

## 轻工制造行业专题

### 中粮包装收购稳步推进，格局改善提升溢价能力

#### ► 中粮包装收购稳步推进

2023年12月，中国宝武旗下长平实业子公司向中粮包装发出收购要约，2024年2月19日、23日要约分别已获得国资委和商务部批准。此次收购双方主体均为国资背景，实控人为国资委和国务院，因此亦可看作国企资源的内部整合，预计中粮收购完成后金属包装行业格局将发生较大变化。

#### ► 近年来金属包装需求上行

金属包装行业变化主要分为以下几个节点：2011-2015年金属包装行业扩产导致产能过剩，2016-2019年产能持续消化，龙头开启收购潮，竞争格局改善，盈利能力回升；2020-2022年产能开始爬坡，同时受宏观环境影响原材料价格上行，单价提升，量价齐升带动收入增长。近年来我国包装消费需求上行，其中金属包装需求占比达12.21%，排细分品类第四。饮料罐仍占据最大需求比例，行业集中度高，三片罐CR3达72%，二片罐CR4达67%。

#### ► 啤酒罐化率带来行业增量

二片罐需求主要集中在啤酒上，2019年啤酒二片罐需求占比达到总需求的56%，尽管啤酒产量有所下行，但啤酒罐化率的提升推动二片罐需求量逐年稳步增长，据欧睿国际数据，2018-2023年我国啤酒罐化率已经从24.1%迅速提升至30.8%，但与发达国家相比仍有差距，二片罐需求空间仍然较大。

#### ► 格局改善提升溢价能力

2016年金属包装产能开始消化，于此同时，行业龙头加快并购重组步伐，昇兴股份、中粮包装等公司纷纷通过并购提升市占率。龙头加速整合，竞争格局改善，二片罐单价自2016年回暖。从国外经验来看，90年代皇冠、波尔开展了大量收购及业务剥离活动，目前CR2市占率达68%，行业溢价能力也随之增强，毛利率维持在20%左右。此次收购有望持续改善制罐行业在产业链的价值分配，未来国内或也将效仿海外，最终形成寡头垄断格局。

#### ► 投资建议：关注竞争格局改善下的金属包装龙头

金属包装龙头进一步加速整合，有望提升包装行业溢价能力，改善产业链价值分配，同时啤酒罐化率提升增强二片罐需求，为金属包装行业带来广阔增量空间。此外，环保型材料的推广、下游食饮&非食饮市场的扩张也将持续为行业带来量的稳健增长。未来量价齐升趋势下，行业毛利率有望得到修复，盈利能力将持续改善。建议关注受益于格局改善的金属包装龙头。

**风险提示：** 1) 消费需求不及预期风险；2) 价格战等恶性竞争风险；3) 原材料价格上涨风险。

投资建议： 强于大市（维持）  
上次建议： 强于大市

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：管泉森  
执业证书编号：S0590523100007  
邮箱：guanqs@glsc.com.cn  
分析师：孙珊  
执业证书编号：S0590523110003  
邮箱：sunshan@glsc.com.cn  
分析师：戚志圣  
执业证书编号：S0590523120002  
邮箱：qizhsh@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《轻工制造：TikTok 扩张激发欧洲&拉美地区出海潜力》2024.02.06  
2、《轻工制造：谁是跨境电商渠道增长红利的受益者？》2024.01.29

## 正文目录

<b>1. 事件：中粮包装收购稳步推进</b> .....	<b>3</b>
1.1 中粮包装收购事件最新进展及梳理 .....	3
1.2 要约双方主体均为国资背景 .....	3
<b>2. 趋势：格局有望改善，溢价能力提升</b> .....	<b>3</b>
2.1 金属包装行业收入利润逐步回暖 .....	3
2.2 量：罐化率提升带来增量空间 .....	6
2.3 价：竞争格局改善提升溢价能力 .....	8
<b>3. 投资建议：关注竞争格局改善下的金属包装龙头</b> .....	<b>12</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>12</b>

## 图表目录

<b>图表 1： 中粮包装收购事件时间梳理</b> .....	<b>3</b>
<b>图表 2： 中国宝武旗下子公司为宝钢包装</b> .....	<b>3</b>
<b>图表 3： 中粮包装控股股东为中粮集团，实控人国务院</b> .....	<b>3</b>
<b>图表 4： 中国包装行业规模持续提升</b> .....	<b>4</b>
<b>图表 5： 2022 年金属包装占包装行业比例达 12.21%</b> .....	<b>4</b>
<b>图表 6： 金属包装行业集中高，下游饮料罐需求大</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 7： 2011 年起啤酒产量下行，2020 年至今维持稳定</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 8： 2017-2019 年竞争格局改善毛利率得到修复</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 9： 金属包装行业规模以上企业收入回暖</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 10： 金属包装行业规模以上企业利润稳步增长</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 11： 二片罐具有密封性好、生产效率高等优点</b> .....	<b>7</b>
<b>图表 12： 近十余年中国啤酒罐化率均逐年提升</b> .....	<b>7</b>
<b>图表 13： 二片罐需求主要集中在啤酒上</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 14： 中国啤酒罐化率与发达国家还有较大差距</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 15： 2016 年金属包装固定资产投资完成额下行（亿元）</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 16： 受产能过剩影响金属包装企业 2016 年出清</b> .....	<b>8</b>
<b>图表 17： 二片罐单价自 2016 年起有所回暖（元/罐）</b> .....	<b>9</b>
<b>图表 18： 2020 年 H1 铝锭价格上升，22 年下行（元/吨）</b> .....	<b>9</b>
<b>图表 19： 2009 年至今全球金属罐销量逐年提升</b> .....	<b>9</b>
<b>图表 20： 波尔和皇冠年收入均突破 120 亿美元</b> .....	<b>9</b>
<b>图表 21： 1993-2018 年波尔 (Ball) 收购公司、剥离业务并行</b> .....	<b>10</b>
<b>图表 22： 1890-2023 年皇冠 (Crown) 收并购进程</b> .....	<b>11</b>
<b>图表 23： 2022 年波尔和皇冠全球市占率达 68%</b> .....	<b>11</b>
<b>图表 24： 波尔和皇冠毛利率均在 20%左右</b> .....	<b>11</b>
<b>图表 25： 中粮包装及宝钢包装主营业务介绍</b> .....	<b>12</b>

## 1. 事件：中粮包装收购稳步推进

### 1.1 中粮包装收购事件最新进展及梳理

2024年02月19日至23日，中粮包装公告称，就申万宏源融资（香港）有限公司代表 CHAMPION HOLDING (BVI) CO., LTD 提出有先决条件的自愿全面现金要约以收购中粮包装控股有限公司的所有已发行股份，**要约人于公告日期已就要约获得国资委和商务部批准**，国资委亦已批准中国食品向要约人转让出售股份。要约人将继续行事，务求达成先决条件。

图表1：中粮包装收购事件时间梳理

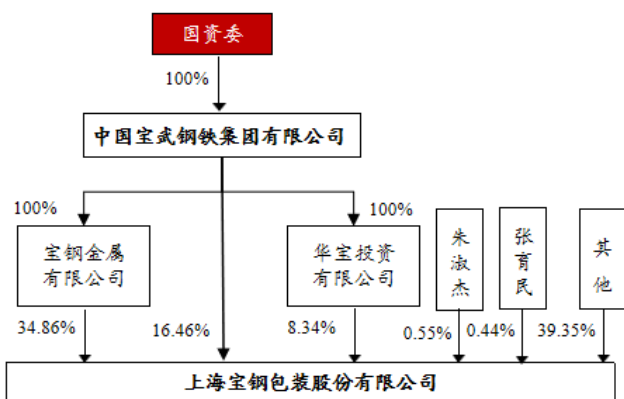
时间	公告内容
2023. 12. 06	中粮包装公告：长平实业全资子公司 CHAMPION HOLDING (BVI) CO., LTD, 拟以每股 6.87 港元的价格收购中粮包装全部已发行股份，预计最高需要支付 76.49 亿港元
2024. 02. 19	中粮包装公告：长平实业收购要约获得国资委批准。
2024. 02. 23	中粮包装公告：长平实业收购要约获得商务部批准。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 1.2 要约双方主体均为国资背景

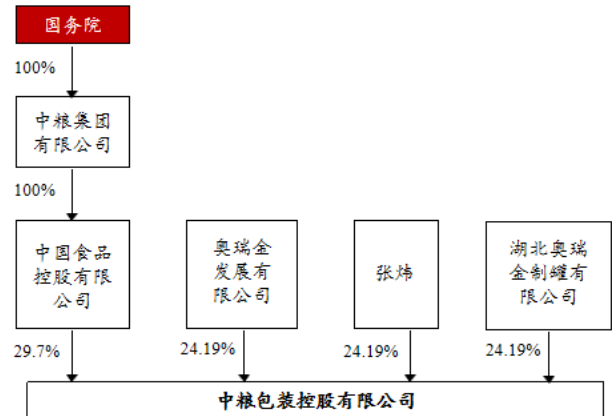
此次收购事件双方主体均拥有国资背景，实控人分别为国资委和国务院，因此可看作国企资源的内部整合。其中，长平实业由中国宝武及国新投资控股，两家公司分别持有 61.54%和 38.46%的股权。中国宝武全称则为中国宝武钢铁集团有限公司，旗下拥有子公司宝钢包装。此次收购意味着金属包装市占率前三宝钢包装与中粮包装未来可能进一步整合。

图表2：中国宝武旗下子公司为宝钢包装



资料来源：Wind，国联证券研究所  
注：持股比例数据统计截至 2023. 12. 29

图表3：中粮包装控股股东为中粮集团，实控人国务院



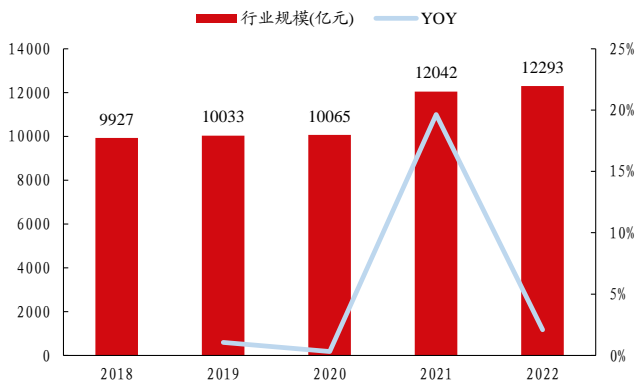
资料来源：Wind，国联证券研究所  
注：持股比例数据统计截至 2023. 12. 29

## 2. 趋势：格局有望改善，溢价能力提升

### 2.1 金属包装行业收入利润逐步回暖

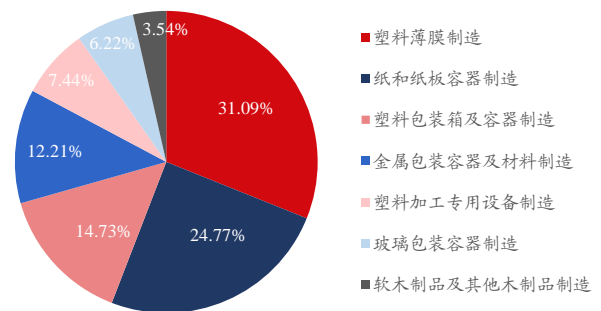
2018-2020 年我国包装消费需求趋缓，行业规模维持稳定水平，2021 年开始包装材料需求上行，2022 年我国包装行业规模以上企业（年营业收入 2000 万以上）9860 家，同比新增 1029 家，累计完成营业收入 12293 亿元，同比+2.1%。其中塑料薄膜容器制造仍然占据最大比重，达 31.09%。与传统塑料薄膜包装相比，金属包装材料属于环保型材料，且在阻气性、遮光性、防潮性和密封性上都具有独特优势，2022 年金属包装占比 12.21%，排细分品类第四。随着国内禁塑环保相关政策的出台，未来金属包装占比或将持续上涨。

图表4：中国包装行业规模持续提升



资料来源：中国包装联合会，国联证券研究所

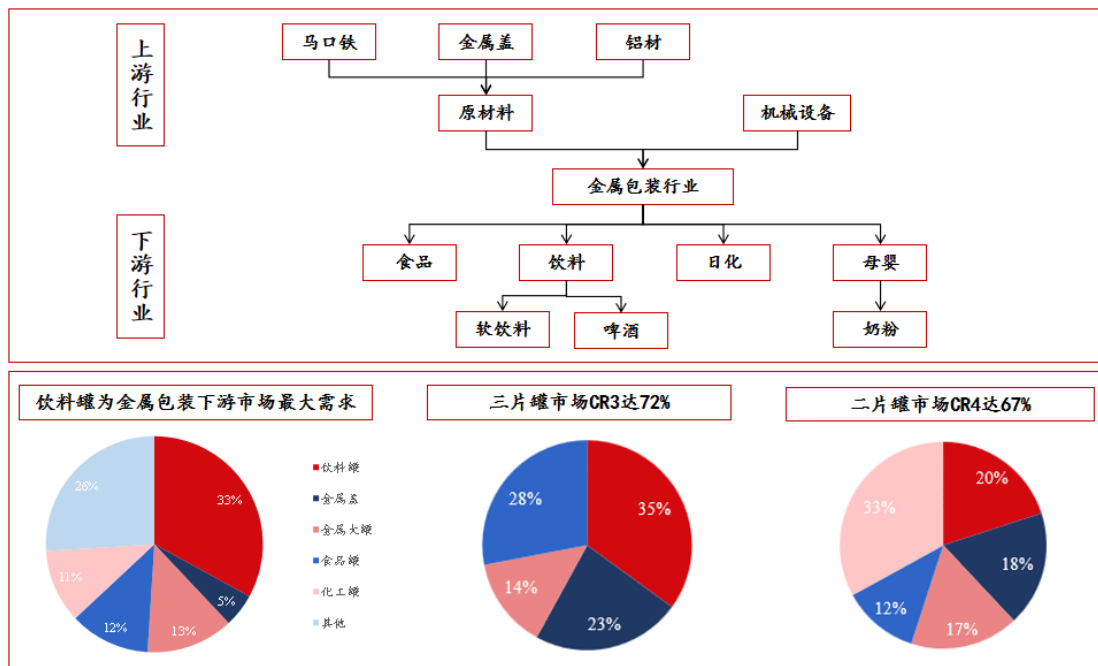
图表5：2022 年金属包装占包装行业比例达 12.21%



资料来源：中国包装联合会，国联证券研究所

**饮料罐需求最大，行业集中度高。**金属包装下游需求中，饮料罐仍然占据最大需求比例，其次是金属盖、金属大罐、食品罐和化工罐。其中金属饮料罐主要包括碳酸饮料、啤酒、茶饮料等。行业近年承压使企业盈利能力减弱，中小企业逐渐被出清，因此当前金属包装行业集中度较高，其中三片罐市场 CR3 达 72%；二片罐市场 CR4 达 67%。

图表6: 金属包装行业集中高, 下游饮料罐需求大



资料来源: 公司公告、前瞻产业研究院、中商产业研究院, 国联证券研究所

近年来金属包装行业供需关系变化可分为以下四个节点:

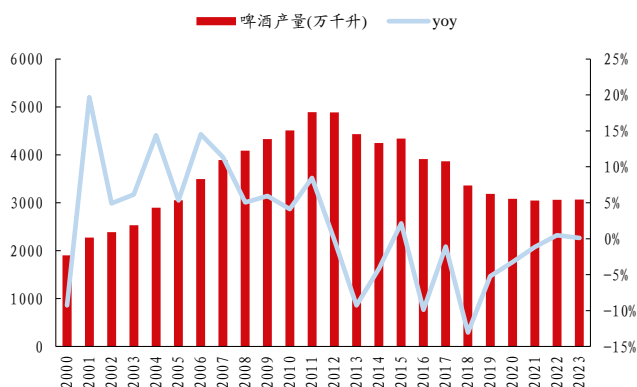
1) 2011-2015 年: 企业大量扩产, 同时啤酒等饮品产量开始下行, 二片罐产能严重过剩, 产能利用率下滑, 而行业竞争加剧也导致二片罐单价持续下跌, 盈利能力随之下滑;

2) 2016-2019 年: 受金属罐毛利率下降影响, 2016 年中小企业被出清, 规模以上企业数量减少 32 家。此时过剩产能持续消化, 投产计划减缓。而中粮包装、昇兴股份等国内金属包装龙头开启收购进程, 以提升市占率和溢价能力。2019 年以宝钢为代表的金属包装公司二片罐毛利率回升至 13.26%, 与 2017 年相比上升 3pct;

3) 2020-2022 年: 需求端啤酒产量逐渐稳定的同时罐化率提升, 因此二片罐需求上行; 供给端金属包装企业产能开始爬坡, 但受 2020 年下半年海运等宏观环境影响, 铝价陡升, 因此单价提升的情况下盈利能力反而有所压制;

4) 2023 年至今: 2022 年下半年铝价回落, 2023 年龙头再次开启收购, 未来或将形成海外金属包装寡头垄断的格局, 盈利能力有望再次提升。

图表7：2011年起啤酒产量下行，2020年至今维持稳定



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

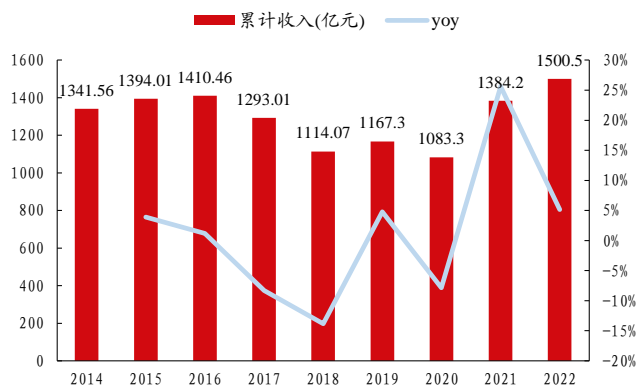
图表8：2017-2019年竞争格局改善毛利率得到修复



资料来源：宝钢包装公司公告，国联证券研究所

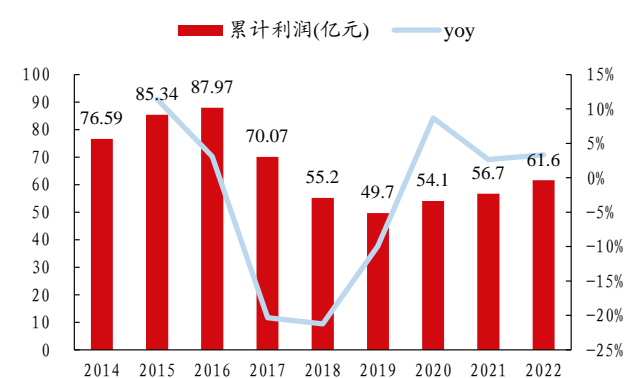
2020-2022年金属包装行业规模以上企业收入利润逐步回暖。以金属包装行业规模以上企业口径统计,2022年我国金属包装容器制造行业累计完成营业收入1500.52亿元,在包装全行业增速下行的基础上,仍然同比增长5.71%;累计完成利润总额61.6亿元,同比增长3.35%。其中碳酸饮料及啤酒罐化率带动需求提升的同时,企业产能利用率也逐步提升,竞争格局也逐渐改善,因此行业规模以上企业收入利润在2020-2022年间稳步增长。

图表9：金属包装行业规模以上企业收入回暖



资料来源：中国包装联合会，国联证券研究所

图表10：金属包装行业规模以上企业利润稳步增长



资料来源：中国包装联合会，国联证券研究所

## 2.2 量：罐化率提升带来增量空间

二片罐需求主要集中在啤酒和碳酸饮料上。与玻璃制品和三片罐相比,二片罐由铝合金板材通过冲压加工而来,其成本低、生产效率高,且密封性相对于三片罐更好、更能避免焊锡带来的铅污染,因此近年来各大厂家逐渐将啤酒和碳酸饮料包装替换成二片罐,2019年啤酒二片罐需求占比达到总二片罐需求的56%。

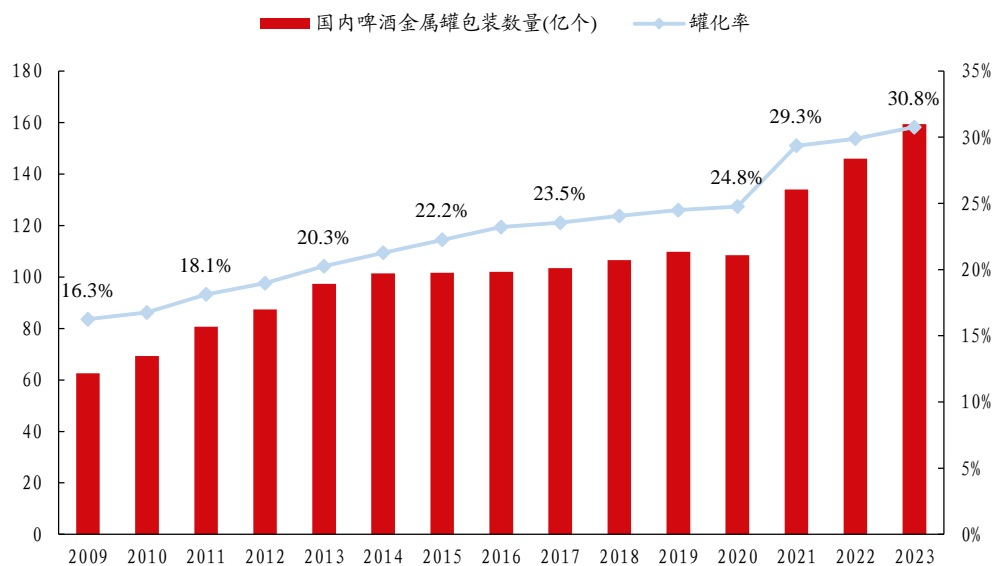
图表11：二片罐具有密封性好、生产效率高等优点

	二片罐	三片罐	玻璃
特性	由罐盖（顶，下同）和带底的整体无缝的罐身两个部分组成，用冲床通过拉伸成型模，使其受到拉伸变形，材料以铝合金板材为主	由罐身、罐底和罐盖三片金属薄板（多为马口铁）制成，具有锡焊和熔焊两种密封形式	将熔融的玻璃料经吹制、模具成型制成的透明容器，主要用于包装液体、固体药物及液体饮料类商品
优点	密封性好、不渗漏，不用焊接密封，避免焊锡罐的铅污染，耐高温杀菌，造型美观，可连续装潢印刷，生产效率高且节省原材料。	刚性好，能生产各种形状的罐，材料利用率较高，容易变换尺寸，生产工艺成熟，包装产品种类多	无毒性、无空隙、可回收，同时具有透明特性，有较好展示作用
缺点	受拉伸工艺影响，罐壁厚度明显比罐底薄。但啤酒包装时强大内压会弥补罐壁的刚性。	密封性较二片罐差	玻璃罐重、易碎，成本较高，运输不便

资料来源：上海市包装技术协会微信公众号、华经产业研究院，国联证券研究所

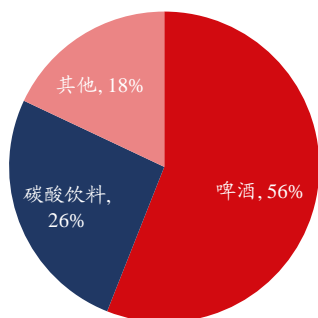
需求逐年增长，啤酒罐化率仍有提升空间。尽管近年来啤酒产量有所下滑，罐化率提升仍然推动二片罐需求量逐年上行，据欧睿国际，2013-2023年我国啤酒金属罐包装数量从97亿罐增长至159亿罐，啤酒罐化率也从20.3%迅速提升至30.8%，但与发达国家65%+的罐化率相比，仍然有很大提升空间。

图表12：近十余年中国啤酒罐化率均逐年提升



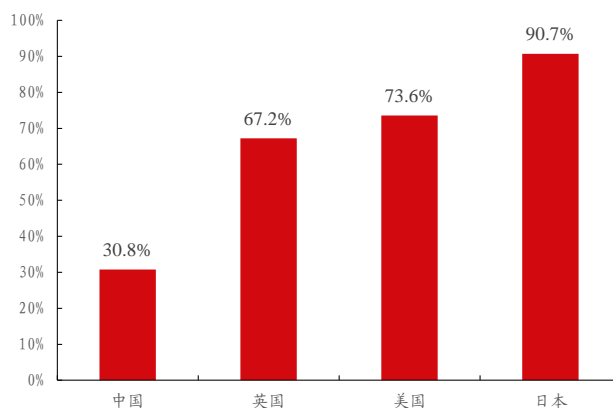
资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表13: 二片罐需求主要集中在啤酒上



资料来源: 智研咨询, 国联证券研究所

图表14: 中国啤酒罐化率与发达国家还有较大差距

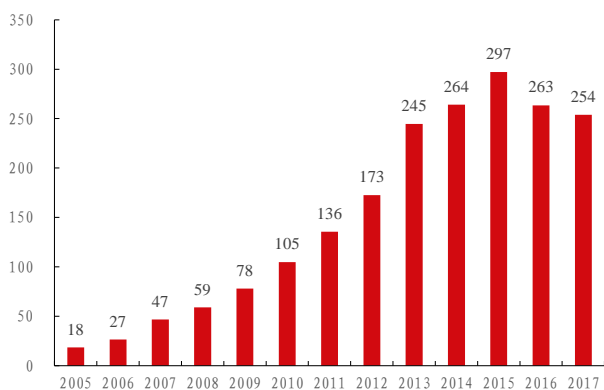


资料来源: 欧睿国际, 国联证券研究所

### 2.3 价: 竞争格局改善提升溢价能力

2016 年至今行业通过收并购迅速整合。2003-2015 年金属包装固定资产投资额复合增长率超过 30%，并于 2015 年达到峰值 297 亿元，金属包装供给严重过剩，竞争日趋激烈，价格战压制企业利润，因此近年来中小制罐企业逐渐被出清。2016 年金属包装产能开始下行，于此同时，金属包装行业加快并购重组步伐，昇兴股份、中粮包装等龙头公司纷纷通过并购扩大产能。其中昇兴股份收购太平洋制罐的六大工厂，同时收购博德科技以扩充铝瓶产能；中粮包装则收购了纪鸿包装 51% 股权和成都高森 100% 股权，因此当前金属包装行业集中度较高。

图表15: 2016 年金属包装固定投资完成额下行(亿元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表16: 受产能过剩影响金属包装企业 2016 年出清

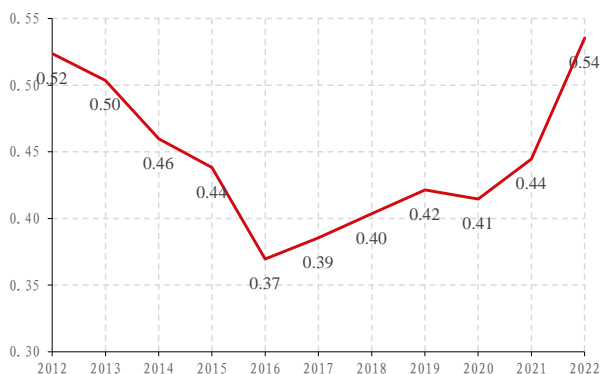


资料来源: 中国包装联合会、前瞻产业研究院, 国联证券研究所



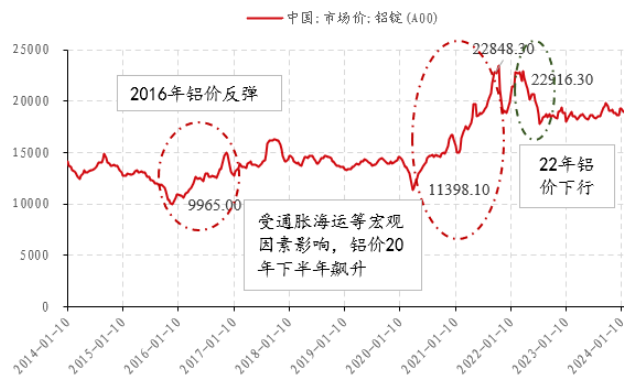
**龙头加速整合，竞争格局改善，包装行业溢价能力提升。**行业出清和龙头加速整合改善行业竞争格局，二片罐单价自 2016 年开始有所回暖，叠加下游啤酒行业二片罐需求提升，包装企业溢价能力也随之提升。2020 年下半年开始，受通胀预期、海运等宏观因素影响，马口铁和铝锭价格大涨，受制于成本压制，二片罐单价也开始上行，2021 年提高至 0.44 元/罐；2022 年铝价走弱，二片罐单价持续坚挺，仍处于高位水平。整体来看，尽管二片罐单价随上游原材料价格波动较大，但受竞争格局改善影响，包装行业溢价能力仍然有所提升。

图表17：二片罐单价自 2016 年起有所回暖（元/罐）



资料来源：公司公告，国联证券研究所

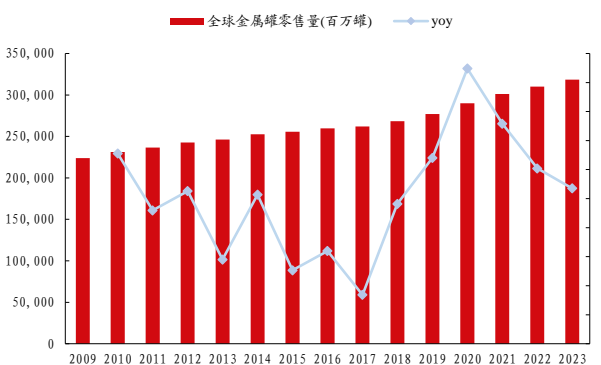
图表18：2020 年 H1 铝锭价格上升，22 年下行（元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

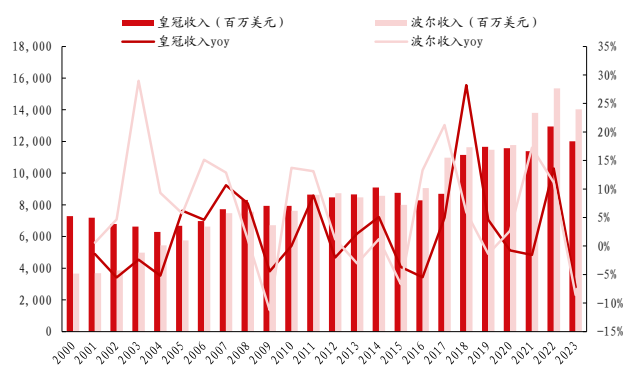
**他山之石，可以攻玉。**海外金属包装行业同样经历过一系列格局变革，在不断并购和业务剥离的过程中，盈利能力稳步提升，逐渐形成了现阶段的寡头垄断格局。当前全球两大金属包装龙头分别为波尔（BALL）和皇冠（Brown），两大集团自 90 年代开启其收购之路，随后不断扩大版图、全球金属包装行业集中度也不断提升，2022 年波尔和皇冠年收入均已突破 120 亿美元。

图表19：2009 年至今全球金属罐销量逐年提升



资料来源：欧睿国际，国联证券研究所

图表20：波尔和皇冠年收入均突破 120 亿美元

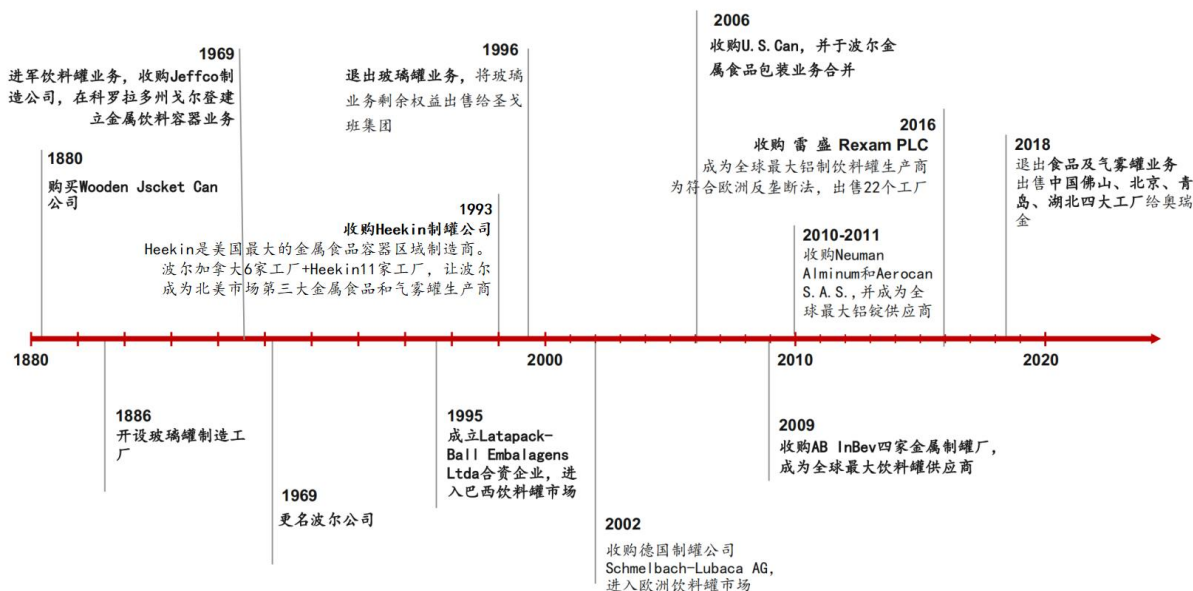


资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

波尔作为全球最大的饮料制罐商，截至 2022 年公司饮料罐销量已经超过 1080 亿罐，北美/中欧非/南美地区占比分别能达到 41%/38%/48%。1993 年至今波尔先后收购了 Heekin Can、雷盛等大型制罐公司，其中 1998 年斥资 8.74 亿美元收购了包括 14 个制罐厂和 2 个灌装厂在内的雷盛全球范围的制罐业务，一举成为北美第一大饮料罐商；又于 2002 年拓展欧洲业务，收购德国金属制罐公司 Schmalbach-Lubeca AG，

在欧洲开始成立波尔包装。收购过程中，波尔也在不断做减法，1993-2016年期间先后剥离了玻璃、塑料包装、气雾罐、食品罐等业务，又在欧洲反垄断法的要求下，出售了22家工厂，并于2019年退出中国市场，出售佛山、北京、青岛、湖北四大工厂。

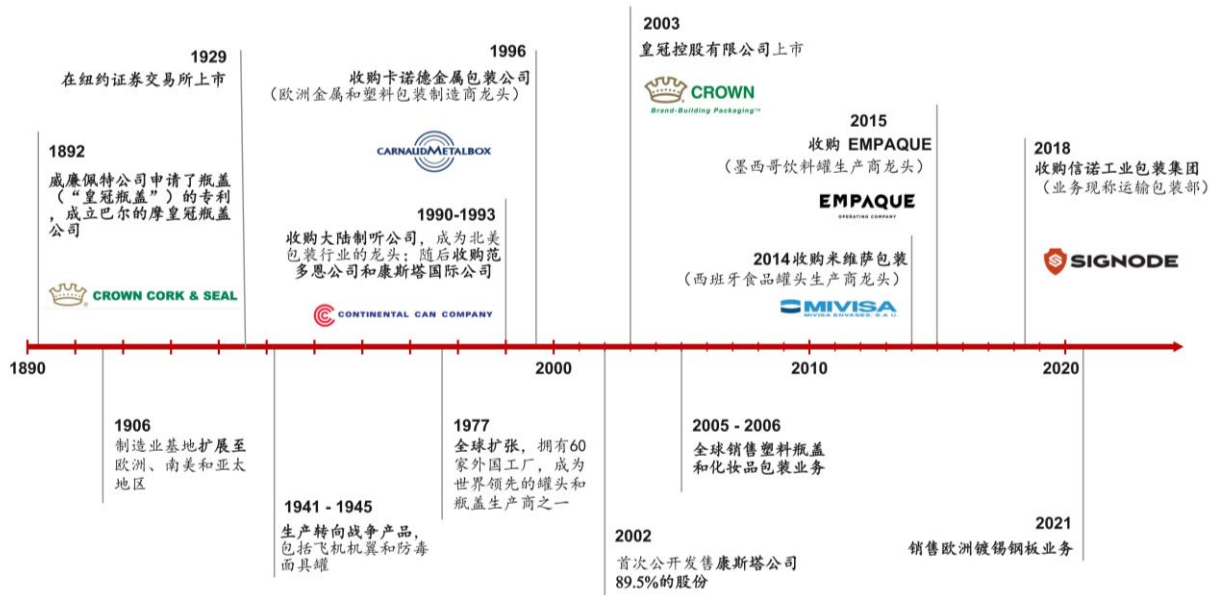
**图表21： 1993-2018年波尔(Ball)收购公司、剥离业务并行**



资料来源：波尔官网，国联证券研究所

皇冠自1906年便开始寻求扩张，将制造基地从美国扩展到欧洲、南美及亚太地区，并于1990年收购了大陆制罐公司 Continental Can Company，成为北美包装领导者；随后又分别收购了 Carnaud Metal Box、Van Dorn、CONSTAR International、墨西哥饮料罐生产商 EMPAQUE 等公司，期间剥离了自己的塑料瓶盖和化妆品包装相关业务。皇冠通过不断收并购，全球各区域均衡拓张，目前已经成长为市值90亿美元的龙头之一，2022年公司美国&加拿大/中欧非/中南美/亚洲地区收入占比分别为44%/23%/18%/15%。

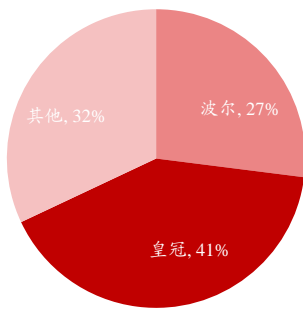
图表22: 1890-2023 年皇冠 (Crown) 收并购进程



资料来源: CCK Investor Presentation 2023, 国联证券研究所

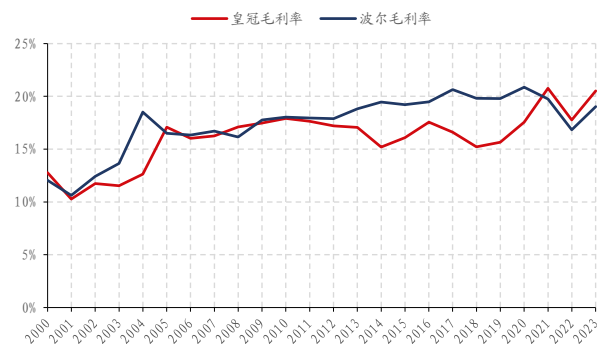
目前金属包装行业已经形成寡头垄断的地位，据我们测算，2022 年波尔和皇冠全球市占率达 68%，高集中度让其海外制罐公司在产业链上的话语权更强，盈利能力也更加稳定，毛利率均在 20%左右（2022 年受宏观因素影响较大，行业整体毛利率下滑，但 2023 年恢复稳定）。国内包装企业与其相比仍有很大提升空间，国内未来毛利率有望随着竞争格局的改善而向上修复。

图表23: 2022 年波尔和皇冠全球市占率达 68%



资料来源: 波尔、皇冠公司公告, 国联证券研究所  
注: 测算假设皇冠在所有地区销售的饮料罐单价保持一致

图表24: 波尔和皇冠毛利率均在 20%左右



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所

此次收购事件的主体公司均属于金属制罐产业的龙头企业，同时中粮包装股东为中粮集团，而宝钢包装股东为中国宝武钢铁集团，实控人均均为国资委，符合国家产业结构调整的政策导向，有利于提高国内包装产业的竞争力，从而应对国际市场竞争压力。因此我们预计，此次中粮包装收购事件将持续改善行业竞争格局及制罐在产业链的价值分配，金属包装尤其是二片罐价格将有望持续回升。

**图表25：中粮包装及宝钢包装主营业务介绍**

公司	主营业务	主要客户	产能及业绩
中粮包装	铝制包装产品、马口铁包装产品和塑料包装产品，2022年分别占比52%/41%/7%。	加多宝、雪花啤酒、青岛啤酒、百威啤酒、可口可乐、伊利、蒙牛、宝洁、上海庄臣、中石化、巴斯夫等公司	2022年营业收入为102.55亿元，净利润为4.85亿元。
宝钢包装	金属二片罐及配套易拉盖、包装印铁产品和新材料包装等	可口可乐、百事可乐、雪花啤酒、百威啤酒、嘉士伯啤酒、青岛啤酒、王老吉、娃哈哈等国内外知名快消品牌	2022年营业收入为85.34亿元，净利润为2.80亿元。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

### 3. 投资建议：关注竞争格局改善下的金属包装龙头

量价有望齐升，盈利能力有望改善。龙头进一步加速整合，将有望提升包装行业溢价能力，改善产业链价值分配，同时啤酒罐化率提升增强二片罐需求，为金属包装行业带来广阔增量空间。此外，环保型材料的推广、下游餐饮&非餐饮市场的扩张也将持续为行业带来量的稳健增长，未来量价齐升的趋势下，行业盈利能力将得到持续改善。综上，建议关注格局改善的金属包装龙头。

### 4. 风险提示

**消费需求不及预期风险。**金属包装行业量增主要依赖于饮料罐中啤酒产量和罐化率的提升，若未来啤酒等食品饮料消费需求不及预期，则可能继续面临供过于求的风险；

**价格战等恶性竞争风险。**若两大龙头公司合并后为抢夺市场份额、扩大市占率，行业可能面临再次价格战的风险，将陷入被迫压低利润以跟随行业降价趋势的窘境；

**原材料价格上涨风险。**金属制罐的原材料主要为马口铁和铝材，成本占比较大；若原材料价格上涨，公司成本将随之增加，盈利能力将有所下滑。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼