

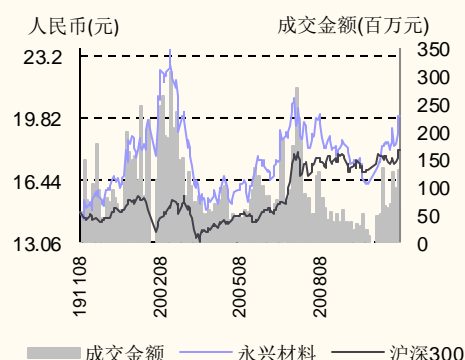
永兴材料 (002756.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 19.91 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.65
已上市流通 A 股(亿股)	2.16
总市值(亿元)	72.68
年内股价最高最低(元)	23.64/14.25
沪深 300 指数	4886
中小板综	12663

**相关报告**

- 1.《疫情影响 Q1 产销量, 碳酸锂开始放量-永兴材料业绩点评》, 2020.4.26
- 2.《减值短期影响落地, 继续看好碳酸锂放量-公司点评》, 2020.1.14
- 3.《采矿权纳入合并报表, 布局碳酸锂完整产业链-公司点评》, 2019.12.8
- 4.《特钢盈利稳步提升, 锂电提供利润弹性-永兴材料深度报告》, 2019.11.11

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

锂价拐点催化, 碳酸锂业务进入业绩兑现期**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,794	4,909	5,162	5,660	5,990
营业收入增长率	18.93%	2.40%	5.14%	9.65%	5.83%
归母净利润(百万元)	387	344	337	520	584
归母净利润增长率	10.13%	-11.29%	-1.85%	54.22%	12.35%
摊薄每股收益(元)	1.076	0.954	0.937	1.445	1.623
每股经营性现金流净额	1.41	0.84	1.35	1.75	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.37%	13.06%	11.97%	16.62%	16.80%
P/E	11.08	18.81	21.25	13.78	12.27
P/B	1.26	2.46	2.55	2.29	2.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 1) 10 月 26 日, 澳洲主要锂矿商 Altura 被破产管理公司 KordaMentha 接管。2) 电池级碳酸锂价格连续上调, 报价 4.2 万元/吨, 近期涨幅超 5%。

评论

- **锂价进入向上拐点期。**近期锂价出现 5% 以上反弹: 一方面澳洲主要锂矿商 Altura 面临破产; 另一方面, 电车需求持续旺盛。在经历了长周期底部后, 当前锂价已处在大部分厂商的盈亏平衡线以下, 随着供需端催化剂接踵而来, 预计 Q4 开始锂价逐步反弹, 21 年锂价供需反转可能性较大。
- **锂价上涨趋势一旦确立, 公司股份有望展开一波估值提升行情。**公司自 2017 年开始涉足碳酸锂业务, 先后经历了云母提锂技术、成本、产品市场开拓、环保等相关质疑。而随着今年 3 月后一期 1 万吨项目顺利投产, 上述疑虑均被打消, 也逐步得到市场认可。考虑公司投产后, 锂价持续低迷, 公司碳酸锂业务一直处在微亏阶段, 从未盈利, 碳酸锂业务并未在公司市值中充分反应。我们认为, 公司碳酸锂一旦实现盈利, 估值有望大幅提升。
- **成本优势弹性大+扩产预期。**公司拥有自有矿, 储量较大。根据我们测算, 其完全成本 3.8-3.9 万元/吨, 当前工碳售价 3.9 万元/吨、电碳售价 4.2 万元/吨, 后续价格上涨, 盈利改善弹性较大。同时, 根据公司前期规划, 总产能为 3 万吨, 目前已投产 1 万吨, 未来扩产预期较强。
- **不锈钢主业平稳, 细分龙头, 安全边际高。**公司不锈钢棒线材领域市占率国内第二。管理优异, 负债率 24%, 业绩年均复合增速超 18%, 表现出稳健成长性。近几年分红比例近 50%, 股息率 3% 不到。今年业绩同比下滑主要受到去年同期确认拆迁补偿、转让车间收益影响, 经营性业绩持平上下。随着技改项目的实施, 预计明年产量仍有 5% 左右增长, 主业仍有空间。

盈利预测&投资建议

- 受上半年疫情影响, 下调盈利预测, 预计 20-22 年 EPS 分比为 0.94 元、1.45 元、1.62 元, 对应 PE 分别为 21 倍、14 倍、12 倍。我们判断主业利润未来可稳定在 4 亿左右, 给予不锈钢业务 15 倍 PE, 对应 60 亿市值, 当前 73 亿元市值, 锂业务反应尚不充分, 估值提升空间大。维持“买入”评级。

风险提示

- 碳酸锂价格上涨不达预期; 宏观需求下行风险。

内容目录

一、锂价进入向上拐点期.....	3
二、锂价上涨趋势一旦确立，公司股价有望展开一波估值提升行情.....	4
三、成本优势弹性大+扩产预期.....	4
四、不锈钢主业平稳，细分龙头，安全边际高.....	4
五、作为锂电后起之秀，估值提升空间大。.....	5
六、盈利预测&投资建议.....	6
七、风险提示.....	6

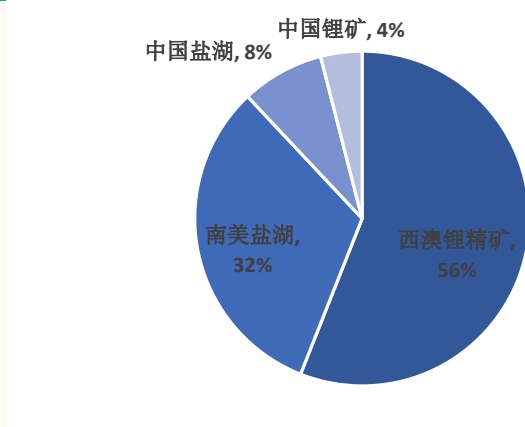
图表目录

图表 1：澳洲为主要锂资源产地.....	3
图表 2：国内碳酸锂价格走势（元/吨）.....	3
图表 3：公司前三季度碳酸锂产量统计（吨）.....	4
图表 4：上市以来分红统计.....	5
图表 5：主要碳酸锂企业比较.....	5
图表 6：盈利预测.....	6

一、锂价进入向上拐点期

- 近期锂价出现 5%以上反弹。一方面澳洲主要锂矿 Altura 面临破产；另一方面，电车需求持续旺盛。在经历了长周期底部后，当前锂价已处在大部分厂商的盈亏平衡线以下，随着供需端催化剂接踵而来，预计 Q4 开始锂价逐步反弹，21 年锂价供需反转可能性较大。
- ✓ 产能迎来提前出清可能。澳洲破产管理公司 Korda Mentha 公告，澳洲锂精矿生产企业 Altura 公司由于现金流紧张，已进入破产管理。澳洲锂矿占到全球锂资源供给的近 50%，而 Altura 占澳洲锂精矿供应比例超过 10%，其可能面临的破产导致的产能出清，将使得行业供给减少 5%以上，成为锂价拐点催化剂。

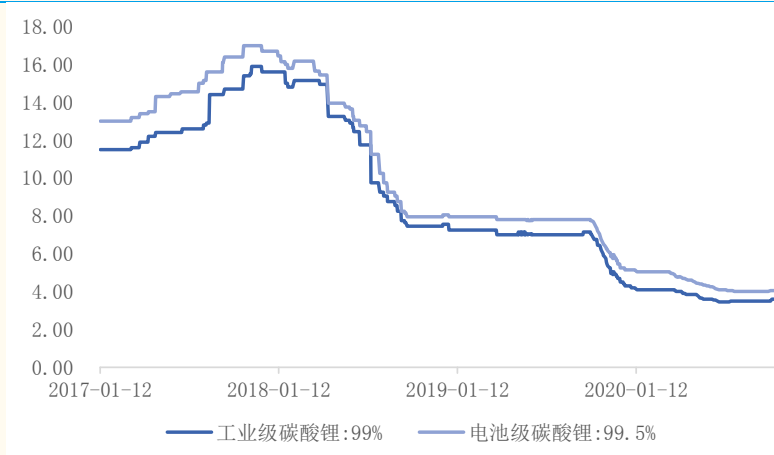
图表 1：澳洲为主要锂资源产地



来源：格隆汇、国金证券研究所

- ✓ 电动车需求拉动。9 月欧洲电动车销量迎来大幅上涨，主要国家电动车市场份额快速提升。同时，9 月国内电动车产销分别同比增长 40.0%和 71.5%。锂需求中，电动车占比近 40%左右，未来几年电车符合增速的上调也将进一步拉动锂相关需求超预期。从我们近期对相关厂商的草根调研反馈，订单持续饱满，碳酸锂库存基本清空。部分订单实际销售价格已超过公开的碳酸锂报价。按目前情况，判断后续价格进一步上涨概率大。
- ✓ 产业链长期低于成本线下运行，锂价拐点提前来临。锂产业链从锂精矿到碳酸锂价格已长期低于成本线以下，国内仅少数企业能够盈利，也倒逼了一些企业的退出。此次 Altura 事件作为一个催化剂，使得锂行业从今年仍然供需过剩，到明年逐步转向供需平衡。价格方面，预计 Q4 价格小幅反弹，到明年价格有望回升至 5 万元/吨以上。

图表 2：国内碳酸锂价格走势（元/吨）

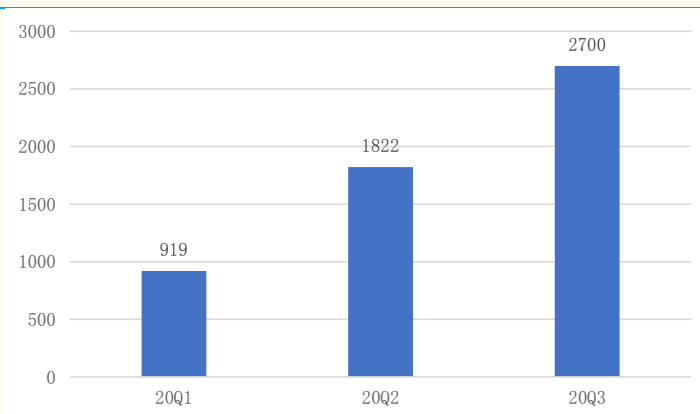


来源：公司公告、国金证券研究所

二、锂价上涨趋势一旦确立，公司股价有望展开一波估值提升行情

- 公司自 2017 年开始涉足碳酸锂业务，先后经历了云母提锂技术、成本、产品市场开拓、环保等相关质疑。而随着今年 3 月后一期 1 万吨项目顺利投产，上述疑虑均被打消，也逐步得到市场认可。
- 根据公告，截至三季度末，1 万吨电池级碳酸锂项目两条生产线均已投入运行，产能发挥好于预期，第三季度月均产量超过 900 吨。公司生产的锂云母碳酸锂质量稳定，品质可靠，得到相关行业多个龙头客户认可并实现长期供货，客户包括德方纳米、厦钨新能源、合肥国轩等。
- 考虑公司投产后，锂价持续低迷，公司碳酸锂业务一直处在微亏阶段，从未盈利。因此，碳酸锂业务并未在公司市值中充分反映。我们认为，锂价上涨后一旦实现盈利，公司估值有望大幅提升。

图表 3：公司前三季度碳酸锂产量统计（吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

三、成本优势弹性大+扩产预期

- 公司拥有自有矿，成本优势显著。
 - ✓ 公司锂电新能源板块已建成涵盖采矿、选矿、碳酸锂加工三大业务在内的新能源产业链，主要经营模式为以化山瓷石矿含锂瓷石为主要原材料，经采选生产锂云母精矿，并经深加工生产电池级碳酸锂，最终对外进行销售。
 - ✓ 公司控股子公司花桥矿业拥有化山瓷石矿采矿许可证，累计查明控制的经济资源量矿石量 4,507.30 万吨，开采规模为 100 万吨/年，是公司锂云母和碳酸锂生产原材料的主要保障渠道。此外，公司的联营公司花锂矿业拥有白水洞高岭土矿采矿许可证，累计查明控制的经济资源量矿石量 730.74 万吨，开采规模为 25 万吨/年，公司已与花锂矿业签订了《长期合作协议》，为公司锂电材料业务的长期发展提供了资源保障。
 - ✓ 根据我们测算，其完全成本 3.8-3.9 万元/吨，当前工碳售价 3.9 万元/吨、电碳售价 4.2 万/吨，后续价格上涨，盈利改善弹性较大。
- 同时，根据公司前期规划，总产能为 3 万吨，目前已投产 1 万吨，未来扩产预期较强。

四、不锈钢主业平稳，细分龙头，安全边际高

- 国内不锈钢棒线材供需格局稳定，公司市占率常年位居前二。公司产品下游面向高端制造业，壁垒高，附加值高，不锈钢棒线材领域市占率国内第二。
- ✓ 目前国内不锈钢棒线材产能约为 360 万吨，最大不锈钢棒线材生产企业为青山控股集团，其不锈钢棒线材产能约为 70 万吨，永兴在经过扩产后产能由原先的第三位提升至行业第二，其次为东北特钢棒线材有超过 23 万吨的产能。之后还有宝钢特钢、福建吴航、台湾华新丽华等企业，产能（中国大陆）均不足 20 万吨。
- 管理优异，负债率 24%，业绩年均复合增速超 18%，表现出稳健成长性。近几年分红比例近 50%，股息率 3% 不到。今年业绩同比下滑主要受到去年同期确认拆迁补偿、转让车间收益影响，经营性业绩持平上下。随着技改项目的实施，预计明年产量仍有 5% 左右增长，加之汽车材料等新品，主业仍有空间。

图表 4：上市以来分红统计

年度	归母净利润（亿元）	现金分红总额（亿元）	期末未分配利润（亿元）	股利支付率	ROIC	股息率（按股权登记日当天）
2019 年	3.44	1.6	18.5	47.78%	9.2%	2.71%
2018 年	3.87	3.6	19.2	93.0%	11.7%	6.32%
2017 年	3.52	3.6	19.2	102.4%	10.9%	5.00%
2016 年	2.54	0.5	16.6	18.5%	8.4%	
2015 年	2.22	0.4	14.7	18.1%	9.7%	

来源：wind、国金证券研究所

五、作为锂电后起之秀，估值提升空间大。

- 我们判断主业利润未来可稳定在 4 亿左右，给予不锈钢业务 15 倍 PE，对应 60 亿市值，当前 73 亿元市值，锂业务反应尚不充分。而锂主要受益标的赣锋、雅化、威华，赣锋作为龙头标的目前已新高，雅化、盛新锂能（传统业务已剥离）与永兴逻辑相似，主业平稳，碳酸锂业务弹性大，且雅化（126 亿元）、盛新锂能（132 亿元）市值已经拉高，考虑永兴未来扩产后体量与其相当，我们认为公司是不错的且弹性较大的锂标的，修复空间大。

图表 5：主要碳酸锂企业比较

公司	市值（亿元）	碳酸锂产能	氢氧化锂成本	资源量
赣锋锂业	1001	4.05 万吨（有效产能 2.57 吨）	3.1 万吨（有效产能 2.4）+5 万吨新建 21 年 Q1 投产	锂辉石、盐湖卤水以及锂黏土，合计锂资源量 4818 万吨（折 LCE）权益资源量达 2084 万吨（折 LCE）
永兴材料	73	1 万吨（总规划 3 万吨）	预计 1 万吨	控股子公司花桥矿业持有白市矿区瓷石矿采矿权。瓷石矿矿体累计查明控制的内蕴经济资源量（332）+推断的内蕴经济资源量（333）矿石量共 4507 万吨，其中 332 类矿石量 3099 万吨，333 类矿石量 1408 万吨
盛新锂能	132	2.8 万吨	1.5 万吨+2 万吨新建（规划 3 万吨）	盛屯锂业控股子公司奥伊诺矿业拥有四川业隆沟锂辉石矿采矿权
雅化集团	126	0.6 万吨	3.1 万吨，新建 2 万吨	过签订包销协议保证锂矿资源供应。参股子公司四川能投锂业下属四川德鑫矿业拥有李家沟锂辉石矿采矿权，截至 2020 年 3 月末共探获矿石资源量 4,036 万吨，折合氧化锂资源量 51.2 万吨；与银河锂业签署锂精矿采购协议至 2025 年（银河锂业拥有西澳 Mt Cattlin 锂辉石矿 100% 股权，拥有

矿石资源量 1670 万吨，平均氧化锂品位 1.2%，目前锂精矿年产能 22 万吨；全资子公司雅化国际持有澳大利亚 CORE 公司 8.86% 的股权入股澳大利亚 PSC 公司，获取锂矿包销权

中矿资源	58	2.5 万吨在建
天华超净	92	一期 2 万吨，二期 2 万吨 (21 年底)，远期 6 万吨

持有天宜锂业 42% 股份，宁德时代持有 15%，天宜锂业持有 AVZ12% 股份，AVZ 持有 Manono 矿 60% 股份，Manono 矿估算 660 万吨氧化锂

来源：公司公告、国金证券研究所

六、盈利预测&投资建议

- 由于上半年疫情影响，我们相应下调公司盈利预测，预计 20-22 年实现 EPS 分比为 0.94 元、1.45 元、1.62 元，对应 PE 分别为 21 倍、14 倍、12 倍。维持“买入”评级。

图表 6：盈利预测

产品			2020E	2021E	2022E
棒材	销量	万吨	17	18	19
	售价	万元/吨	1.7	1.7	1.7
	毛利率		16%	17%	17%
	收入	亿元	28.9	30.6	32.3
	成本	亿元	24.3	25.4	26.8
	毛利	亿元	4.6	5.2	5.5
	销量	万吨	14	15	15
线材	售价	万元/吨	1.4	1.4	1.4
	毛利率		14%	14%	14%
	收入	亿元	19.6	21.0	21.0
	成本	亿元	16.9	18.2	18.2
	毛利润	亿元	2.7	2.8	2.8
	销量	万吨	0.8	1	1.2
	售价	万元/吨	3.9	5	5.5
碳酸锂项目	毛利率		30%	32%	33%
	收入	亿元	3.1	5.0	6.6
	成本	亿元	2.2	3.4	4.4
	毛利润	亿元	0.9	1.6	2.2

来源：国金证券研究所

七、风险提示

- 碳酸锂价格上涨不达预期。目前电池级碳酸锂价格已经下跌至较多碳酸锂企业成本线附近，部分产能出现停产或者关停。当前价格上涨后，不排除现有产能发挥更大效率，导致上涨幅度不达预期，拉长行业底部周期，也将导致公司碳酸锂项目长期处于微利甚至于亏损。
- 宏观经济下滑导致传统主业需求下滑风险。公司下游主要为高端制造业为主，下游行业较为分散，但一定程度上仍受到宏观大环境的较大影响。产品需求下降，导致单吨盈利能力下滑，也将影响公司业绩增长持续性。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,031	4,794	4,909	5,162	5,660	5,990
增长率		18.9%	2.4%	5.1%	9.6%	5.8%
主营业务成本	-3,392	-4,077	-4,312	-4,332	-4,696	-4,940
%销售收入	84.1%	85.0%	87.8%	83.9%	83.0%	82.5%
毛利	639	717	597	830	964	1,050
%销售收入	15.9%	15.0%	12.2%	16.1%	17.0%	17.5%
营业税金及附加	-31	-55	-48	-51	-55	-59
%销售收入	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-43	-45	-46	-49	-54	-57
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-209	-77	-73	-77	-85	-90
%销售收入	5.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	0	-157	-162	-170	-187	-198
%销售收入	0.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	356	383	268	483	583	647
%销售收入	8.8%	8.0%	5.5%	9.4%	10.3%	10.8%
财务费用	-2	-17	8	-9	-8	-2
%销售收入	0.1%	0.3%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-3	-34	-47	-79	35	40
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	28	-14	-7	-10	-10	-10
%税前利润	6.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	413	450	415	400	615	690
营业利润率	10.2%	9.4%	8.4%	7.7%	10.9%	11.5%
营业外收支	-5	-4	-2	-3	-3	-3
税前利润	407	446	413	397	612	687
利润率	10.1%	9.3%	8.4%	7.7%	10.8%	11.5%
所得税	-56	-60	-73	-60	-92	-103
所得税率	13.7%	13.5%	17.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	351	386	340	337	520	584
少数股东损益	0	-1	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	352	387	344	337	520	584
净利率	8.7%	8.1%	7.0%	6.5%	9.2%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	351	386	340	337	520	584
少数股东损益	0	-1	-3	0	0	0
非现金支出	63	124	152	171	66	68
非经营收益	-24	15	-105	39	28	26
营运资金变动	-67	-19	-85	-61	17	4
经营活动现金净流	322	507	302	485	631	683
资本开支	-191	-377	-210	-230	-168	-118
投资	-329	245	232	24	-6	-6
其他	61	20	16	-10	-10	-10
投资活动现金净流	-458	-112	38	-216	-184	-134
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	46	212	-30	-47	17
其他	-49	-365	-387	-171	-228	-252
筹资活动现金净流	-49	-319	-176	-201	-275	-235
现金净流量	-185	76	164	68	172	314

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	366	442	652	720	892	1,206
应收款项	1,058	1,173	171	163	178	189
存货	348	393	448	435	420	442
其他流动资产	590	328	131	140	142	143
流动资产	2,362	2,336	1,403	1,458	1,633	1,980
%总资产	59.6%	53.8%	37.1%	37.4%	39.0%	43.2%
长期投资	553	274	274	280	286	292
固定资产	976	1,380	1,740	1,803	1,856	1,854
%总资产	24.6%	31.8%	46.0%	46.3%	44.4%	40.4%
无形资产	67	328	344	356	406	461
非流动资产	1,600	2,008	2,380	2,438	2,548	2,606
%总资产	40.4%	46.2%	62.9%	62.6%	61.0%	56.8%
资产总计	3,962	4,344	3,783	3,896	4,181	4,586
短期借款	0	74	124	154	101	112
应付款项	364	467	561	534	528	556
其他流动负债	140	235	91	79	105	115
流动负债	504	776	777	767	734	782
长期贷款	0	0	164	164	164	164
其他长期负债	85	154	144	82	88	94
负债	588	930	1,085	1,013	986	1,041
普通股股东权益	3,374	3,405	2,632	2,816	3,128	3,479
其中：股本	360	360	360	360	360	360
未分配利润	1,925	1,915	1,854	2,056	2,368	2,719
少数股东权益	0	9	66	66	66	66
负债股东权益合计	3,962	4,344	3,783	3,896	4,181	4,586

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.977	1.076	0.954	0.937	1.445	1.623
每股净资产	9.372	9.458	7.310	7.823	8.690	9.664
每股经营现金净流	0.896	1.408	0.839	1.347	1.752	1.898
每股股利	0.130	1.000	1.000	0.375	0.578	0.649
回报率						
净资产收益率	10.42%	11.37%	13.06%	11.97%	16.62%	16.80%
总资产收益率	8.88%	8.92%	9.08%	8.66%	12.44%	12.74%
投入资本收益率	9.11%	9.50%	7.38%	12.82%	14.31%	14.39%
增长率						
主营业务收入增长率	27.44%	18.93%	2.40%	5.14%	9.65%	5.83%
EBIT增长率	45.55%	7.56%	-30.12%	80.40%	20.66%	11.07%
净利润增长率	38.66%	10.13%	-11.29%	-1.85%	54.22%	12.35%
总资产增长率	14.34%	9.64%	-12.91%	2.98%	7.31%	9.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	9.1	12.0	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	37.4	33.2	35.6	37.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	26.4	31.7	38.0	40.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	47.7	75.3	72.9	70.2	64.3	57.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.86%	-10.79%	-15.38%	-15.70%	-21.21%	-27.67%
EBIT利息保障倍数	163.1	23.0	-32.9	54.4	72.2	390.7
资产负债率	14.85%	21.40%	28.68%	26.01%	23.58%	22.70%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-11	买入	15.11	21.90~21.90
2	2019-12-08	买入	16.32	21.90~21.90
3	2020-01-14	买入	18.63	22.00~22.00
4	2020-04-26	买入	15.51	22.00

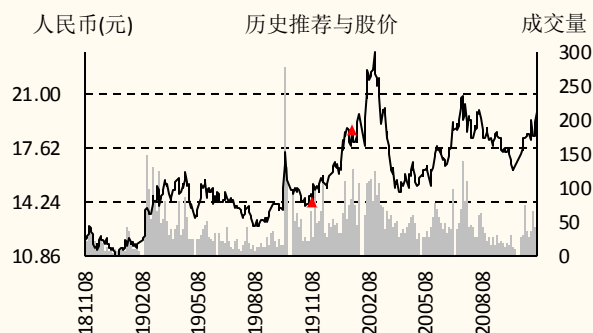
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

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%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH