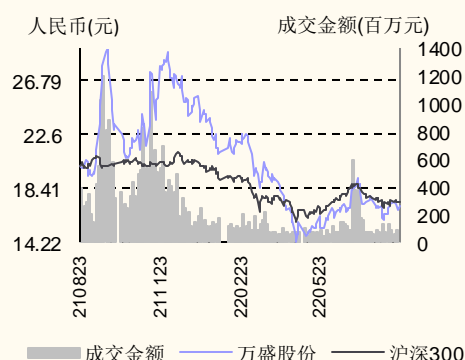


**万盛股份 (603010.SH) 买入 (维持评级)****公司点评**

市场价格 (人民币): 17.04 元

**市场数据 (人民币)**

总股本(亿股)	5.90
已上市流通 A 股(亿股)	4.85
总市值(亿元)	100.46
年内股价最高最低(元)	29.30/14.22
沪深 300 指数	4181
上证指数	3278

**相关报告**

- 1.《短期业绩承压，新项目值得期待！-万盛股份业绩点评》，2022.5.1
- 2.《量价齐升，业绩持续高增长！-万盛股份三季报点评》，2021.10.31
- 3.《新能源车缺阻燃剂风险评估！-万盛股份覆盖报告》，2021.9.23

**许隽逸** 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

**陈律楼** 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004  
chenlulou@gjzq.com.cn

**业绩短期承压，积极扩张丰富产品矩阵****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,330	4,115	4,810	6,775	9,510
营业收入增长率	20.75%	76.60%	16.90%	40.85%	40.37%
归母净利润(百万元)	393	824	521	630	809
归母净利润增长率	137.21%	109.67%	-36.77%	20.84%	28.39%
摊薄每股收益(元)	1.134	1.699	0.884	1.068	1.372
每股经营性现金流净额	1.16	1.73	1.33	1.17	1.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.38%	34.82%	12.40%	13.56%	15.52%
P/E	19.66	15.41	19.27	15.95	12.42
P/B	4.79	5.37	2.39	2.16	1.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 万盛股份于 2022/8/22 发布中报，公司 2022 年 H1 实现归母净利润 2.39 亿元，同比下降 44.25%。22Q2 实现归母净利 1.11 亿元，环比下降 13.3%。

**经营分析**

- **磷系阻燃剂短期承压，长期发展值得期待：**2022 年 Q2，公司主要终端产品阻燃剂或受疫情影响，下游终端需求较弱，售价环比下降 11.18%。2022 年上半年公司磷系阻燃剂产销量分别为 5.24/5.02 万吨，较去年同期分别下降 1.54/1.42 万吨。阻燃剂产销及毛利率或为利润收窄主因。中长期而言，伴随疫情后需求逐渐恢复，全球对阻燃法规的严格实施以及环保要求的不断提高将持续带动磷系阻燃剂下游市场规模扩张，磷系阻燃剂长期发展值得期待。
- **深耕加码主营业务，持续扩大产业链布局。**公司山东项目规划 31.93 万吨功能性新材料的产能，其中磷系聚氨酯阻燃剂产能 7 万吨，磷系工程塑料阻燃剂 5 万吨（均为 BDP）。项目建设期 18 个月，预计 2023 年上半年建成投产。与此同时，公司布局福建中州项目，进军锂离子电解液添加剂和导电新材料，有望进一步丰富公司终端产业链布局。
- **新材料项目陆续试产，持续拓宽产品矩阵：**公司 8 月 9 日公告，6 月收购的全资子公司山东汉峰新材料公司年产 17.5 万吨新材料项目中部分产线已正式进入试生产阶段，新项目涉及三氯氧磷、三氯化磷和五氯化磷等产品在完善公司产品一体化的同时切入新能源重要产品的上游原料，为公司拓宽产品矩阵，增加产品间协同并持续提升综合竞争力。

**投资建议**

- 公司产销节奏以及终端消费景气度受疫情影响叠加原料端成本上涨，业绩或承压，我们下调公司 2022-2024 年盈利预测，下调幅度分别为 15%/17%/12%。我们预计公司 2022-2024 年净利润为 5.2 亿元/6.3 亿元/8.1 亿元，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 0.88 元/1.07 元/1.37 元，对应 PE 倍数 2022-2024 年分别为 19.27X/15.95X/12.42X，维持“买入”评级。

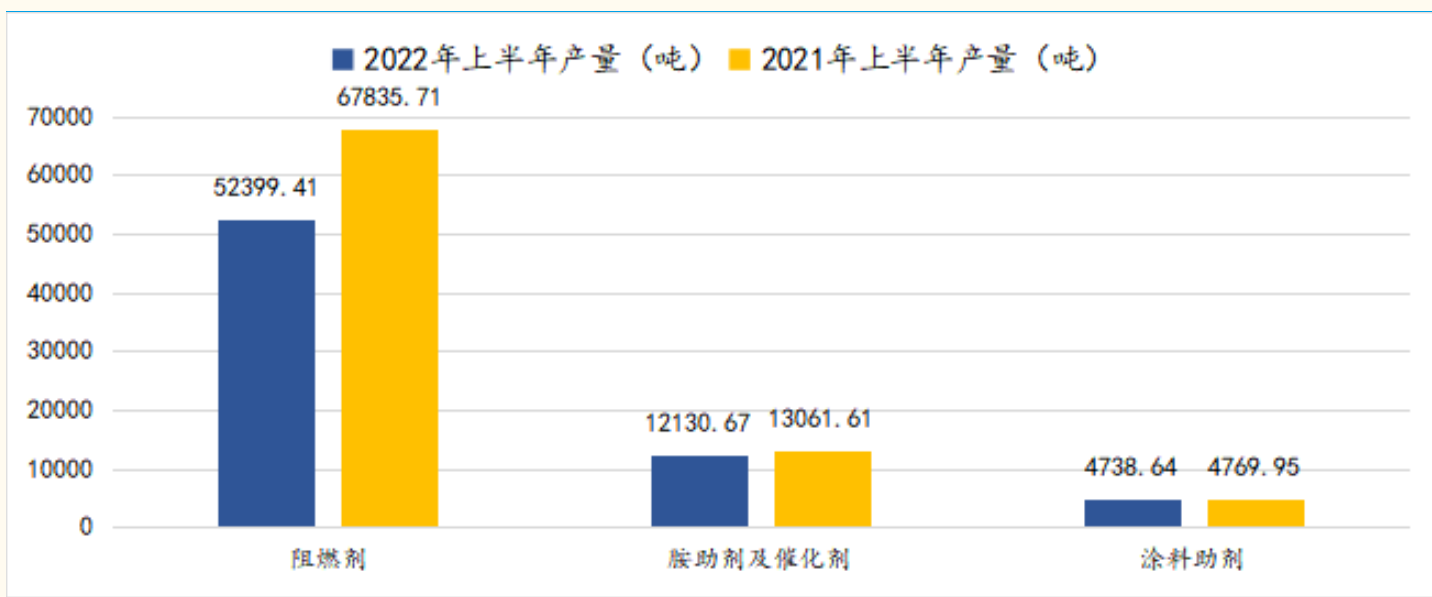
**风险提示**

- 1.全球新能源汽车增长不及预期 2.疫情反复对终端消费节奏及运输产生负面影响 3.项目审批及建设进度不及预期 4.能耗双控对开工率影响。

## 1、磷系阻燃剂短期承压，长期发展值得期待

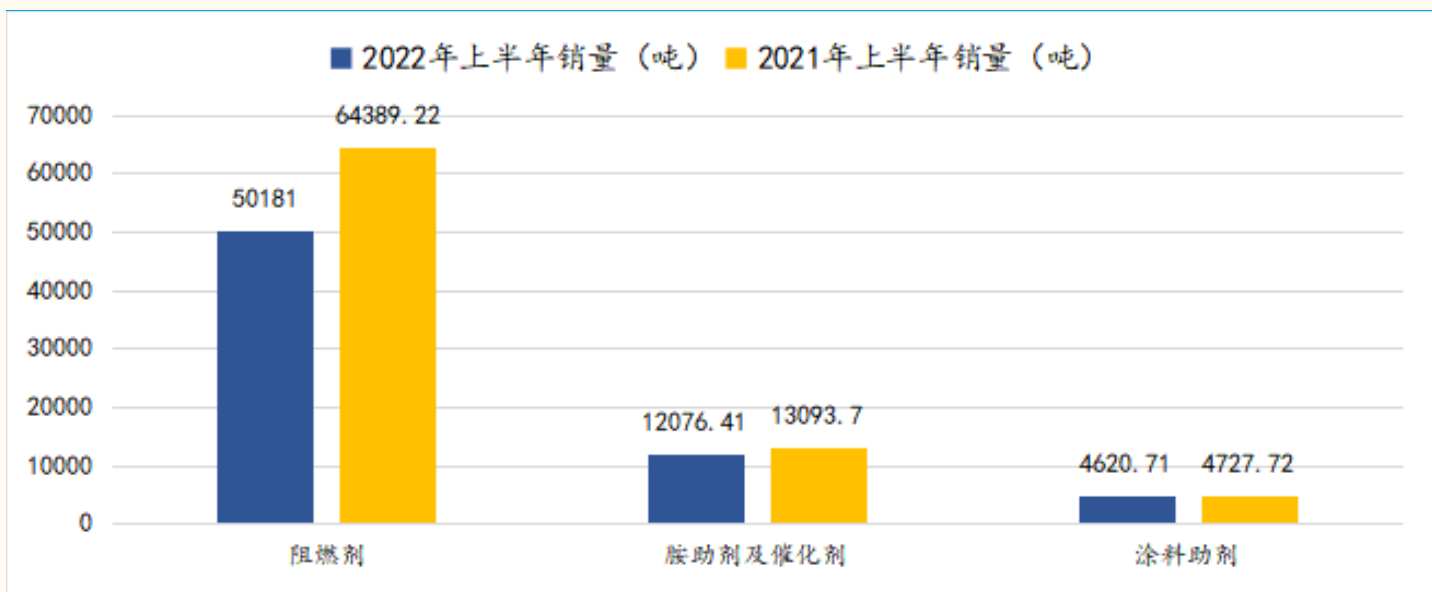
根据公司披露的经营数据，2022 年二季度，公司主要终端产品阻燃剂或受疫情影响，下游终端需求较弱，售价环比下降 11.18%，而主要原材料价格跌价幅度较小，同比下降 12.26Pcts，环比下降 2.42Pcts。2022 年上半年公司磷系阻燃剂产销量分别为 5.24/5.02 万吨，较去年同期分别下降 1.54/1.42 万吨。其他主营产品（胺助剂及催化剂、涂料助剂）市场价格较好，产销两旺。磷系阻燃剂产销及毛利率短期承压是上半年利润收窄的主要原因。中长期来看，疫情后需求逐渐恢复，全球对阻燃法规的严格实施以及环保要求的不断提高将持续带动磷系阻燃剂下游市场规模扩张，磷系阻燃剂长期发展值得期待。

图表 1：万盛股份主要产品上半年产量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：万盛股份主要产品上半年销量



来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 3：万盛股份主要产品上半年平均售价**

主要产品	2022年上半年平均售价（元/吨）	2021年上半年平均售价（元/吨）	变动比率（%）	Q2环比变动比率（%）
阻燃剂	25150.21	24771.21	1.53	-11.18
胺助剂及催化剂	35339.89	21998.16	60.65	19.59
涂料助剂	19052.88	14277.24	33.45	11.53

来源：公司公告，国金证券研究所

欧盟无卤化法规的颁布，将促进磷系阻燃剂电子电器设备中的应用。工程塑料在新能源汽车领域应用广泛，新能源汽车零部件、充电桩充电枪外壳、电子配套设备等均有采用工程塑料。随着新能源汽车市场容量不断增大，工程塑料阻燃剂需求量也将增长。

目前非卤阻燃 PC/ABS 已成为开发、应用的主要趋势，其中磷系阻燃剂不仅能对合金有效阻燃，而且能改善合金的加工流动性，是近年来发展迅速的一种高性能阻燃剂。PC 在下游应用中电子电器和汽车领域均需使用工程塑料阻燃剂，因此 PC 产能持续扩张会带动工程塑料阻燃剂需求的增长。

## 2、深耕加码主营业务,持续扩大产业链布局

山东潍坊新材料项目年产 31.93 万吨功能性新材料一体化项目持续推进，主业持续扩张，产品多点开花。项目规划自用阻燃剂原材料 7 万吨、磷系聚氨酯阻燃剂产能 7 万吨，磷系工程塑料阻燃剂 5 万吨（均为 BDP）。项目建设期 18 个月，现已开工建设，预计 2023 年上半年可建成逐步投产，23-24 年可陆续释放业绩。

与此同时，公司布局福建中州三明锂离子电解液添加剂和导电新材料项目，年产锂离子电解液添加剂和导电新材料共十五种产品，合计 95500 吨，项目分二期完成：一期实现产能 20500 吨，建设期 24 个月，一期项目预计总投资额 4.5 亿元，二期扩产至 95500 吨。公司通过该项目切入锂电行业，充实锂电产业链发展，进一步丰富公司终端产业链布局。

公司 8 月 9 日公告，6 月收购的全资子公司山东汉峰新材料公司年产 17.5 万吨新材料项目中部分产线已正式进入试生产阶段，新项目涉及三氯氧磷、三氯化磷和五氯化磷等产品在完善公司产品一体化的同时切入新能源重要产品的上游原料。此外，万盛大伟的脂肪胺类产品在日用化工、石油工业等领域广泛应用，季铵盐是目前消杀类产品发展的主导方向之一。

新投建项目为公司持续拓宽产品矩阵，增加产品间协同，在降本增效的同时进一步丰富公司终端产业链布局，持续提升综合竞争力。

## 3、风险提示

- 1) 全球新能源汽车增长不及预期;
- 2) 疫情反复对终端消费节奏及运输产生负面影响;
- 3) 项目审批及建设进度不及预期;
- 4) 能耗双控对开工率影响的风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,930</b>	<b>2,330</b>	<b>4,115</b>	<b>4,810</b>	<b>6,775</b>	<b>9,510</b>
增长率		20.7%	76.6%	16.9%	40.9%	40.4%
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,459</b>	<b>-1,540</b>	<b>-2,769</b>	<b>-3,595</b>	<b>-5,063</b>	<b>-7,184</b>
<b>%销售收入</b>	<b>75.6%</b>	<b>66.1%</b>	<b>67.3%</b>	<b>74.7%</b>	<b>74.7%</b>	<b>75.5%</b>
<b>毛利</b>	<b>471</b>	<b>790</b>	<b>1,346</b>	<b>1,215</b>	<b>1,713</b>	<b>2,326</b>
<b>%销售收入</b>	<b>24.4%</b>	<b>33.9%</b>	<b>32.7%</b>	<b>25.3%</b>	<b>25.3%</b>	<b>24.5%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-24</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>
<b>销售费用</b>	<b>-114</b>	<b>-120</b>	<b>-36</b>	<b>-48</b>	<b>-68</b>	<b>-95</b>
<b>%销售收入</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-85</b>	<b>-88</b>	<b>-154</b>	<b>-265</b>	<b>-373</b>	<b>-523</b>
<b>%销售收入</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.5%</b>
<b>研发费用</b>	<b>-85</b>	<b>-96</b>	<b>-132</b>	<b>-192</b>	<b>-271</b>	<b>-380</b>
<b>%销售收入</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>174</b>	<b>474</b>	<b>998</b>	<b>686</b>	<b>967</b>	<b>1,280</b>
<b>%销售收入</b>	<b>9.0%</b>	<b>20.3%</b>	<b>24.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>13.5%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-16</b>	<b>-32</b>	<b>-27</b>	<b>-73</b>	<b>-226</b>	<b>-328</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.5%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-73</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>%税前利润</b>	<b>n.a</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>营业利润</b>	<b>92</b>	<b>445</b>	<b>956</b>	<b>613</b>	<b>741</b>	<b>951</b>
<b>营业利润率</b>	<b>4.8%</b>	<b>19.1%</b>	<b>23.2%</b>	<b>12.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.0%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>80</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>173</b>	<b>443</b>	<b>955</b>	<b>613</b>	<b>741</b>	<b>951</b>
<b>利润率</b>	<b>8.9%</b>	<b>19.0%</b>	<b>23.2%</b>	<b>12.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.0%</b>
<b>所得税</b>	<b>-20</b>	<b>-61</b>	<b>-130</b>	<b>-92</b>	<b>-111</b>	<b>-143</b>
<b>所得税率</b>	<b>11.3%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.6%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>153</b>	<b>383</b>	<b>824</b>	<b>521</b>	<b>630</b>	<b>809</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>166</b>	<b>393</b>	<b>824</b>	<b>521</b>	<b>630</b>	<b>809</b>
<b>净利率</b>	<b>8.6%</b>	<b>16.9%</b>	<b>20.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>9.3%</b>	<b>8.5%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>153</b>	<b>383</b>	<b>824</b>	<b>521</b>	<b>630</b>	<b>809</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>138</b>	<b>87</b>	<b>113</b>	<b>130</b>	<b>221</b>	<b>312</b>
<b>非经营收益</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>3</b>	<b>41</b>	<b>41</b>	<b>68</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-117</b>	<b>-86</b>	<b>-99</b>	<b>94</b>	<b>-200</b>	<b>-271</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>204</b>	<b>402</b>	<b>841</b>	<b>787</b>	<b>692</b>	<b>918</b>
<b>资本开支</b>	<b>-155</b>	<b>-178</b>	<b>-267</b>	<b>-1,888</b>	<b>-797</b>	<b>-704</b>
<b>投资</b>	<b>-100</b>	<b>-37</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>19</b>	<b>74</b>	<b>-40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-236</b>	<b>-142</b>	<b>-296</b>	<b>-1,888</b>	<b>-797</b>	<b>-704</b>
<b>股权募资</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1,472</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>45</b>	<b>-126</b>	<b>-153</b>	<b>338</b>	<b>412</b>	<b>569</b>
<b>其他</b>	<b>-60</b>	<b>-77</b>	<b>-151</b>	<b>-175</b>	<b>-230</b>	<b>-311</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-13</b>	<b>-203</b>	<b>-304</b>	<b>1,634</b>	<b>182</b>	<b>258</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-43</b>	<b>54</b>	<b>236</b>	<b>534</b>	<b>77</b>	<b>473</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>232</b>	<b>284</b>	<b>528</b>	<b>1,062</b>	<b>1,140</b>	<b>1,612</b>
<b>应收款项</b>	<b>326</b>	<b>507</b>	<b>801</b>	<b>812</b>	<b>1,143</b>	<b>1,605</b>
<b>存货</b>	<b>272</b>	<b>297</b>	<b>468</b>	<b>571</b>	<b>804</b>	<b>1,142</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>81</b>	<b>64</b>	<b>58</b>	<b>86</b>	<b>98</b>	<b>115</b>
<b>流动资产</b>	<b>911</b>	<b>1,152</b>	<b>1,855</b>	<b>2,532</b>	<b>3,185</b>	<b>4,473</b>
<b>%总资产</b>	<b>44.4%</b>	<b>47.6%</b>	<b>55.9%</b>	<b>44.2%</b>	<b>45.8%</b>	<b>51.8%</b>
<b>长期投资</b>	<b>100</b>	<b>150</b>	<b>175</b>	<b>175</b>	<b>175</b>	<b>175</b>
<b>固定资产</b>	<b>859</b>	<b>923</b>	<b>1,086</b>	<b>2,501</b>	<b>3,075</b>	<b>3,464</b>
<b>%总资产</b>	<b>41.9%</b>	<b>38.1%</b>	<b>32.8%</b>	<b>43.7%</b>	<b>44.2%</b>	<b>40.1%</b>
<b>无形资产</b>	<b>159</b>	<b>157</b>	<b>155</b>	<b>519</b>	<b>521</b>	<b>523</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,142</b>	<b>1,267</b>	<b>1,462</b>	<b>3,195</b>	<b>3,771</b>	<b>4,162</b>
<b>%总资产</b>	<b>55.6%</b>	<b>52.4%</b>	<b>44.1%</b>	<b>55.8%</b>	<b>54.2%</b>	<b>48.2%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,053</b>	<b>2,419</b>	<b>3,317</b>	<b>5,727</b>	<b>6,956</b>	<b>8,636</b>
<b>短期借款</b>	<b>316</b>	<b>144</b>	<b>116</b>	<b>455</b>	<b>866</b>	<b>1,435</b>
<b>应付款项</b>	<b>252</b>	<b>300</b>	<b>571</b>	<b>832</b>	<b>1,172</b>	<b>1,663</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>62</b>	<b>111</b>	<b>133</b>	<b>109</b>	<b>145</b>	<b>199</b>
<b>固定负债</b>	<b>630</b>	<b>556</b>	<b>821</b>	<b>1,396</b>	<b>2,184</b>	<b>3,298</b>
<b>长期贷款</b>	<b>165</b>	<b>210</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>42</b>
<b>负债</b>	<b>835</b>	<b>807</b>	<b>949</b>	<b>1,523</b>	<b>2,311</b>	<b>3,424</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,229</b>	<b>1,613</b>	<b>2,368</b>	<b>4,204</b>	<b>4,645</b>	<b>5,212</b>
其中：股本	<b>347</b>	<b>347</b>	<b>485</b>	<b>590</b>	<b>590</b>	<b>590</b>
未分配利润	<b>496</b>	<b>801</b>	<b>1,410</b>	<b>1,775</b>	<b>2,216</b>	<b>2,782</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,053</b>	<b>2,419</b>	<b>3,317</b>	<b>5,727</b>	<b>6,956</b>	<b>8,636</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.478	1.134	1.699	0.884	1.068	1.372
每股净资产	3.544	4.653	4.879	7.131	7.879	8.839
每股经营现金净流	0.588	1.161	1.734	1.335	1.173	1.557
每股股利	0.150	0.400	0.420	0.265	0.321	0.412
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.49%	24.38%	34.82%	12.40%	13.56%	15.52%
总资产收益率	8.07%	16.25%	24.86%	9.10%	9.06%	9.36%
投入资本收益率	9.10%	20.76%	33.54%	12.29%	14.69%	16.16%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	11.35%	20.75%	76.60%	16.90%	40.85%	40.37%
EBIT增长率	0.82%	171.53%	110.67%	-31.27%	41.02%	32.32%
净利润增长率	54.19%	137.21%	109.67%	-36.77%	20.84%	28.39%
总资产增长率	-1.17%	17.85%	37.08%	72.67%	21.46%	24.15%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	54.2	49.3	42.1	43.0	43.0	43.0
存货周转天数	67.7	67.4	50.4	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	65.7	58.0	37.7	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	140.7	132.6	78.4	96.6	117.2	100.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	18.71%	3.07%	-13.85%	-12.46%	-4.07%	-1.78%
EBIT利息保障倍数	10.8	14.6	36.4	9.4	4.3	3.9
资产负债率	40.68%	33.33%	28.61%	26.59%	33.22%	39.65%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 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	0	0	1	1	8
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	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

### 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。

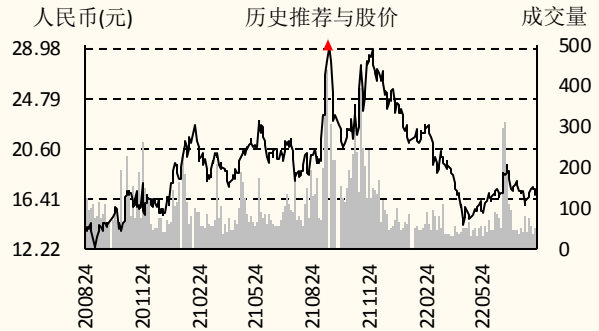
最终评分与平均投资建议对照：

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

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-23	买入	29.74	40.00 ~ 40.00
2	2021-10-31	买入	22.03	40.00 ~ 40.00
3	2022-05-01	买入	16.19	N/A

来源：国金证券研究所



### 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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

**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