

2023年07月31日

恒达新材（301469.SZ）

投资要点

- ◆ 本周三（8月2日）有一家创业板上市公司“恒达新材”询价。
- ◆ 恒达新材（301469）：公司专业从事特种纸原纸的研发、生产和销售，在中高端医疗和食品一次包装原纸领域取得了领先地位。公司2020-2022年分别实现营业收入6.72亿元/7.58亿元/9.53亿元，YOY依次为15.19%/12.77%/25.79%，三年营业收入的年复合增速17.78%；实现归母净利润0.90亿元/1.04亿元/0.97亿元，YOY依次为179.83%/15.40%/-5.95%，三年归母净利润的年复合增速44.82%。最新报告期，2023年1-6月公司实现营业收入3.85亿元，同比下降13.38%；实现归母净利润0.42亿元，同比下降29.98%。根据初步预测，预计公司2023年1-9月实现归母净利润6,500万元至7,800万元，较上年同期变动-24.21%至-9.05%。

- ① **投资亮点：**1、公司的中高端医疗和非容器类食品一次包装原纸产品具备较强竞争力，进入到知名客户供应链体系。公司生产的中高端医疗和非容器类食品一次包装原纸质量比肩Arjowiggins、Sterimed、BillerudKorsnas等国际巨头，产品进入到终端知名客户供应链体系。在医疗领域，公司供货于振德医疗、稳健医疗和威海威高等国内知名医疗耗材及器械生产商，用于最终灭菌（先包装后灭菌）医疗耗材及器械的包装袋和纸包装。在食品领域，公司产品通过德盟集团、紫江企业、南王科技等国内外大型食品包装生产企业，最终应用于肯德基、德克士、汉堡王、赛百味等连锁快餐的食品的一次包装，以及星巴克、喜茶和蜜雪冰城等连锁饮品店的纸吸管，打破了外资在非容器食品包装原纸领域的垄断地位。2、**产量口径下公司现阶段市场份额领先，新增产能有望进一步夯实市场份额。**2021年公司医疗包装原纸产量国内占比为16.84%；2021年公司食品包装原纸产量占全国非容器食品包装原纸产量的12.71%。为进一步夯实公司份额优势，公司积极扩充产能；根据公司招股书，IPO募投产能恒川新材3号线项目已于2022年4月竣工投产；同时，根据公司官网信息，于2022年下半年开工建设的“恒川新材年产5万吨新型包装用纸生产线及1万吨食品医疗制品深加工项目”预计于将于今年第四季度开始投产，届时公司将形成16.60万吨年产能，较现有产能（截至招股书日10.60万吨）提升56.60%。
- ② **同行业上市公司对比：**综合考虑业务与产品类型等方面，选取仙鹤股份、凯恩股份、民丰特纸、恒丰纸业、五洲特纸、华旺科技、齐峰新材为恒达新材的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022年平均收入规模为36.82亿元，销售毛利率为13.94%；剔除负值、极值的可比PE-TTM（算术平均）为22.36X；相较而言，公司营收规模低于行业可比公司平均，毛利率高于行业可比公司平均。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
------	-------	-------	-------

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	67.11
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙
SAC 执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsc.cn

相关报告

信宇人-新股专题覆盖报告（信宇人）-2023年第168期-总第365期 2023.7.30
乖宝宠物-新股专题覆盖报告（乖宝宠物）-2023年第166期-总第363期 2023.7.28
广钢气体-新股专题覆盖报告（广钢气体）-2023年第167期-总第364期 2023.7.28
司南导航-新股专题覆盖报告（司南导航）-2023年第165期-总第362期 2023.7.27
协昌科技-新股专题覆盖报告（协昌科技）-2023年第164期-总第361期 2023.7.27



主营收入(百万元)	672.0	757.7	953.2
同比增长(%)	15.19	12.77	25.79
营业利润(百万元)	105.9	117.7	106.7
同比增长(%)	202.87	11.13	-9.34
净利润(百万元)	89.8	103.6	97.5
同比增长(%)	179.83	15.40	-5.95
每股收益(元)	1.34	1.54	1.45

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、恒达新材	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	10
(四) 募投项目投入	10
(五) 同行业上市公司指标对比	11
(六) 风险提示	12

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 全球及我国特种纸产量 (万吨)	6
图 6: 2020 年我国特种纸各细分品类产量占比	6
图 7: 2013 年-2021 年我国医疗包装原纸产量 (万吨)	7
图 8: 2011 年-2021 年我国食品包装特种纸产量 (万吨)	7
图 9: 2011-2021 年我国装饰原纸销量 (万吨)	8
图 10: 2011-2021 年我国热印纸产量 (万吨)	8
图 11: 2011-2021 年我国卷烟配套用纸产量 (万吨)	9
表 1: 特种纸与大类用纸对比	5
表 2: 公司 IPO 募投项目概况	10
表 3: 同行业上市公司指标对比	11

一、恒达新材

公司专业从事特种纸原纸的研发、生产和销售，产品包括医疗包装原纸、食品包装原纸、工业特种纸原纸和卷烟配套原纸，其中以医疗和食品包装原纸为主。经过多年发展，公司在中高端医疗和食品一次包装原纸领域取得了领先地位，产品在行业内拥有广泛的知名度和良好的品牌形象。

(一) 基本财务状况

公司 2020–2022 年分别实现营业收入 6.72 亿元/7.58 亿元/9.53 亿元，YOY 依次为 15.19%/12.77%/25.79%，三年营业收入的年复合增速 17.78%；实现归母净利润 0.90 亿元/1.04 亿元/0.97 亿元，YOY 依次为 179.83%/15.40%/-5.95%，三年归母净利润的年复合增速 44.82%。最新报告期，2023 年 1–6 月公司实现营业收入 3.85 亿元，同比下降 13.38%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比下降 29.98%。

2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为医疗包装原纸（5.78 亿元，63.24%）、食品包装原纸（2.99 亿元，32.75%）、工业特种纸原纸（0.32 亿元，3.52%）、卷烟配套原纸（0.04 亿元，0.49%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



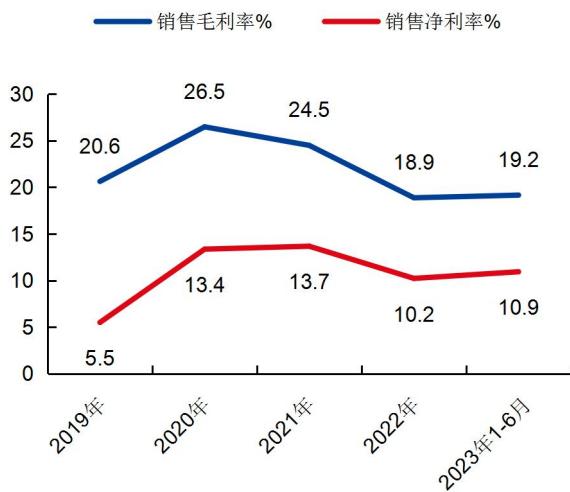
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



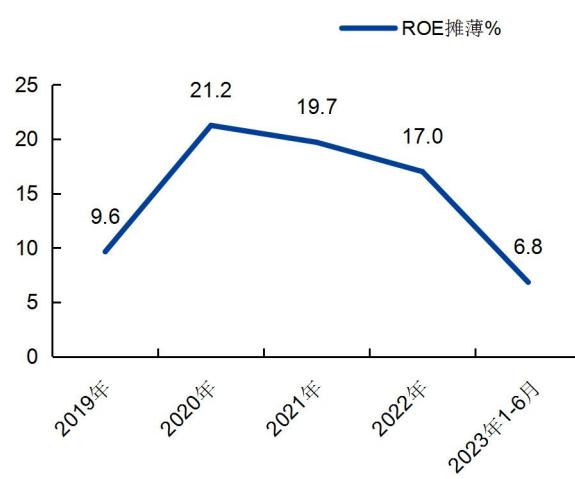
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

(二) 行业情况

特种纸是一类针对特定性能和用途而制造或改造的纸的总称。由于其良好的功能性特点，特种纸在医疗、食品、商业、建材家居、电气、信息、航空、航天、军工等众多领域得到广泛应用。与白板纸、瓦楞纸、箱纸板等大类用纸相比，特种纸具有以下几个显著特点：首先，它们具有很强的产品针对性，并且被设计用于预定的特殊用途。因此，它们在产量和市场容量上相对较小。其次，特种纸的加工工序复杂，加工技术难度较大，因此具有较高的附加值。最后，特种纸的种类繁多，下游客户相对专业化。

表 1：特种纸与大类用纸对比

品种	大类用纸 (瓦楞纸、印刷书写纸等)	特种纸
基本概念	印刷书写纸主要用于出版物，瓦楞纸是由挂面纸和通过瓦楞棍加工而形成的波形的瓦楞纸粘合而成的板状物，一般用于保护性包装	针对特定性能和用途而制造或改造的纸
应用特点	主要用于二次包装、书写和印刷制品等经济生活中大类用纸领域	按照不同品类，包括柔性包装、电气功能、建材装饰、离型标签、过滤、防伪、感光材料等各种的功能性应用
原材料	主要使用植物纤维材料，包括木纤维、竹纤维、草纤维等，瓦楞纸等通常使用废纸作为原材料	除了传统的植物纤维外，已开始使用无机纤维、合成纤维等，一次包装原纸通常要求使用原生木浆
市场特点	应用领域较分散，市场规模大	细分市场规模较小，但应用领域逐渐增加

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

特种纸可根据应用领域细分为：食品包装纸及医疗包装纸等特种包装用纸，装饰原纸及壁纸原纸等建筑用纸，无碳纸及热敏纸等商务交流用纸，格拉辛纸等标签用纸，热转印纸等印刷用纸，卷烟纸及卷烟配套用纸等烟草用纸。

全球造纸工业已经进入成熟阶段，其产量增长率逐渐放缓。尤其是在 2017 年之后，全球纸及纸板的生产数量开始呈下降趋势。相比之下，我国的造纸工业虽然产量增速高于世界平均水平，

但整体上的增速水平相对较低。然而，在这个行业整体趋于成熟的背景下，不同纸类之间出现了结构性分化，其中特种纸的发展表现最为突出。近几年来，尽管造纸工业的增速较低，但全球特种纸的产量增速在 2014 年至 2019 年期间仍然保持在 2%以上。而从 2011 年到 2020 年，我国特种纸的产量从 298 万吨增长至 718 万吨，年复合增长率达到 10.26%，其产量增速始终保持在较高水平，并且普遍领先于全球特种纸产量的增速。然而近年来，我国特种纸的产量增速也有所回落，并与全球特种纸产量呈趋势一致。不过，未来我国特种纸的产量有望保持平稳增长。

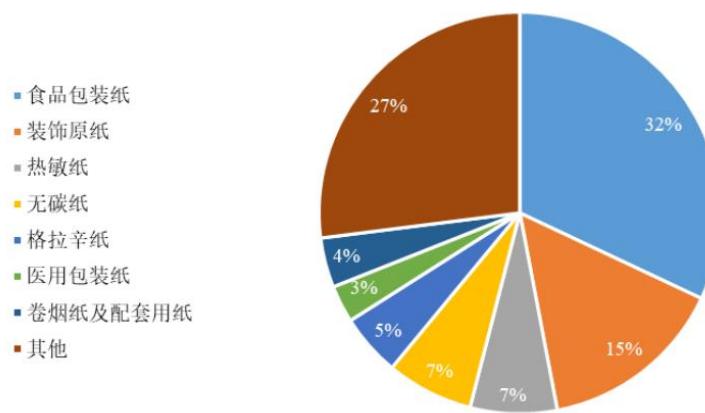
图 5：全球及我国特种纸产量（万吨）



资料来源：Smithers Pira；中国造纸年鉴；2020 年全球特种纸产量系预测数据，华金证券研究所

根据《中国造纸年鉴》的数据显示，2020 年我国特种纸的总产量达到了 718 万吨。其中，食品包装纸、装饰原纸、热敏纸以及无碳纸成为了我国特种纸产业中最重要的品类。据前瞻产业研究院统计数据显示，这些主要品类在 2020 年的总产量占据了特种纸总产量的 61%

图 6：2020 年我国特种纸各细分品类产量占比

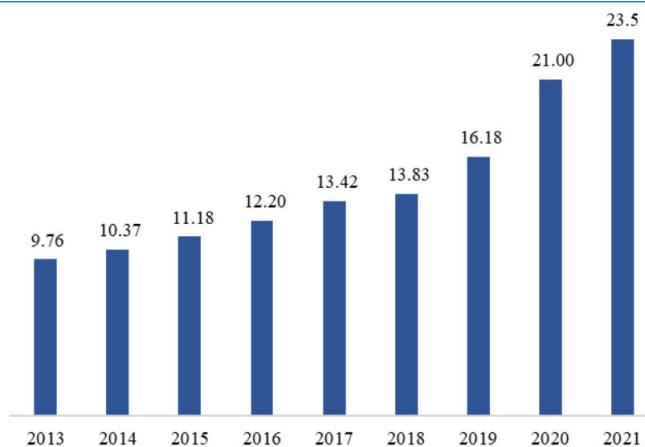


资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

由于技术水平要求高，我国医疗包装原纸尤其是医疗透析纸市场曾被国外品牌垄断，产品曾主要以进口为主。伴随国内部分厂商逐步攻克技术难题，提升工艺水平，购置国外先进设备，国产医疗包装原纸开始逐渐进口替代。近年来，我国医疗包装原纸产量呈稳步增长趋势，2013 年至 2021 年我国医疗包装原纸产量从 9.76 万吨增长至 23.50 万吨，年复合增长率为 11.61%。

因为该行业对技术水平要求较高，我国的医疗包装原纸市场曾经被国外品牌垄断。然而，近年来随着国内部分厂商逐步攻克技术难题并提升工艺水平，购置了一些国外先进设备，我国的医疗包装原纸开始逐渐实现了进口替代。这一变化使得我国的医疗包装原纸产量呈现出稳步增长的趋势。据前瞻产业研究院的统计数据显示，从 2013 年到 2021 年，我国的医疗包装原纸产量从 9.76 万吨增长至 23.50 万吨，年复合增长率达到了 11.61%。

图 7：2013 年-2021 年我国医疗包装原纸产量（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院，造纸学会特纸委，华金证券研究所

随着国内经济的蓬勃发展、人口数量的不断增加以及居民消费水平的提高，食品餐饮行业迎来了一个稳步发展的时期。这一趋势推动了食品包装纸市场规模的不断扩大。尤其是近些年来，我国食品包装原纸市场呈现出持续稳定增长的态势。根据前瞻产业研究院发布的统计数据显示，从 2011 年到 2021 年，我国食品包装特种纸市场规模从 107.38 万吨增长至 267.00 万吨，年复合增长率达到了 9.54%。这一数据表明，食品包装纸市场具备着广阔的发展前景和巨大的潜力。

图 8：2011 年-2021 年我国食品包装特种纸产量（万吨）

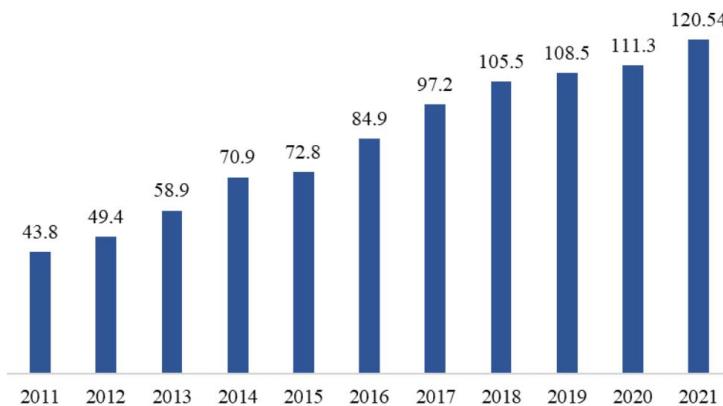


资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

我国装饰原纸销量近年来快速上涨，并且未来有望保持稳定增长。根据中国林产工业协会的数据显示，从 2011 年到 2021 年，我国装饰原纸销量从 43.8 万吨增长至 120.54 万吨，年复合增长率达到 10.65%，呈现出快速增长的趋势。这一增长得益于城镇化率的提高，随着城镇化建设的推进，建筑业以及存量房改造需求不断增加。同时，家具、地板和木门作为房屋建筑的联动消费品也在相应增长。过去十年中，我国家具总产量从 69,895.60 万件增长至 111,993.70 万件，

产量年复合增长率为 4.83%；而木门产值年复合增长率为 6.18%，地板产量年复合增长率为 2.22%，这些都保持了稳定的增长态势。家具、地板、木门的规模稳定增长对装饰原纸需求的稳定性也带来了积极影响。此外，在居民人均收入水平不断提高以及消费升级的趋势下，消费者对轻量化、个性化、性价比高的家具的需求也在增加。因此，装饰原纸的市场空间将进一步扩大。

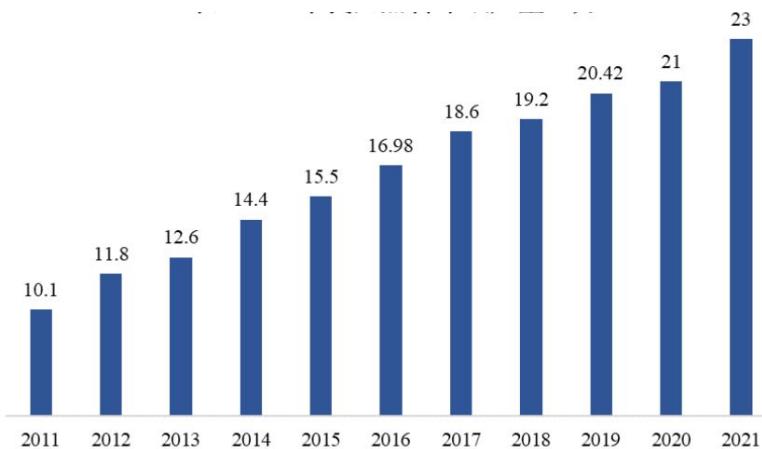
图 9：2011–2021 年我国装饰原纸销量（万吨）



资料来源：中国林产工业协会，华金证券研究所

随着我国居民收入逐年增加，人们对服装和建材家具消费量也在不断提高，这进一步推动了对热转印纸的需求。根据促进中心特纸委以及造纸学会特纸委的数据显示，在 2011 年至 2021 年期间，我国热转印纸的产量从 10.1 万吨增长至 23 万吨，年复合增长率达到 8.58%。在服装行业中，图案印制常用的方法包括数码转印、图案转印和丝网印刷等，前两者都需要使用热转印纸。根据国家统计局的数据显示，2021 年我国的服装产量达到了 235.41 亿件。由于服装产业规模庞大，对热转印纸的需求也相对稳定。同时，消费者追求时尚和个性化，在服装、日用器皿、建材家具上展示个性化图案的频率也不断提高，这进一步增加了对热转印纸的需求量。

图 10：2011–2021 年我国热印纸产量（万吨）

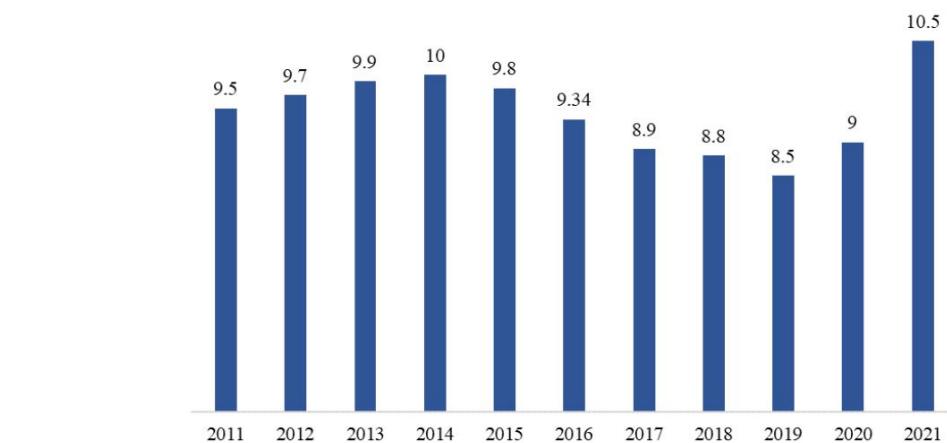


资料来源：促进中心特纸委、造纸学会特纸委，华金证券研究所

近年来，我国的卷烟产量一直保持稳定，这也使得对应的卷烟配套原纸市场需求呈现出相对稳定的态势。从 2011 年到 2021 年，我国的卷烟配套原纸产量始终在 8 至 10.5 万吨之间。卷烟配套原纸行业是紧密依附于卷烟消费的一个行业，近年来随着消费者健康意识的提高，卷烟消费量有所下降，因此卷烟配套原纸也在逐步向绿色环保、健康安全的方向发展。同时，受到烟草公

约以及国家烟草总局关于培养大型烟草集团战略的推动，卷烟企业集中化程度有所增加。由于卷烟配套原纸企业与卷烟企业之间存在着紧密的合作关系，未来市场上卷烟配套原纸企业的集中度也将呈现提高的趋势。所有这些因素都使得在该行业内具备技术和生产工艺优势的企业能够赢得竞争优势，并获得更多的市场份额。

图 11：2011-2021 年我国卷烟配套用纸产量（万吨）



资料来源：促进中心特纸委、造纸学会特纸委，华金证券研究所

特种纸行业在下游应用领域拥有广泛的应用范围。为了建立竞争优势，特种纸生产企业通常会选择一个或多个应用领域进行深耕挖掘。在北美和欧洲，最终灭菌包装市场已经相对成熟。在医疗包装原纸领域，法国的 Arjowiggins 公司、Sterimed 公司以及瑞典的 BillerudKorsnas 公司等巨头企业占据了市场的主导地位。这些企业在行业内耕耘了很长时间，产品质量优秀，并且具备国际标准的话语权。通过全球化生产和销售，它们参与了各个国家和地区的市场竞争，主导着高端市场。相比之下，我国医疗包装原纸行业起步较晚，在 21 世纪初才逐渐为业内所认识和了解。早期市场主要被国外大型跨国企业占据，我国的产品长期依赖进口或者由跨国企业在中国设立的合资或独资企业生产。然而，在过去十年中，医疗包装原纸领域较高的盈利水平逐渐吸引了国内企业的参与。在与国外企业的竞争中，一些中国企业形成了一定的市场竞争力，并且其产品品质接近甚至达到了国外水平，还成功进入了海外市场。然而，目前中高端医疗包装原纸的国产化替代尚未完成，一些产品仍然依赖进口。在这个行业内，主要的竞争者包括几家大型跨国企业以及国内的一些企业，其中恒达新材就是其中之一。

随着食品餐饮行业的迅速发展，食品包装原纸的应用范围越来越广泛，这个行业具有良好的市场前景和较大的市场空间，因此吸引了许多投资者的参与。由于食品餐饮行业本身比较分散，导致食品包装原纸的竞争也比较分散。很多参与者是中小型民营企业，它们的产能规模普遍较小，并且技术设备相对滞后，主要通过降低价格来进行竞争。然而，也有一些少数企业，如以恒达新材为代表，它们在细分领域内不断深耕细作，持续进行研发和创新，并不断提高产品的质量稳定性和技术指标。这些企业已经实现了标准化规模化生产，在食品防油纸、上蜡原纸、吸管纸等部分领域内形成了较强的竞争优势。它们的产品已经进入到许多国际快餐连锁巨头企业的供应链体系，并且在一定程度上替代了国外产品。

我国的木纹原纸生产企业主要集中在浙江等省份。而热转印原纸产能相对来说比较分散，市场集中度并不高。目前，热转印原纸的生产企业主要分布在安徽、浙江、广东等省份。卷烟配套

原纸是用于卷烟生产的重要材料。近年来，随着下游产业结构的调整，卷烟行业逐渐向集中化发展。目前，卷烟配套原纸生产企业主要集中在浙江和黑龙江等省份。

(三) 公司亮点

1、公司的中高端医疗和非容器类食品一次包装原纸产品具备较强竞争力，进入到知名客户供应链体系。公司生产的中高端医疗和非容器类食品一次包装原纸质量比肩 Arjowiggins、Sterimed、BillerudKorsnas 等国际巨头，产品进入到终端知名客户供应链体系。在医疗领域，公司供货于振德医疗、稳健医疗和威海威高等国内知名医疗耗材及器械生产商，用于最终灭菌(先包装后灭菌)医疗耗材及器械的包装袋和纸包装。在食品领域，公司产品通过德盟集团、紫江企业、南王科技等国内外大型食品包装生产企业，最终应用于肯德基、德克士、汉堡王、赛百味等连锁快餐的食品的一次包装，以及星巴克、喜茶和蜜雪冰城等连锁饮品店的纸吸管，打破了外资在非容器食品包装原纸领域的垄断地位。

2、产量口径下公司现阶段市场份额领先，新增产能有望进一步夯实市场份额。2021 年公司医疗包装原纸产量国内占比为 16.84%；2021 年公司食品包装原纸产量占全国非容器食品包装原纸产量的 12.71%。为进一步夯实公司份额优势，公司积极扩充产能；根据公司招股书，IPO 募投产能恒川新材 3 号线项目已于 2022 年 4 月竣工投产；同时，根据公司官网信息，于 2022 年下半年开工建设的“恒川新材年产 5 万吨新型包装用纸生产线及 1 万吨食品医疗制品深加工项目”预计于将于今年第四季度开始投产，届时公司将形成 16.60 万吨年产能，较现有产能（截至招股书日 10.60 万吨）提升 56.60%。

(四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目以及补充流动资金及偿还银行贷款项目。

1、**恒川新材新建年产 3 万吨新型包装用纸生产线项目：**本项目拟在现有工业用地上自建生产厂房，并购置先进造纸机主机、造纸工段辅机、自控仪表 DCS 系统等生产及相应辅助配套设备，项目建成后将形成年产 3 万吨的特种纸原纸生产能力。该项目建设主要内容包括：造纸车间、打浆车间、原料仓库、备品仓库、成品仓库、综合楼和污水处理站等公共配套设施。项目总建筑面积 22,812 平方米。项目正常年营业收入 28,350.00 万元，达产后年净利润为 2,493.00 万元，静态投资回收期（含建设期）为 7.02 年，经济效益较好。

表 2：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金 额(万元)	项目建设期
1	恒川新材新建年产 3 万吨新型包装用纸生产线项目	16,875.00	15,623.89	2 年
2	补充流动资金及偿还银行贷款项目	25,000.00	25,000.00	
	总计	41,875.00	40,623.89	

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 9.53 亿元，同比增长 25.79%；实现归属于母公司净利润 0.97 亿元，同比下降 5.95%。根据初步预测，预计公司 2023 年 1-9 月实现营业收入 57,500 万元至 67,500 万元，较上年同期变动-17.24%至-2.84%；预计实现归属于母公司所有者的净利润 6,500 万元至 7,800 万元，较上年同期变动-24.21%至-9.05%；扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为 5,850 万元至 7,150 万元，较上年同期变动-22.09%至-4.78%。

公司专业从事特种纸原纸的研发、生产和销售；综合考虑业务与产品类型等方面，选取仙鹤股份、凯恩股份、民丰特纸、恒丰纸业、五洲特纸、华旺科技、齐峰新材为恒达新材的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年平均收入规模为 36.82 亿元，销售毛利率为 13.94%；剔除负值、极值的可比 PE-TTM（算术平均）为 22.36X；相较而言，公司营收规模低于行业可比公司平均，毛利率高于行业可比公司平均。

表 3：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年收入增速	2022 年归母净利润 (亿元)	2022 年净利润增长 率	2022 年销售毛利 率	2022 年 ROE 摊薄
603733.SH	仙鹤股份	159.90	23.30	77.38	28.61%	7.10	-30.14%	11.51%	10.32%
002012.SZ	凯恩股份	28.71	32.38	13.92	-23.93%	0.53	-43.19%	21.51%	3.58%
600235.SH	民丰特纸	20.27	688.03	16.71	9.54%	0.15	-73.59%	12.03%	1.10%
600356.SH	恒丰纸业	24.44	18.59	24.56	21.49%	1.29	27.17%	17.42%	5.37%
605007.SH	五洲特纸	62.25	86.10	59.62	61.59%	2.05	-47.41%	8.78%	9.31%
605377.SH	华旺科技	70.20	15.18	34.36	16.88%	4.67	4.18%	18.47%	12.95%
002521.SZ	齐峰新材	33.79	-242.85	31.19	-15.76%	0.08	-94.87%	7.85%	0.24%
301469.SZ	恒达新材	/	/	9.53	25.79%	0.97	-5.95%	18.87%	16.99%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 7 月 31 日），华金证券研究所

(六) 风险提示

原材料价格波动、能源价格上涨、汇率波动、木浆依赖进口且供应商相对集中、市场竞争加剧、技术及生产工艺创新或产品创新失败、应收账款坏账、毛利率下滑、到期债务不能及时清偿、税收政策变化等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，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