.83	34,061.33	97.93	6,266.69
	2014 年	32,306.19	33,399.06	103.38	7,100.17
	2013 年	27,801.77	28,802.62	103.60	8,009.29
环氧脂肪酸甲酯	2015 年	13,355.42	11,670.23	87.38	5,356.30
	2014 年	14,129.50	14,971.14	105.96	6,997.03
	2013 年	21,628.71	21,462.37	99.23	7,123.48
石化类环保型增塑剂	2015 年	11,862.38	10,865.42	91.60	8,391.30
	2014 年	12,782.69	13,462.55	105.32	10,402.34
	2013 年	14,802.99	12,786.75	86.38	11,801.87
多功能复合型增塑剂	2015 年	24,824.70	22,231.56	89.55	6,126.59
	2014 年	11,925.34	11,393.44	95.54	8,491.46
	2013 年	5,704.01	6,625.74	108.99	9,171.27
合计	2015 年	84,824.33	78,828.54	92.93	6,385.25
	2014 年	71,143.71	73,226.20	102.93	7,902.66
	2013 年	69,937.48	69,677.48	99.04	8,572.10

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 8 公司产品毛利率情况%

项目	2015 年	2014 年	2013 年
环氧大豆油	21.35	15.78	10.83
环氧脂肪酸甲酯	15.29	14.10	15.69
石化类环保型增塑剂	6.76	9.50	8.97
多功能复合型增塑剂	18.90	21.48	25.27
其他	27.46	21.85	36.31
合计	17.45	15.00	13.23

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

● 募投项目

公司本次发行募集资金将投入年产 6 万吨环氧植物油脂增塑剂项目、技术中心建设项目以及补充营运资金。募投项目有利于扩大公司产品的生产规模, 并进一步提高产品品质、降低生产成本, 满足不断增长的市场需求, 增强公司在环保型增塑剂领域的优势地位。

表 9 募集资金项目 单位: 万元

序号	项目名称	项目总投资额 (万元)	建设期
1	年产 6 万吨环氧植物油脂增塑剂项目	15,018	24 个月
2	技术中心建设项目	5,000	18 个月
3	补充营运资金	10,000	

合计 30,018

资料来源：公司招股说明书

年产 6 万吨环氧植物油脂增塑剂项目：项目完全达产后，预计每年可新增环氧植物油脂增塑剂产能 6 万吨，完全达产后，公司环氧类增塑剂产能将合计达到 11.5 万吨。项目预计建设期 2 年，第 3 年、第 4 年分别达产 85% 和 90%，第 5 年开始 100% 达到设计生产规模。

表 10 项目完全达产后的主要经济效益指标

指标名称	数值
销售收入（万元）	41,128.21
利润总额（万元）	4,511.48
税后利润（万元）	3,383.61
静态投资回收期（税后，含建设期 2 年）	5.42
财务内部收益率（税后，%）	21.19

资料来源：公司招股说明书

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2016、2017 年归母公司的净利润分别为 4192 万元和 4615 万元，同比增速分别为 7.90% 和 10.07%，相应的稀释后每股收益为 0.57 元和 0.63 元。

表 11 公司损益简表及预测（单位：百万元）

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E
一、营业总收入	587	512	554	612
二、营业总成本	547	467	505	557
营业成本	499	422	462	510
营业税金及附加	2	3	3	3
销售费用	8	10	8	9
管理费用	24	23	23	26
财务费用	11	13	8	9
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润	40	44	49	54
加：营业外收入	1	1	0	0
减：营业外支出	1	1	0	0
五、利润总额	41	45	49	54
减：所得税	5	6	7	8
六、净利润	36	39	42	46
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	36.16	38.86	41.92	46.15
总股本（百万股）	73.35	73.35	73.35	73.35

七、每股收益	0.49	0.53	0.57	0.63
--------	------	------	------	------

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

四、风险因素

市场竞争加剧的风险

公司以生产销售环保型增塑剂为主，由于下游企业对传统增塑剂需求的惯性依赖，以及我国尚未像欧美等发达国家一样广泛出台相关法规限制以邻苯类为主的传统型增塑剂的使用等原因，公司不仅要参与环保型增塑剂细分市场的竞争，还要与传统型增塑剂生产厂商竞争。近年来，增塑剂生产企业纷纷通过产能扩张、向产业链上游延伸等方式增强竞争力，进一步加剧了行业竞争态势。随着下游 PVC 制品行业对增塑剂需求的持续旺盛，行业内现有企业仍有可能扩充产能、调整产品结构，或者有新企业进入，公司面临市场竞争加剧的风险。同时，如果公司决策失误、市场拓展不力，或者不能保持现有竞争优势，也将面临不利的市场竞争局面。

原材料价格波动的风险

公司各品种环保增塑剂生产所需主要原材料为大豆油、脂肪酸甲酯和辛醇。2013 年、2014 年和 2015 年，该三类原材料合计耗用金额在全部原辅材料中的占比分别达到约 88.15%、79.74%和 80.02%。受市场供求变化、宏观经济形势波动等因素的影响，报告期内大豆油、脂肪酸甲酯和辛醇采购价格持续波动，原材料价格波动对公司生产成本存在较大影响。

公司产品销售定价以原材料价格为基础，综合考虑市场竞争、供需导向等因素确定，随原材料供应价格变化等因素适时调整。但是，如果大豆油、脂肪酸甲酯和辛醇的市场供应态势发生较大变化，价格波动超出预期，而产品售价又无法及时作出调整时，公司持续盈利能力将面临较大风险。

经营业绩持续波动的风险

在市场竞争加剧、主要原材料价格波动的影响下，公司出现了销售价格下滑的情况，导致 2014 年主营业务收入较 2013 年度下降 1.84%，2015 年主营业务收入较 2014 年度下降 12.78%。在主营业务收入下降的情况下，受益于环保型增塑剂产品边际贡献的持续提升，公司报告期内净利润仍然实现了持续增长。如果未来公司未能在市场竞争中占据优势，或者未能采取有效措施消化原材料价格波动的负面影响，则公司未来经营业绩可能面临持续波动或者下滑的风险。

本次发行摊薄即期回报的风险

本次发行募集资金到位后，公司总股本和净资产将会相应增加，但募集资金产生经济效益需要一定的时间，投资项目回报的实现需要一定周期。

本次募集资金到位后的短期内，公司预计净利润增长幅度会低于净资产和总股本的增长幅度，预计每股收益和加权平均净资产收益率等财务指标将出现一定幅度的下降，股东即期回报存在被摊薄的风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于 2016 年、2017 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2016 年、2017 年平均动态市盈率 43 倍、33 倍；最近上市的十家主板企业中，2016 年、2016 年平均市盈率为 51 倍和 45 倍。

表 12 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
300214.Sz	日科化学	7.65	0.13	0.26	0.27	0.36	58.18	28.90	28.62	21.07
300243.Sz	瑞丰高材	14.44	0.17	0.23	0.26	0.31	85.22	62.92	56.16	46.05
002409.Sz	雅克科技	28.96	0.36	0.54	0.71	0.98	79.91	53.35	40.51	29.67
600589.Sh	广东榕泰	9.27	0.04	0.05	0.20	0.27	211.32	181.76	46.87	34.17
	平均						108.66	81.73	43.04	32.74

资料来源：Wind 上海证券研究所

表 13 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
603868.SH	飞科电器	31.42	0.85	1.15	1.46	1.84	36.92	27.28	21.59	17.04
603377.SH	东方时尚	37.35	0.78	0.78	0.87	1.00	48.08	47.67	42.98	37.35
603798.SH	康普顿	53.53	0.67	0.83	0.93	1.02	80.22	64.13	57.32	52.48
601900.SH	南方传媒	18.40	0.38	0.46	0.57	0.65	48.81	40.09	32.56	28.16
603861.SH	白云电器	30.91	0.33	0.42	0.60	0.67	94.13	73.45	51.19	46.13
601020.SH	华钰矿业	29.94	0.39	0.31	0.35	0.39	76.28	95.79	84.50	76.59
603919.SH	金徽酒	24.83	0.45	0.59	0.70	0.85	55.75	41.93	35.47	29.13
603520.SH	司太立	49.24	0.56	0.61	0.72	0.85	87.27	80.43	68.64	57.93
603027.SH	千禾味业	29.18	0.33	0.42	0.49	0.58	88.14	70.17	59.09	49.99
603608.SH	天创时尚	23.13	0.43	0.37	0.40	0.44	53.92	62.11	58.38	52.26
	平均						66.95	60.30	51.17	44.71

资料来源：Wind 上海证券研究所

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 22.86-28.58 元，对应 2016 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

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

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。