

日期: 2010年8月18日

行业: 化学肥料制造业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@sigchina.com

执业证书编号: S0870208090141

IPO 询价区间 RMB11.23-13.47 元
上市合理估值 RMB14.03-16.84 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	100.00
发行后总股本 (百万股)	700.00
发行方式	网下询价配售 网上定价发行
保荐机构	平安证券

主要股东 (IPO 前)

临沂金正大投资控股有限公司	51.12%
万连步	23.88%
德国投资与开发有限公司	12.50%
CRF 化肥投资有限公司	12.50%

收入结构 (Y09)

复合肥	48.23%
控释肥	34.84%
原材料贸易	16.93%

报告编号: JLJ10-NSP15

首次报告时间: 2010年8月18日

控释肥领域的龙头企业

■ 投资要点:

控释肥领域的龙头企业

公司主要进行复合肥、控释肥的生产和销售,控释肥行业标准和国家标准制定者之一,控释肥的产销量连续三年居行业第一位,是该细分领域的龙头企业。

募集项目扩大产能

本次发行所募集资金将投向“60万吨/年新型作物专用控释肥项目”及“缓控释肥工程技术研究中心项目”,围绕主营业务进行,着重提高公司在复合肥、控释肥行业的研发及生产能力,巩固公司在复合肥、控释肥市场的领导地位。

业绩增长可持续

近几年来,公司业务稳定增长,由于控释肥产能利用率已经饱和,未来两年主要依靠复合肥业务来实现增长。预计募集资金项目于2012年进入投产期,未来经营可维持增长,2010-2013年归于母公司所有者的净利润将实现年递增31.83%、10.33%、13.22%和12.26%,相应的稀释后每股收益为0.40元、0.44元、0.50元和0.56元。

定价结论

我们认为给予公司2010年35-42倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为14.03-16.84元。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们选取一二级市场20%的折让,建议询价区间为11.23-13.47元,对应的2009年市盈率区间为36.91-44.29倍

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,159.20	4,810.37	5,394.22	7,148.91	8,198.39
年增长率(%)	14.44	15.66	12.14	32.53	14.68
归属于母公司的净利润	212.94	280.72	309.72	350.65	393.64
年增长率(%)	-9.70	31.83	10.33	13.22	12.26
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.30	0.40	0.44	0.50	0.56

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

■ 公司概况

公司主要进行复合肥、控释肥的生产和销售。公司采取“统计统采，分类统筹”的采购模式，公司汇总各生产单位采购计划，统一安排采购活动，最大限度降低采购成本，提高采购效率。坚持以市场为导向，采取“以销定产”生产模式，生产部门严格按照公司销售计划制定生产计划，并根据销售情况，对生产计划及时进行调整。近年来，公司以驻点营销及农化服务为支撑，开展营销活动；根据经销商种类不同，公司产品销售渠道分为“传统经销商销售渠道”和“邮政物流销售渠道”。

经过十余年发展，公司取得了领先的行业地位，获得了多项荣誉，如国家火炬计划重点高新技术企业中国化学肥料制造行业成长企业第一名、中国复混肥料制造企业五十强等。据中国磷肥工业协会统计，2008年公司复合肥产量居国内第二位，控释肥产量居国内第一位。

2007年10月公司是由山东金正大生态工程有限公司整体变更设立。公司的发起人为临沂金正大投资控股有限公司、万连步先生、德国投资与开发有限公司、CRF化肥投资有限公司。本次发行前，临沂金正大投资控股有限公司持有公司30,672万股股份，占本次发行前总股本的51.12%，为公司控股股东。万连步先生持有金正大投资28.72%股份，为金正大投资第一大股东；万连步先生同时直接持有公司23.88%的股份。本次发行前，万连步先生通过直接和间接方式控制公司75.00%的股份，故万连步先生为公司实际控制人。

表1 公司的股东及实际控制人情况 单位：万股、%

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	临沂金正大投资控股有限公司	30,672	51.12%	30,672	43.82
2	万连步	14,328	23.88%	14,328	20.47
3	德国投资与开发有限公司	7,500	12.50%	7,500	10.71
4	CRF化肥投资有限公司	7,500	12.50%	7,500	10.71
5	本次发行的流通股			10,000	14.29
	合计	60,000	100.00%	70,000	100.00%

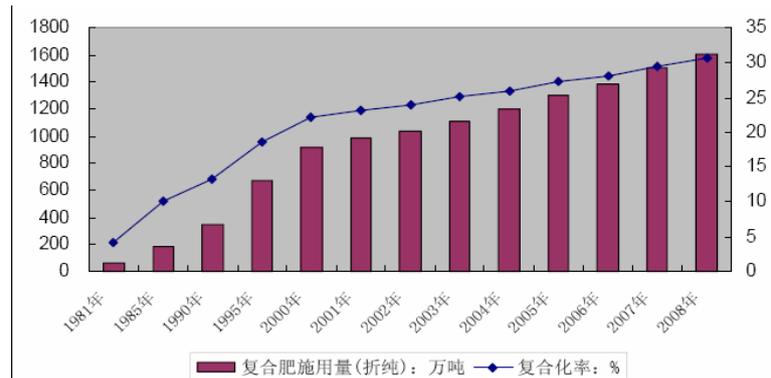
数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 行业概况

农业的发展状况是决定化肥需求的重要因素。惠农政策的实施推动了农业的发展，同时农产品价格上涨等因素也将大大提高农民的种田积极性，增加农民对农资产品的购买力，刺激和带动我国化肥的生

产和消费需求，推动我国化肥市场的发展。另外，人口因素也是推动化肥需求增长的因素之一。我国人口将持续增加。根据预测，2020年我国人口将达到峰值为14.5亿左右，人口增长对粮食需求的压力仍很大，化肥的使用是农作物增产的必要措施，因此对化肥的需求也将持续增加。预计2010-2013年化肥施用总量预测值（折纯）分别为5366.86万吨、5482.25万吨、5597.64万吨和5713.03万吨。

图 1 复合肥施用量情况



资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

目前，我国是全球最大的化肥生产国和消费国。复合肥、控释肥作为优质农用肥料，较普通化肥具有提高利用率、节约能源、减少污染、均衡施肥等特点，市场前景广阔。据统计，2000年到2008年的8年间，我国化肥复合化率由22.14%提高至30.70%；复合肥折纯施用量从917.9万吨增长至1,608.6万吨，增长了75.25%。

2008年，我国化肥复合化率已稳步提高至30.70%，但与世界平均复合化率50%、发达国家复合化率80%相比，仍存在较大的差距。未来几年，复合肥行业将呈现持续快速增长的态势。

■ 行业竞争结构及公司的地位

长期以来，由于化肥价格受国家严格管理，行业竞争主要体现在降低成本、提高技术上，企业之间市场和价格竞争相对较弱。《关于改革化肥价格形成机制的通知》意味着我国基本建立了以市场为主导的化肥价格形成机制，化肥价格改革将促进化肥企业之间的竞争。预计化肥价格改革后，企业可以按品质、品牌、服务等因素对产品进行定价，优质优价的原则将得到体现。未来行业市场竞争将逐步加剧，目前化肥产业的区域性特征逐步弱化，大型企业凭借成本、技术、品牌等方面的优势获取更多的市场份额。

近年来，我国复合肥行业竞争较为激烈。目前我国具有生产许可

证的复合肥企业约 5,000 家，而生产规模较大、产品质量较高的大型企业仅占 5~10%。据磷肥工业协会的统计，产销量前 10 名的企业的产量仅占到 20%左右，行业集中度较低。

控释肥因技术含量相对较高，目前，国内仅少数几家能够规模化生产。公司是控释肥行业标准和国家标准的制定者之一，控释肥的产销量连续三年居行业第一位，是该细分领域的龙头企业。

公司属专业复合肥、控释肥生产企业，在技术和市场占有率方面居国内领先地位，具有较强的竞争优势。公司能够在不同的价格监管模式下，根据原材料价格波动及时调整产品价格，保证公司盈利水平的稳步提升；并且随着我国化肥产品“市场调节价”价格监管模式的确立，公司可以凭借其技术、营销、品牌、产品等优势对其产品进行定价，进一步体现出优质优价原则，有利于公司盈利能力的增强。

■ 募资项目

本次发行所募集资金将投向“60 万吨/年新型作物专用控释肥项目”及“缓控释肥工程技术研究中心项目”，围绕主营业务进行，着重提高公司在复合肥、控释肥行业的研发及生产能力，巩固公司在复合肥、控释肥市场的领导地位。

表 2 公司的募集资金项目计划概况 单位：万元

项目名称	项目总投资	建设周期
60万吨/年新型作物专用控释肥项目	65,392.00	24 个月
缓控释肥工程技术研究中心项目	6,000	
合计	71,392.00	

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

60 万吨/年新型作物专用控释肥项目：（1）项目投产后，可年产新型作物专用控释肥 60 万吨；（2）项目年销售收入为 200,400 万元，项目每年可实现利润总额 19,886 万元，实现净利润 14,915 万元，项目建设期 2 年，生产期 14 年。

■ 公司业务简况及收入利润结构变化

公司专注于复合肥、控释肥等农用肥料的研发、生产、销售，公司依照原材料时价成本加成的原则制定产品销售基准价格，并参照销售区域市场其他企业产品销售价格进行适当调整。2008-2009 年，公司营业收入增长率分别为 38.54%和 14.44%，增长较为快速。复合肥和控释肥是公司的核心业务和主要的收入来源，2007-2009 年，两者

收入占公司主营业务收入的比重分别为 97.11%、94.79%和 83.07%，主营业务突出。

2009 年复合肥销量增长，但价格下降，使得该项收入低于上年；2007 -2009 年控释肥销售收入逐年增长，占公司主营业务收入的比重分别为 25.83%、33.99%和 34.84%，控释肥产品销售是报告期公司销售收入快速增长的主要因素之一；原材料贸易在 2009 年规模加大，该项收入占同期主营业务收入的比重大幅提升至 16.93%，由于执行快进快出的销售策略，同期毛利率降至 4.07%。

2007 年，复合肥产品毛利占公司主营业务毛利的 61.74%，是公司毛利的主要来源。随着控释肥产品销售的增加，控释肥毛利占比逐步提高，由 2007 年的 35.58%提高至 2009 年的 51.69%，毛利率较高的控释肥产品超过复合肥成为公司主要毛利来源。

表 3 公司报告期内主营业务收入构成 单位：万元，%

项目	2010H1		2009年		2008年度		2007年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
复合肥	125,521.91	50.86	200,070.20	48.23	219,976.33	60.80	185,982.01	71.28
控释肥	84,460.09	34.23	144,523.56	34.84	122,966.54	33.99	67,388.85	25.83
原材料贸易	36,797.39	14.91	70,236.16	16.93	18,855.40	5.21	7,544.12	2.89
主营业务收入合计	246,779.39	100	414,829.92	100	361,798.28	100	260,914.98	100

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

表 4 公司产品产能、产量、销量情况

		产能(万吨)	产量(万吨)	销量(万吨)	产能利用率	产销率
复 合 肥	2010H1	210.00	59.63	59.61	56.79%	99.80%
	2009 年度	180.00	93.82	94.33	52.12%	100.54%
	2008 年度	120.00	82.55	82.80	68.79%	100.30%
	2007 年度	120.00	95.90	97.82	78.43%	102.00%
控 释 肥	2010H1	60.00	34.06	35.15	113.53%	100.27%
	2009 年度	60.00	61.24	59.07	102.07%	96.46%
	2008 年度	60.00	36.70	36.22	61.16%	98.69%
	2007 年度	60.00	29.37	28.92	48.95%	98.47%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

表 5 公司各项业务毛利率水平

指标	2010H1	2009	2008	2007
复合肥	12.71%	9.57%	11.35%	11.03%
控释肥	16.74%	16.29%	18.64%	17.55%

原材料贸易	5.05%	4.07%	9.93%	11.81%
主营业务毛利率	12.74%	10.98%	13.75%	12.74%
综合毛利率	12.97%	10.96%	13.86%	12.83%

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

■ 财务状况和盈利预测

盈利能力及资产周转能力

公司业务近年来稳步发展，2008-2009 年主营业务收入同比增长分别为 38.54% 和 14.44%，净利润同比增长 19.63% 和 -9.71%。

2007-2009 年，公司综合毛利率分别为 12.83%、13.86% 和 10.96%，毛利率相对平稳，接近于同类行业上市公司的平均水平（2007-2009 年，相近公司的平均毛利率分别为 13.99%、14.06% 和 9.65%）。

表6 公司主要财务指标增长情况 单位：万元

项目	2009年		2008年度		2007年度
	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务收入	425920.16	14.44%	363430.24	38.54%	262344.07
营业利润	23847.63	2.85%	23187.15	18.62%	19547.71
利润总额	21293.79	4.57%	23551.06	17.91%	19679.22
净利润	21293.79	-9.71%	23582.36	19.63%	19712.82

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

报告期内，公司严格执行“预定销售、先款后货”的销售政策，未新增应收账款。2007 年由于应收账款余额仅为 36 万元，应收账款周转次数高；2008 年公司将应收账款全额计提坏帐准备，2008、2009 年末应收账款余额为 0。

2007-2009 年，公司存货周转率分别为 4.50 次、5.04 次和 4.87 次，周转速度平稳；存货周转率高于同行业上市公司平均水平（2007-2009 年，分别为 6.07、4.10 和 4.27 次）。

表7 同行业上市公司营运能力比较 单位：次

公司简称	应收帐款周转率				存货周转率			
	2010H1	2009年	2008年	2007年度	2010H1	2009年	2008年	2007年度
鲁西化工	0.00	3127.11	170.68	109.45	0.00	5.94	5.84	6.09
泸天化	18.81	49.44	59.29	86.28	1.70	2.89	3.33	5.06
天润发展	0.00	8.40	6.23	17.82	0.00	2.98	2.31	7.52
芭田股份	0.00	153.96	116.18	64.98	0.00	5.51	5.29	7.62
六国化工	36.66	122.38	135.27	100.71	2.38	4.02	3.74	4.06
平均		692.26	97.53	75.85		4.27	4.10	6.07
金正大	0.00	0.00	0.00	0.00	2.94	4.87	5.04	4.50

资料来源：Wind，上海证券研究所整理

业绩预测

近几年来,公司业务稳定增长,由于控释肥产能利用率已经饱和,未来两年主要依靠复合肥业务来实现增长。预计募集资金项目于2012年进入投产期,未来经营可维持增长,2010-2013年归属于母公司所有者的净利润将实现年递增31.83%、10.33%、13.22%和12.26%,相应的稀释后每股收益为0.40元、0.44元、0.50元和0.56元。

表8 公司未来三年收入、利润结构预测 单位:万元

指标	2010E	2011E	2012E	2013E
现有业务				
销售量(万吨)				
复合肥	113.20	130.18	143.19	157.51
控释肥	62.02	62.02	62.02	62.02
平均价格(元/吨)				
复合肥	2,120.90	2,120.90	2,120.90	2,120.90
控释肥	2,446.60	2,446.60	2,446.60	2,446.60
复合肥	240,077	276,089	303,698	334,068
控释肥	151,747	151,747	151,747	151,747
原材料贸易	87,795	109,744	137,180	171,475
其他业务	1,417	1,843	2,027	2,229
收入合计	481,037	539,422	594,651	659,519
复合肥	214,629	245,719	270,291	297,320
控释肥	126,708	125,191	125,191	125,191
原材料贸易	82,527	103,159	128,949	161,187
其他业务	1,134	1,474	1,621	1,784
成本合计	424,999	475,544	526,053	585,481
复合肥	10.60%	11.00%	11.00%	11.00%
控释肥	16.50%	17.50%	17.50%	17.50%
原材料贸易	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
其他业务	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
综合毛利率	11.32%	11.55%	11.24%	10.93%
募投项目				
项目投产率			60%	80%
产品年均销售收入			120,240	160,320
营业总成本			108,308	144,411
年均利润总额			11,932	15,909

资料来源:公司招股意向书等;上海证券研究所整理

表9 公司损益简表及预测(单位:百万元人民币)

指标名称	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
------	-------	-------	-------	-------	-------

营业总收入	4,159.20	4,810.37	5,394.22	7,148.91	8,198.39
营业总成本	3,920.73	4,489.55	5,040.25	6,681.37	7,673.53
营业成本	3,703.46	4,249.99	4,755.44	6,343.61	7,298.93
营业税金及附加	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	144.86	167.40	187.72	206.94	229.51
管理费用	61.98	96.21	107.88	118.93	131.90
财务费用	7.20	-24.05	-10.79	11.89	13.19
资产减值损失					
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	238.48	320.82	353.97	467.54	524.86
加：营业外收入	5.30	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.48	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	243.29	320.82	353.97	467.54	524.86
减：所得税	30.35	40.10	44.25	116.88	131.21
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	212.94	280.72	309.72	350.65	393.64
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	212.94	280.72	309.72	350.65	393.64
摊薄 EPS（元）	0.30	0.40	0.44	0.50	0.56

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

■ 风险因素

控释肥推广风险

自上世纪 70 年代我国开始广泛使用氮、磷、钾等单质肥以来，农业生产得到了快速的发展。在长期使用单质肥的过程中，部分农民形成了使用高含氮量、高浓度肥料的不科学施肥习惯，对新产品接受过程较慢。目前，控释肥生产成本、产品价格较普通化肥高。农民的传统施肥习惯和控释肥相对较高的价格影响了公司控释肥产品进一步快速推广。

原材料价格波动的风险

公司生产所需的主要原材料包括尿素、氯化铵、磷酸一铵、氯化钾、硫酸钾等，原材料成本约占公司生产成本的 80% 左右。报告期内，公司主要原材料的采购价格均有一定幅度的波动。在原材料价格水平正常波动的年份，公司合理利用原材料淡旺季差价，降低成本，提高盈利水平。原材料的价格波动将对公司的生产经营管理带来一定的影响。

实际控制人控制的风险

本次股票发行前，公司实际控制人万连步先生合计控制公司

75.00%的股份，本次发行后，万连步先生仍将控制公司 50.00%以上的股份，存在万连步先生控制公司人事和经营决策，使中、小股东利益受到影响的的风险。

■ 估值及定价分析

国内/国际同类公司的比较

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业上市公司 2009-2011 年平均动态市盈率分别为 97.32 倍、23.61 倍和 86.93 倍。

表 10 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益				市盈率			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
000830.SZ	鲁西化工	5.24	0.22	0.13	0.25	0.52	23.93	39.10	21.13	10.07
000912.SZ	泸天化	7.14	0.51	0.19	0.45	0.02	14.00	37.58	15.87	298.74
002170.SZ	芭田股份	10.02	0.38	0.04	0.39	0.54	26.37	256.92	25.66	18.71
600470.SH	六国化工	13.36	0.29	0.24	0.42	0.66	46.07	55.67	31.78	20.20
国内同行业整体平均							27.59	97.32	23.61	86.93

数据来源: WIND 资讯、BLOOMBERG 资讯, 上海证券研究所 (8 月 17 日收盘价)

表 11 国际同类公司的相对估值

股票代码	股票名称	交易所代码	股价	EPS	PE
WPP US Equity	WAUSAU PAPER CORP	US	6.61	2.87	12.02
FR CN Equity	FIRST MAJESTIC SILVER CORP	CN	4.50	0.48	26.47
CHE-U CN Equity	CHEMTRADE LOGISTICS INCOM FD	CN	10.97	9.14	7.41
PAN AU Equity	PANORAMIC RESOURCES LTD	AU	2.46	0.15	12.67
ASL AU Equity	AUSDRILL LTD	AU	1.74	1.18	8.48
1904 TT Equity	CHENG LOONG CORP	TT	12.85	0.23	11.79
2107 TT Equity	FORMOSAN RUBBER GROUP INC	TT	25.20	0.46	10.99
平均					12.83

数据来源: bloomberg, 上海证券研究所整理 (8 月 17 日收盘价)

表 12 最近上市 (中小板) 股票 (10 只平均) 的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2008A	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2011E
002451.SZ	摩恩电气	17.55	0.45	0.42	0.43	0.53	39.00	41.79	41.29	33.19
002452.SZ	长高集团	31.10	0.96	0.99	0.86	1.08	32.26	31.29	36.12	28.82
002453.SZ	天马精化	29.11	0.37	0.51	0.55	0.80	78.68	57.08	53.06	36.34
002454.SZ	松芝股份	26.00	0.64	0.84	0.84	0.99	40.33	30.83	30.82	26.15
002455.SZ	百川股份	32.25	0.51	0.80	0.66	0.79	63.24	40.31	48.86	41.03
002456.SZ	欧菲光	53.50	0.52	0.71	0.85	1.29	102.88	75.35	62.79	41.46
002457.SZ	青龙管业	31.26	0.94	1.17	1.05	1.28	33.26	26.72	29.64	24.48

002458.SZ	益生股份	33.58	0.88	1.00	0.77	0.98	38.16	33.58	43.82	34.38
002459.SZ	天业通联	31.50	0.58	0.63	0.78	1.10	54.31	50.00	40.48	28.71
002460.SZ	赣锋锂业	58.03	0.52	0.45	0.44	0.62	111.60	128.96	131.35	93.51
平均值							59.37	51.59	51.82	38.81

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理 (8月17日收盘价)

公司可给的估值水平及报价区间

我们认为公司近年来保持稳定增长, 未来将受益于募集资金项目的投产, 增长持续。给予公司 2010 年 35-42 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 14.03-16.84 元。

从 2010 年上市的中小板股票来看, 截至 8 月 17 日的发行价相对于最新市场价格的平均折扣率为 19.10%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 20% 的折让, 建议询价区间为 11.23-13.47 元, 对应的 2009 年市盈率区间为 36.91-44.29 倍。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20% 以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10% 以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10% 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。