

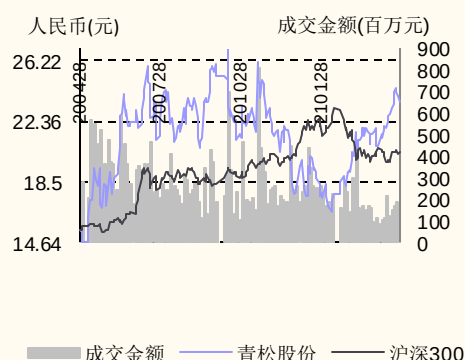
青松股份 (300132.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.99 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.17
已上市流通 A 股(亿股)	4.60
总市值(亿元)	121.71
年内股价最高最低(元)	27.00/14.64
沪深 300 指数	5091
创业板指	2986



相关报告

- 1.《化妆品本土优质制造龙头-青松股份深度报告》，2021.2.25
- 2.《收购诺斯贝尔剩余股份，整合发力化妆品板块-收购诺斯贝尔剩余股...》，2020.5.8

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

诺斯贝尔成长靓丽，化工拖累持续减弱

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,908	3,865	4,692	5,621	6,580
营业收入增长率	104.57%	32.90%	21.40%	19.80%	17.05%
归母净利润(百万元)	453	461	560	663	771
归母净利润增长率	13.19%	1.68%	21.46%	18.49%	16.32%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.89	1.08	1.28	1.49
每股经营性现金流净额	1.17	1.51	1.30	1.23	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.97%	14.70%	16.17%	17.19%	17.85%
P/E	12.57	21.06	23	19	17
P/B	1.88	3.10	3.73	3.35	2.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20 年及 1Q21 化妆品业务拉动公司总体业绩增长。1) 4 月 28 日公告 20 年营收增 33%、净利增 2%，4 月 29 日公告 1Q21 营收增 21%、净利增 8%。2) 诺斯贝尔为化妆品业务主体，90%股权于 19 年 5 月并表、剩下 10%于 20 年 6 月并表。20 年诺斯贝尔营收 27 亿元、增 22%，净利 2.89 亿元、增 14%、贡献公司归母净利 2.76 亿元，1Q21 营收大增 51%、净利增 26%。3) 化工业务 20 年营收降 8%、净利降 23%，1Q21 营收降 11%、净利增 3%。

经营分析

- 诺斯贝尔：护肤品/湿巾等拉动 20 年/21Q1 营收增 22%/51%，成本及产能投入拖累净利率。
- ✓ 20 年：1) 护肤品/湿巾/口罩（20 年新增）贡献主要增长，预计同增 30%左右/80%+/贡献 2.2 亿元营收；2) 面膜为公司优势领域，已建立技术/规模/行业口碑等领先优势，20 年新增宝洁旗下 Olay 冻干面膜、研发实力获认可，由于公司在面膜代工领域市占率较高、预计增长有限。3) 诺斯贝尔净利率 10.82%，同比降 0.66PCT 主要因原料及包材成本上涨。
- ✓ 1Q21：1) 护肤/湿巾继续贡献增长，21 年成立杭州分公司、布局美妆品牌聚集的华东地区业务、化妆品代工业务有望获得快速增长，湿巾在海外疫情背景下预计销售继续靓丽。2) 1Q21 净利率 4.51%，同比下滑 2.28PCT 主要为新产能增加当期摊销，随着产能利用率逐步提升、该影响将减弱。
- 化工业务：价格波动致业绩表现较弱、净利降幅逐步收窄。
- ✓ 产品价格同比下滑致化工业务营收、净利双降，20 年下半年产品价格回升致全年降幅较 19 年有所收窄；1Q21 原料价格继续上涨，1Q21 净利持平、降幅进一步收窄。

投资建议与风险提示

- 投资建议：我们看好公司化妆品加工主体资质及未来发展前景、优质制造资源具有一定稀缺性、应享有一定估值溢价，21 年成立杭州子公司、加速拓展华东地区客户，未来有望充分分享行业景气，新增产能为未来发展储备产能，但同时增加短期摊销、致净利增速低于收入增速；松节油深加工行业发展成熟，原料及产品价格具有较强的周期属性，对公司总体业绩带来一定波动。预计 21~23 年 EPS 1.08/1.28/1.49 元，对应 21~23 年 PE 23/19/17 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：客户拓展不及预期、行业竞争加剧影响盈利、原材料价格波动等。

1、业绩概况

化工业务拖累致 20 年净利增 1.68%。公司 4 月 28 日公告 20 年实现营收 38.65 亿元、同增 32.90%，归母净利 4.61 亿元、同增 1.68%，扣非归母净利 4.53 亿元、同增 5.09%，EPS 0.89 元、每 10 股派现金红利 1.8 元。诺斯贝尔 90%股权于 19 年 5 月并表、剩下 10%是 20 年 6 月并表、促收入增速较高，净利增速低于收入主要为化工业务净利率下滑、对总体业绩形成拖累。

分季度看，1Q20~4Q20 收入增速分别为 113.86%、51.00%、10.11%、12.60%，净利增速分别为 2.82%、4.78%、11.58%、-12.60%，扣非净利增速分别为 3.72%、3.93%、-0.03%、13.72%。20 年上半年收入增速高于下半年，主要为诺斯贝尔 19 年 5 月开始并表 90%股权、上半年存低基数。

1Q21 化妆品表现靓丽带动总体营收增 21%、新增产能增加当期摊销拖累净利增 9%。4 月 29 日公告 21Q1 营收 8.56 亿元、同增 20.69%、主要由诺斯贝尔营收大增 51%拉动，净利 9110 万元、同增 8.77%，扣非净利 9012 万元、同增 9.40%。净利增速低于收入主要为诺斯贝尔 20 年新增产能、增加摊销拖累净利率同比略降。

2、经营分析

■ 化妆品加工业务：20 年业绩继续快速增长，护肤品+湿巾助推 1Q21 收入大增 51%

公司化妆品加工业务经营主体为诺斯贝尔。诺斯贝尔 90%股权于 19 年 5 月并表、剩下 10%于 20 年 6 月并表，诺斯贝尔并表贡献公司化妆品业务，下面重点分析诺斯贝尔业绩情况。

诺斯贝尔 20 年营收 26.71 亿元、同增 21.57%，净利 2.89 亿元、同增 14.23%，净利率 10.82% (-0.66PCT)，纳入上市公司合并报表净利 2.76 亿元（20 年 1~5 月诺斯贝尔 10%股权属于少数股东权益、未并入上市公司）。

诺斯贝尔承诺 18~20 年累计扣非净利不低于 7.28 亿元，实际完成 7.40 亿元（其中 18 年 2.10 亿元、2.43 亿元、2.87 亿元）、完成业绩承诺。

分品类看，1) 面膜：诺斯贝尔第一大品类为面膜、为优势品类，20 年营收占诺斯贝尔比重为 43% (-9PCT)、推算面膜 20 年营收增长承压；2) 护肤品：19 年起成为公司第二大品类（20 年占比第三、主要为湿巾获益疫情增长较多），推算护肤品 20 年营收增 30%左右、占比 29% (+2.21PCT)；3) 疫情急需防疫物资，诺斯贝尔加大湿巾产品生产，预计全年湿巾营收增长 80%+，占比 28.61% (+13.70PCT)；4) 公司还有部分无纺布业务，20 年疫情下新增口罩业务，无纺布、口罩及其他产品营收增速预计接近 200%+、营收贡献 16% (+9PCT)，其中口罩营收预计在 2 亿元左右（主要集中在 2Q20）、剔除口罩影响、诺斯贝尔营收增 12%左右。

从公开披露的数据来看，2H20 面膜、护肤品、湿巾、无纺布及口罩等产品营收增速分别为-12%/18%/120%/72%。

品牌客户拓展方面，20 年新增合作新锐品牌纽西之谜，宝洁旗下 Olay 冻干面膜，研发和制造实力得到客户认可。

诺斯贝尔 1Q21 营收 5.54 亿元、同增 50.51%，净利 3160 万元、同增 26.39%，净利率 4.51% (-2.28%) 下降致净利增速低于收入，预计主要为业务拓展、相关前置费用增多。

分品类看，1Q21 营收大增主要来自于湿巾及护肤品销售同比大幅增长，公司湿巾主要出口海外，预计海外疫情背景下全年湿巾业务有望持续向好；公司护肤品业务持续发力，积极拓展客户、全年有望继续快速增长。

其他品类来看，面膜增速近年持续放缓，主要为公司在面膜代工行业已占据较高的市场份额、增量有限，另一方面中低端面膜加工竞争激烈，预计面膜

业务营收增长有限；口罩主要供给国内、随着国内疫情逐步得到控制，预计 21 年口罩业务将不再贡献业绩。

■ **化工业务：20 年价格下行、净利降 23%；香精香料业务剥离致 1Q21 收入略降**

化工业务 20 年营收 11.94 亿元、同降 8.44%，净利 1.85 亿元、同降 23%，较 19 年同降 40%有所收窄。化工业务表现较弱主要因为 20 年松节油产品价格变动。主要产品价格上半年相对平稳，与上年同期相比下跌幅度较大；下半年主要产品价格有所提升。2020 全年产品均价较上年同比下降，销量有所上升。

1Q21 化工业务营收 3.02 亿元、同降 11.38%，净利 6030 万元、同增 2.64%，净利率 19.45% (+2.21%)。其中松节油深加工业务销售平稳，因 20 年下半年剥离香精香料业务，销售收入同比略有下滑。

■ **盈利能力：20 年受化工原材料价格波动、1Q21 受新增产能摊销影响，净利率同比下降**

毛利率：20 年毛利率为 25.67% (-5.58PCT)，主要因为：1) 新会计准则影响，2) 两大业务毛利率均有下滑。化工业务受上半年产品价格下降影响毛利率下滑、2020 年松节油深加工业务毛利率 33.09% (-3.40%)；化妆品业务受近年来能源价格上涨及通货膨胀等因素的影响，护肤品原料和包装材料的价格都出现了一定程度的上涨，诺斯贝尔 2020 年毛利率 22.36% (2019 年同期数据缺失，较 18 年下降 1.70PCT)。

1Q21 毛利率 24.26% (-2.48PCT)，主要为 20 年诺斯贝尔新增产能、新产能增加当期摊销。

费用率：20 年期间费用率总体持平，为 10.88% (-0.06PCT)。其中销售费用率 1.34% (-1.60PCT)，主要为新会计准则下，因销售而发生的运输费用作为合同履行成本由销售费用调整至营业成本。管理费用率 4.94% (+1.21PCT)，主要为：1) 诺斯贝尔新增租赁仓库，租赁费用增加；2) 员工薪资较上年有所增长；3) 安全生产所支付及计提金额有所增加。财务费用率 1.39% (+0.71PCT)，主要因为公司化工出口业务发生汇兑损失，以及贷款利息支出增加。

1Q21 期间费用率总体稳健，为 11.09% (+0.08PCT)，其中销售费用率 2.01% (-1.09PCT)、管理（含研发）费用率 8.03% (+0.76PCT)。

净利率：20 年净利率 12.13% (-4.19PCT)，其中 1) 化工业务净利率 15.49% (-2.99PCT)，主要受化工业务原材料价格波动影响，2020 年下半年以来松节油价格进入上行周期。2) 化妆品加工业务净利率 10.82% (-0.66PCT)。

1Q21 净利率为 10.65% (-1.17PCT)，其中化工业务净利率略升、推算化妆品净利率有所下降。

■ **营运能力：存货及应收账款周转改善；1Q21 原料采购增加、员工薪资增长致现金流下滑较多**

存货：20 年底存货 7.47 亿元、较期初减少 13.54%，存货周转天数为 101 天、较期初减少 29 天，主要因为报告期内松节油深加工业务原材料及产成品减少。21Q1 存货较期初增加 17.57%、增速低于收入增速。

应收账款：20 年底应收账款 6.72 亿元、较期初减少 1.03%，应收账款周转天数为 63 天、较期初增加 10 天。1Q21 应收账款较期初下降 7.18%。

现金流：20 年经营活动现金流量净额为 8.06 亿元、同增 19.23%，经营性现金流高于净利润，主要因为：1) 20 年底存货库存减少实现资金回笼；2) 计提折旧、摊销等减少了净利润金额；3) 经营性应付项目增加多于应收项目增加，综合影响约 0.6 亿元。1Q21 经营活动现金流净额为 1.01 亿元、同降 87.49%，主要为原料采购增加、员工人数及薪资有所增长。

3、投资建议

■ 加强研发、持续推新

诺斯贝尔 20 年推出 Clean Beauty（纯净美容）系列产品，提升市场竞争力；同期研发的新产品有恒时赋能系列、根源补养系列、凝时秘盒安瓶系列、甜蜜日记布丁系列、鲜活维 C 面膜系列、炫彩萌泡面膜系列、温感修复焗油发膜套装、亲子洗发沐浴手套、柔和净澈奶盖眼唇卸妆液、氨基酸水感卸妆精华、纯净养肤卸妆油等。诺斯贝尔通过加大研发设备及研发人才的投入，持续专注核心技术研发和强化研发团队建设，从而不断提升行业竞争优势，加快产品的研发进度及成果转化速度，将产品技术优势转变成品牌优势及渠道资源优势。

■ 产能不断扩充、满足业务发展需求

“一分厂改扩建项目”计划新增 1 条泡罩生产线，新增泡罩年产量 1.11 亿粒；新增 1 条冻干面膜生产线，新增冻干面膜年产量 3000 万片；新增 2 条静电纺丝面膜生产线，新增静电纺丝面膜年产量 3,000 万片。项目于 20 年底通过竣工环境保护验收。

“诺斯贝尔健康护理扩建项目”包含一、二期：1) 一期计划新增 14 条护肤品生产线（10 条膏霜生产线，4 条水乳生产线），年产量 9470 吨/年，已通过竣工环境保护验收。2) 二期计划新增 39 条湿巾生产线、年产量 192 亿片，1 条冻干面膜生产线、年产量 6000 万片，1 条泡泡巾生产线、年产量 1.14 亿片，目前已通过竣工环境保护验收。

20 年诺斯贝尔新增口罩生产业务，累计采购 13 组一次性医用口罩生产线，2 组 KN95 口罩生产线。

■ 双龙头主业行业地位突出，其中化妆品加工业务有望获益下游景气推动、带动业绩持续快速发展

公司目前拥有松节油深加工、化妆品加工两大业务，经营主体分别为公司子公司青松化工（龙晟香料、青松物流子公司已于 20 年 8 月转让给关联自然人柯维龙、转让价款为 1.07 亿元）、诺斯贝尔。

展望未来两项业务：1) 化妆品加工业务：诺斯贝尔已经在面膜领域占据较强领先优势（技术/规模/行业口碑等），护肤品及类彩妆、湿巾等业务有望持续快速发展、营收贡献占比提升，同时 21 年成立杭州子公司、加速拓展华东地区客户，未来有望充分分享行业的景气度；同时新增产能为未来发展进行储备，但增加短期摊销、致净利增速低于收入增速；2) 松节油深加工：行业发展成熟，原料及产品价格具有较强的周期属性，对公司总体业绩带来一定波动。

我们看好公司化妆品加工主体资质及未来发展前景、优质制造资源具有一定稀缺性、应享有一定的估值溢价。预计 21~23 年 EPS 1.08/1.28/1.49 元，对应 21~23 年 PE 分别为 23/19/17 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

客户拓展不及预期；行业竞争加剧影响营利；原材料价格波动。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,422	2,908	3,865	4,692	5,621	6,580
增长率		104.6%	32.9%	21.4%	19.8%	17.1%
主营业务成本	-840	-1,999	-2,873	-3,227	-3,916	-4,725
%销售收入	59.1%	68.8%	74.3%	68.8%	69.7%	71.8%
毛利	581	909	992	1,465	1,705	1,854
%销售收入	40.9%	31.2%	25.7%	31.2%	30.3%	28.2%
营业税金及附加	-7	-15	-20	-23	-28	-33
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-26	-86	-52	-239	-337	-263
%销售收入	1.8%	2.9%	1.3%	5.1%	6.0%	4.0%
管理费用	-32	-108	-191	-328	-348	-408
%销售收入	2.3%	3.7%	4.9%	7.0%	6.2%	6.2%
研发费用	-47	-104	-124	-188	-197	-228
%销售收入	3.3%	3.6%	3.2%	4.0%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	470	596	606	686	795	922
%销售收入	33.0%	20.5%	15.7%	14.6%	14.1%	14.0%
财务费用	5	-20	-54	-31	-31	-31
%销售收入	-0.3%	0.7%	1.4%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-6	37	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	1	0	18	17	17	17
%税前利润	0.2%	0.1%	3.3%	2.5%	2.2%	1.9%
营业利润	472	555	570	672	780	908
营业利润率	33.2%	19.1%	14.8%	14.3%	13.9%	13.8%
营业外收支	-9	-1	-18	0	0	0
税前利润	463	553	553	672	780	907
利润率	32.6%	19.0%	14.3%	14.3%	13.9%	13.8%
所得税	-63	-79	-84	-101	-117	-136
所得税率	13.6%	14.2%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	400	474	469	571	663	771
少数股东损益	0	21	8	12	0	0
归属于母公司的净利润	400	453	461	560	663	771
净利率	28.2%	15.6%	11.9%	11.9%	11.8%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	400	474	469	571	663	771
少数股东损益	0	21	8	12	0	0
非现金支出	38	53	119	109	107	105
非经营收益	2	18	43	22	33	41
营运资金变动	-394	60	148	-34	-166	-210
经营活动现金净流	45	605	779	669	637	708
资本开支	-3	-90	-337	-52	-90	-90
投资	0	-804	-8	0	0	0
其他	23	1	2	17	17	17
投资活动现金净流	20	-893	-343	-35	-73	-73
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	63	700	-35	-152	145	98
其他	-12	-68	-558	-277	-316	-367
筹资活动现金净流	51	631	-593	-429	-170	-269
现金净流量	117	344	-157	205	394	366

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	230	645	515	718	1,113	1,480
应收账款	235	770	762	880	1,054	1,233
存货	576	865	747	884	1,073	1,295
其他流动资产	43	82	138	114	90	94
流动资产	1,084	2,362	2,162	2,596	3,330	4,102
%总资产	74.0%	50.7%	46.7%	52.0%	58.4%	63.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	337	659	763	746	728	711
%总资产	23.0%	14.1%	16.5%	14.9%	12.8%	11.0%
无形资产	28	1,608	1,649	1,647	1,648	1,650
非流动资产	381	2,293	2,465	2,393	2,376	2,361
%总资产	26.0%	49.3%	53.3%	48.0%	41.6%	36.5%
资产总计	1,465	4,655	4,627	4,989	5,706	6,463
短期借款	150	214	372	435	580	678
应付款项	104	421	431	570	692	833
其他流动负债	94	188	209	267	318	372
流动负债	347	823	1,012	1,272	1,590	1,884
长期贷款	0	637	445	245	245	245
其他长期负债	8	36	35	0	0	0
负债	355	1,497	1,492	1,517	1,835	2,128
普通股股东权益	1,110	3,028	3,134	3,461	3,858	4,321
其中：股本	386	517	517	517	517	517
未分配利润	567	944	1,321	1,657	2,055	2,517
少数股东权益	0	130	1	12	12	12
负债股东权益合计	1,465	4,655	4,627	4,989	5,706	6,463

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.04	0.88	0.89	1.08	1.28	1.49
每股净资产	2.88	5.86	6.07	6.70	7.47	8.37
每股经营现金净流	0.12	1.17	1.51	1.30	1.23	1.37
每股股利	0.10	0.14	0.18	0.43	0.51	0.60
回报率						
净资产收益率	36.07%	14.97%	14.70%	16.17%	17.19%	17.85%
总资产收益率	27.34%	9.73%	9.96%	11.22%	11.62%	11.94%
投入资本收益率	32.20%	12.68%	12.94%	14.05%	14.38%	14.91%
增长率						
主营业务收入增长率	75.24%	104.57%	32.90%	21.40%	19.80%	17.05%
EBIT增长率	249.94%	26.88%	1.67%	13.28%	15.80%	16.03%
净利润增长率	322.55%	13.19%	1.68%	21.46%	18.49%	16.32%
总资产增长率	53.94%	217.83%	-0.61%	7.82%	14.38%	13.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.7	53.9	63.8	63.0	63.0	63.0
存货周转天数	190.5	131.5	102.4	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	34.0	43.0	49.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	76.8	71.7	61.1	44.3	31.9	23.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.23%	6.51%	7.69%	-2.86%	-9.02%	-14.25%
EBIT利息保障倍数	-99.4	30.1	11.2	22.1	25.3	29.3
资产负债率	24.22%	32.15%	32.24%	30.40%	32.16%	32.94%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	7	14	22	64
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-28	增持	9.89	N/A
2	2019-10-29	增持	10.18	N/A
3	2020-05-08	增持	16.29	N/A
4	2021-02-25	买入	18.22	16.90~30.00

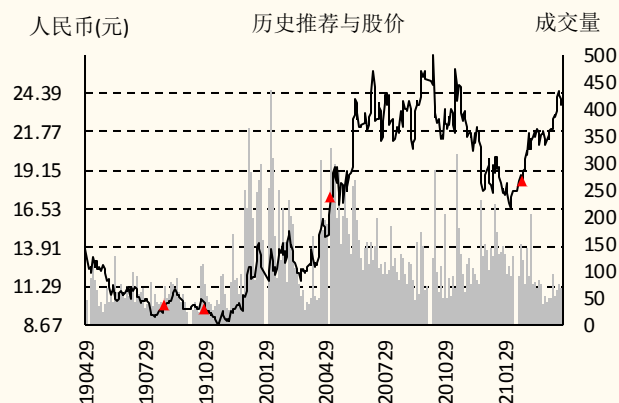
来源：国金证券研究所

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402