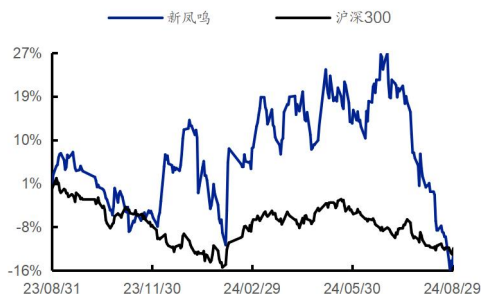


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 仲逸涵 S0350123070022
 zhongyh@ghzq.com.cn

2024Q2 涤纶长丝环比量价齐升, 看好全年业绩增长

——新凤鸣 (603225) 2024 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/08/30

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|--------|--------|--------|
| 新凤鸣 | -13.6% | -23.1% | -12.3% |
| 沪深 300 | -1.4% | -7.6% | -12.3% |

市场数据

2024/08/30

| | |
|------------|-------------|
| 当前价格(元) | 10.85 |
| 52周价格区间(元) | 10.30-16.29 |
| 总市值(百万) | 16,543.69 |
| 流通市值(百万) | 16,543.69 |
| 总股本(万股) | 152,476.42 |
| 流通股本(万股) | 152,476.42 |
| 日均成交额(百万) | 212.07 |
| 近一月换手(%) | 0.67 |

相关报告

《新凤鸣 (603225) 2024 年一季报点评报告: 涤纶长丝价差修复, 2024Q1 归母净利润同环比高增 (买入) *化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2024-04-26

《新凤鸣 (603225) 2023 年年报点评报告: 2023 年业绩同比高增, 看好涤纶长丝景气延续 (买入) *化学纤维*李永磊, 董伯骏》——2024-03-26

《新凤鸣 (603225) 点评报告: 公告新项目优化产品结构, 涤纶长丝供需维持偏紧格局 (买入) *化

事件:

2024 年 8 月 29 日, 新凤鸣发布 2024 年半年度报告: 2024 年上半年公司实现营业收入 312.72 亿元, 同比增长 10.96%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6.05 亿元, 同比增长 26.17%; 加权平均净资产收益率为 3.55%, 同比增长 0.54 个百分点。销售毛利率 6.01%, 同比增长 0.39 个百分点; 销售净利率 1.93%, 同比增长 0.23 个百分点。

其中, 公司 2024Q2 实现营收 168.20 亿元, 同比+7.32%, 环比+16.38%; 实现归母净利润 3.29 亿元, 同比+13.70%, 环比+19.73%; ROE 为 1.93%, 同比增加 0.13 个百分点, 环比增加 0.31 个百分点。销售毛利率 6.11%, 同比增加 0.33 个百分点, 环比增加 0.21 个百分点; 销售净利率 1.96%, 同比增加 0.11 个百分点, 环比增加 0.05 个百分点。

投资要点:

■ 产品价差同比扩大, 2024 年上半年业绩同比稳步增长

2024 年上半年公司实现营业收入 312.72 亿元, 同比增长 10.96%; 实现归母净利润 6.05 亿元, 同比增长 26.17%, 实现毛利润 18.80 亿元, 同比+2.96 亿元。公司业绩增长主要得益于公司产品较去年同期差价增大, 总体盈利能力增强。**分板块来看**, 公司 POY 实现营业收入 160.21 亿元, 同比增长 10.90%, 毛利率 5.05%; FDY 实现营业收入 54.51 亿元, 同比增长 5.95%, 毛利率 11.70%; DTY 实现营业收入 31.72 亿元, 同比增长 7.07%, 毛利率 7.33%; 短纤产品实现营业收入 40.82 亿元, 同比增长 28.12%, 毛利率 0.93%; 切片等其他实现营业收入 0.81 亿元, 同比下降 75.32%, 毛利率 2.67%; PTA 实现营业收入 11.80 亿元, 毛利率 0.96%。2024 年上半年, 公司 POY 平均单价 6885.30 元/吨; FDY 平均单价 7793.80 元/吨; DTY 平均单价 8772.99 元/吨; PTA 平均单价 5211.51 元/吨。期间费用方面, 2024 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.14%/1.17%/1.92%/1.07%, 同比-0.03/+0.05/+0.13/+0.23pct, 财务费用增加主要系汇兑损失增加所致。2024 年上半年, 公司经营活动产生的现金流量净额为-6.60 亿元, 同比下降 202.89%, 主要系本期产品产销率降低, 存货增加所致。

学纤维*李永磊,董伯骏》——2024-01-12

《新凤鸣(603225)2023年三季报点评:涤纶长丝景气修复,三季度业绩同环比改善(买入)*化学纤维*李永磊,董伯骏,汤永俊》——2023-10-31

《新凤鸣(603225)2023年中报点评:二季度业绩持续改善,看好涤纶长丝景气上行(买入)*化学纤维*李永磊,董伯骏》——2023-08-29

■ 2024Q2 涤纶长丝环比量价齐升,看好金九银十旺季需求增长

2024Q2,公司实现归母净利润 3.29 亿元,同比+13.70%,环比+19.73%;其中实现毛利润 10.27 亿元,同比+1.22 亿元,环比+1.74 亿元。2024Q2,公司 POY 均价为 6910.79 元/吨,同比+1.79%,环比+0.80%;FDY 均价为 7775.57 元/吨,同比+1.76%,环比-0.5%;DTY 均价 8815.94 元/吨,同比+4.99%,环比+1.02%;PTA 均价 5227.03 元/吨,同比+0.66%,环比+0.65%。期间费用方面,2024Q2 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 0.26/1.79/3.40/1.69 亿元,同比-0.01/+0.18/+0.39/+0.84 亿元,环比+0.08/-0.09/+0.79/+0.05 亿元。

2024 年 5 月,多家涤纶长丝企业联合降负,行业供需格局逐步优化。据百川盈孚统计,2024 年 8 月涤纶长丝企业平均开工率约为 83.10%。需求端,截至 8 月 27 日,江浙地区化纤织造综合开机率为 64.32%。8 月下游纺织市场处于淡季季过度阶段,随着天气逐渐转凉,下游织机开机率有所回升,秋冬季节订单逐步刚需下达,看好金九银十旺季涤纶长丝销量增长。

■ 一体化、低成本、高附加值,涤纶长丝龙头行稳致远

截止 2023 年底,我国涤纶长丝产能 4286 万吨,同比增长 9.98%。行业 CR6 产能占全国总产能近 7 成。未来,大型龙头企业将凭借其规模和技术优势持续扩张,行业集中度也将逐步提升,涤纶长丝行业有望进入强者恒强的发展阶段。

经过二十年的发展积累,公司已形成“PTA—聚酯—纺丝—加弹”产业链一体化和规模化的经营格局,成为全国化纤行业的龙头企业之一。截至目前公司涤纶长丝产能达到 740 万吨,市场占有率超 12%,国内民用涤纶长丝行业第二。公司将根据市场行情等相关因素调整投产计划,预计未来 1-2 年每年有 1-2 套的差异化长丝进行品种、结构改善,公司产能规划指标清晰,建设要素充足,综合竞争力有望得到进一步的提升;涤纶短纤 120 万吨,国内涤纶短纤产量位居第一,短纤效益也在销售市场逐步开拓以及产能逐步释放、工艺技术的不断改进中稳步提升,后续公司将利用原材料自供、设备后发优势以及基地化规模等优势进一步提升短纤效益,以巩固和提高化纤行业地位。目前,公司拥有 26 套熔体直纺生产线,其中 24 套熔体直纺生产线系 2010 年后投产,所采用的生产设备可靠、技术先进、自动化程度高、工艺技术稳定,与国产装置相比,在生产效率、生产稳定性、物耗能耗等方面都享有明显优势。

■ 盈利预测和投资评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 670、709、775 亿元,归母

净利润分别为 16、21、25 亿元，对应 PE 分别 10、8、7 倍，公司是国内涤纶长丝龙头企业，看好公司成长性，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） | 61469 | 67001 | 70854 | 77478 |
| 增长率(%) | 21 | 9 | 6 | 9 |
| 归母净利润（百万元） | 1086 | 1606 | 2065 | 2455 |
| 增长率(%) | 628 | 48 | 29 | 19 |
| 摊薄每股收益（元） | 0.71 | 1.05 | 1.35 | 1.61 |
| ROE(%) | 6 | 9 | 11 | 11 |
| P/E | 19.72 | 10.30 | 8.01 | 6.74 |
| P/B | 1.29 | 0.93 | 0.85 | 0.77 |
| P/S | 0.35 | 0.25 | 0.23 | 0.21 |
| EV/EBITDA | 7.97 | 6.18 | 4.70 | 4.21 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

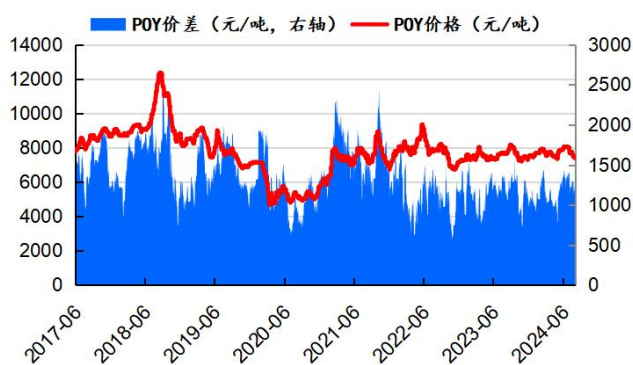
1、主要产品价格价差情况

图 1：公司分季度经营数据

| 产品/项目 | 2024Q2 | 2024Q1 | 2023Q4 | 2023Q3 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 | 2022Q3 | 2022Q2 | 2022Q1 | 2023 | 2022 | 2024Q2同比 | 2024Q2环比 | |
|----------|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|--------|
| POY | 销量(万吨) | 124.49 | 108.19 | 132.60 | 116.31 | 125.96 | 88.03 | 98.87 | 106.81 | 95.36 | 88.41 | 462.90 | 389.45 | -1.17% | 15.07% |
| | 营收(亿元) | 86.03 | 74.18 | 88.74 | 81.37 | 85.52 | 58.95 | 64.14 | 75.93 | 71.07 | 61.50 | 314.57 | 272.64 | 0.60% | 15.98% |
| | 均价(元/吨, 不含税) | 6910.79 | 6856.04 | 6692.22 | 6995.87 | 6789.22 | 6695.80 | 6487.62 | 7108.43 | 7452.43 | 6856.67 | 6795.80 | 7000.72 | 1.79% | 0.80% |
| FDY | 销量(万吨) | 37.22 | 32.72 | 37.89 | 36.19 | 36.56 | 31.44 | 33.39 | 35.45 | 27.88 | 21.38 | 142.08 | 118.10 | 1.81% | 13.75% |
| | 营收(亿元) | 28.94 | 25.57 | 29.21 | 28.38 | 27.94 | 23.51 | 24.32 | 27.62 | 22.74 | 16.18 | 109.04 | 90.86 | 3.60% | 13.18% |
| | 均价(元/吨, 不含税) | 7775.57 | 7814.97 | 7708.30 | 7842.65 | 7641.08 | 7480.28 | 7284.41 | 7791.85 | 8154.95 | 7568.77 | 7675.31 | 7693.70 | 1.76% | -0.50% |
| DTY | 销量(万吨) | 19.24 | 16.91 | 22.21 | 18.99 | 19.80 | 15.58 | 19.50 | 16.15 | 14.19 | 11.78 | 76.58 | 61.62 | -2.83% | 13.78% |
| | 营收(亿元) | 16.96 | 14.76 | 18.93 | 16.53 | 16.63 | 12.99 | 12.74 | 14.07 | 13.12 | 10.50 | 65.08 | 50.43 | 2.02% | 14.93% |
| | 均价(元/吨, 不含税) | 8815.94 | 8727.1 | 8524.16 | 8703.31 | 8396.64 | 8339.39 | 6533.90 | 8714.55 | 9248.14 | 8917.04 | 8498.59 | 8671.98 | 4.99% | 1.02% |
| PTA | 销量(万吨) | 11.58 | 11.07 | 13.23 | 12.47 | 9.95 | 13.78 | 10.03 | 7.93 | 9.39 | 9.53 | 49.43 | 36.88 | 16.38% | 4.61% |
| | 营收(亿元) | 6.05 | 5.75 | 6.83 | 6.57 | 5.17 | 6.94 | 5.02 | 4.34 | 5.38 | 4.65 | 25.51 | 19.39 | 17.15% | 5.32% |
| | 均价(元/吨, 不含税) | 5227.03 | 5193.15 | 5161.88 | 5270.51 | 5192.55 | 5038.36 | 5007.87 | 5475.03 | 5728.72 | 4876.77 | 5161.14 | 5258.33 | 0.66% | 0.65% |
| 营业收入(亿元) | 168.20 | 144.52 | 172.69 | 160.17 | 156.73 | 125.09 | 128.44 | 142.28 | 131.13 | 106.02 | 614.69 | 507.87 | 7.32% | 16.38% | |
| 毛利润(亿元) | 10.27 | 8.53 | 5.80 | 12.24 | 9.05 | 6.78 | -0.59 | 3.16 | 7.30 | 8.97 | 33.87 | 18.84 | 13.46% | 20.44% | |
| 毛利率 | 6.11% | 5.90% | 3.36% | 7.64% | 5.78% | 5.42% | -0.46% | 2.22% | 5.56% | 8.46% | 5.51% | 3.71% | 0.33pct | 0.21pct | |
| 净利润(亿元) | 3.29 | 2.75 | 1.99 | 4.07 | 2.90 | 1.89 | -4.89 | -1.10 | 1.09 | 2.85 | 10.86 | -2.05 | 13.53% | 19.81% | |
| 净利率 | 1.96% | 1.90% | 1.15% | 2.54% | 1.85% | 1.51% | -3.81% | -0.77% | 0.83% | 2.69% | 1.77% | -0.40% | 0.11% | 0.06% | |

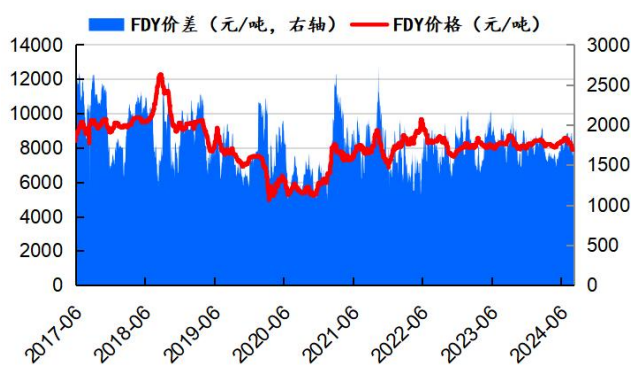
资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

图 2：POY 价格及价差图



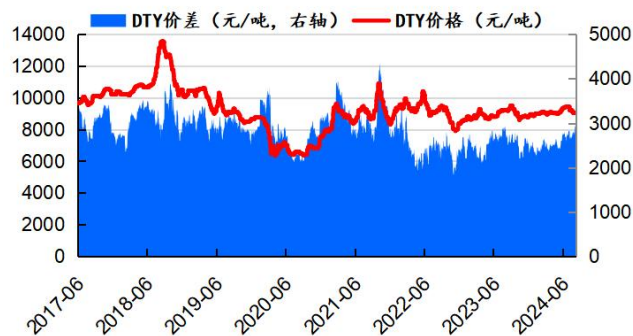
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：FDY 价格及价差图



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：DTY 价格及价差图 (元/吨)



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：涤纶长丝库存天数



资料来源：Wind，国海证券研究所

2、公司财务数据

图 6：2024H1 营收同比上升 10.96%



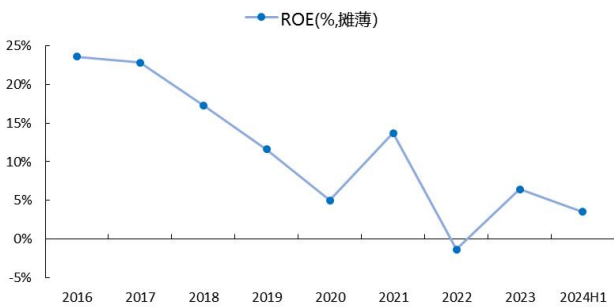
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：2024H1 归母净利润同比上升 26.17%



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：净资产收益率



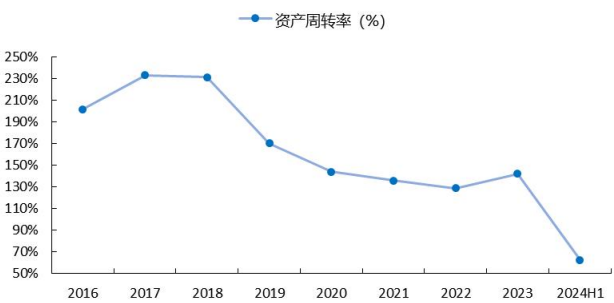
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：资产负债率



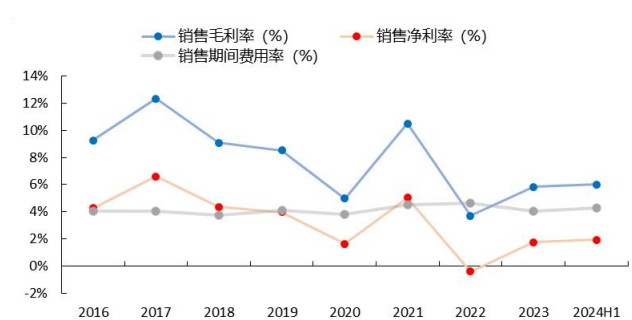
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：资产周转率



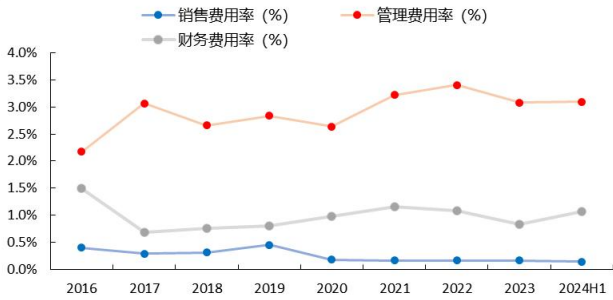
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11：毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：Wind，国海证券研究所

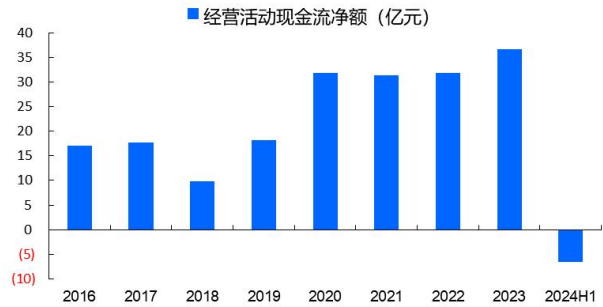
图 12: 期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

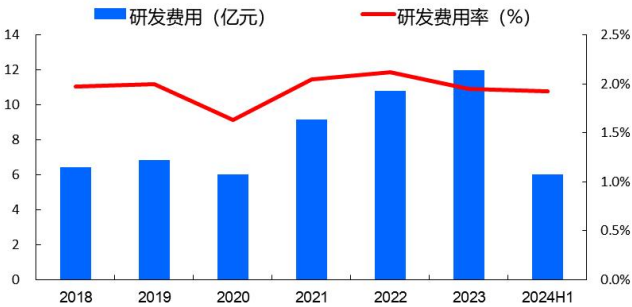
注: 此处管理费用包含研发费用

图 13: 2024H1 经营活动现金流净额-6.60 亿元



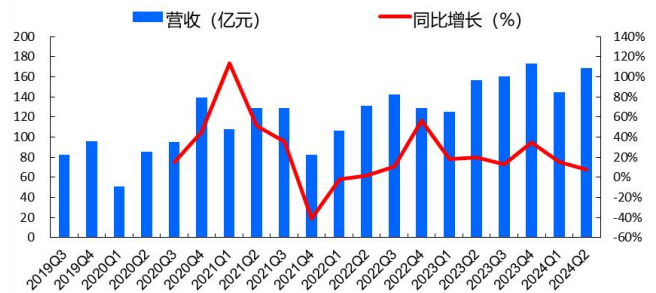
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 2024H1 研发费用为 6.01 亿元



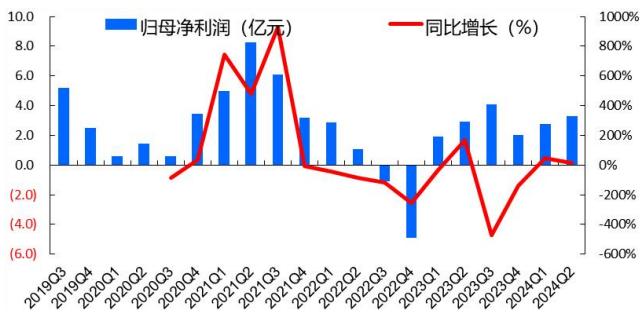
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 2024Q2 营收同比增加 7.32%



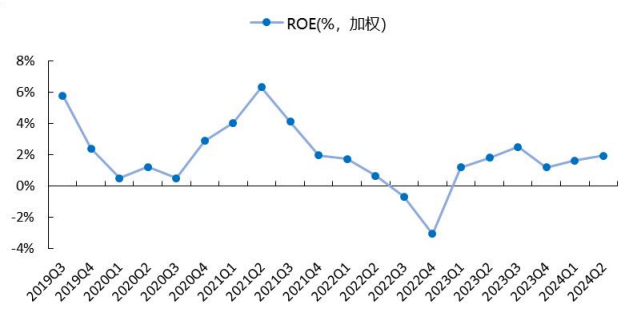
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 2024Q2 归母净利润同比增加 13.70%



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 季度净资产收益率



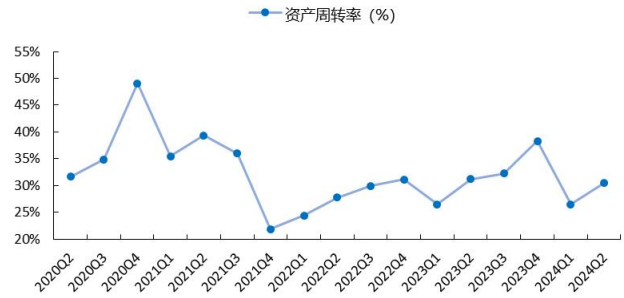
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产负债率



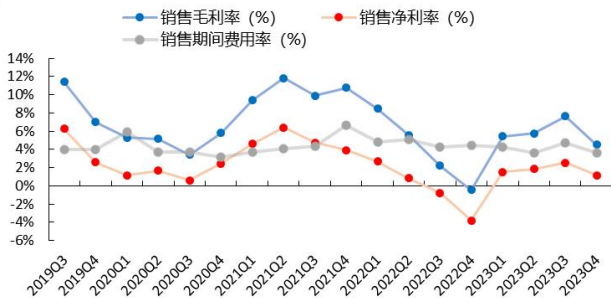
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 季度资产周转率



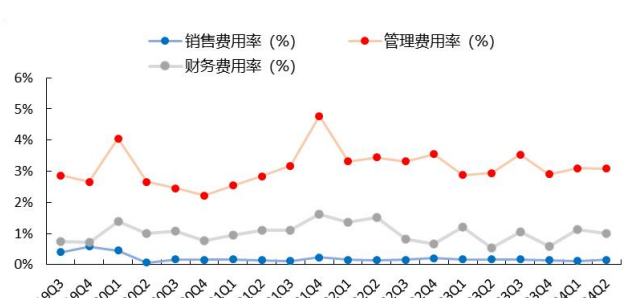
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 20: 毛利率、净利率及期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

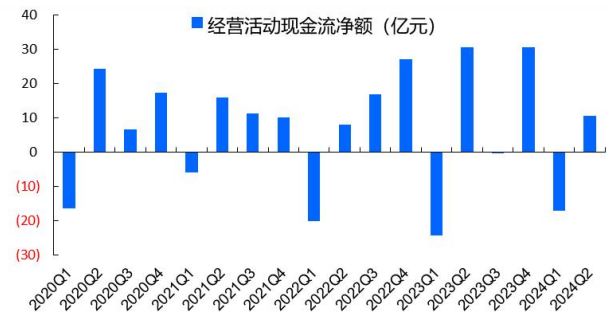
图 21: 季度期间费用率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

注: 此处管理费用包含研发费用

图 22: 2024Q2 经营活动现金流净额 10.52 亿元



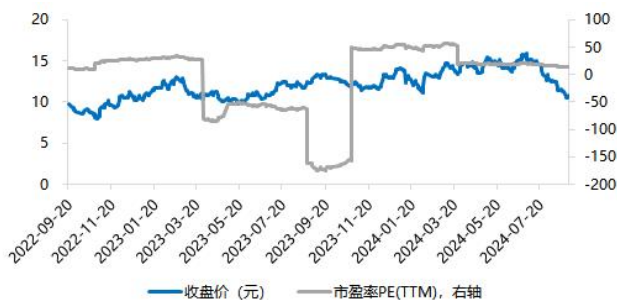
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 23: 季度研发费用情况



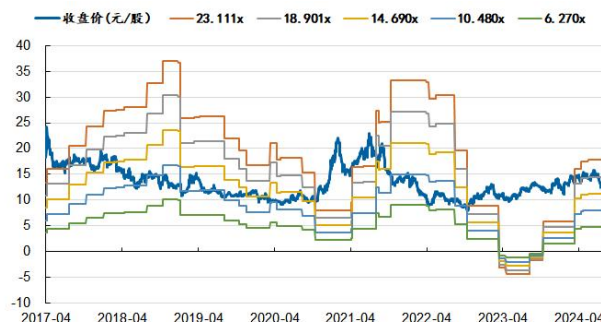
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 24: 收盘价及 PE (TTM)



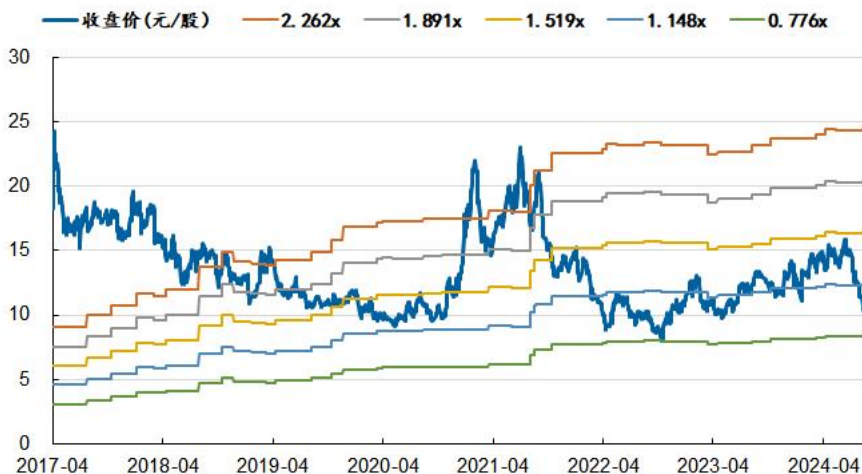
资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

图 25: PE-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

图 26: PB-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/30)

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 670、709、775 亿元，归母净利润分别为 16、21、25 亿元，对应 PE 分别 10、8、7 倍，公司是国内涤纶长丝龙头企业，看好公司成长性，维持“买入”评级。

4、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：新凤鸣盈利预测表

| 证券代码: | 603225 | | | | 股价: | 10.85 | | 投资评级: | 买入 | | 日期: | 2024/08/30 | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|-----|------------|--|
| 财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 每股指标与估值 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | | | | |
| ROE | 6% | 9% | 11% | 11% | EPS | 0.72 | 1.05 | 1.35 | 1.61 | | | | |
| 毛利率 | 6% | 6% | 6% | 6% | BVPS | 10.98 | 11.70 | 12.80 | 14.16 | | | | |
| 期间费率 | 2% | 2% | 2% | 2% | 估值 | | | | | | | | |
| 销售净利率 | 2% | 2% | 3% | 3% | P/E | 19.72 | 10.30 | 8.01 | 6.74 | | | | |
| 成长能力 | | | | | P/B | 1.29 | 0.93 | 0.85 | 0.77 | | | | |
| 收入增长率 | 21% | 9% | 6% | 9% | P/S | 0.35 | 0.25 | 0.23 | 0.21 | | | | |
| 利润增长率 | 628% | 48% | 29% | 19% | | | | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 总资产周转率 | 1.42 | 1.46 | 1.48 | 1.55 | 营业收入 | 61469 | 67001 | 70854 | 77478 | | | | |
| 应收账款周转率 | 79.77 | 69.32 | 72.60 | 79.36 | 营业成本 | 57881 | 62990 | 66307 | 72474 | | | | |
| 存货周转率 | 14.42 | 14.81 | 16.07 | 17.94 | 营业税金及附加 | 176 | 194 | 205 | 225 | | | | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 101 | 101 | 106 | 108 | | | | |
| 资产负债率 | 63% | 62% | 60% | 58% | 管理费用 | 693 | 750 | 794 | 775 | | | | |
| 流动比 | 0.87 | 0.87 | 0.88 | 0.92 | 财务费用 | 510 | 516 | 525 | 531 | | | | |
| 速动比 | 0.57 | 0.58 | 0.60 | 0.65 | 其他费用/(-收入) | 1198 | 1005 | 1063 | 1085 | | | | |
| | | | | | 营业利润 | 1116 | 1677 | 2170 | 2589 | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 营业外净收支 | 58 | 50 | 50 | 50 | | | | |
| 现金及现金等价物 | 8114 | 8447 | 9066 | 10114 | 利润总额 | 1174 | 1727 | 2220 | 2639 | | | | |
| 应收款项 | 965 | 968 | 984 | 968 | 所得税费用 | 88 | 121 | 155 | 185 | | | | |
| 存货净额 | 4309 | 4199 | 4052 | 4026 | 净利润 | 1086 | 1606 | 2065 | 2455 | | | | |
| 其他流动资产 | 1161 | 1571 | 1499 | 1612 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 流动资产合计 | 14549 | 15185 | 15601 | 16721 | 归属于母公司净利润 | 1086 | 1606 | 2065 | 2455 | | | | |
| 固定资产 | 25016 | 26964 | 27872 | 28616 | | | | | | | | | |
| 在建工程 | 1692 | 672 | 1152 | 1632 | 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | | | |
| 无形资产及其他 | 3510 | 3494 | 3609 | 3720 | 经营活动现金流 | 3659 | 4359 | 6406 | 6850 | | | | |
| 长期股权投资 | 374 | 499 | 575 | 657 | 净利润 | 1086 | 1606 | 2065 | 2455 | | | | |
| 资产总计 | 45140 | 46814 | 48808 | 51345 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 短期借款 | 9202 | 9602 | 10002 | 10402 | 折旧摊销 | 2858 | 2671 | 3691 | 3859 | | | | |
| 应付款项 | 4454 | 4374 | 4273 | 4328 | 公允价值变动 | -40 | 0 | 0 | 0 | | | | |
| 合同负债 | 486 | 436 | 461 | 465 | 营运资金变动 | -1040 | -423 | 129 | 4 | | | | |
| 其他流动负债 | 2645 | 2951 | 2953 | 2969 | 投资活动现金流 | -3422 | -3611 | -5186 | -5189 | | | | |
| 流动负债合计 | 16786 | 17363 | 17688 | 18164 | 资本支出 | -3277 | -3652 | -5152 | -5152 | | | | |
| 长期借款及应付债券 | 10376 | 10426 | 10476 | 10526 | 长期投资 | 14 | -125 | -75 | -82 | | | | |
| 其他长期负债 | 1180 | 1189 | 1124 | 1062 | 其他 | -159 | 166 | 41 | 45 | | | | |
| 长期负债合计 | 11557 | 11615 | 11600 | 11588 | 筹资活动现金流 | 565 | -370 | -600 | -612 | | | | |
| 负债合计 | 28343 | 28978 | 29289 | 29752 | 债务融资 | 1364 | 721 | 440 | 440 | | | | |
| 股本 | 1529 | 1525 | 1525 | 1525 | 权益融资 | 1 | -47 | 0 | 0 | | | | |
| 股东权益 | 16797 | 17836 | 19519 | 21593 | 其它 | -800 | -1044 | -1040 | -1052 | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 45140 | 46814 | 48808 | 51345 | 现金净增加额 | 862 | 333 | 619 | 1048 | | | | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6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，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

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。

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。

李振方，化工行业分析师，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。