

阳谷华泰 股票代码：300121.SZ

## 橡胶助剂品类不断丰富，华北雾霾红色预警影响行业开工

### 事项：

近日，我们与阳谷华泰的公司高管就公司生产经营情况及行业发展现状等进行了交流。

### 主要观点

#### 1.防焦剂：原有主业，基本维持稳定

防焦剂是公司最早的业务，目前拥有防焦剂产能 2 万吨/年，最近 2 年防焦剂产销量也维持 1.3-1.4 万吨/年。防焦剂企业高集中度高，长工艺流程，较大投资，加上新建产能的政策控制，行业基本没有新增产能，价格趋稳。

#### 2.促进剂：氧气氧化新工艺是看点

公司外售的促进剂产品主要是 NS 和 CBS，NS 产能为 2 万吨/年，其中 1.5 万吨/年产能位于山东东营基地，5000 吨/年氧气氧化新工艺（可大幅降低废水量和相关的处理成本）NS 位于公司本部。NS 略盈利，全年毛利率能到 16%，CBS 毛利率个位数，整个促进剂板块毛利率大约 11%。

#### 3.其他橡胶助剂：品类不断丰富

（1）微晶蜡：产能 1.3 万吨/年，去年销售 1 万吨，今年销量能到 1.3 万吨，均价 1.3 万元/吨；（2）不溶性硫磺：产能 9000 吨/年，现在有连续法和溶剂法两个品种（7000 吨+2000 吨），产品基本满产满销；（3）胶母粒：产能 1 万吨/年，今年产销量能到 6000 吨，明年会进一步放量；（4）均匀剂：现在产能 8000 吨/年，明年产能会新增 3000 吨/年。

#### 4.雾霾红色预警：高耗能致开工受影响，促进剂、不溶性硫磺价格看涨

今冬华北地区不时的雾霾红色预警，较高耗能的橡胶助剂行业开工受受限影响，但每次停产持续时间较短。公司阳谷基地的防焦剂、不溶性硫磺、胶母粒、均匀剂等产品开工受一定影响。其中，不溶性硫磺，一直满产满销且库存较少，影响更大；防焦剂有库存余量，影响较小。公司促进剂主要在东营基地，没受到红色预警波及，但行业内很多产能位于雾霾红色预警主影响区域内，行业供给受到一定影响，产品价格看涨。

#### 5.盈利预测与投资评级

预计公司 2016-2018 年归母净利润 1.68、2.23、2.96 亿元，EPS 0.58、0.77、1.02 亿元，对应的 PE 31X、24X、18X，给予推荐评级。

#### 风险提示：

橡胶助剂产品价格下滑，雾霾停产影响超预期。

目标价：- RMB

当前股价：18.15RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

### 证券分析师



证券分析师：曹令

执业编号：S0360513040001  
电话：010-66500885  
邮箱：caoling@hcyjs.com



联系人：冯自力

电话：010-66500839  
邮箱：fengzili@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	28,922
流通 A 股/B 股(万股)	26,946/-
资产负债率(%)	55.6
每股净资产(元)	2.1
市盈率(倍)	40.99
市净率(倍)	10.52
12 个月内最高/最低价	20.98/8.48

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

# 目录

一、阳谷华泰：橡胶助剂行业龙头.....	4
二、橡胶助剂：防焦剂、促进剂稳步增长，其他新品类不断涌现.....	5
三、雾霾红色预警：高耗能致开工受影响，促进剂、不溶性硫磺价格看涨.....	7
四、盈利预测.....	8

# 图表目录

图表 1 阳谷华泰股权结构 .....	4
图表 2 阳谷华泰产业链 .....	4
图表 3 阳谷华泰各产品产能 .....	5
图表 4 公司营业收入变化图 .....	5
图表 5 公司归母净利润变化图 .....	5
图表 6 公司橡胶助剂 .....	6
图表 7 公司防焦剂业务收入 .....	6
图表 8 公司防焦剂业务毛利 .....	6
图表 9 国内企业防焦剂产能 .....	6
图表 10 公司促进剂业务收入 .....	7
图表 11 公司促进剂业务毛利 .....	7
图表 12 促进剂产能产量（万吨） .....	7

## 一、阳谷华泰：橡胶助剂行业龙头

山东阳谷华泰化工股份有限公司系 2009 年 8 月，由王传华、尹月荣、王文一、王文博等 35 位自然人股东为发起人共同发起设立的股份有限公司，于 2010 年 9 月在深圳证券交易所挂牌上市。实际控制人为王传华，持股比例为 38.97%。公司是一家从事橡胶助剂的企业，所处行业属于精细化工范畴，具有较高的附加值。公司是中国橡胶助剂行业骨干企业、中国橡胶工业协会橡胶助剂专业委员会副理事长单位、国家橡胶助剂工程技术研究中心依托单位、国家高新技术企业。“阳谷华泰”商标被评为山东著名商标，“阳谷华泰”牌防焦剂 CTP 被评为山东名牌产品。

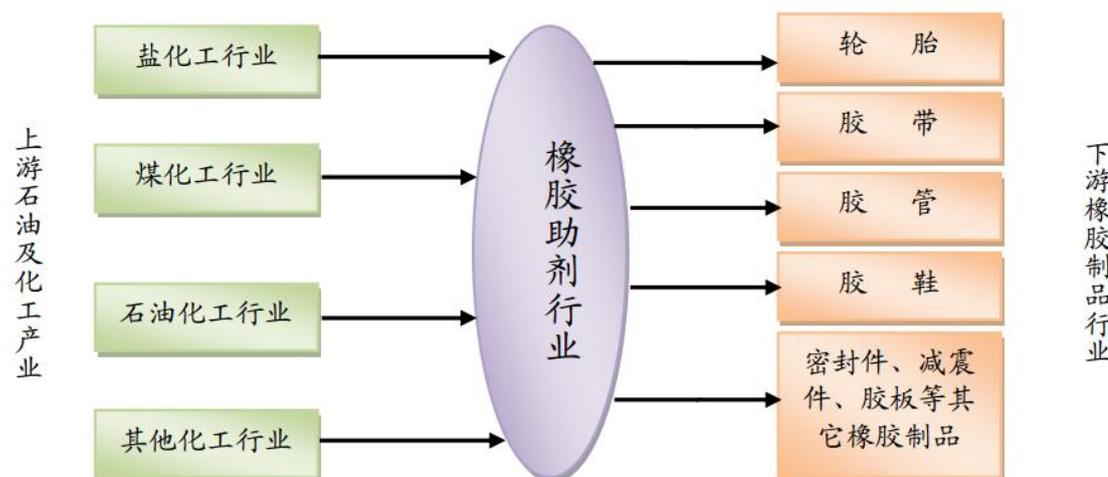
图表 1 阳谷华泰股权结构



资料来源：公司 2016 年半年报、华创证券

公司属于橡胶助剂行业，公司主要从事橡胶助剂的生产、研发、销售。产品主要包括防焦剂 CTP、胶母粒、促进剂 NS、CBS、不溶性硫磺、微晶石蜡等品种。公司上游主要是石油及化工产业，公司下游客户 90%是轮胎企业，下游行业集中度比较高，像玲珑轮胎一年的销售可达到 1.5 亿元。公司产品 40%出口，上市的时候可达 55%，这两年新产品比较多，海外客户的认证周期较长，出口占比有所下滑。出口产品主要是防焦剂和 NS。

图表 2 阳谷华泰产业链



资料来源：华创证券

公司在行业地位及产品规模优势、技术创新优势、人才优势、营销优势等方面有明显核心竞争优势。公司主要产品产能均居行业前列，公司防焦剂产能 2 万吨/年，公司 NS 产能 1.5 万吨/年，CBS 产能 1 万吨/年，M 产能 1.5 万吨/

年，微晶蜡产能 1.3 万吨/年，不溶性硫磺产能 9000 吨/年，均匀剂现在产能 8000 吨/年，明年产能会新增 3000 吨/年，增塑剂 A 产能 2000 吨/年，新增 5000 吨氧气氧化工艺产能。

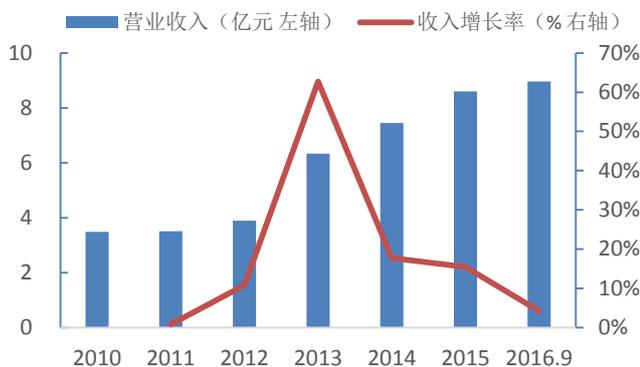
图表 3 阳谷华泰各产品产能

产品	产能 (万吨)	产品	产能 (万吨)
防焦剂 CTP	2	胶母粒	1
促进剂 NS	2	不溶性硫磺	1.25
促进剂 M (中间产品)	1.5	均匀剂	0.8
促进剂 CBS	1	增塑剂 A	0.2
微晶石蜡	1.3		

资料来源：华创证券

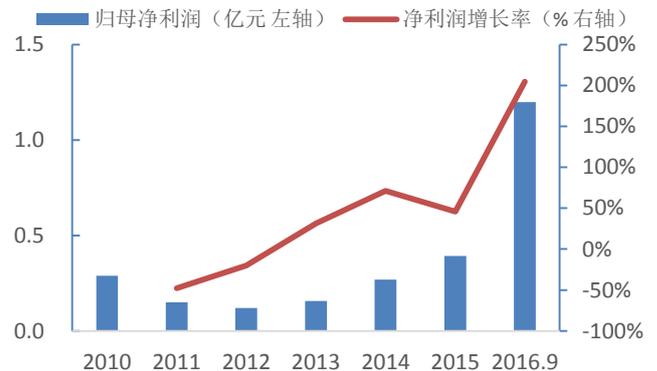
近年来，公司营业收入保持稳定增长的趋势。公司归母净利润基本呈增长态势。2011 年与 2012 年的归母净利润增长率为负，是因为募投项目的研发和运行后，产能释放的比较晚，营业收入低于预期水平。2016 年第三季度归母净利润大幅上升，公司发布 2016 年三季报，实现收入 8.96 亿元，同比增长 42.85%，归属于上市公司股东的净利润 1.20 亿元，同比增长 285.54%。是由于在当前环境保护日益受到政府和全体社会重视的背景下，环保监管强化导致中小企业关停限产规模持续扩大，供给紧张，致使公司产品销售量与价格大幅提升，提高了公司营业收入和净利润。

图表 4 公司营业收入变化图



资料来源：华创证券

图表 5 公司归母净利润变化图



资料来源：华创证券

## 二、橡胶助剂：防焦剂、促进剂稳步增长，其他新品类不断涌现

橡胶助剂是细分行业，产品品类较大，包括防老剂、防焦剂、促进剂、不溶性硫磺等产品。橡胶助剂行业内的企业一般不会各个产品都做，而只做其中部分品类。

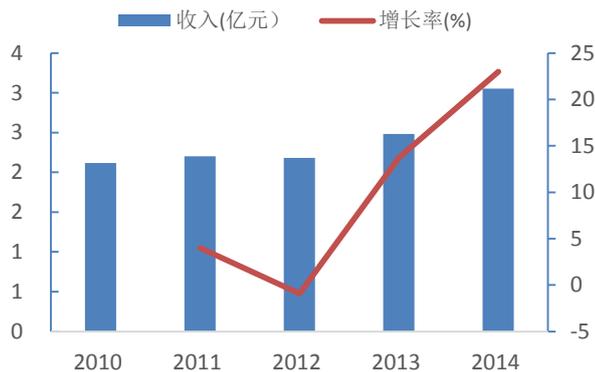
从行业的竞争格局看，目前，行业内体量最大的是圣奥化学，一年的利润可以过亿元，现在已经被中化国际收购，只做防老剂。国内体量第二大的是尚舜化工，在新加坡上市，产品包括防老剂、促进剂、不溶性硫磺，促进剂产能 7.5 万吨。第三是科迈股份，科迈主要做促进剂和防老剂（主板上市，报材料中）。然后是公司和蔚林股份，蔚林股份主要做促进剂，主要做非轮胎橡胶制品的促进剂，产品品类细分，但是盈利能力较好。蔚林股份目前在新三板的创新层。阳谷华泰的主要产品是防焦剂和硫化促进剂等。

**图表 6 公司橡胶助剂**

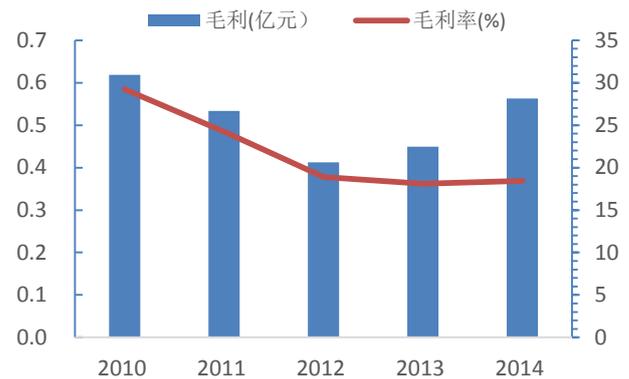
项目	2015	2014	2013	2012	2011
销售量	61,000.00	40,172.53	33,254	18,902.28	16,554.91
生产量	62,000.00	45,628.68	31,170.72	20,914.05	17,125.40
库存量	4,000.00	3,473.07	1,613.13	3,696.41	1,684.64

资料来源：华创证券

公司防焦剂产能 2 万吨/年，产品价格过去一年基本维持 3 万元/吨。公司 94 年建厂开始做防焦剂，当时基本美国公司控制国内市场，产品价格高达 10 万元/吨，后面不断在做国产替代的过程，到 2010 年公司上市的时候，防焦剂价格已经降至 3.4 万元/吨。上市前，公司防焦剂产能 1 万吨/年，上市后新上 1 万吨/年产能，防焦剂价格也一度降至 2.3 万元/吨。去年年中开始，各家企业开会限产，加上环保收紧，价格基本维持在 3 万元/吨。目前，防焦剂全球产能大约 4 万吨/年，需求量就 2 万吨/年，国内产能约 3 万吨/年，需求量大约 1 万多吨/年。防焦剂企业目前主要也就公司、河南汤阴、东营博宸、博兴科源等少数厂商，集中度非常高。海外，现在也就印度有少量产能，但是产品质量比国内差不少。防焦剂和其他橡胶助剂不同，工艺流程较长，投资也较大，加上现在对新建产能的政策控制，行业基本不会有新增产能。公司这两年防焦剂产销量也维持 1.3-1.4 万吨。

**图表 7 公司防焦剂业务收入**


资料来源：华创证券，Wind 资讯

**图表 8 公司防焦剂业务毛利**


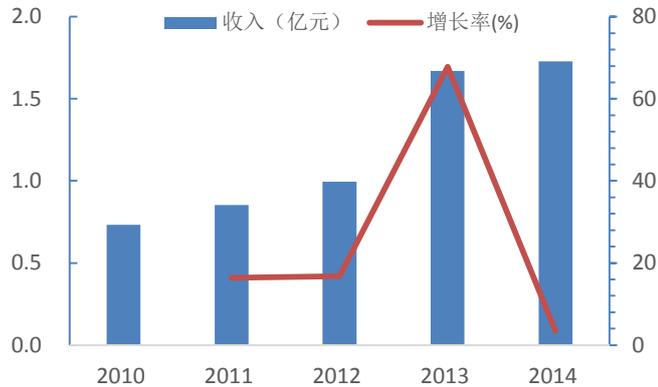
资料来源：华创证券，Wind 资讯

**图表 9 国内企业防焦剂产能**

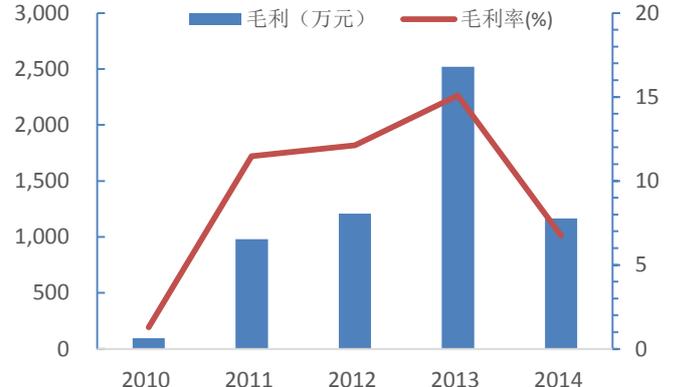
企业名称	防焦剂产能 (万吨)
阳谷华泰	2
河南汤阴永新助剂厂	0.5
东营博宸化工有限责任公司	0.3
山东博兴科源新材料有限公司	0.3
总计	3.1

资料来源：华创证券

公司外售的促进剂产品主要是 NS 和 CBS，M 做中间品不外售，NS 和 CBS 的 M 单耗均为 0.73-0.75。目前，公司 NS 产能 1.5 万吨/年，CBS 产能 1 万吨/年，M 产能 1.5 万吨/年，产能在东营，公司在阳谷新建 5000 吨/年氧气氧化工艺（废水可降低 80%，后端洗水的废水还可以实现回收循环）的 NS。目前，NS 价格 2.7-2.8 万元/吨，CBS 价格 2.1-2.2 万元/吨，NS 略赚钱，全年毛利率能到 16%，CBS 毛利率个位数，整个促进剂板块毛利率大概 11%。

**图表 10 公司促进剂业务收入**


资料来源：华创证券

**图表 11 公司促进剂业务毛利**


资料来源：华创证券

**图表 12 我国硫化促进剂近年来的产能产量 (万吨)**

报告期	产能	产量
2009	29.01	24.72
2010	30.9	27.60
2011	33.83	27.63
2012	37.16	29.97
2013	42.16	32.37
2014	46.84	37.47
2015	50.11	40.01

资料来源：华创证券

公司其他新型橡胶助剂业务有：（1）微晶蜡：产能 1.3 万吨/年，去年销售 1 万吨，今年销量能到 1.3 万吨，均价 1.3 万元/吨；（2）不溶性硫磺：产能 9000 吨/年，现在有连续法和溶剂法两个品种，7000 吨老工艺和 2000 吨新工艺，产品基本满产满销；（3）胶母粒：产能 1 万吨/年，今年产销量能到 6000 吨，胶母粒 4 条线，3 条线在用，有一条线在给米其林做产品改造，前两天最终一次审核，明年可以出产品，公司主要赚加工费；（4）均匀剂：现在产能 8000 吨/年，明年产能会新增 3000 吨/年；（5）增塑剂 A：产能 2000 吨/年。

### 三、雾霾红色预警：高耗能致开工受影响，促进剂、不溶性硫磺价格看涨

“十三五”是我国进入新常态和转型升级的重要时期，《中国橡胶业“十三五”发展规划指导纲要》指出：（1）淘汰落后产能、限制低水平重复投入，提高产业集中度金额企业竞争力；（2）坚持自主创新，提高产品技术含量；（3）节约能源，保护环境，大力推进绿色生产；（4）加强行业自律，培育品牌产品，促进行业健康发展。在这样环境保护日益受到政府和全体社会重视的背景下，作为化学工业，橡胶助剂行业面临的环保政策持续收紧。在环保核查日趋严格、产品升级与市场竞争加剧等多重因素驱动下，部分环保及技术更新不达标、资金实力不强的企业开始降低开工负荷，并将逐步退出市场。行业龙头企业由于资金实力较强、环保设施及工艺较为先进、研发实力较强，企业竞争优势逐渐凸显。

2018年，山东所有橡胶助剂企业都要入园，目前防焦剂企业，科源已经在园区了，博宸还不在园区里，博宸最大问题是水的问题。河南汤阴，刚好边上有个污水处理厂，所以正好能解决污水处理问题。现在进园区有条件的，山东化工园区原来200多个，现在100多个，小企业没法进园区。

但另一方面，污水给外部的化工园区统一处理之前，生产企业要对污水进行预处理，COD、氨氮指标等都有要求，因为不同企业的污水构成成分不同，外部没有这么专业统一的处理能力，这就要求企业在污水处理上要有额外的投入。公司一年交给外部的污水处理费可能就100万，而公司自己的投入，像污水处理设施的基建+设备要500万元，这只是固定部分，每吨产品（橡胶助剂）还需要1000元的废水处理成本。公司在污水处理这块是投入了大量资金和精力的。

本次雾霾山东停限产的主要是高耗能和高废气污染的企业，受影响区域主要是红色预警地区，公司主要是阳谷这边生产基地受影响，东营基地没受波及。橡胶助剂主要是废水污染，公司停限产主要是因为能耗问题，波及的产品包括防焦剂、不溶性硫磺、胶母粒、均匀剂等。从经济影响看，主要是不溶性硫磺，一直满产满销（日产30吨）库存较少，防焦剂因为一直没满产满销，有库存余量，影响较小。促进剂因为主要在东营，所以没有受到大的影响，但是行业内其他产能很大部分在雾霾波及的停限产区域内，从而导致促进剂整体供应偏紧，价格看涨。

#### 四、盈利预测

预计公司2016-2018年归母净利润1.68、2.23、2.96亿元，EPS 0.58、0.77、1.02元，对应的PE 31X、24X、18X，给予推荐评级。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	154	239	365	539
应收票据	83	83	83	83
应收账款	289	404	521	654
预付账款	33	43	56	70
存货	128	164	212	266
其他流动资产	12	12	12	12
流动资产合计	700	946	1,248	1,624
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	437	387	344	304
在建工程	12	12	12	12
无形资产	80	80	80	80
其他非流动资产	13	13	13	13
非流动资产合计	542	492	449	408
<b>资产合计</b>	<b>1,241</b>	<b>1,438</b>	<b>1,697</b>	<b>2,032</b>
短期借款	286	286	286	286
应付票据	167	167	167	167
应付账款	90	116	149	187
预收款项	7	10	13	16
其他应付款	38	38	38	38
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	16	16	16	16
流动负债合计	603	632	668	710
长期借款	0	0	0	0
应付债券	126	126	126	126
其他非流动负债	13	13	13	13
非流动负债合计	139	139	139	139
<b>负债合计</b>	<b>742</b>	<b>771</b>	<b>807</b>	<b>849</b>
归属母公司所有者权益	499	667	890	1,183
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>499</b>	<b>667</b>	<b>890</b>	<b>1,183</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,241</b>	<b>1,438</b>	<b>1,697</b>	<b>2,032</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-37</b>	<b>120</b>	<b>158</b>	<b>190</b>
现金收益	131	249	295	347
存货影响	2	-37	-48	-54
经营性应收影响	-85	-124	-129	-147
经营性应付影响	-107	29	36	41
其他影响	22	3	3	3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-45</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>-7</b>
资本支出	-48	-10	-10	-7
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	3	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>-24</b>	<b>-22</b>	<b>-9</b>
借款增加	98	0	0	0
财务费用	-31	-24	-22	-9
股东融资	-11	0	0	0
其他长期负债变化	-2	0	0	0

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>860</b>	<b>1,201</b>	<b>1,549</b>	<b>1,944</b>
营业成本	652	839	1,081	1,357
营业税金及附加	5	7	8	11
销售费用	39	31	39	49
管理费用	81	93	120	150
财务费用	31	24	22	9
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>47</b>	<b>209</b>	<b>278</b>	<b>368</b>
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>50</b>	<b>212</b>	<b>281</b>	<b>371</b>
所得税	10	44	58	77
<b>净利润</b>	<b>39</b>	<b>168</b>	<b>223</b>	<b>294</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>39</b>	<b>168</b>	<b>223</b>	<b>294</b>
NOPLAT	66	185	238	299
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.58	0.77	1.02

**主要财务比率**

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	15.4%	39.7%	28.9%	25.5%
EBIT 增长率	57.3%	181.3%	28.9%	25.5%
归母净利润增长率	45.8%	326.6%	32.8%	32.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.2%	30.2%	30.2%	30.2%
净利率	4.6%	14.0%	14.4%	15.1%
ROE	7.9%	25.2%	25.0%	24.8%
ROIC	7.2%	17.1%	18.3%	18.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.8%	53.6%	47.6%	41.8%
债务权益比	85.0%	63.6%	47.7%	35.9%
流动比率	115.9%	149.7%	186.7%	228.8%
速动比率	94.7%	123.6%	155.0%	191.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0
应收帐款周转天数	121	121	121	121
应付帐款周转天数	50	50	50	50
存货周转天数	71	71	71	71
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.14	0.58	0.77	1.02
每股经营现金流	-0.13	0.41	0.55	0.66
每股净资产	1.73	2.31	3.08	4.09
<b>估值比率</b>				
P/E	134	31	24	18
P/B	11	8	6	4
EV/EBITDA	40	19	16	13

## 化工组分析师介绍

### 华创证券组长、首席分析师：曹令

理学硕士。2011 年加入华创证券研究所。2013 年、2016 年新财富最佳分析师第四名，2016 年金牛最佳分析师第三名。

### 华创证券高级分析师：柳强

清华大学工学硕士。曾任职于中国寰球工程公司。2016 年加入华创证券研究所。

### 华创证券分析师：刘和勇

复旦大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

### 华创证券分析师：陈凯茜

上海财经大学经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士。2015 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	陈艺珺	销售助理	0755-83024576	chenyijun@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	简佳	高级销售经理	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
	陈红宇	销售助理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编:100033	邮编:518034	邮编:200120
传真:010-66500801	传真:0755-82027731	传真:021-50581170
会议室:010-66500900	会议室:0755-82828562	会议室:021-20572500