

冠福股份 (002102.SZ)

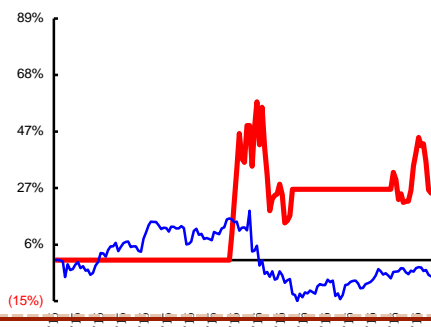
原有业务剥离进度符合预期，能特科技和
 塑料 B2B 业务奠定未来增长动力

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**20—22**
 分析师 联系人
 彭毅 赵磊
 S0740515100001
 中泰互联网&零售团队 中泰生物医药团队
 pengyi@r.qlzq.com.cn zhaolei@r.qlzq.com.cn
 2016年08月30日

基本状况

总股本(百万股)	729
流通股本(百万股)	403
市价(元)	17.65
市值(百万元)	12,862
流通市值(百万元)	7,105

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,873.93	1,316.23	790.39	13,325.80	18,516.24
营业收入增速	0.36%	-29.76%	-39.95%	1585.98%	38.95%
归属于母公司的净利润	5.69	193.29	203.97	901.72	1,081.37
净利润增长率	-79.70%	3296.32%	5.52%	342.09%	19.92%
摊薄每股收益(元)	0.01	0.27	0.28	1.00	1.20
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	972.43	56.10	57.09	15.96	13.31
PEG	—	0.02	10.34	0.05	0.67
每股净资产(元)	3.23	3.93	4.21	6.74	7.95
每股现金流量	-0.27	0.09	0.91	0.82	0.61
净资产收益率	0.28%	6.74%	6.64%	14.84%	15.11%
市净率	2.72	3.78	3.79	2.37	2.01
总股本(百万股)	628.89	728.73	728.73	900.63	900.63

备注：市场预测取 聚源一致预期

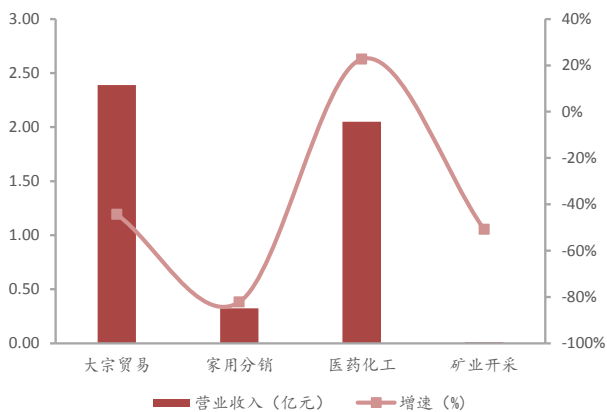
投资要点

- **事件：2016年8月30日，公司公告2016年半年报，实现营业收入5.25亿元，同比减少39.67%；归属于母公司股东的净利润为0.81亿元，同比增长178.51%；归属于母公司扣非后净利润为0.47亿元，同比增长732.83%。**此外，公司公告中期资本公积金转增股本预案，向全体股东每10股转增20股。
- **点评：业绩整体落在预测区间，原有业务整体剥离进度符合预期，能特科技和塑料B2B业务奠定未来增长动力切换基础，维持“买入”。**我们维持原来的推荐逻辑，公司在完成原陶瓷、竹木、玻璃等家用品生产分销业务剥离的基础上顺利推进维生素E项目以及后续塑料B2B业务的展开，2017年维生素E业务和塑料B2B业务有望分别贡献7.5亿和1.5亿利润，公司盈利能力大幅改善，维持“买入”。
- **原有资产剥离加速，能特科技实现增长动力完美对接，转型态度坚决。**分业务来看，公司大宗贸易、家用分销、医药化工以及矿业开采分别实现营业收入增速为-44.31%、-82.18%、22.70%、-50.81%。公司2015年年末剥离了日用陶瓷、竹木制品等家用品制造与分销业务以及大宗商品贸易暨转让等相关的16家控股子公司全部股权，2016年上半年大宗贸易、家用分销营收分别减少44.31%、82.18%，致公司整体营收大幅降低。与此同时带来的是公司营业费用得到有效的控制，净利润实现大幅增加。公司上半年销售费用542万元，同比下降90.8%。同时，2014年公司收购的医药中间体生产企业能特科技，生产经营稳步增长，报告期内实现营业收入、净利润分别达到3.26、0.95亿元，预计全年能实现净利润2.2亿的业绩承诺。公司剥离原有资产兑现公司2015年年报承诺，转型医药以及化工产业态度坚决，增长动力实现完美切换。
- **投资建设2万吨维生素E项目符合公司主业定位，能特科技研发能力强劲，新品拓展增加想象空间。**能特科技具有较强的研发能力，从早期的孟鲁司特钠医药中间体到目前的三甲酚、氢醌等，利用技术壁垒

建立护城河。公司投资建设年产 2 万吨维生素 E 项目符合公司以医药中间体研发生产作为主营业务的战略定位，在维生素 E 生产项目上能特科技已完成两大主要原料异植物醇和氢醌的技术攻克。在异植物醇上完成国内首创生产工艺，在 2,3,5-三甲基氢醌上具备独有合成路线并成功建立规模优势，对进入维生素 E 生产行业具备显著的协同效应和成本优势。目前维生素 E 项目进展顺利，预计项目投产后价格（油）每上升 10 元/Kg（对应粉上升 5 元/Kg）即可为公司增厚业绩 1.41 亿元，大幅提升公司盈利能力。按照我们的预测的 2017 年全年均价 55 元/Kg 测算，2017 年维生素 E 业务有望为公司贡献 7.5 亿利润。此外，公司在年产 120 吨他汀项目、100 吨五氟苯酚、80 吨 NT02-8 项目以及 PPO 项目前期单体年产 3000 吨邻甲酚、7000 吨 2,6-二甲基苯酚项目顺利投产运行，新品拓展增加想象空间。

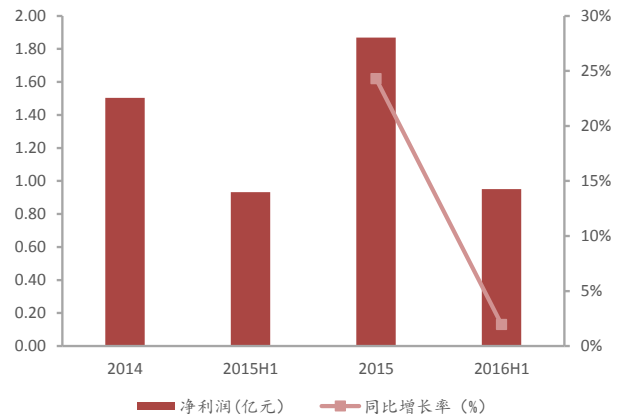
- 长期来看，公司医药中间体和塑料 B2B 双主业将驱动公司进入增长模式“新时代”。基于对能特科技的后续研发产品储备、公司开拓塑料 B2B 业务的预期以及医药中间体和电商平台之间的较强协同效应，我们认为公司有望通过成本优势和销售渠道变革进一步打开市场空间，扩大公司营收规模。
- 盈利预测：公司未来三年业绩驱动主要来源于维生素 E 产品快速放量、塑米城并表及塑料 B2B 业务。不考虑塑米城增发，我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 7.90、23.26、25.66 亿元，同比增长-39.95%、194.26%、10.34%，归属母公司净利润分别为 2.04、7.01、8.75 亿元，同比增长 5.53%、243.64%、24.88%，对应 EPS 分别为 0.28、0.96、1.20 元；考虑塑米城增发，我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 7.90、133.26、185.16 亿元，同比增长-39.95%、1585.98%、38.95%，归属母公司净利润分别为 2.04、9.02、10.81 亿元，同比增长 5.52%、342.09%、19.92%，对应 EPS 分别为 0.28、1.00、1.20 元。公司目前股价对应 2017 年 16×PE，考虑到公司未来在维生素 E 板块、塑米城板块和新材料板块等都有较大发展空间，2017 年维生素 E 业务和塑料 B2B 业务有望分别贡献 7.5 亿和 1.5 亿利润，公司价值明显被低估，给予公司维生素 E 业务 2017 年 17 倍 PE（技术突破享受估值溢价）、医药中间体业务 22 倍 PE、塑料 B2B 业务 30 倍 PE，对应目标价为 20-22 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：维生素 E 价格波动的风险；竞争加剧的风险；塑米城定增方案过会不确定性的风险；公司维生素 E 投产及销售不及预期的风险。

图表 1：2016 年上半年公司剥离大宗贸易、家用分销等业务（单位：亿元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：能特科技 2016 年全年大概率实现 2.2 亿净利润的业绩承诺



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：冠福股份产品拆分（百万元）（不考虑塑米城增发方案）

医药中间体						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)		32962.99	40969.51	54038.87	13579.86	13824.43
同比 (%)			24.29%	31.90%	-74.87%	1.80%
营业成本 (万元)			23084.10	27019.44	6789.93	6912.21
同比 (%)				17.05%	-74.87%	1.80%
毛利率 (%)			43.66%	50.00%	50.00%	50.00%
维生素						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
产能 (吨)				20000	20000	20000
产能利用率 (%)				0%	90%	100%
产量 (吨)				0	18000	20000
销量 (吨)				0	18000	20000
价格 (元/千克)				168	118	118
营业收入 (万元)			0	0	212400	236000
同比 (%)						11.11%
营业成本				100000	100000	100000
同比 (%)					0	0
毛利率					52.92%	57.63%
其他营业收入						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)				2.5	0.66	0.68
同比 (%)					-73.60%	3.03%
营业成本 (亿元)				2.25	0.59	0.61
同比 (%)					-73.60%	3.03%
毛利率 (%)				10%	10%	10%
合计						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总营业收入 (百万元)	1867.16	1873.93	1316.25	790.39	2325.80	2566.24
同比 (%)		0.36%	-29.76%	-39.95%	194.26%	10.34%
总营业成本 (百万元)	1622.61	1626.64	992.81	549.771	1220.522	1224.670
同比 (%)		0.25%	-38.97%	-44.62%	122.01%	0.34%
毛利率 (%)				30.44%	47.52%	52.28%

来源：中泰证券研究所

图表 4：冠福股份期间费用率和所得税率假设 (百万元) (不考虑塑米城增发方案)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业费用	150.07	95.74	112.41	31.62	209.32	230.96
%销售收入	8.04%	5.11%	8.54%	4.00%	9.00%	9.00%
管理费用	103.76	98.20	121.46	79.04	186.06	205.30
%销售收入	5.56%	5.24%	9.23%	10.00%	8.00%	8.00%
财务费用	62.49	80.93	90.73	22.02	22.02	22.02
%销售收入	3.35%	4.32%	6.89%	2.79%	0.95%	0.86%
所得税	12.65	28.40	34.62	35.17	122.26	152.67
所得税率	33.08%	89.88%	15.32%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：中泰证券研究所

图表 5：冠福股份产品拆分 (百万元) (考虑塑米城增发方案，医药中间体业务和维生素 E 业务同图表 19)

医药中间体						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)		32962.99	40969.51	54038.87	13579.86	13824.43
同比 (%)			24.29%	31.90%	-74.87%	1.80%
营业成本 (万元)			23084.10	27019.44	6789.93	6912.21
同比 (%)				17.05%	-74.87%	1.80%
毛利率 (%)			43.66%	50.00%	50.00%	50.00%

维生素						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
产能 (吨)				20000	20000	20000
产能利用率 (%)				0%	90%	100%
产量 (吨)				0	18000	20000
销量 (吨)				0	18000	20000
价格 (元/千克)				168	118	118
营业收入 (万元)			0	0	212400	236000
同比 (%)						11.11%
营业成本				100000	100000	100000
同比 (%)					0	0
毛利率					52.92%	57.63%

其他营业收入						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)				2.5	0.66	0.68
同比 (%)					-73.60%	3.03%
营业成本 (亿元)				2.25	0.59	0.61
同比 (%)					-73.60%	3.03%
毛利率 (%)				10%	10%	10%

塑米城						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)			20	80	110.00	159.50
同比 (%)				300.00%	37.50%	45%
毛利率 (%)			2.10%	2.20%	2.30%	2.40%
营业成本 (亿元)			19.58	78.24	107.47	155.67
同比 (%)				299.59%	37.36%	44.85%
毛利 (亿元)			0.42	1.76	2.53	3.83

冠福股份						
年份	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总营业收入 (百万元)	1867.16	1873.93	1316.25	790.39	13325.80	18516.24
同比 (%)		0.36%	-29.76%	-39.95%	1585.98%	38.95%
总营业成本 (百万元)	1622.61	1626.64	992.81	549.771	11967.522	16791.870
同比 (%)		0.25%	-38.97%	-44.62%	2076.82%	40.31%
毛利率 (%)				30.44%	10.19%	9.31%

来源：中泰证券研究所

图表 6：冠福股份期间费用率和所得税率假设 (百万元) (考虑塑米城增发方案)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业费用	150.07	95.74	112.41	31.62	266.52	370.32
%销售收入	8.04%	5.11%	8.54%	4.00%	2.00%	2.00%
管理费用	103.76	98.20	121.46	79.04	106.61	148.13
%销售收入	5.56%	5.24%	9.23%	10.00%	0.80%	0.80%
财务费用	62.49	80.93	90.73	22.02	22.02	22.02
%销售收入	3.35%	4.32%	6.89%	2.79%	0.17%	0.12%
所得税	12.65	28.40	34.62	35.17	157.28	188.61
所得税率	33.08%	89.88%	15.32%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：中泰证券研究所

图表7：冠福股份财务预测模型（不考虑塑米城增发方案）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售净收入	1,867	1,874	1,316	790	2,326	2,566	货币资金	183	156	232	2,069	3,125	3,973
增长率	168.29%	0.4%	-29.8%	-40.0%	194.3%	10.3%	应收账款	137	412	1,143	468	689	766
销售成本	-1,597	-1,622	-915	-512	-1,182	-1,190	存货	291	404	105	151	234	235
%收入	85.5%	86.6%	69.5%	64.7%	50.8%	46.4%	其他流动资产	33	125	31	25	54	51
毛利	270	252	402	279	1,143	1,376	流动资产合计	644	1,097	1,510	2,712	4,102	5,024
%收入	14.5%	13.4%	30.5%	35.3%	49.2%	53.6%	%总资产	32.0%	24.6%	31.0%	46.4%	56.0%	61.4%
销售及行政费用	-260	-200	-242	-114	-407	-449	长期投资	694	876	1,029	1,029	1,029	1,029
%收入	13.9%	10.6%	18.4%	14.5%	17.5%	17.5%	固定资产	421	748	526	489	432	351
EBITDA	10	52	159	164	736	927	无形资产	212	1,697	1,696	1,507	1,656	1,665
%收入	0.6%	2.8%	12.1%	20.8%	31.7%	36.1%	非流动资产合计	1,370	3,366	3,362	3,136	3,227	3,155
折旧与摊销	-32	-30	-78	-38	-38	-34	%总资产	68.0%	75.4%	69.0%	53.6%	44.0%	38.6%
%收入	1.7%	1.6%	5.9%	4.8%	1.6%	1.3%	资产总计	2,014	4,462	4,872	5,847	7,329	8,179
EBIT	-22	22	81	126	698	892	短期借款	648	518	519	1,403	1,763	1,763
%收入	-1.2%	1.2%	6.2%	16.0%	30.0%	34.8%	应付款项	497	958	371	288	685	666
利息费用	-62	-81	-91	-22	-22	-22	其他流动负债	21	64	46	21	53	57
投资收益	85	-2	134	80	85	91	流动负债	1,166	1,539	936	1,712	2,501	2,486
税前经营收益	1	-61	125	185	761	962	长期贷款	22	646	734	734	734	734
%收入	0.0%	-3.2%	9.5%	23.4%	32.7%	37.5%	其他长期负债	143	219	293	293	293	293
其他非经营收益	37	92	101	50	54	56	负债	1,331	2,405	1,963	2,739	3,528	3,513
税前利润	38	32	226	234	815	1,018	普通股股东权益	655	2,032	2,866	3,070	3,771	4,646
%收入	2.0%	1.7%	17.2%	29.7%	35.0%	39.7%	少数股东权益	28	26	43	38	30	20
所得税	-13	-28	-35	-35	-122	-153	负债股东权益合计	2,014	4,462	4,872	5,847	7,329	8,179
所得税率	33.1%	89.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	比率分析						
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-8	-10		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
归属于普通股股东净利润	28	6	193	204	701	875	每股指标						
净利率	1.5%	0.3%	14.7%	25.8%	30.1%	34.1%	每股收益(元)	0.069	0.009	0.265	0.280	0.962	1.201
现金流量表（人民币百万元）							每股净资产(元)	1.600	3.231	3.933	4.213	5.175	6.376
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	每股经营现金净流(元)	0.122	-0.266	0.093	0.911	0.973	0.940
净利润	26	3	191	199	693	865	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
少数股东损益	0	0	0	-5	-8	-10	回报率						
非现金支出	45	49	89	38	38	34	净资产收益率	4.28%	0.28%	6.74%	6.64%	18.59%	18.84%
非经营收益	-57	14	-87	-108	-117	-126	总资产收益率	1.39%	0.13%	3.97%	3.49%	9.56%	10.70%
营运资金变动	37	-234	-125	534	95	-89	投入资本收益率	-2.48%	0.10%	2.23%	4.59%	25.44%	32.27%
经营活动现金净流	50	-167	68	659	701	675	增长率						
资本开支	38	19	131	-238	75	-94	主营业务收入增长率	168.29%	0.36%	-29.76%	-39.95%	194.26%	10.34%
投资	9	-55	-512	0	0	0	EBIT增长率	74.18%	201.99%	262.63%	55.39%	453.12%	27.76%
其他	0	10	-5	80	85	91	净利润增长率	37.39%	-79.70%	3296.32%	5.53%	243.64%	24.88%
投资活动现金净流	-29	-65	-648	318	9	185	总资产增长率	3.26%	121.61%	9.17%	20.03%	25.33%	11.61%
股权募资	0	0	585	0	0	0	资产管理能力						
债权募资	68	333	154	884	360	0	应收账款周转天数	24.0	38.0	61.1	80.0	30.0	30.0
其他	-45	-130	-102	-29	-22	-22	存货周转天数	75.5	76.7	93.4	100.0	70.0	70.0
筹资活动现金净流	23	203	637	855	338	-22	应付账款周转天数	34.5	28.0	35.0	50.0	50.0	50.0
现金净流量	44	-29	57	1,832	1,048	838	固定资产周转天数	77.1	107.0	158.7	188.4	52.7	34.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	71.32%	49.02%	35.11%	2.20%	-16.51%	-31.63%
							EBIT利息保障倍数	0.2	0.6	1.8	7.5	33.4	42.1

来源：中泰证券研究所

图表 8: 冠福股份财务预测模型 (考虑塑米城增发方案)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售净收入	1,867	1,874	1,316	790	13,326	18,516	货币资金	183	156	232	2,069	5,262	5,971
增长率	168.29%	0.4%	-29.8%	-40.0%	1586.0%	39.0%	应收账款	137	412	1,143	468	3,949	5,525
销售成本	-1,597	-1,622	-915	-512	-11,929	-16,757	存货	291	404	105	151	2,295	3,220
% 收入	85.5%	86.6%	69.5%	64.7%	89.5%	90.5%	其他流动资产	33	125	31	25	502	661
毛利	270	252	402	279	1,396	1,759	流动资产合计	644	1,097	1,510	2,712	12,008	15,377
% 收入	14.5%	13.4%	30.5%	35.3%	10.5%	9.5%	% 总资产	32.0%	24.6%	31.0%	46.4%	78.8%	83.0%
销售及行政费用	-260	-200	-242	-114	-426	-593	长期投资	694	876	1,029	1,029	1,029	1,029
% 收入	13.9%	10.6%	18.4%	14.5%	3.2%	3.2%	固定资产	421	748	526	489	432	351
EBITDA	10	52	159	164	970	1,166	无形资产	212	1,697	1,696	1,507	1,656	1,665
% 收入	0.6%	2.8%	12.1%	20.8%	7.3%	6.3%	非流动资产合计	1,370	3,366	3,362	3,136	3,227	3,155
折旧与摊销	-32	-30	-78	-38	-38	-34	% 总资产	68.0%	75.4%	69.0%	53.6%	21.2%	17.0%
% 收入	-1.7%	-1.6%	5.9%	4.8%	0.3%	0.2%	资产总计	2,014	4,462	4,872	5,847	15,235	18,532
EBIT	-22	22	81	126	932	1,132	短期借款	648	518	519	1,403	1,763	1,763
% 收入	-1.2%	1.2%	6.2%	16.0%	7.0%	6.1%	应付款项	497	958	371	288	6,019	8,122
利息费用	-62	-81	-91	-22	-22	-22	其他流动负债	21	64	46	21	323	449
投资收益	85	-2	134	80	85	91	流动负债	1,166	1,539	936	1,712	8,106	10,334
税前经营收益	1	-61	125	185	994	1,201	长期贷款	22	646	734	734	734	734
% 收入	0.0%	-3.2%	9.5%	23.4%	7.5%	6.5%	其他长期负债	143	219	293	293	293	293
其他非经营收益	37	92	101	50	54	56	负债	1,331	2,405	1,963	2,739	9,133	11,361
税前利润	38	32	226	234	1,049	1,257	普通股股东权益	655	2,032	2,866	3,070	6,075	7,156
% 收入	2.0%	1.7%	17.2%	29.7%	7.9%	6.8%	少数股东权益	28	26	43	38	28	15
所得税	-13	-28	-35	-35	-157	-189	负债股东权益合计	2,014	4,462	4,872	5,847	15,235	18,532
所得税率	33.1%	89.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%	比率分析						
少数股东损益	-2	-2	-2	-5	-10	-13							
归属于普通股股东净利润	28	6	193	204	902	1,081	每股指标						
净利率	1.5%	0.3%	14.7%	25.8%	6.8%	5.8%	每股收益(元)	0.069	0.009	0.265	0.280	1.001	1.201
							每股净资产(元)	1.600	3.231	3.933	4.213	6.745	7.945
							每股经营现金净流(元)	0.122	-0.266	0.093	0.911	0.825	0.607
							每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	4.28%	0.28%	6.74%	6.64%	14.84%	15.11%
							总资产收益率	1.39%	0.13%	3.97%	3.49%	5.92%	5.84%
							投入资本收益率	-2.48%	0.10%	2.23%	4.59%	31.72%	33.68%
							增长率						
							主营业务收入增长率	168.29%	0.36%	-29.76%	-39.95%	1585.98%	38.95%
							EBIT增长率	74.18%	201.99%	262.63%	55.36%	638.11%	21.46%
							净利润增长率	37.39%	-79.70%	3296.32%	5.52%	342.09%	19.92%
							总资产增长率	3.26%	121.61%	9.17%	20.03%	160.54%	21.64%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	24.0	38.0	61.1	80.0	30.0	30.0
							存货周转天数	75.5	76.7	93.4	100.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	34.5	28.0	35.0	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	77.1	107.0	158.7	188.4	9.2	4.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	71.32%	49.02%	35.11%	2.20%	-45.31%	-48.45%
							EBIT利息保障倍数	0.2	0.6	1.8	7.5	44.0	53.0

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。