

2023年07月20日

冠中转债（123207.SZ）申购分析

主题报告

国内植被恢复技术领航者

投资要点

- ◆ 本次发行规模 4 亿元，期限 6 年，评级为 A/A（中诚信）。转股价 16.56 元，到期补偿利率为 12% 属较高水平。下修条款 15/30, 85% 和强赎条款 15/30, 130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 19 日中债 6YA 企业债到期收益率 10.9935% 贴现率计算，纯债价值 65.63 元，对应 YTM 为 3.31%，债底保护性较一般。
- ◆ 总股本稀释率 14.71%、流通股本稀释率 25.75%，有一定摊薄压力。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0012%。
- ◆ 截至 2023 年 7 月 19 日，公司 PE(TTM) 38.21，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 0.79%，低于同行业可比上市公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 51.02% 分位数，估值弹性一般。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 4.01%。
- ◆ 年初至今公司股价上升 32.45%，行业指数（申万三级-园林工程）下降 0.2%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 49.76%，剩余限售股将于 2024 年 2 月 26 日解禁，届时将面临一定的解禁压力。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 21.30% 左右，对应价格为 113.15 元~125.06 元。
- ◆ 风险提示：
 - 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
 - 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
 - 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
 - 4、正股股价波动风险。
 - 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001
luoyunfeng@huajinsec.com

相关报告

- 人居水环保行业先进技术企业-开能转债（123206.SZ）申购分析 2023.7.19
- 智能电力领域领先企业-煜邦转债（118039.SH）申购分析 2023.7.19
- 经济筑底，企稳可期 2023.7.17
- 中国电子元件百强企业-众和转债（110094.SH）申购分析 2023.7.17
- 消费电子产品铝制结构件材料行业核心企业-福蓉转债（113672.SH）申购分析 2023.7.17



内容目录

一、冠中转债分析.....	3
(一) 转债分析.....	3
(二) 中签率分析.....	4
二、正股分析.....	4
(一) 公司简介.....	4
(二) 行业分析.....	5
(三) 财务分析.....	7
(四) 估值表现.....	8
(五) 募投项目分析.....	9
三、定价分析.....	10
风险提示:	11

图表目录

图 1: 中国林业草原本年完成生态修复投资 (万元)	6
图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元)	6
图 3: 营业收入情况 (万元, %)	8
图 4: 归母净利润情况 (万元, %)	8
图 5: 公司经营现金流情况 (万元)	8
图 6: 近一年行业指数及冠中生态股价走势.....	9
图 7: 金埔转债及正股表现情况 (%)	10
图 8: 文科转债及正股表现情况 (%)	10
表 1: 冠中转债基本要素	3
表 2: 公司主营收入分产品 (万元)	5
表 3: 公司主要财务指标	7
表 4: 期间费用情况 (万元)	8
表 5: 同行业可比上市公司 (亿元, %)	9

一、冠中转债分析

（一）转债分析

本次发行规模 4 亿元，期限 6 年，评级为 A/A（中诚信）。转股价 16.56 元，到期补偿利率为 12% 属较高水平。下修条款 15/30, 85% 和强赎条款 15/30, 130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 19 日中债 6YA 企业债到期收益率 10.9935% 贴现率计算，纯债价值 65.63 元，对应 YTM 为 3.31%，债底保护性较一般。

总股本稀释率 14.71%、流通股本稀释率 25.75%，有一定摊薄压力。

表 1：冠中转债基本要素

基本要素			
债券简称	冠中转债	债券代码	123207.SZ
正股简称	冠中生态	股票代码	300948.SZ
评级	A/A（中诚信）	认购代码	370948.SZ
发行金额	4.00	发行期限	6
转股价（元/股）	16.56	起息日	2023-07-21
转股起始日	2024-01-29	转股结束日	2029-07-20
下修条款	15/30, 85%	强赎条款	15/30, 130%
回售条款	30, 70%，附加回售	补偿利率	12.00%
利率	0.40%, 0.60%, 1.10%, 1.50%, 2.50%, 3.00%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	2.8569
总股本稀释率	14.71%	流通股本稀释率	25.75%
募集资金用途	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	建水县历史遗留矿山生态修复项目	22,326.39	14,000.00
	目勘查设计施工总承包		
	高青县城乡绿道网项目	20,961.91	10,000.00
	淄博四宝山区生态建设综合治理项目—水体生态修复项目	5,400.18	3,000.00
	乐平市废弃矿山生态修复综合治理项目（一期）	3,277.36	1,000.00
	补充流动资金	12,000.00	12,000.00
	合计	63,965.84	40,000.00
主要指标			
转股价	16.5600	折现率（2023/7/19）	10.9935%
债券面值	100	平价溢价率	49.61%
正股收盘价 （2023/7/19）	16.26	转股溢价率	1.85%
纯债价值	65.63	纯债溢价率	52.37%
平价	98.19	纯债 YTM	3.31%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）中签率分析

截至 2023 年 3 月 31 日，冠中生态前十大股东持股比例合计 63.05%，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 80%，剩余股东参与比例为 50%，则股东优先配售比例为 68.92%。网上申购额度为 1.24 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0012%。

二、正股分析

（一）公司简介

截至 2022 年 12 月 31 日，冠中投资直接持有公司 35.79% 的股份，为公司控股股东。李春林、许剑平夫妇直接和间接合计控制公司 50.25% 的股份，为公司实际控制人。许剑平直接持有公司 12,299,250 股股份、占公司总股本的 8.78%；李春林和许剑平通过冠中投资间接持有公司 50,115,750 股股份、占公司总股本的 35.79%，通过和容投资间接控制公司 5,554,500 股股份、占公司总股本的 3.97%，通过博正投资间接持有公司 2,380,500 股股份、占公司总股本的 1.70%。

冠中生态主要从事生态环境建设业务，具体包括以植被恢复为主的生态修复业务以及部分园林绿化和市政公用等城市环境建设业务，属于“生态保护与环境治理行业”。历经多年的行业深耕和研发积累，公司已成为集技术研发、关键材料生产、关键装备研制、项目设计、施工、管护为一体的专业性生态修复企业。其中，生态修复业务为公司核心业务，近三年占主营收入比例在 66% 以上。生态修复主要适用于植被遭受严重破坏或自然生长困难、采用常规的绿化技术方法和手段难以修复和建植植被的地方，如矿山开采区、尾矿与垃圾堆场、工矿废弃地、江河海堤（坝）、岛礁、各种破损山体或边坡、风积沙地与荒漠化地区。修复的主要对象包括土壤、水、大气和生物系统。陆地生物系统的最主要部分和核心基础是以森林为主的植被系统，所以陆地范围内生态修复的首要任务就是恢复植被，植被恢复是实现陆地环境生态修复的必须路径，也是公司生态修复业务的主要内容。

公司的主营业务收入地区以山东省为主，近三年占比在 57% 以上，其次为西南地区，近三年占比为 9% 以上。

近三年，公司的采购主要包括有机纤维、团粒剂、黏质土、添加剂、种子、苗木、建材和工程辅料等原材料、劳务分包、专业分包和机械租赁等。公司原材料、分包费用和机械租赁费合计占公司主营业务成本的比重分别为 83.99%、85.32% 和 86.67%，占比较高。未来在项目实施过程中，如果由于市场环境变化等原因导致原材料、劳务成本、机械租赁成本等上涨较多，将造成公司对工程成本控制的不确定性，并增加公司的经营成本，从而影响公司的利润水平。因此公司面临原材料、分包以及机械租赁等采购价格波动的风险。

公司主要经营模式可分为业务承接、原材料及分包机械的采购、人工土壤的生产、项目设计和施工、项目结算与收款等主要阶段。公司作为生态环境建设业务的施工方，业务承接、采购、关键材料的生产、设计施工、结算与收款等主营业务各环节无需履行审批或备案手续。在业务承

接阶段，公司市场部通过已经建立的各种业务渠道、网络及其他形式公开信息等方式广泛收集生态修复及城市环境建设类项目信息，主动参与投标或进行商务洽谈；同时，公司在行业内具有较高的知名度和良好的口碑，也有部分客户主动向公司寻求合作。近三年，公司主要通过招投标和商务谈判等方式获取项目。根据业务需要，公司采购类型主要包括原材料采购、分包采购、机械租赁三大类。关键材料的生产模式方面，公司从事生态修复业务所采用的优粒土壤系由公司自行研发并生产制备。公司根据项目的年度计划及具体施工进度需求制定优粒土壤的生产计划并安排生产，目前公司优粒土壤主要由子公司平度冠中负责生产。

表 2：公司主营收入分产品（万元）

	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
综合性治理	20,507.43	45.24%	21,223.14	52.87%	17,658.54	60.52%
园林绿化	12,864.45	28.38%	11,957.18	29.79%	5,990.35	20.53%
植被恢复	6,653.90	14.68%	3,855.42	9.60%	2,323.47	7.96%
水环境治理	2,890.54	6.38%	2,485.28	6.19%	2,233.24	7.65%
市政公用	2,168.76	4.78%	532.36	1.33%	971.43	3.33%
其他业务	249.88	0.55%	89.99	0.22%	-	-
合计	45,334.96	100.00%	40,143.37	100.00%	29,177.04	100.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业分析

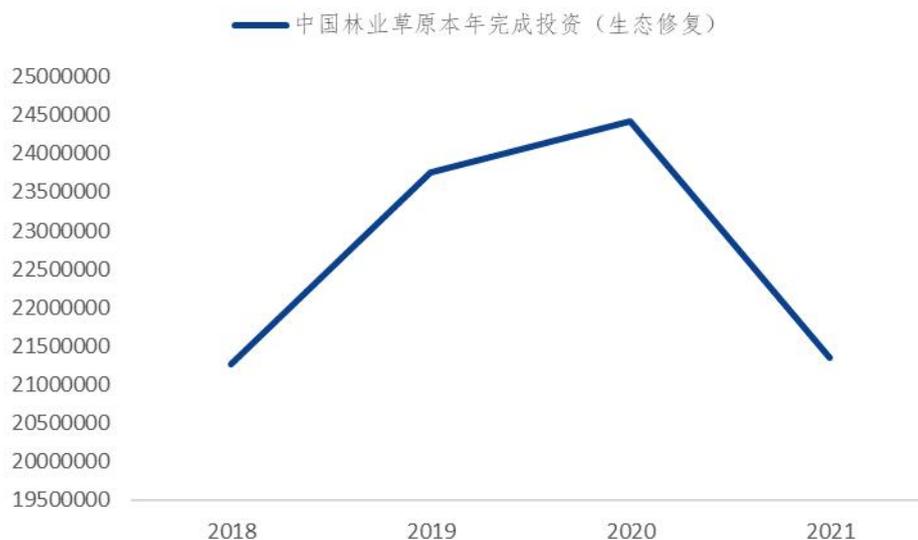
公司所处行业为建筑装饰（申万一级行业）下的园林工程（申万三级行业），属于《国民经济行业分类》（GB/T4754—2017）中水利、环境和公共设施管理业中的“生态保护和环境治理业（N77）”。公司所处行业上游主要为原材料供应商、机械设备供应商以及劳务和专业分包供应商。原材料供应商具体包括：有机废弃物（稻壳、秸秆、枝桠材等农林废弃物）、团粒剂、种子、苗木、钢筋、金属网等；机械设备供应商主要为提供挖掘机、装载机、叉车等机械设备租赁的服务商；专业分包供应商主要为土石方工程、铺装工程、路面工程、建筑工程、爆破工程等专业工程的供应商。上游行业市场发展已十分成熟，竞争较为充分。对于机械设备、劳务分包及专业分包，可供选择的供应商众多，不存在单个供应商依赖的问题；对于原材料，其中种子和苗木受天气因素及植物生长周期的影响，部分苗木的价格可能偶尔出现波动，但整体市场供应充足。行业下游客户主要包括政府及其下属投资主体，以及存在修复需求的工矿企业、房地产企业等。政府单位对生态修复等环境保护和治理的投入规模和企业的修复需求直接影响了生态修复行业的发展前景。在当前国家政策大力支持行业发展的趋势下，下游行业对于生态环境治理修复的需求及投资力度也将逐渐加大。

公司所处生态修复整体行业内集中度较低，小规模企业偏多。对于生态修复，由于细分业务领域众多，行业尚无较为权威官方的规定界定范围和技术标准，因此行业内企业众多、且类别繁杂。生态修复行业内公司的竞争力主要体现在修复技术、项目经验、资金实力等方面，大多数企业规模一般不大，没有核心技术及面对复杂立地条件的施工经验和能力。因此行业内大多数企业都采用常规工程绿化技术进行生态修复工作，无法承接各类复杂场景环境下的专业修复项目，仅

在小型的普通常规项目市场竞争激烈；真正拥有核心技术可以实现自然生态修复效果的公司较少，在大型项目市场由于技术门槛较高，竞争程度相对不高。公司自成立以来深耕于生态修复与环境保护领域，专注于研究生态修复技术，依托核心技术优势、良好的修复效果、先进的管理水平、应对各种大型复杂修复环境的项目承接能力，在生态修复领域取得了良好的发展，植被恢复效果获得客户及行业广泛认同，树立了“冠中生态”的良好品牌形象。公司先后被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”和省、市级企业技术中心，是国内植被恢复技术的领航者，也是行业标准、地方标准以及省级工法等的制定者和推广者。（相关资料来源可转债募集说明书）

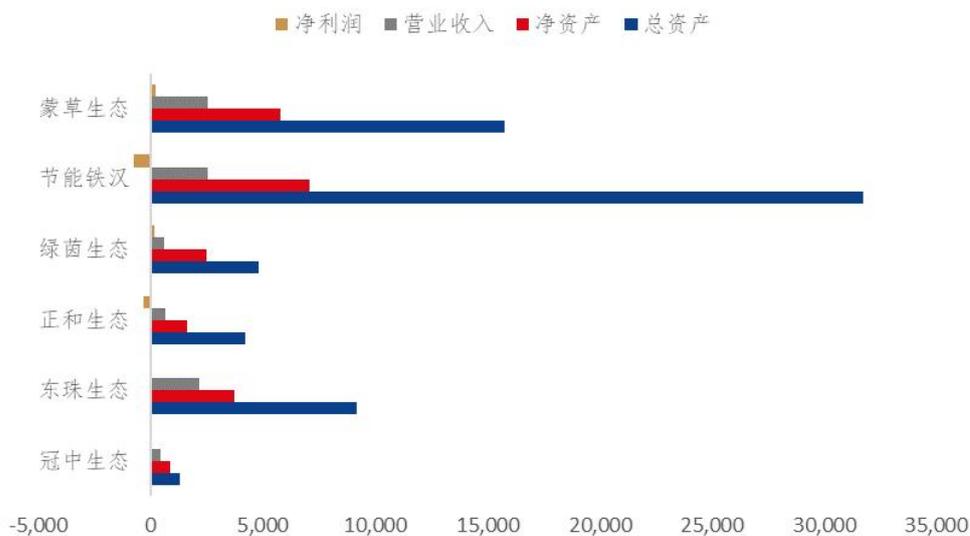
国内可比上市公司则包括东珠生态、正和生态、绿茵生态、节能铁汉和蒙草生态。

图 1：中国林业草原本年完成生态修复投资（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）财务分析

近三年及一季度，公司流动比率、速动比率呈波动态势，公司流动比率总体较为平稳。公司速动比率、偏小主要是因为随着公司业务发展，承接的项目出现规模大、结算周期长的特点，导致合同资产结存金额偏大。总体上，公司的短期偿债能力处于合理水平。近三年，公司项目周转效率和资产运营效率较为稳定。

近三年，公司营业收入持续增长。公司主营业务收入占比均在 99.00% 以上，公司主营业务收入的成长动力有：①生态修复行业市场空间广阔，国家政策加码。国民经济保持持续、中高速的发展，城市化进程的稳步推进以及国家及各级政府部门对环境保护、生态修复的日益重视，生态修复市场空间近年来总体呈不断增长趋势；②技术能力突出、项目经验的累积效应，竞争优势逐步显现。公司深耕生态修复领域多年，形成了一系列技术成果，其制备出的优粒土壤，能够防治水土流失和扬尘问题，并且实现植被快速生长，恢复自然的“森林”植被。此外，公司的生态修复效果获得了客户的认可，许多存量客户也选择继续与公司合作，如大理市自然资源局、淄博高新城投资运营集团有限公司、青岛市崂山区城市管理局等，由此创造了新的增长点。

近三年及一季度，公司期间费用率呈波动态势，2021 年期间费用占营业收入比重下降主要系公司收入快速增长，规模效应增加所致。公司销售费用规模较小、销售费用率较低，主要是受行业特征影响，工程项目客户较为集中，销售人员相对较少、所需投入的销售资源较少。管理费用占当期营业收入的比重较为稳定。近三年，公司管理费用主要由职工薪酬、业务招待费等组成。公司研发费用主要由职工薪酬和材料费用等构成。随着公司业务规模的扩大，公司不断加大研发投入，扩充研发团队，并提高研发人员的薪酬。公司财务费用主要为银行借款的利息费用，并受借款金额、借款利率等影响有所波动。

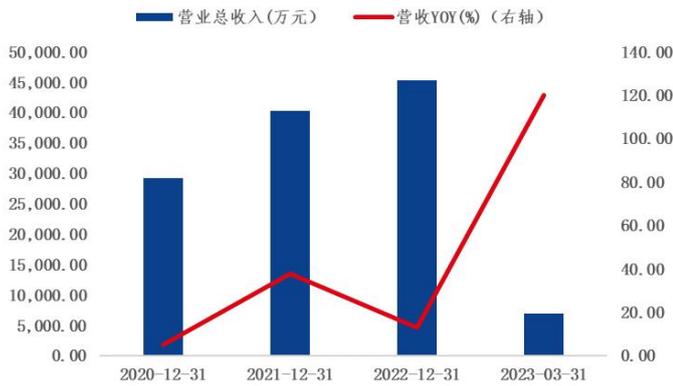
报告期内，公司经营活动现金流入主要系销售商品收到的现金，经营活动现金流出分别主要系购买商品、接受劳务支付的现金。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7,826.90 万元、-12,022.11 万元和 -1,422.50 万元。2022 年，经营活动产生的现金流量净额较上年同期增长 88.17%，主要系本期销售商品提供劳务收到的现金较上年同期大幅增加所致。2021 年，经营活动产生的现金流量净额较上年同期下降 253.60%，主要系本期销售商品提供劳务收到的现金较上年同期减少所致。

表 3：公司主要财务指标

财务指标	2023 年 3 月末	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	2.41	2.31	3.01	2.41
速动比率	2.40	1.20	1.88	1.38
资产负债率	34.69%	36.35%	27.49%	33.43%
应收账款周转率	0.25	1.27	1.37	1.35
存货周转率	0.09	0.75	0.81	0.62

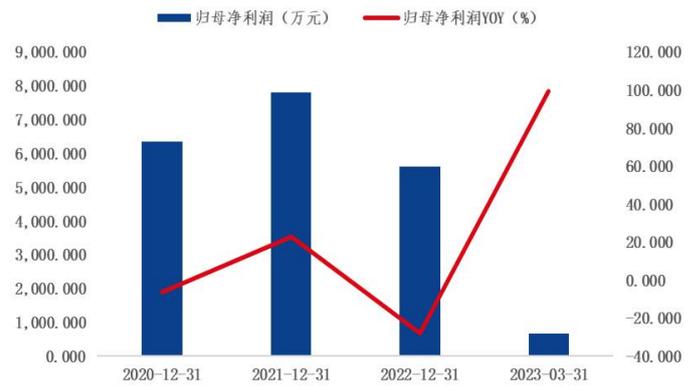
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3: 营业收入情况 (万元, %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 归母净利润情况 (万元, %)



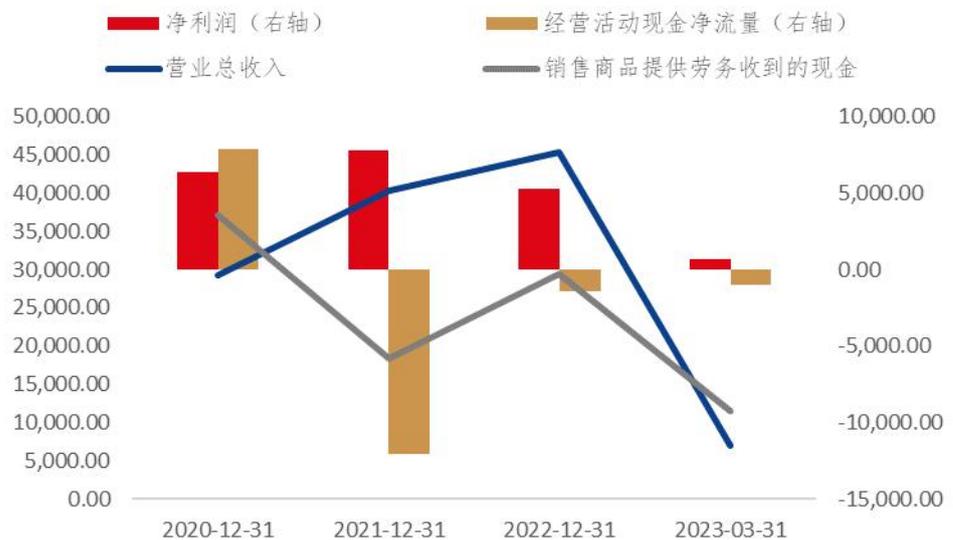
资料来源: Wind, 华金证券研究所

表 4: 期间费用情况 (万元)

项目	2023 年 1-3 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
销售费用	116.30	726.30	732.79	463.27
管理费用	679.07	3,709.19	3,410.96	2,631.85
研发费用	303.43	1,743.47	1,463.55	1,456.97
财务费用	73.13	234.99	-15.56	246.83
期间费用率	16.88%	14.15%	13.91%	16.43%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 公司经营现金流情况 (万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(四) 估值表现

截至 2023 年 7 月 19 日, 公司 PE(TTM) 38.21, 高于同行业可比公司平均值 (剔除负值)。ROE 0.79%, 低于同行业可比上市公司平均值 (剔除负值), 同时处于自身上市以来 51.02% 分位数, 估值弹性一般。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 4.01%。

年初至今公司股价上升 **32.45%**，行业指数（申万三级-园林工程）下降 **0.2%**，公司跑赢行业指数。

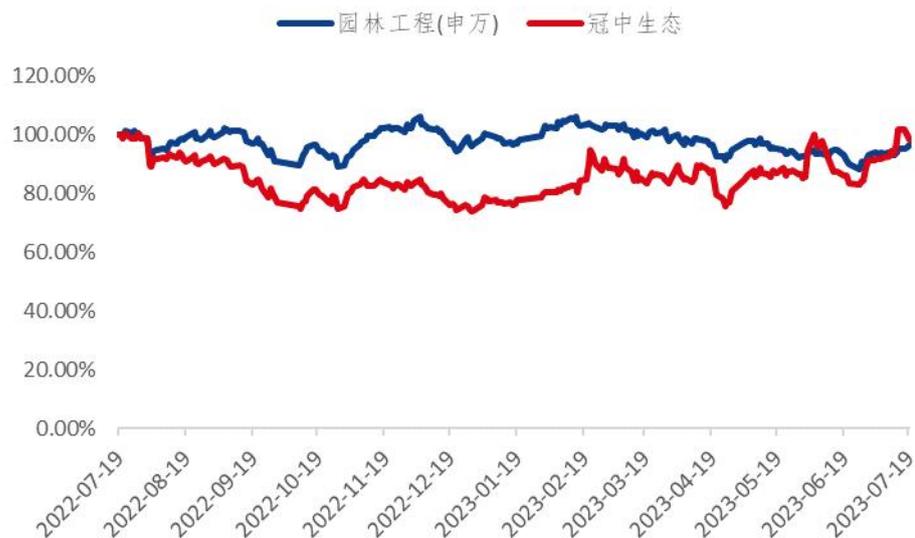
公司流通市值占总市值比例为 **49.76%**，剩余限售股将于 **2024 年 2 月 26 日**解禁，届时将面临一定的解禁压力。

表 5：同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	证券简称	流通市值	总市值	PE(TTM)	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 6 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	ROE
300948.SZ	冠中生态	11.33	22.77	38.21	12.29	13.71	28.69	-2.58	0.79
603359.SH	东珠生态	47.42	47.42	-115.92	0.57	-17.37	-32.84	-1.15	-6.59
605069.SH	正和生态	7.70	19.37	-5.79	5.66	19.07	51.32	69.39	2.90
002887.SZ	绿茵生态	15.92	30.01	18.99	7.01	28.53	13.81	34.81	3.96
300197.SZ	节能铁汉	50.94	75.91	-10.44	4.92	6.68	13.56	20.51	0.36
300355.SZ	蒙草生态	48.26	57.75	29.00	1.42	85.05	99.40	79.23	2.26

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及冠中生态股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

（五）募投项目分析

本次募集资金投资项目情况如下：

- 1、建水县历史遗留矿山生态修复项目勘查设计施工总承包。项目的投资额约为 **22,326.39** 万元，由工程施工成本、项目管理及其他费用等构成，拟投入募集资金 **14,000.00** 万元。经测算，项目毛利率为 **38.73%**，项目建成后具有良好的经济效益。
- 2、高青县城乡绿道网项目。项目的投资额约为 **20,961.91** 万元，由工程施工成本、项目管理及其他费用等构成，拟投入募集资金 **10,000.00** 万元。经测算，项目毛利率为 **24.22%**，项目建成后具有良好的经济效益。

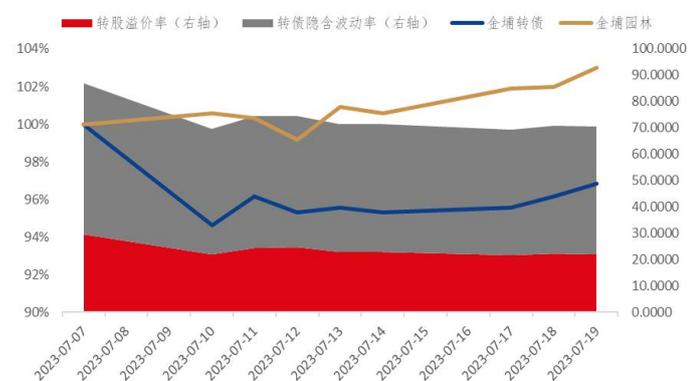
- 3、淄博四宝山区生态建设综合治理项目—水体生态修复项目。项目的投资额约为 5,400.18 万元,由工程施工成本、项目管理及其他费用等构成,拟投入募集资金 3,000.00 万元。经测算,项目毛利率为 30.03%,项目建成后具有良好的经济效益。
- 4、乐平市废弃矿山生态修复综合治理项目(一期)。项目的投资额约为 3,277.36 万元,由工程施工成本、项目管理及其他费用等构成,拟投入募集资金 1,000.00 万元。经测算,项目毛利率为 25.48%,项目建成后具有良好的经济效益。
- 5、补充流动资金。根据公司业务发展及营运资金需求,公司拟使用本次募集资金共计 12,000.00 万元补充流动资金。根据销售百分比法,公司 2023 年至 2025 年新增流动资金缺口规模为 42,585.56 万元,本次补充流动资金具有合理性。

三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下:

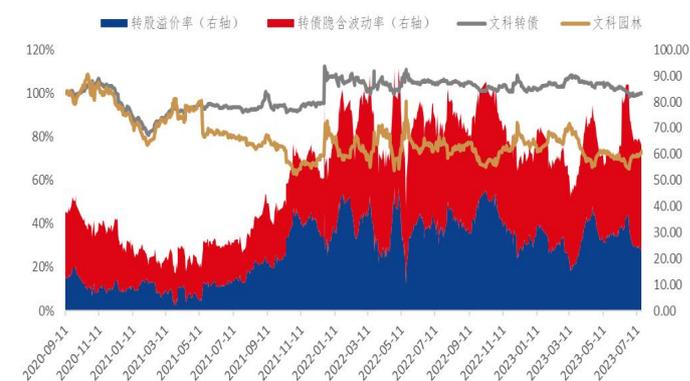
(1) 同行业可比券参考金埔转债(2023-07-07 上市,规模 5.2 亿,期限 6 年,评级为 A+/A+, 上市后首日收盘价 128 元,转股溢价率为 29.7%),文科转债(2020-09-11 上市,规模 9.5 亿,期限 6 年,评级为 AA-/AA-, 上市后首日收盘价 104.851 元,转股溢价率为 12.89%)。

图 7: 金埔转债及正股表现情况 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 文科转债及正股表现情况 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 6 月 10 日至 2023 年 6 月 9 日的 402 只可转债进行多元回归,因变量为可转债上市首日的转股溢价率 y ,自变量分别为可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数(x_1)、转债发行前一日的中证转债成交额(亿元)(x_2)、转股价格的倒数(x_3)。模型通过 F 检验,各自变量 t 检验均显著。回归结果显示,可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数(x_1)在 10%的显著性水平下显著,转债公告前一日的中证转债成交额(x_2)在 1%的显著性水平下显著,转股价格的倒数(x_3)在 5%的显著性水平下显著,表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型:

$$y=8.69+0.15x_1+0.03x_2-41.24x_3$$

通过模型计算出冠中转债上市当日的转股溢价率为 21.10%。由于冠中转债的债底保护性一般，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 21.30%左右，对应价格为 113.15 元~125.06 元。

风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn