

2023年07月26日

# 阳谷转债（123211.SZ）申购分析

## 主题报告

### 综合性橡胶助剂供应商

#### 投资要点

- ◆ 本次发行规模 6.5 亿元，期限 6 年，评级为 AA-/AA-（东方金诚）。转股价 9.91 元，到期补偿利率为 12.5% 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 25 日中债 6YAA-企业债到期收益率 6.3258% 贴现率计算，纯债价值 83.79 元，对应 YTM 为 3.18%，债底保护性一般。
- ◆ 总股本稀释率 13.94%、流通股本稀释率 14.39%，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 0.0023%。
- ◆ 截至 2023 年 7 月 25 日，公司 PE(TTM) 8.33，低于同行业可比公司。ROE 3.13%，高于同行业可比公司，同时处于自身上市以来 2.37% 分位数，估值弹性较高。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比处于较高水平为 66.17%。
- ◆ 年初至今公司股价下降 0.5%，行业指数（申万三级-其他橡胶制品）下降 18.77%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 96.40%，剩余限售 A 股 14,537,262.00 股。
- ◆ 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 25% 左右，对应价格为 120.91 元~133.63 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@huajinsc.cn

#### 相关报告

改性塑料行业高新技术企业-聚隆转债（123209.SZ）申购分析 2023.7.25

资产配置周报（2023-7-23）-恐慌情绪较重，无需过度悲观 2023.7.25

新型电力半导体器件领军企业-宏微转债（118040.SH）申购分析 2023.7.24

国内知名整车厂一级供应商-神通转债（111016.SH）申购分析 2023.7.24

创新型亲子家庭全渠道服务提供商-孩王转债（123208.SZ）申购分析 2023.7.24



## 内容目录

一、阳谷转债分析 .....	3
(一) 转债分析 .....	3
(二) 中签率分析 .....	3
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 .....	9
(五) 募投项目分析 .....	10
三、定价分析 .....	10
风险提示: .....	11

## 图表目录

图 1: 中国橡胶轮胎外胎 (万条) .....	6
图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元) .....	7
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) .....	9
图 6: 近一年行业指数及阳谷华泰股价走势 .....	10
图 7: 双箭转债及正股表现情况 (%) .....	11
图 8: 天铁转债及正股表现情况 (%) .....	11
表 1: 阳谷转债基本要素 .....	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 .....	8
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、阳谷转债分析

### （一）转债分析

本次发行规模 6.5 亿元，期限 6 年，评级为 AA-/AA-（东方金诚）。转股价 9.91 元，到期补偿利率为 12.5% 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 25 日中债 6YAA-企业债到期收益率 6.3258% 贴现率计算，纯债价值 83.79 元，对应 YTM 为 3.18%，债底保护性一般。

总股本稀释率 13.94%、流通股本稀释率 14.39%，有一定摊薄压力。

表 1：阳谷转债基本要素

基本要素			
债券简称	阳谷转债	债券代码	123211.SZ
正股简称	阳谷华泰	股票代码	300121.SZ
评级	AA-/AA-（东方金诚）	认购代码	370121.SZ
发行金额	6.50	发行期限	6
转股价（元/股）	9.91	起息日	2023-07-27
转股起始日	2024-02-02	转股结束日	2029-07-26
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	12.50%
利率	0.30%，0.50%，1.0%，1.50%，2.00%，2.50%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	1.6058
总股本稀释率	13.94%	流通股本稀释率	14.39%
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
	年产 65,000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目	54,000.00	46,000.00
	补充流动资金	19,000.00	19,000.00
	合计	73,000.00	65,000.00
主要指标			
转股价	9.9100	折现率（2023/7/25）	6.3258%
债券面值	100	平价溢价率	21.51%
正股收盘价（2023/7/25）	10.09	转股溢价率	-1.78%
纯债价值	83.79	纯债溢价率	19.34%
平价	101.82	纯债 YTM	3.18%

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，阳谷华泰前十大股东持股比例合计 47.83%，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 64.35%。网上

申购额度为 2.32 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 0.0023%。

## 二、正股分析

### （一）公司简介

截至 2023 年 7 月，王传华持有公司 93,557,010 股股份，持股比例为 23.11%，为公司控股股东、实际控制人。尹月荣、王文博和王文一为王传华的一致行动人。尹月荣持有公司 34,222,500 股股份，持股比例为 8.45%；王文博持有公司 17,716,660 股股份，持股比例为 4.38%；王文一持有公司 2,083,939 股股份，持股比例为 0.51%。公司控股股东、实际控制人及其一致行动人所持公司股票质押股份占公司总股本比例为 11.88%，存在股权质押风险。

公司属于橡胶助剂行业，主要从事橡胶助剂的研发、生产和销售。橡胶助剂是在天然橡胶和合成橡胶（合称“生胶”）加工成橡胶制品过程中添加的，用于赋予橡胶制品使用性能、保证橡胶制品使用寿命、改善橡胶胶料加工性能的一系列精细化工产品的总称。公司核心业务为加工助剂体系和硫化助剂体系，近三年占比分别在 36%和 35%以上。公司产品主要包括防焦剂 CTP、促进剂、不溶性硫磺、微晶石蜡、胶母粒等品种，公司的主导产品防焦剂 CTP 在全球拥有较高的市场份额，同时公司是国内产品系列较为齐全的橡胶助剂生产商之一。公司主要客户为国内外大中型轮胎企业，公司采用“大客户战略”，持续关注大客户需求的变化，加强与客户合作的深度和广度。

橡胶助剂的主要原材料是基础化工产品，其价格走势与原油价格走势密切相关。近三年，公司产品生产涉及的原材料种类较多，包括苯胺、叔丁胺、离子膜碱、液体硫磺等。原材料中，环己烷、酞酰亚胺及苯酚主要用于防焦剂 CTP 的生产苯胺、叔丁胺及环己胺主要用于促进剂的生产；液体硫磺及环烷油主要用于不溶性硫磺的生产；GLC 主要用于均匀剂的生产；间苯二酚主要用于粘合树脂产品的生产；二硫化碳作为不溶性硫磺的溶剂及促进剂的反应原料使用；离子膜碱可处理生产过程中产生的酸性废气，用于公司多种产品的生产。

近三年，公司以内销为主，占比在 51%以上。境外销售占比总体呈上升趋势，主要原因为：①公司境外销售业务多采用 CIF 模式，自 2020 年下半年以来，受全球突发不利因素影响海运费大幅增加，由此导致公司外销产品销售价格有所提升；②2021 年下半年起，境外轮胎及汽车行业生产企业复工复产加速，公司对倍耐力、佳通轮胎、普利司通等国际轮胎制造厂商的销售增加。

采购模式方面，在原材料采购环节，公司销售部门根据订单情况及市场供求分析制定月度销售计划并提交生产部，生产部根据销售计划确定耗料单，供应部再根据耗料单结合库存情况进行原材料采购。生产模式方面，公司采取“以销定产”的生产模式。首先，销售部门根据订单情况及市场供求分析制定月度销售计划，并提交生产部；其次，生产部根据销售计划结合原材料仓储、生产设备运转、生产线人员配置等情况协调生产资源配备，制定生产计划进行生产；最后，质检部门针对客户要求对产品进行质检，最终生产出合格产品。公司主要产品为橡胶助剂，从产品标准角度可以分为标准橡胶化学品和非标准橡胶化学品，其中非标准橡胶化学品是指提供满足客户

特定性能、参数指标需求的橡胶助剂。销售模式方面，公司设有销售部和出口部，分别负责产品的境内销售和境外销售，以直销为主。研发模式方面，公司研发工作由研发部门牵头，具体由各产品细分课题组全流程负责。

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
加工助剂体系	152,082.61	43.42%	106,427.07	39.57%	70,847.72	36.71%
硫化助剂体系	125,358.77	35.79%	113,629.00	42.25%	80,254.35	41.58%
防护蜡体系	29,542.90	8.44%	23,512.32	8.74%	17,314.66	8.97%
胶母粒体系	23,790.92	6.79%	23,502.51	8.74%	22,630.04	11.73%
其他	19,449.92	5.55%	1,905.11	0.71%	1,951.03	1.01%
合计	350,225.12	100.00%	268,976.01	100.00%	192,997.80	100.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）行业分析

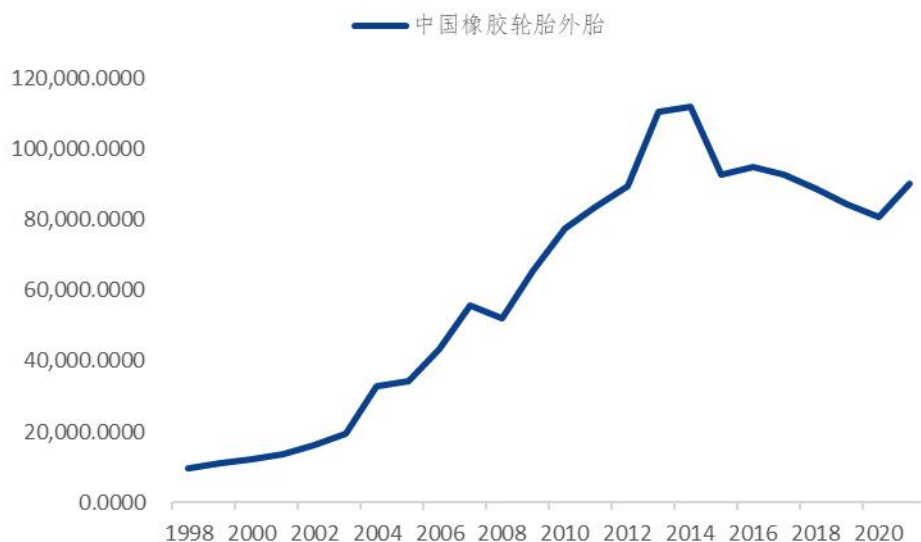
公司所处行业属于橡胶助剂行业，橡胶助剂是在生胶加工成橡胶制品过程中添加的，用于赋予橡胶制品使用性能、保证橡胶制品使用寿命、改善橡胶胶料加工性能的一系列精细化工产品产品的总称。橡胶助剂可通过与生胶进行科学配比，赋予橡胶制品高强度、高弹性、耐老化、耐磨耗、耐高温、耐低温、消音等性能，主要包括硫化类助剂、防护类助剂加工型助剂、粘合型助剂和特种功能型助剂等五大类二百余个品种。橡胶助剂在优化橡胶产品结构、改善橡胶加工工艺等方面有着非常重要的作用，是橡胶工业必不可少的原料。根据中国橡胶工业协会数据，在橡胶助剂行业中近 90% 的橡胶助剂应用与汽车相关，约 70% 的橡胶助剂产量直接用于轮胎生产，轮胎工业和汽车工业对橡胶助剂行业的发展有着至关重要的影响。除此之外，橡胶助剂还广泛应用于胶带、胶管、胶鞋以及密封件、减震件、胶板等其他橡胶制品。我国橡胶助剂行业市场规模不断扩大的同时，市场集中度持续提高，行业发展机遇不断向大规模助剂生产厂商聚拢。目前，行业以清洁生产为发展方向，向高端化智能化绿色化发展。

橡胶助剂行业是精细化工行业的分支，产品上游原料主要是各类石油化工产品及相关化学中间体，主要来源于盐化工行业、煤化工行业、石油化工行业，主要包括苯胺、酞酰亚胺、环己烷、间苯二酚、二硫化碳、液体硫磺、脂肪酸液碱、氯气、盐酸、叔丁胺、环己烷、硝基苯等。公司生产所需的原材料包括离子膜（液）碱、苯酐、环己烷、酞酰亚胺、叔丁胺、苯胺、环己胺、间苯二酚、液体硫磺等，大部分在国内市场上供应充足，由供应部根据订单情况和库存情况向国内合格供应商进行采购，经过长期的合作，公司与主要供应商建立了稳定的合作关系，基本能够保证原材料的稳定供应。橡胶助剂广泛应用于各类橡胶制品的加工，其下游市场广阔，包括工业、农业、国防、交通、运输、机械制造、医药卫生等多个领域，其中，轮胎制造业是橡胶助剂最重要的需求市场。根据中国橡胶工业协会数据，国内近 90% 的橡胶助剂应用与汽车相关，其中橡胶助剂产量的 70% 用于轮胎生产。因此，轮胎与汽车行业市场行情的走势，将直接影响到橡胶助剂的需求。

公司作为以防焦剂、促进剂、不溶性硫磺等为核心产品的综合性橡胶助剂供应商，在全球范围内具有较强的竞争力。防焦剂 CTP 产品方面，目前防焦剂全国总产能约 3.2 万吨，其中公司产能为 2 万吨，汤阴永新化学有限责任公司和山东博兴科源新材料有限责任公司产能分别为 0.9 万吨和 0.3 万吨。境外仅有印度 NOCIL 公司具备产能 0.2 万吨，行业集中度较高。2022 年，公司的防焦剂产能占据全球总产能的 58.82%，继续保持全球第一；不溶性硫磺方面，随着 2020 年公司 2 万吨连续法产能及 2022 年 4 万吨连续法产能投产，公司成为继富莱克斯、日本四国化成工业株式会社之后全球第三家也是国内唯一一家具备连续法生产不溶性硫磺能力的企业，技术优势明显。在产能方面，富莱克斯位列全球第一，产能达 20 万吨/年；公司目前产能为 6.8 万吨/年，位居全球第二、国内第一。促进剂方面，国内促进剂四强企业分别为中国尚舜化工控股有限公司、科迈化工股份有限公司、蔚林新材料科技股份有限公司及阳谷华泰。（相关资料来源可转债募集说明书）

国内可比上市公司有形程新材。

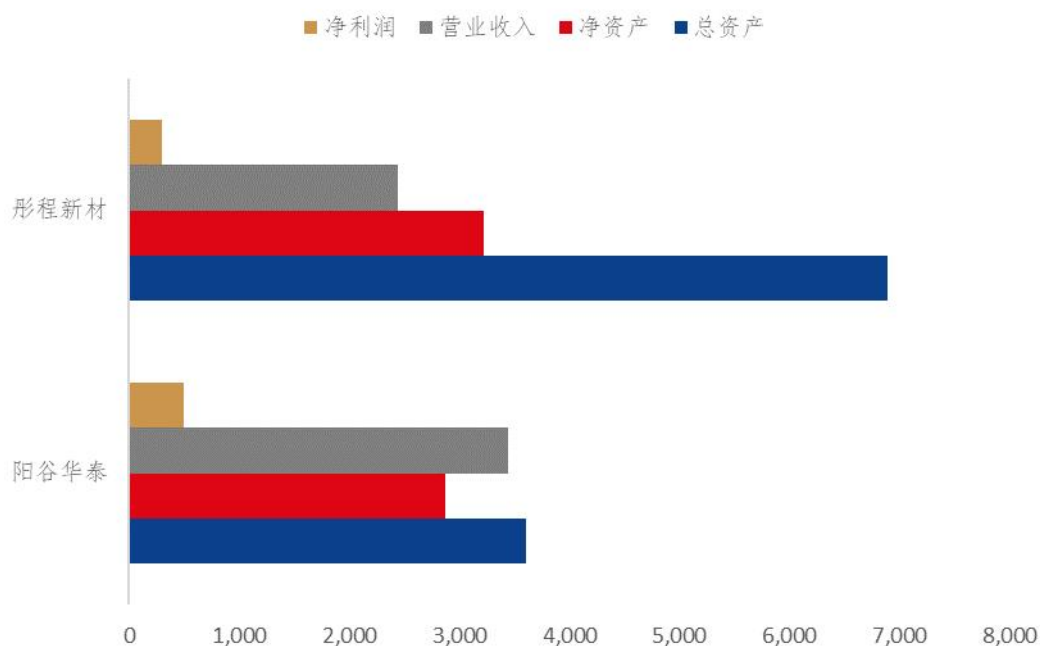
图 1：中国橡胶轮胎外胎（万条）



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，公司营业收入持续上升。2022 年，公司实现营业收入 35.17 亿元，同比增长 30.01%；实现归母净利润 5.15 亿元，同比增长 81.52%。2023 年一季度，公司实现营业收入 8.11 亿元，同比下降 5.23%；实现归母净利润 0.88 亿元，同比下降 22.12%。近三年，公司主营业务收入占营业收入的比例均在 99% 以上，公司主营业务突出。公司其他业务收入主要为原材料销售收入、检测收入、废品收入等，金额较小，占营业收入的比例较低。

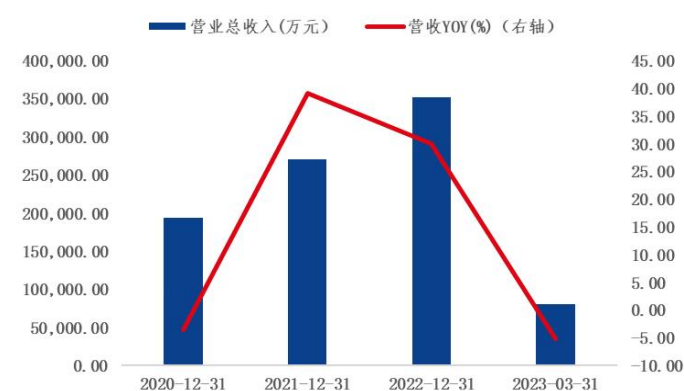
2021 年末，公司流动比率和速动比率较 2020 年末变化不大；2022 年末，公司流动比率和速动比率较 2021 年末均有所上升，主要由于当期向特定对象发行股票资金到账以及经营业绩增长，导致公司流动资产和速动资产均有所增加所致。近三年公司应收账款周转率逐年上升，存货周转率呈波动态势。2022 年，公司存货周转率较 2021 年有所下降，主要由于期末存货余额随当期营业收入的增长相应有所上升。

近三年，公司期间费用分别为 21,278.37 万元、27,671.98 万元和 31,122.68 万元，占营业收入的比例分别为 10.95%、10.23% 和 8.85%。2022 年，公司期间费用率较 2021 年有所下降，主要系营业收入增加及财务费用减少所致。公司销售费用呈现持续增加趋势，主要原因为报告期内营业收入持续增加，公司支付给销售人员的薪酬相应增加。2021 年，公司管理费用较 2020 年增加 1,130.01 万元，主要由职工薪酬、固定资产折旧、办公费和业务招待费增加以及股权激励费用减少所致；2022 年，公司管理费用较 2021 年增加 8,416.93 万元，主要由于股权激励费用、职工薪酬和固定资产折旧增加所致。2022 年，公司研发人员薪酬较 2021 年增加 496.05 万元，主要由于 2022 年，公司处于中试阶段项目有所增加，相关人员薪酬计入研发人员薪酬增加

所致。公司财务费用主要由利息费用和汇兑损益构成。2021 年，公司财务费用相较 2020 年增加 805.79 万元，主要原因为公司从 2020 年下半年开始新增较多的银行借款，导致利息费用增加。2022 年，公司财务费用较 2021 年大幅减少，主要原因为报告期内公司境外销售主要以美元结算，当期人民币兑美元汇率贬值导致公司汇兑收益增加所致。

2021 年，公司经营活动产生的现金流量净额占净利润的比例较 2020 年下降，主要原因为：①2020 年以来，受全球突发不利因素等影响，公司部分下游客户回款速度放慢，导致经营性应收项目金额增加；②2021 年，受全球突发不利因素影响，公司上游原材料供给相对紧张，为保证原材料供应，公司在一定程度上提高了对供应商的付款效率，导致经营性应付项目金额较 2020 年末大幅减少。2022 年，公司经营活动产生的现金流量净额占净利润的比例较 2021 年增加，主要原因为上游原材料供应紧张局面有所缓和，公司采购付现比例下降。

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 3：公司主要财务指标

财务指标	2023 年 1-3 月	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	3.40	3.28	2.00	1.90
速动比率	2.79	2.66	1.57	1.59
资产负债率	20.29%	21.52%	27.44%	28.19%
应收账款周转率	0.83	4.08	4.16	3.67
存货周转率	1.49	7.06	8.33	7.68

资料来源：Wind，华金证券研究所

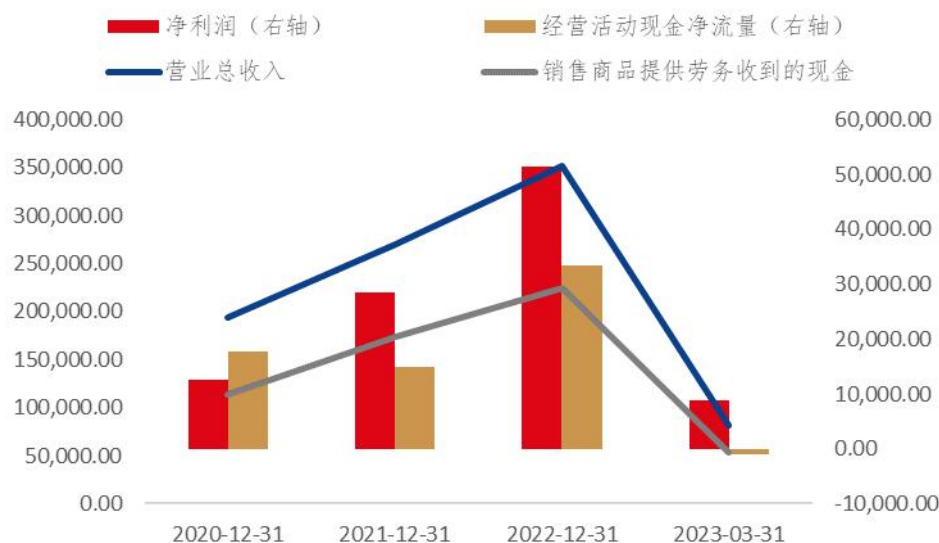
表 4：期间费用情况（万元）

项目	2023 年 1-3 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
销售费用	1,514.87	6,202.09	5,672.57	4,435.90
管理费用	4,009.67	19,652.93	11,236.00	10,105.99
研发费用	2,042.04	7,851.67	7,767.06	4,545.92
财务费用	1,150.80	-2,584.01	2,996.35	2,190.56
期间费用率	10.75%	8.85%	10.23%	10.95%

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 25 日，公司 PE(TTM) 8.33，低于同行业可比公司。ROE 3.13%，高于同行业可比公司，同时处于自身上市以来 2.37%分位数，估值弹性较高。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比处于较高水平为 66.17%。

年初至今公司股价下降 0.5%，行业指数（申万三级-其他橡胶制品）下降 18.77%，公司跑赢行业指数。

公司流通市值占总市值比例为 96.40%，剩余限售 A 股 14,537,262.00 股。

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
300121.SZ	阳谷华泰	39.06	40.52	8.33	11.00	11.08	-12.50	-19.91	3.13
603650.SH	彤程新材	178.58	178.88	58.06	-5.93	-14.95	-8.48	9.41	2.69

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及阳谷华泰股价走势



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：

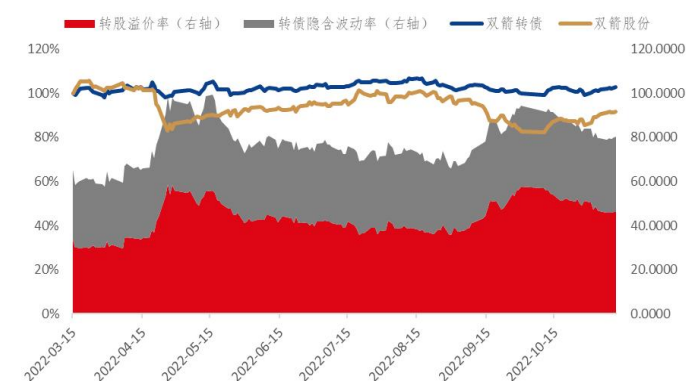
- 1、年产 65,000 吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目。项目建成后，公司将形成 55,000 吨/年硅烷偶联剂和 10,000 吨/年副产品资源化的生产能力。项目总投资额为 54,000.00 万元，募集资金投入金额为 46,000.00 万元。项目由公司负责实施，实施周期预计 24 个月。项目所得税后内部收益率为 19.30%，税后静态投资回收期（含建设期）为 6.13 年。预测期内，预计年均实现销售收入 81,280.64 万元，预计年均实现净利润 10,651.44 万元。
- 2、补充流动资金项目。募集资金中 19,000.00 万元将用于补充流动资金。本次募集资金补充流动资金的规模综合考虑了公司现有的资金情况、实际运营资金需求缺口以及公司未来发展战略，整体规模适当。

## 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：

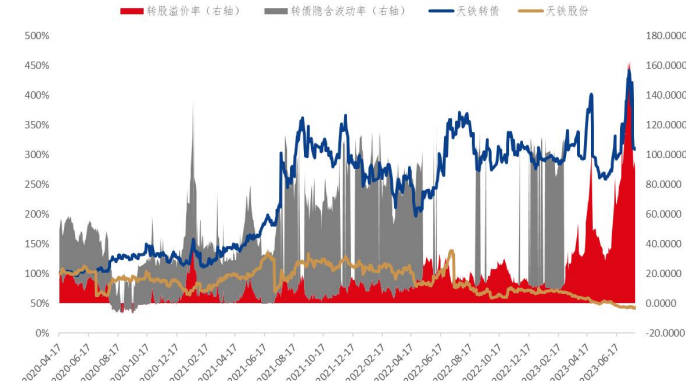
（1）同行业可比券参考双箭转债（2022-03-15 上市，规模 5.14 亿，期限 6 年，评级为 AA/AA，上市后首日收盘价 113.1 元，转股溢价率为 33.73%），天铁转债（2020-04-17 上市，规模 3.99 亿，期限 6 年，评级为 AA-/AA-，上市后首日收盘价 117.15 元，转股溢价率为 16.95%）。

图 7：双箭转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：天铁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：

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

通过模型计算出阳谷转债上市当日的转股溢价率为 19.26%。由于阳谷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 25% 左右，对应价格为 120.91 元~133.63 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.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)