

研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：李娟廷 S0350122090037  
 lijt03@ghzq.com.cn

## 化肥价格下降影响利润，一体化优势持续增强

### ——云图控股（002539）2023 年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
云图控股	-1.3%	-7.4%	-27.1%
沪深 300	-0.6%	8.2%	-13.3%

#### 市场数据

市场数据	2024/04/15
当前价格(元)	7.87
52周价格区间(元)	6.15-11.31
总市值(百万)	9,504.79
流通市值(百万)	6,948.74
总股本(万股)	120,772.38
流通股本(万股)	88,294.01
日均成交额(百万)	108.69
近一月换手(%)	1.04

#### 相关报告

《云图控股（002539）2023 年三季报点评：Q3 业绩环比修复，补齐磷矿石及合成氨配套（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-11-02

《云图控股（002539）2023 中报点评：Q2 业绩受价格下行影响，看好复合肥量利修复（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-08-30

《云图控股（002539）点评报告：2023Q1 业绩环比大增，一体化布局持续推进（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-04-20

《云图控股(002539.SZ)2022 年报点评：Q4 业绩

#### 事件：

2024 年 4 月 13 日，云图控股发布 2023 年报：2023 年公司实现营业收入 217.67 亿元，同比增长 6.17%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.92 亿元，同比减少 40.22%；加权平均净资产收益率为 11.27%，同比下降 18.60 个百分点。销售毛利率 10.18%，同比减少 5.04 个百分点；销售净利率 4.01%，同比减少 3.27 个百分点。

其中，公司 2023Q4 实现营收 56.21 亿元，同比+1.67%，环比+4.22%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比-6.37%，环比-12.83%；ROE 为 2.16%，同比减少 0.71 个百分点，环比减少 0.38 个百分点。销售毛利率 7.54%，同比减少 2.14 个百分点，环比减少 3.41 个百分点；销售净利率 3.09%，同比减少 0.15 个百分点，环比减少 0.46 个百分点。

#### 投资要点：

##### ■ 复合肥、黄磷等产品价格下降，2023 年业绩同比下滑

2023 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 8.92 亿元，同比减少 40.22%，公司经营业绩同比下滑主要是受复合肥、磷化工行业周期下行影响，主营产品复合肥、黄磷的市场价格出现不同程度的下跌所致。据 Wind 数据，2023 年氯基复合肥均价为 2695 元/吨，同比-18.59%；硫基复合肥均价 2972 元/吨，同比-16.15%；重质纯碱均价 2634 元/吨，同比-3.01%；轻质纯碱均价 2521 元/吨，同比-4.10%；磷酸一铵均价为 3020 元/吨，同比-12.09%；黄磷均价 25029 元/吨，同比-24.49%。

分板块看，2023 年公司常规复合肥实现营收 46.45 亿元，同比-6.92%，毛利率 9.77%，同比减少 1.42 个百分点；新型复合肥实现营收 41.15 亿元，同比-5.21%，毛利率 17.36%，同比减少 4.21 个百分点；联碱实现营收 14.16 亿元，同比-1.69%，毛利率 26.18%，同比上升 2.25 个百分点；磷化工产品实现营收 14.43 亿元，同比-24.09%，毛利率 21.23%，同比减少 20.46 个百分点；磷酸一铵实现营收 13.34 亿元，同比-3.38%，毛利率 10.66%，同比减少 2.57 个百分点。

短期承压，产业一体化布局持续完善（买入）\*农化制品\*董伯骏，李永磊——2023-04-10

《云图控股（002539）点评报告：三季度复合肥销售承压，一体化优势不断增强（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2022-10-31

期间费用方面，2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为1.56%/2.57%/1.45%/0.61%，同比+0.08/-0.34/+0.05/-0.07pct。2023年，公司经营活动产生的现金流量净额为6.56亿元，同比减少24.02%。

#### ■ 进入用肥淡季，2023Q4 利润下降

2023Q4，公司实现归母净利润1.77亿元，同比-0.12亿元，环比-0.26亿元；实现毛利润4.24亿元，同比-1.11亿元，环比-1.67亿元。公司毛利下降主要系四季度进入用肥淡季，同时复合肥价格同比下降。据Wind数据，2023Q4氯基复合肥均价为2665元/吨，同比-12.95%，环比+10.89%；硫基复合肥均价2976元/吨，同比-9.38%，环比+8.81%；重质纯碱均价2785元/吨，同比+2.46%，环比+12.54%；轻质纯碱均价2652元/吨，同比-0.57%，环比+10.62%；磷酸一铵均价为3292元/吨，同比+4.00%，环比+17.93%；黄磷均价24781元/吨，同比-22.41%，环比+2.12%。期间费用方面，2023Q4年公司销售/管理/研发/财务费用分别为0.98/0.62/0.90/0.46亿元，同比+0.09/-0.82/-0.05/-0.12亿元，环比+0.18/-1.07/+0.24/-0.02亿元。2023Q4公司其他收益为0.95亿元，同比+0.72亿元，环比+0.77亿元，主要系收到与收益相关的政府补助、与资产相关的政府补助在2023年摊销。

#### ■ 补齐磷矿石资源及合成氨产能，一体化优势持续增强

公司重点围绕“复合肥”进行填平补齐，不断完善氮、磷产业链，强化全产业链的溢价和竞争优势。公司拥有丰富优质的磷矿、盐矿等资源，为资源供应与成本控制、产业链的延伸与发展提供了有力支撑。磷矿方面，公司全资子公司雷波凯瑞公司拥有四川省雷波县牛牛寨北磷矿区东段采矿权、西段探矿权和雷波县阿居洛呷磷矿探矿权，矿区面积共计11.90平方公里左右。其中，牛牛寨东段磷矿资源储量约为1.81亿吨，在建400万吨/年磷矿采矿工程，项目投产后可充分保障公司生产所需磷矿石原料的稳定供应；牛牛寨西段磷矿和阿居洛呷磷矿已完成勘探工作，目前正在推进磷矿资源储量备案手续，后续将开始着手“探转采”的相关手续。盐矿方面，公司控股子公司孝感广盐华源拥有北纬30度“盐海膏都”自主盐矿，井盐储量达2.5亿吨，确保公司联碱及复合肥产品具备较强的成本控制优势，提高公司对市场波动的防御能力。氮产业链上，公司湖北应城基地70万吨合成氨项目已完成“三通一平”工作，正式进入项目建设实质阶段，建成后氮肥原料端进一步填平补齐。未来随着公司在建产能陆续释放，产业链一体化程度将不断加深，资源自给率也将进一步提高，公司低成本的核心竞争优势将更加突出，为公司做大做强奠定坚实基础。

## ■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司盈利预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 221、231、241 亿元，归母净利润分别为 10.59、12.61、15.55 亿元，对应 PE 分别 8.97、7.54、6.11 倍。公司立足复合肥主业，构建了上下游完整产业链，随着磷矿及合成氨产能建设，公司一体化优势将进一步增强，维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21767	22103	23133	24091
增长率(%)	6	2	5	4
归母净利润（百万元）	892	1059	1261	1555
增长率(%)	-40	19	19	23
摊薄每股收益（元）	0.74	0.88	1.04	1.29
ROE(%)	11	12	13	14
P/E	11.15	8.97	7.54	6.11
P/B	1.20	1.05	0.96	0.86
P/S	0.46	0.43	0.41	0.39
EV/EBITDA	8.31	7.83	6.79	5.70

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

# 1、分产品经营数据

表 1: 云图控股主要产品季度经营数据

		2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2
复合肥	营收 (亿元)	19.26	18.80	17.71	23.20	23.95	21.51	24.47	23.47	31.97	30.30	54.34	38.97	42.29	45.31
	毛利 (亿元)	3.36	2.03	3.31	3.37	4.10	2.95	4.49	5.41	6.63	6.09	9.97	4.99	6.13	5.55
	毛利率 (%)	17.43%	10.77%	18.68%	14.51%	17.10%	13.70%	18.34%	23.05%	20.74%	20.11%	18.34%	12.79%	14.48%	12.25%
联碱	营收 (亿元)	4.77	5.43	4.89	4.35	4.76	4.61	3.63	4.41	4.70	6.74	6.76	7.65	7.39	6.77
	毛利 (亿元)	0.94	1.26	0.97	0.49	1.09	0.76	0.19	0.59	0.95	0.82	1.65	1.79	1.92	1.79
	毛利率 (%)	19.73%	23.15%	19.89%	11.35%	22.88%	16.57%	5.37%	13.42%	20.25%	12.15%	24.47%	23.45%	25.99%	26.39%
磷酸一铵	营收 (亿元)	2.28	1.90	2.27	2.49	2.13	2.96	3.09	3.70	3.74	8.08	7.17	6.64	9.23	4.11
	毛利 (亿元)	0.30	0.16	0.29	0.26	0.22	0.35	0.38	1.08	0.95	1.29	1.47	0.35	1.00	0.42
	毛利率 (%)	13.13%	8.50%	12.94%	10.45%	10.45%	11.78%	12.14%	29.24%	25.30%	16.02%	20.53%	5.34%	10.84%	10.28%
磷化工产品	营收 (亿元)	2.68	3.02	2.87	3.96	5.34	5.48	5.63	4.52	5.65	9.69	10.42	8.58	7.30	7.12
	毛利 (亿元)	0.36	0.57	0.15	0.69	0.82	1.36	1.23	1.21	1.56	4.57	3.86	4.06	1.78	1.28
	毛利率 (%)	13.40%	19.02%	5.21%	17.37%	15.33%	24.88%	21.81%	26.85%	27.66%	47.15%	37.04%	47.35%	24.39%	17.99%

资料来源: wind, 国海证券研究所

表 2: 主要产品市场价格变化情况 (元/吨)

		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
复合肥	价格	1991.89	2226.92	2976.09	2944.02	2955.00	3646.70	3574.02	3061.96	3029.00	2689.56	2403.59	2665.33	2620.22
	价差	242.99	175.36	424.62	483.64	382.86	454.88	685.63	496.66	430.63	478.22	278.55	326.27	420.58
黄磷	价格	16568.26	18819.38	31388.26	40299.30	33000.00	36808.54	30878.31	31937.50	29278.72	21847.84	24266.43	24780.62	23153.01
	价差	7870.19	9635.89	19807.04	27572.30	20578.29	21770.14	15313.57	16481.33	13650.68	7524.19	11427.07	10566.32	8934.86
纯碱	价格	1569.98	1865.19	2386.54	3394.29	2527.11	2790.82	2821.32	2718.30	2767.46	2508.25	2474.86	2785.09	2400.35
	价差	1270.66	1555.14	2017.05	2789.27	1942.07	2252.95	2323.29	2223.76	2299.00	2104.63	2123.35	2313.70	1967.24
磷酸一铵	价格	2249.44	2702.80	3417.93	3148.48	3088.78	4151.21	3338.42	3165.65	3281.44	2718.46	2791.74	3292.39	3074.18
	价差	727.66	882.05	1269.02	757.98	495.12	613.19	559.54	395.40	557.84	340.55	563.30	816.68	685.77

资料来源: wind, 国海证券研究所

图 1: 公司主要产品营收情况 (亿元)



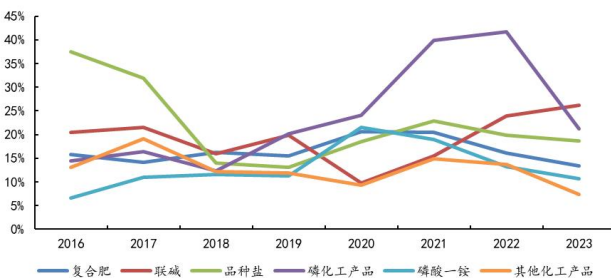
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: 公司主要产品毛利情况 (亿元)



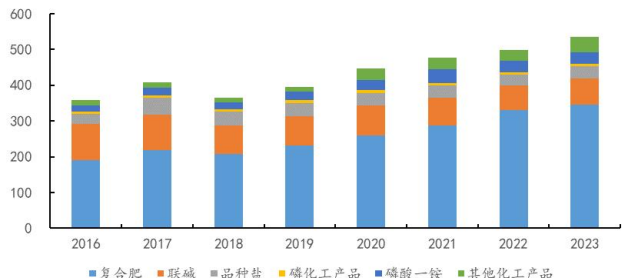
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 公司主要产品毛利率



资料来源: wind, 国海证券研究所

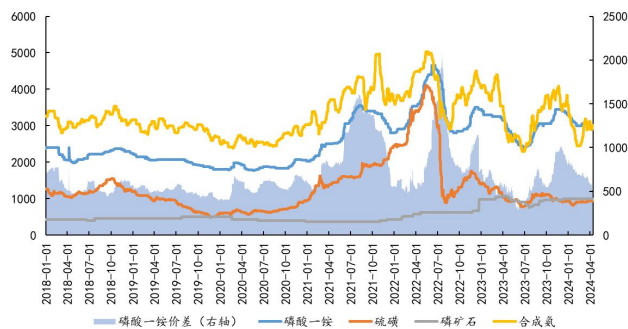
图 4: 公司主要产品销量 (万吨)



资料来源: wind, 国海证券研究所

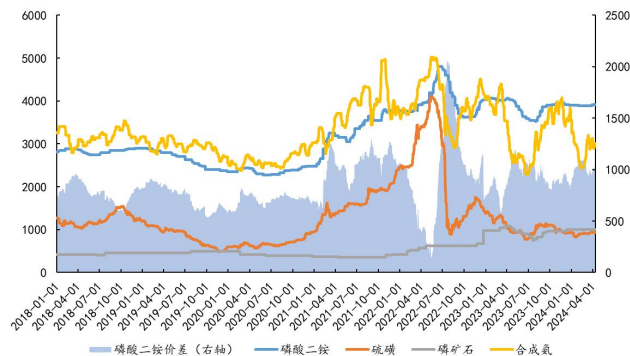
## 2、主要产品价格价差情况

图 5：磷酸一铵价格价差情况（元/吨）



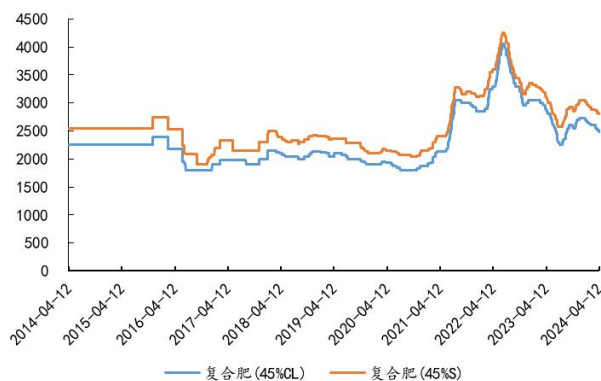
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：磷酸二铵价格价差情况（元/吨）



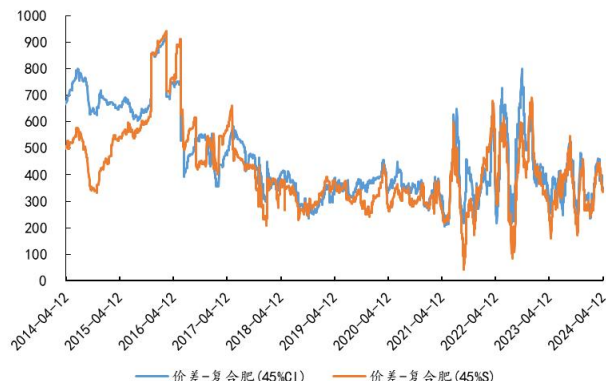
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：复合肥价格情况（元/吨）



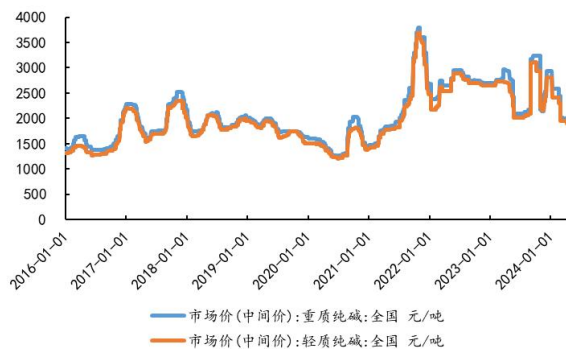
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：复合肥价差情况（元/吨）



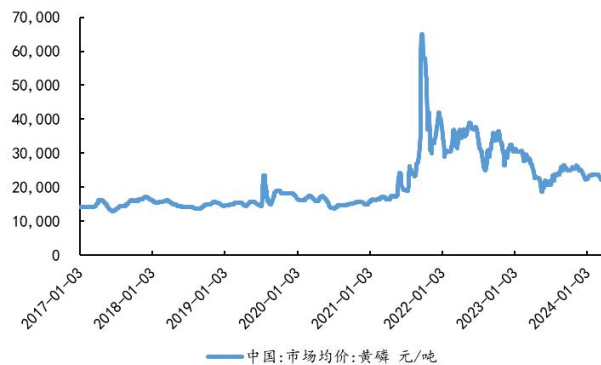
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：纯碱价格情况



资料来源：wind，国海证券研究所

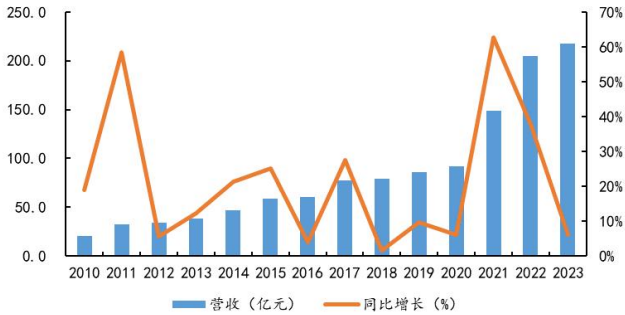
图 10：黄磷价格情况



资料来源：wind，国海证券研究所

### 3、公司财务数据

图 11: 2023 年营收同比增长 6.17%



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年归母净利润同比下降 40.22%



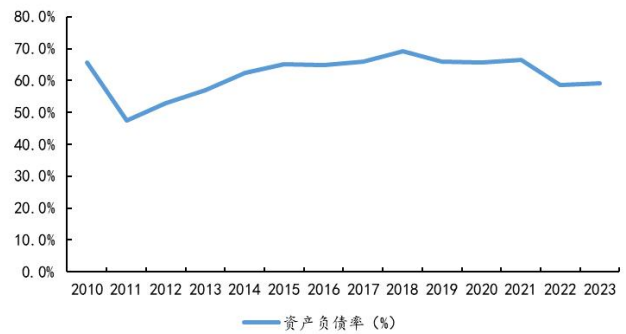
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年净资产收益率下降



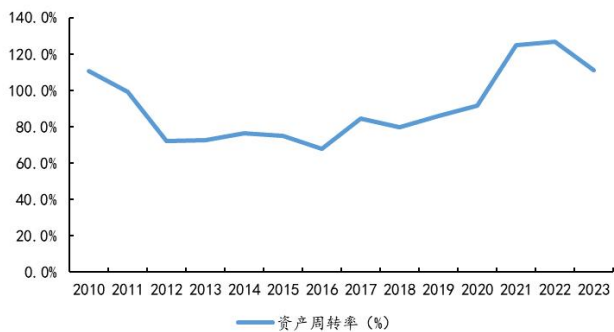
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 年资产负债率增加



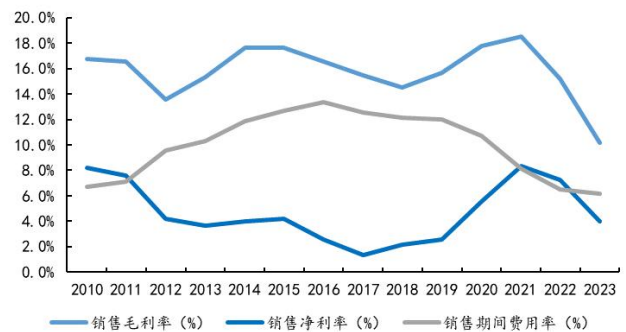
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023 年资产周转率为 111.05%



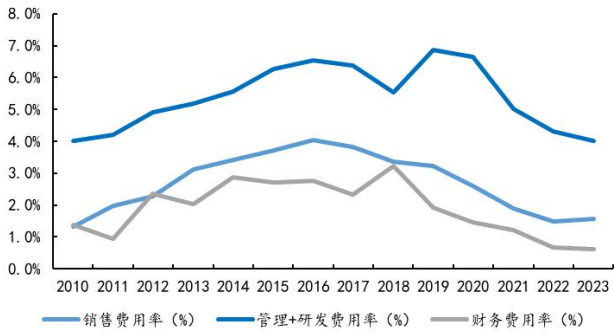
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023 年毛利率为 10.18%



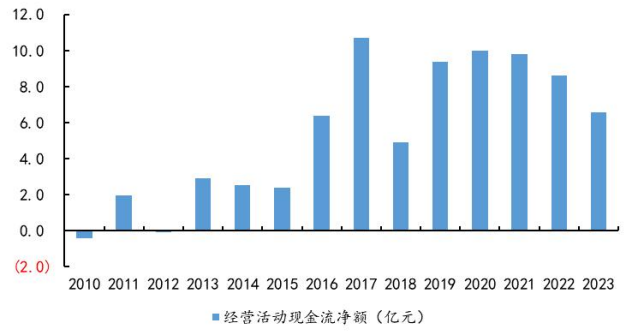
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023 年期间费用率下降



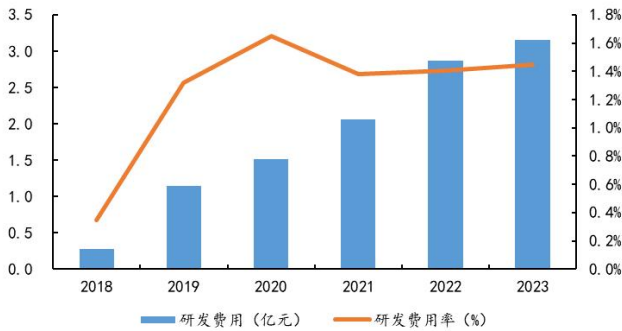
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 2023 年经营活动现金流净额 6.56 亿元



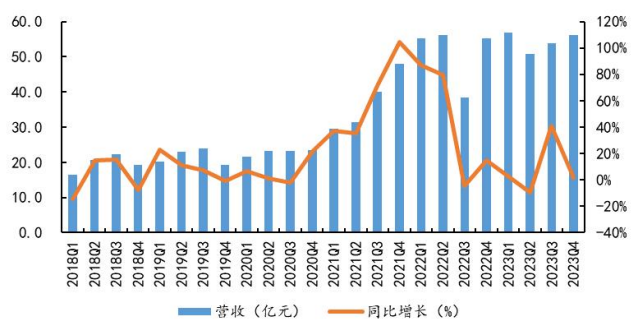
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 2023 年研发费用为 3.15 亿元



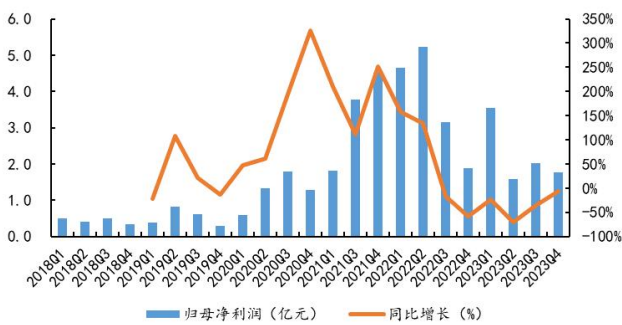
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 2023Q4 营收同比增长 1.67%



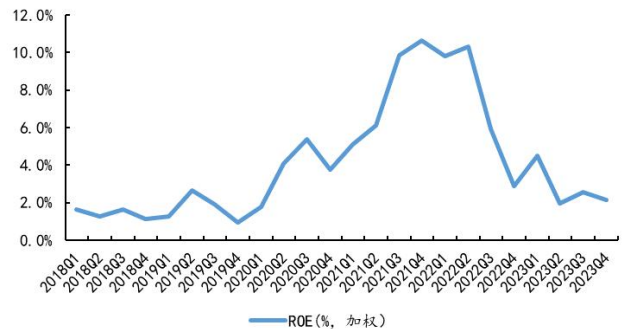
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 2023Q4 归母净利润同比下降 6.37%



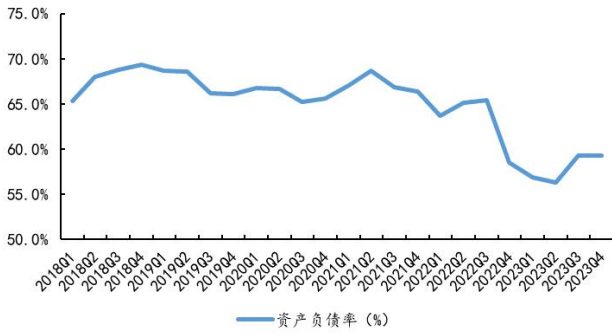
资料来源: wind, 国海证券研究所 (部分极值未标注)

图 22: 季度净资产收益率



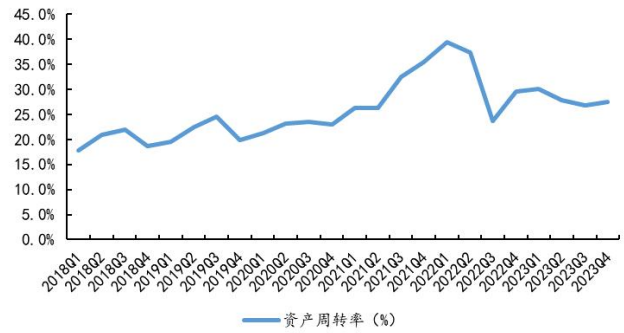
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 季度资产负债率



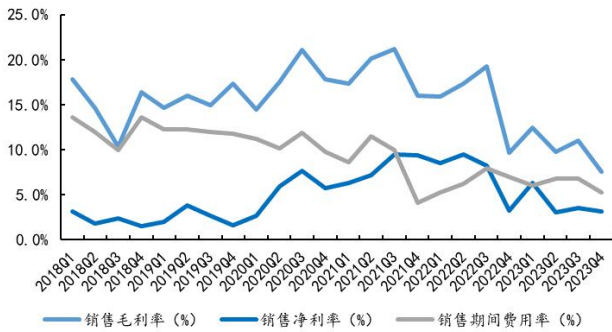
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 季度资产周转率



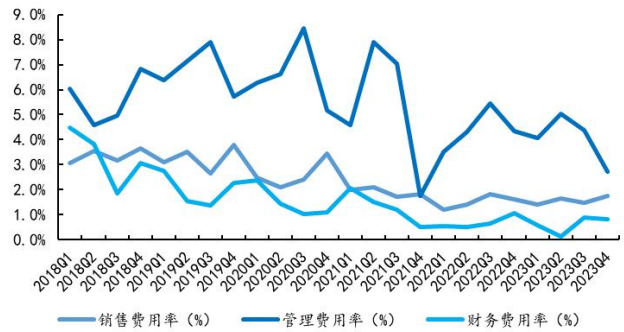
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 季度毛利率及净利率



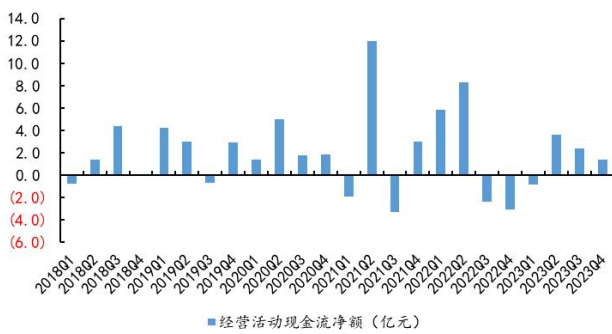
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: 季度期间费用率



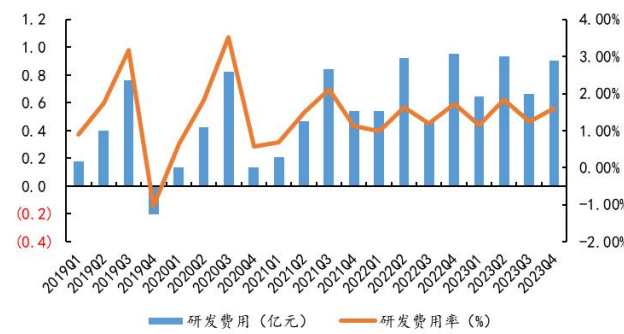
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: 2023Q4 经营活动现金流净额 1.40 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

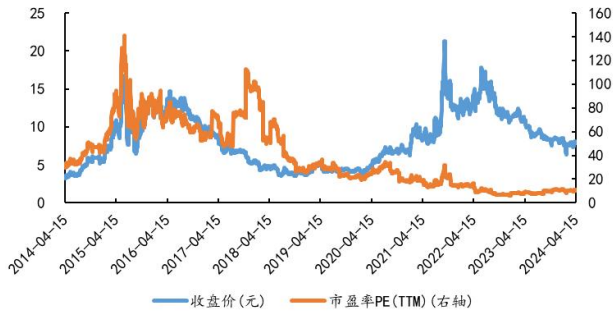
图 28: 季度研发费用情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

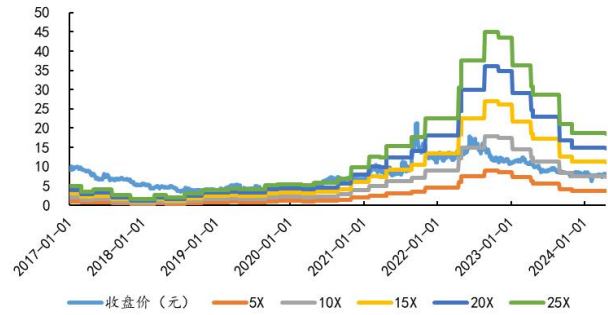


图 29: 收盘价及 PE (TTM) (截至 2024/4/15)



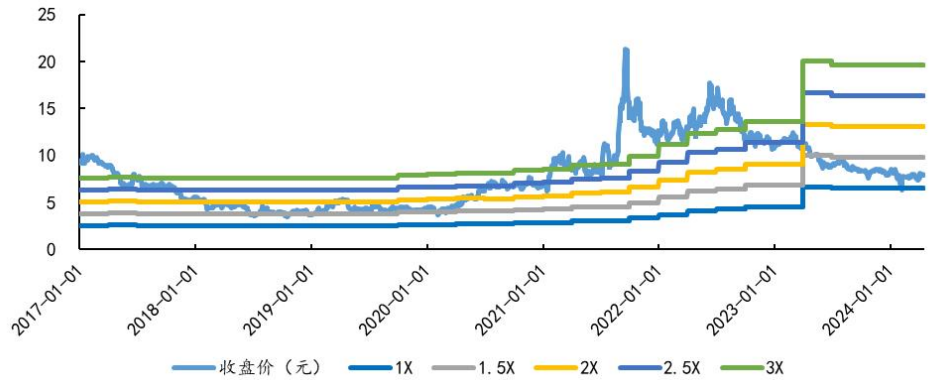
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 30: PE-BAND (截至 2024/4/15)



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 31: PB-BAND (截至 2024/4/15)



资料来源: wind, 国海证券研究所

## 4、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况,我们对公司盈利预测进行适当调整,预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 221、231、241 亿元,归母净利润分别为 10.59、12.61、15.55 亿元,对应 PE 分别 8.97、7.54、6.11 倍。公司立足复合肥主业,构建了上下游完整产业链,随着磷矿及合成氨产能建设,公司一体化优势将进一步增强,维持“买入”评级。

## 5、风险提示

宏观经济波动风险;产能投放不及预期;产品价格波动风险;原材料价格波动的风险;未来需求下滑;新项目进度不及预期。

附表：云图控股盈利预测表

证券代码:	002539				股价:	7.87	投资评级:	买入	日期:	2024/04/15
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	11%	12%	13%	14%	EPS	0.74	0.88	1.04	1.29	
毛利率	10%	11%	12%	13%	BVPS	6.85	7.48	8.22	9.16	
期间费率	5%	5%	5%	5%	<b>估值</b>					
销售净利率	4%	5%	5%	6%	P/E	11.15	8.97	7.54	6.11	
<b>成长能力</b>					P/B	1.20	1.05	0.96	0.86	
收入增长率	6%	2%	5%	4%	P/S	0.46	0.43	0.41	0.39	
利润增长率	-40%	19%	19%	23%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
总资产周转率	1.06	0.98	0.98	0.97	营业收入	21767	22103	23133	24091	
应收账款周转率	54.93	42.87	44.29	45.25	营业成本	19552	19693	20443	21019	
存货周转率	6.61	6.06	6.27	6.37	营业税金及附加	94	95	99	104	
<b>偿债能力</b>					销售费用	340	332	347	361	
资产负债率	59%	60%	58%	55%	管理费用	559	553	567	578	
流动比	0.87	0.86	0.85	0.90	财务费用	132	163	170	172	
速动比	0.40	0.37	0.35	0.39	其他费用/(-收入)	315	316	331	344	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1017	1239	1476	1825	
现金及现金等价物	2595	2600	2400	2700	营业外净收支	3	0	0	0	
应收款项	396	516	522	532	利润总额	1020	1239	1476	1825	
存货净额	3291	3647	3690	3784	所得税费用	147	180	216	270	
其他流动资产	1919	2335	2334	2352	净利润	873	1059	1261	1555	
<b>流动资产合计</b>	<b>8201</b>	<b>9098</b>	<b>8946</b>	<b>9369</b>	少数股东损益	-19	0	0	0	
固定资产	7176	8068	8680	9058	归属于母公司净利润	892	1059	1261	1555	
在建工程	1420	1493	1553	1541	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	
无形资产及其他	3672	3880	4355	4816	经营活动现金流	656	2206	2139	2550	
长期股权投资	30	35	37	40	净利润	892	1059	1261	1555	
<b>资产总计</b>	<b>20499</b>	<b>22573</b>	<b>23571</b>	<b>24823</b>	少数股东损益	-19	0	0	0	
短期借款	4262	4256	4256	4128	折旧摊销	787	785	899	944	
应付款项	1876	2323	2304	2347	公允价值变动	5	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-1111	265	-115	-41	
其他流动负债	3277	3986	3936	3974	投资活动现金流	-3574	-1833	-1911	-1632	
<b>流动负债合计</b>	<b>9415</b>	<b>10565</b>	<b>10497</b>	<b>10450</b>	资本支出	-3397	-1958	-2043	-1769	
长期借款及应付债券	2540	2707	2874	3042	长期投资	-200	-7	-6	-5	
其他长期负债	200	200	200	200	其他	23	132	138	143	
<b>长期负债合计</b>	<b>2740</b>	<b>2907</b>	<b>3075</b>	<b>3242</b>	筹资活动现金流	1636	-368	-428	-619	
<b>负债合计</b>	<b>12155</b>	<b>13472</b>	<b>13572</b>	<b>13692</b>	债务融资	2606	161	167	40	
股本	1208	1208	1208	1208	权益融资	3	0	0	0	
股东权益	8344	9101	9999	11131	其它	-973	-530	-595	-658	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20499</b>	<b>22573</b>	<b>23571</b>	<b>24823</b>	现金净增加额	-1277	5	-200	300	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。