

轻工制造

2021年01月19日

奥瑞金 (002701)

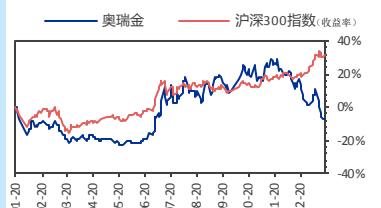
——两片罐趋势向上，灌装模式成熟，共同贡献利润弹性

报告原因：强调原有的投资评级
买入（维持）

市场数据：	2021年01月18日
收盘价(元)	4.53
一年内最高/最低(元)	6.53/3.84
市净率	1.8
息率(分红/股价)	2.58
流通A股市值(百万元)	10943
上证指数/深证成指	3596.22/15269.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2020年09月30日
每股净资产(元)	2.59
资产负债率%	60.17
总股本/流通A股(百万)	2416/2416
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

关研究

《奥瑞金(002701)点评：2020年三季度点评：产能利用率提升，两片罐格局优化，盈利实现反转》2020/10/30

《奥瑞金(002701)点评：2020年中报点评：盈利逐季向上，高分红回馈股东》2020/08/24

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com
柴程森 A0230520070004
chaics@swsresearch.com
周迅 A0230520070001
zhouxun@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司在2019年完成波尔亚太收购后，目前已有两片罐产能130-140亿罐，市占率19%为行业龙头。收购后推动两片罐行业整合、议价力提升，我们预期未来两片罐盈利能力将持续改善，主要系1)竞争格局改善，提价持续落地；2)波尔并表带来协同减亏；3)20年上半年湖北咸宁基地受疫情拖累，现恢复正常经营。我们从以下三点认为未来两片罐价格将持续处于向上通道：a)继奥瑞金收购波尔后，行业CR4=65%，议价能力大幅提升且利益诉求一致，共同提升价格回归合理水平，两片罐2021年基准价提价约2分/罐；b)无新进入者威胁，行业壁垒较高，产能投放节奏掌握在龙头手中；c)下游啤酒罐化率快速提升，客户盈利情况处于上升通道中，希望借助差异化罐型提升利润水平。预计未来两片罐行业将迎来较长期的景气度向上！
- 灌装业务扭亏为盈，服务属性获客户认可。核心看点：①咸宁工厂产能利用率提升带来盈利改善；②新投产辽宁开原产线。中国红牛于2020年12月在我国东北首条生产线建成投产，奥瑞金继续为其提供配套制罐灌装服务；③业务模式趋于成熟，从单点单客户→多产线多客户→一体化综合服务供应商模式受到大客户认可，加深客户粘性。目前下游饮料企业倾向轻资产化发展，以加快对快速变化的消费品市场的反应速度，新饮料品牌不具备制造端基因和布局意愿，更偏好制罐厂商提供一体化解决方案。咸宁工厂主要为战马、元气森林、安利、可乐、Monster等客户提供制罐+灌装的一体化服务，随开工率提升，利润端有望体现较高弹性。未来公司灌装业务毛利率有望恢复至合理水平，与客户粘性进一步巩固加强，有望成为饮料行业的平台型制造服务商。
- 公司业绩有望迎来拐点，收入利润大幅改善。长期两片罐盈利改善逻辑兑现中，奥瑞金完成波尔亚太收购后将进一步促进两片罐行业整合，龙头议价能力提升有望带来利润弹性。大客户经营稳定，同时公司积极开拓新客户，降低单一客户风险。下游客户对产品质量和服务愈发看重，奥瑞金不断从灌装一体化、设计、附加服务等方面入手提升产品附加值，打造综合包装解决方案提供商！随着未来金属包装对PET包装逐渐取代、罐化率提升，行业整合恢复秩序，两片罐行业盈利有望筑底反转。公司经营现金流稳定，折旧计提边际递减，未来有望转化为利润弹性。
- 由于大客户销售表现好于预期，以及辽宁开原等工厂顺利投产，我们上调公司2020-2022年EPS至0.28元、0.38元、0.42元(原为0.27元、0.35元和0.42元)的盈利预测，归母净利润为6.80亿元、9.07亿元、10.24亿元，yoy分别为-0.5%、33.5%、12.9%(原为6.55亿元、8.45亿元和10.13亿元，yoy分别为-4%/29%/20%)，目前股价(4.53元/股)对应2020-2022年PE为16倍、12倍和11倍，维持买入。
- 风险提示：原材料价格上涨；大客户潜在风险

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	9,369	7,879	10,213	11,890	13,455
同比增长率(%)	14.6	22.1	9.0	16.4	13.2
归母净利润(百万元)	683	483	680	907	1,024
同比增长率(%)	203.2	-29.8	-0.5	33.5	12.9
每股收益(元/股)	0.29	0.21	0.28	0.38	0.42
毛利率(%)	24.3	23.3	23.4	23.7	23.8
ROE(%)	11.9	7.9	11.3	13.1	13.5
市盈率	16		16	12	11

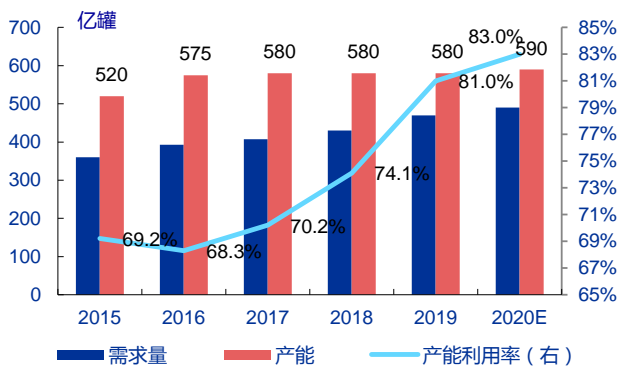
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

1. 供求关系优化，提价稳步落地，咸宁工厂减亏，两片罐有望体现较大弹性

两片罐从零走到行业龙头。奥瑞金于 2012 年上市后正式布局两片罐业务产线：在上虞和肇庆等地相继建设两片罐产线；2018 年 12 月公司宣布收购波尔亚太在国内的四大工厂，奥瑞金当时有两片罐产能约 40 亿罐，但主要客户为国内啤酒客户，波尔亚太约 70 亿罐产能，且拥有优质客户包括百威啤酒、可口可乐等，在全国工厂布局、产能规模、客户结构等各方面均对奥瑞金起到了较好的补充和协同效应。**截至 2020 年底，通过技改及扩线，公司已有两片罐产能约 130-140 亿罐，为我国第一大两片罐厂商，市占率约 19%。**

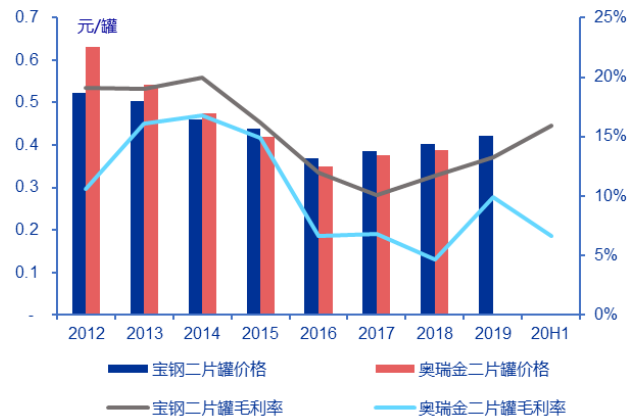
供求关系改善，两片罐已出现盈利拐点。2016~2017 年两片罐几大龙头积极整合行业、落后小产能淘汰出局，2017 年以来两片罐无大规模新增产能。行业需求端稳健增长，带动产能利用率提高（受多罐型换线影响，产能利用率 \approx 80%为供需平衡， $>$ 80%则供给紧张）。随奥瑞金收购波尔亚太后，2020 年供求关系进一步改善，行业产能利用率提升至 83%左右，金属包装行业议价能力进一步提升。2018-2020 年两片罐每年提价 3-5%，从金属包装同行的财务数据来看，已明显观察到两片罐毛利率提升；而奥瑞金则短期受到一些非经常性经营因素影响，暂未体现利润弹性，我们认为目前负面因素基本消除，未来持续看好两片罐价格持续向上改善，行业利润重回合理水平，预计将为公司带来显著利润弹性。假设中长期两片罐从 0.4 元/罐逐渐修复至 0.45 元/罐（假设原材料铝价不变），假设产量为 130 亿罐，则对应提升税前利润 6.5 亿元。

图 1：两片罐行业供需恢复，利用率大幅提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：两片罐价格+毛利率明显改善



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

注*：20H1 奥瑞金毛利率下降系湖北咸宁工厂受疫情影响等因素，后文详细展开阐述

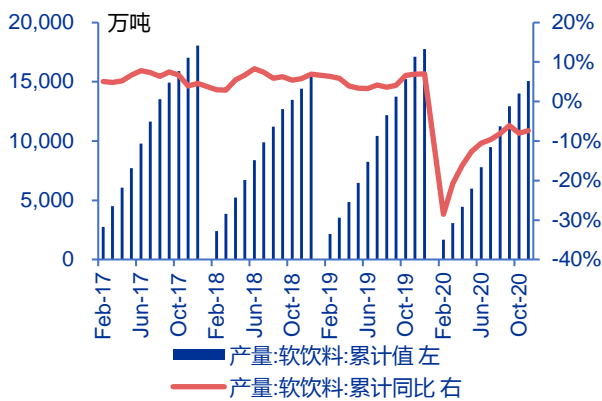
下游饮料行业需求增加：

①**饮料啤酒消费相对稳定。**2020 年 1-11 月软饮料累积产量 1.51 亿吨，yoy-7.4%，分季度来看 20Q1/20Q2/20Q3/20 年 10-11 月分别同比增速为-21%/-2%/1%/-15%；

2020 年 1-11 月累计产量 2813.5 万千升，yoy-6.8%，分季度同比增速为 -23%/7%/-3%/-11%。**软饮料和啤酒在 20Q2-Q3 环比明显修复，体现需求刚性属性。**奥瑞金三片罐大客户红牛的销售情况也好于此前预期 2020 年中国实现销售额超过 228 亿元，同比增长约 2%，即便在疫情影响下，仍超过年初设定的销售目标。

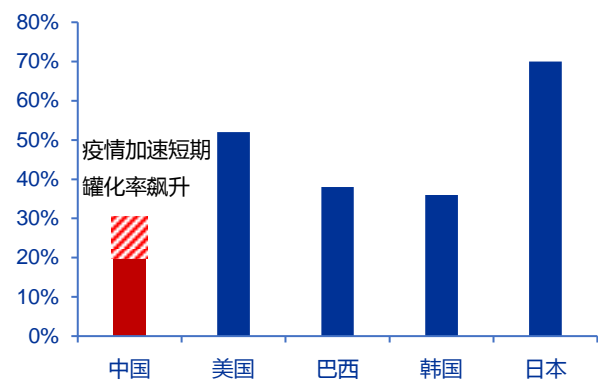
②疫情带来啤酒罐化率短期+长期提升。短期受疫情影响：由于消费者居家时间、外卖需求大幅增加，罐装啤酒保质期长（12 个月 VS 瓶装 6 个月）、不易破损运输半径更长、不用清洗回收更加卫生安全，商超和线上渠道消费恢复快于餐饮渠道，**使得啤酒罐化率在疫情期间出现快速提升现象。**2020Q4 虽然饮料啤酒同比增速下降，但是受益于罐化率提升，制罐厂依旧处于紧密排单生产状态。**长期来看，**我们认为随着下游饮料厂商增加易拉罐配套灌装产线，啤酒罐化率仍将持续提升，按照 2019 年我国啤酒产量 4543.1 万千升计算，罐化率每提升 1%将对应增加两片罐需求约 9.1~11.8 亿罐（330~500ml/罐），我国目前罐化率约 20-30%，对比美国 50%+、日本 70%+还至少有翻倍成长空间。

图 3：软饮料增速体现一定刚性，20 年 1-11 月 yoy-7.4%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：我国啤酒罐化率明显提升，对比海外国家还有较大向上空间



资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们认为公司两片罐利润端弹性较大，主要来自：

①行业层面：竞争格局优化改善，提价持续落地。两片罐行业经历无序扩张期，2014~2017 年供求严重失衡，2016~2017 年价格降至低谷（0.34 元/罐）；2016~2018 年行业并购整合加速，目前行业寡头格局显现，奥瑞金+波尔、中粮包装、宝钢包装、昇兴+太平洋，四大龙头集团市占率达到 65%，龙头话语权提升。2018 年供求恢复平衡，2018~2020 年两片罐单价每年提升 3%~5%，2021 年基准价提价约 2 分/罐。我们从以下 3 点认为两片罐价格还会继续回升至正常水平（0.5~0.6 元/罐）：

1) 龙头阵营市占率和议价能力大幅提升，且龙头们经历了约 4 年亏损后，盈利改善诉求高度一致；

2) 客户粘性强，行业无新进入者威胁，产能投放节奏将趋于合理；

3) 下游啤酒客户盈利情况处于上升通道中，且罐化率提升有助于下游啤酒企业实现产品结构升级和差异化营销，改善啤酒企业盈利能力，两片罐提价空间较大。目前啤酒企业

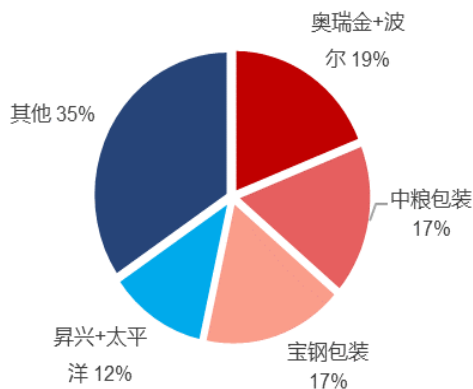
在新投资的灌装线设备时，更倾向于投资金属罐的灌装线（而非玻璃瓶灌装），在未来将系统性地提升啤酒罐化率。

②**波尔并表后带来协同减亏**。波尔亚太有一大工厂位于湖北，疫情期间生产经营受到冲击；且其主要客户为百威啤酒，而百威定位偏高端，疫情后销售恢复速度慢于其他品牌，导致波尔亚太四大工厂开工率偏低、经营亏损。此外，北京波尔工厂产能迁至陕西宝鸡也对开工率造成一定影响。除了这些短期负面因素消除之外，我们认为随着奥瑞金收购波尔的协同整合顺利开展，盈利改善还将体现在：1) 订单排产优化，随着公司工厂布局日趋优化，邻近工厂可优化客户订单排产情况，减少版面更换、换线带来的效率损失。2) 优化中后台冗余人员，提升整体管理效率。

③**2020 年上半年湖北咸宁受疫情拖累，2020 年中开始已恢复正常经营**。2020 年湖北为疫情受影响较重的区域，公司湖北咸宁新工厂有多个月份未能开机生产，导致开工率显著低于预期，无法覆盖较高的折旧等费用。2020 年中以来湖北咸宁已恢复正常生产，经营业绩表现较好，预期 2021 年纤体罐、瓶罐等高附加值关系将贡献更高盈利弹性。

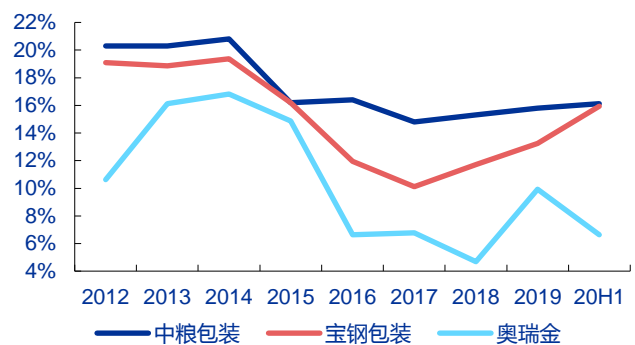
从宝钢包装和中粮包装的毛利率来看，已经明显看到随着两片罐提价带来的毛利率改善，而奥瑞金由于湖北咸宁工厂和波尔四大工厂承压，导致 2020H1 两片罐毛利率呈下降趋势，我们认为行业层面两片罐提价落地已经逐步兑现，公司层面疫情一次性影响消除，2021 年公司两片罐利润率恢复将是大概率事件。我们假设 2020 年公司实现归母净利润 6.8 亿元，在考虑原材料价格波动因素下，2021 年两片罐毛利每扩张 1 分/罐，净利润增速增加 13pct。

图 5：两片罐 CR4=65%，集中度较高



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：疫情冲击下，奥瑞金两片罐毛利率有待恢复



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2018~2020H1 中粮包装两片罐毛利率为测算值

表 1：奥瑞金两片罐敏感性分析

原材料价格变动幅度 %	两片罐涨价幅度 (分/罐)					
	-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0	1.5
6%	-36%	-29%	-23%	-16%	-10%	-3%
3%	-25%	-18%	-11%	-5%	2%	8%
0%	-13%	-7%	0%	7%	13%	20%
-3%	-2%	5%	11%	18%	25%	31%
-6%	10%	16%	23%	29%	36%	43%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 灌装业务扭亏为盈，一体化服务模式获客户认可

灌装指液体、气体、膏体、粉末等物料填充至金属容器（或非金属容器）的这一过程，金属罐灌装普遍可被分为热灌装与冷灌装，热灌装一般指 85 度以上，普遍应用于蛋白饮料、茶饮料、功能饮料等，冷灌装普遍为常温灌装，对杀菌的要求更为复杂，需要人为保持无菌环境以及罐体杀菌，对口味和维生素保持效果更好，普遍应用于碳酸饮料、含果汁饮料等。2019 年公司灌装业务收入为 1.50 亿元，占公司收入 1.6%。此业务虽然收入占比不高，但是对增加服务附加值属性和绑定客户至关重要，且一旦产能利用率提升，贡献利润情况也较为可观。公司目前已有的灌装客户包括红牛、战马、可乐、元气森林、安利、Monster 等优质饮料客户。

灌装业务核心看点：

①**咸宁工厂产能利用率提升带来盈利改善。**目前下游饮料企业倾向轻资产化发展，新饮料品牌不具备制造端基因和重资产布局意愿，且功能饮料含咖啡因，灌装资质获取难度大于其他饮料产品，下游客户更偏好制罐厂商提供一体化解决方案。咸宁工厂主要为可乐、Monster、战马、元气森林、安利等客户提供制罐+灌装的一体化服务，此类客户毛利率水平较好，随开工率提升，利润端有望体现较高弹性；

②**新投产辽宁开原产线。**中国红牛于 2020 年 12 月在我国东北首条生产线建成投产，奥瑞金继续为其提供配套制罐灌装服务，预计红牛灌装业务也将贡献较好毛利水平；

公司在行业内业务模式趋于成熟，从单客户→多产线、多客户→一体化综合服务供应商模式受到越来越多客户认可，加深客户粘性。

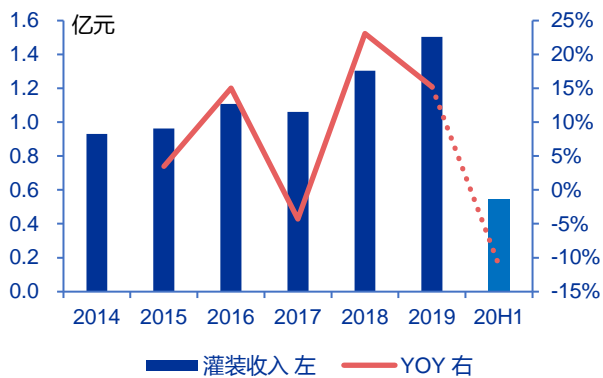
灌装 1.0 时代：公司最早在 2004 年与加多宝签订灌装服务协议，为其建立了 5 个灌装厂，制罐与灌装厂分离。当时下游客户对灌装模式的整体接受度仍在培育期。

灌装 2.0 时代：奥瑞金在 2017 年建立咸宁工厂灌装中心，实现制罐+灌装一体化服务，成功吸引例如安利、战马、元气森林等客户，逐渐扩大客户和产线数量。目前咸宁工厂共有 5 条灌装产线，多采用德国、韩国、日本、美国等进口设备，以确保高效生产以及客户对于饮料安全等要求。

灌装 3.0 时代：2020 年公司跟随大客户红牛在辽宁开原建设灌装厂，灌装模式成熟后，未来有望进一步实现异地扩张和复制。在客户层面，**越来越多核心客户开始认可灌装制罐一体化服务模式，自身转向轻资产运营**，除了红牛外，可口可乐，Monster，脉动等客户也与奥瑞金签订了灌装合作模式。大客户的认同和合作模式开启，有望打造行业内标杆，实现快速扩张和复制。未来奥瑞金有望通过延伸服务价值链，吸引更多优质客户，打造饮料行业的平台型制造服务商。

随着规模效应的释放，我们预计未来灌装业务毛利率有望恢复至合理水平，达到约 20%+ 毛利率水平。

图 7：疫情影响下，公司灌装收入端短期承压



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司灌装业务毛利率有望回归合理水平



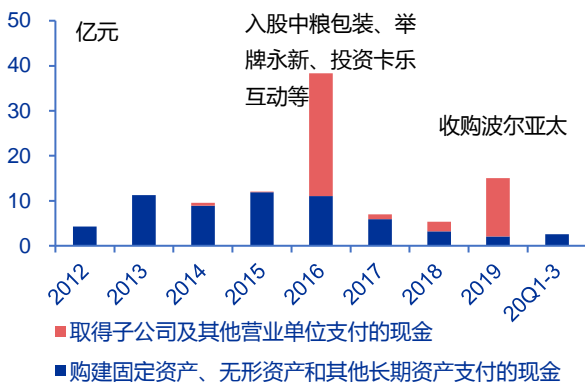
资料来源：公司公告，申万宏源研究

注*：20H1 灌装毛利率为估算值

3. 从现金流看利润释放空间

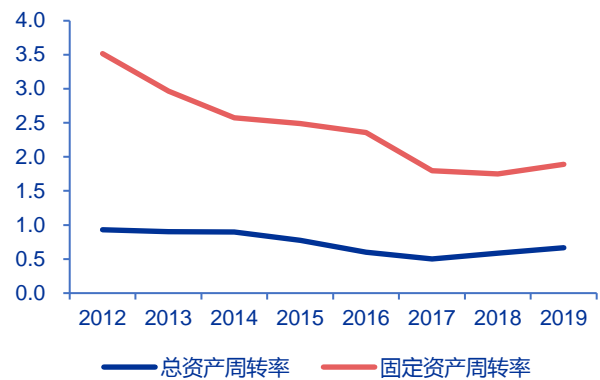
高速投资期已过，进入产能爬坡收获期。从公司过去几年 CAPEX 支出来看，2012 年前公司基本无两片罐产能，至 2020 年末已有约 130 亿罐产能，公司在 8 年内大幅增加 CAPEX 支出，平均每年购买固定资产、无形资产和其他长期资产花费约 7 亿元，处于快速投资、强化市场占有的阶段。在收购波尔亚太后，公司基本完成对国内两片罐业务的大型产能布局，产能体量、客户群位居国内龙头地位，未来我们认为公司将进入产能爬坡阶段。近几年公司的固定资产周转率和总资产周转率处于逐步爬升趋势，2019 年分别为 1.89 次和 0.67 次，对比 2017 年两片罐低谷期的 1.80 次和 0.50 次已明显提升，未来我们认为将延续此趋势。

图 9：2017-2019 公司现金流远好于净利润表现



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 10：公司未来折旧和资产减值有望趋于稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

现金流优异，折旧边际减少，期待贡献利润弹性。奥瑞金 2016-2020Q1-3 合计经营性现金流量净额为 63.3 亿元，而净利润仅 32.5 亿元，其中差额为 30.8 亿元。经营性现金流体现了公司作为金属包装公司，具有经营稳定、现金流良好的特点；而净利润则受到新建工厂折旧和资产减值损失影响（包括长期股权投资减值等），导致出现阶段性波动，但并不一定完全反应公司真实的经营业绩情况。2016-2020H1 奥瑞金合计折旧 19.1 亿元、合计资产减值损失为 9.8 亿元，是净利润低于经营现金流的主要原因。我们认为随着公司（包括收购的波尔工厂）部分生产线折旧完毕，折旧费用边际递减，未来良好的现金流有望转化为利润弹性。

图 11：2017-2019 公司现金流远好于净利润表现

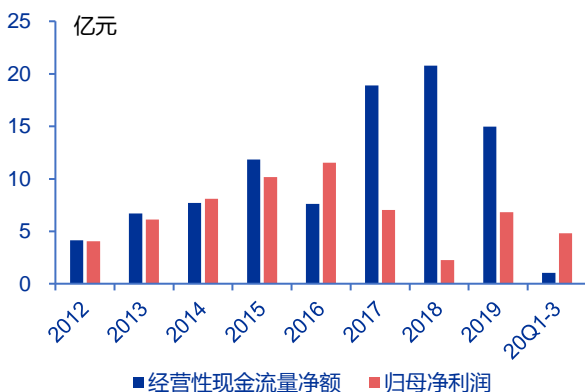
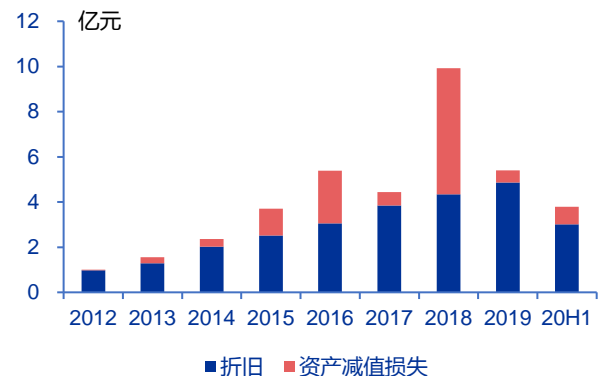


图 12：公司未来折旧和资产减值有望趋于稳定

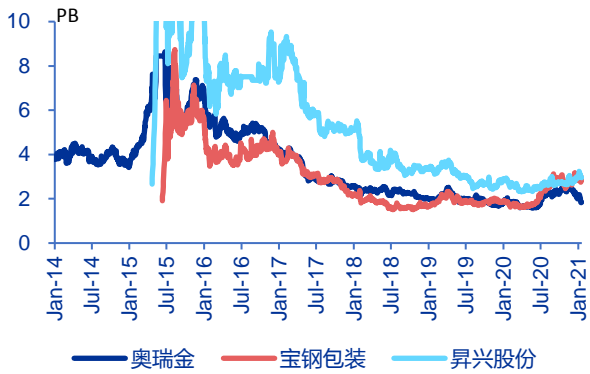


资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

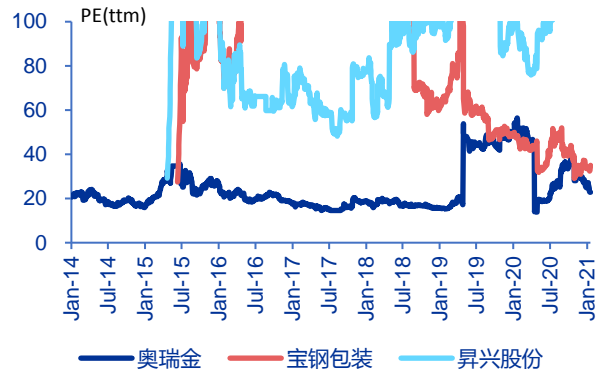
从公司历史 PE/PB-band 来看,目前公司 PE 和 PB 都处于历史较低水平。横向对比, 宝钢包装目前 PE (ttm) 约 35X, 而奥瑞金仅 23X, 宝钢包装目前 PB 为 3.0X, 而奥瑞金仅 1.8X, 显著低于同行。

图 13 : 公司 PB 处于行业较低水平



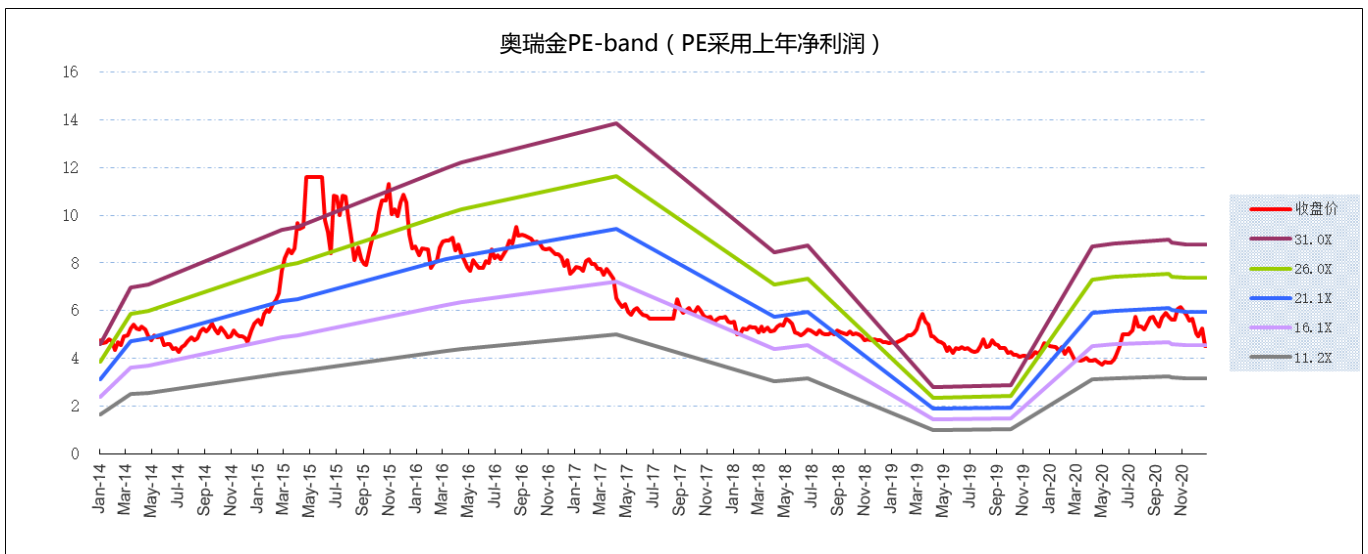
资料来源：Wind，申万宏源研究

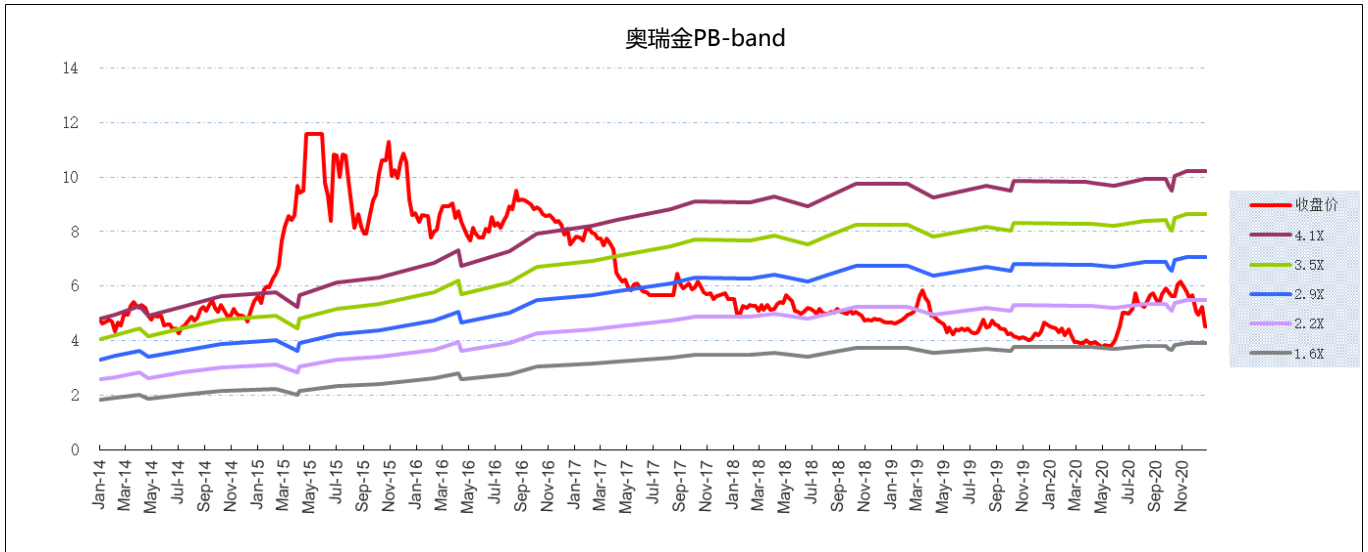
图 14 : 公司 PE 处于行业较低水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15 : 奥瑞金目前 PE/PB-band 处于历史较低水平





资料来源：Wind，申万宏源研究

公司业绩有望迎来拐点，收入利润大幅改善。长期两片罐盈利改善逻辑兑现中，完成波尔亚太收购后将进一步促进两片罐行业整合，龙头议价能力提升有望带来利润弹性。大客户经营稳定，同时公司积极开拓新客户，降低单一客户风险。下游客户对产品质量和服务愈发看重，奥瑞金不断从灌装一体化、设计、附加服务等方面入手提升产品附加值，打造综合包装解决方案提供商！随着未来金属包装对 PET 包装逐渐取代、罐化率提升，行业整合恢复秩序，两片罐提价策略开始落实，行业盈利有望筑底反转（部分公司已于报表上体现盈利反转）。由于大客户销售表现好于预期，以及辽宁开原等工厂顺利投产，我们上调公司 2020-2022 年 EPS 至 0.28 元、0.38 元、0.42 元（原为 0.27 元、0.35 元和 0.42 元）的盈利预测，归母净利润为 6.80 亿元、9.07 亿元、10.24 亿元，yoy 分别为-0.5%、33.5%、12.9%（原为 6.55 亿元，8.45 亿元和 10.13 亿元，yoy 分别为-4%/29%/20%），目前股价（4.53 元/股）对应 2020-2022 年 PE 为 16 倍、12 倍和 11 倍。

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,175	9,369	10,213	11,890	13,455
其中: 营业收入	8,175	9,369	10,213	11,890	13,455
减: 营业成本	6,067	7,093	7,819	9,074	10,247
减: 税金及附加	74	67	102	119	135
主营业务利润	2,035	2,209	2,292	2,697	3,073
减: 销售费用	310	378	429	499	619
减: 管理费用	463	546	592	642	713
减: 研发费用	93	97	102	119	148
减: 财务费用	292	294	315	319	312
经营性利润	876	894	854	1,118	1,281
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	-21	-49	-100	-50
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-558	-54	0	0	0
加: 投资收益及其他	218	230	86	155	114
营业利润	536	1,048	891	1,173	1,346
加: 营业外净收入	5	1	0	9	12
利润总额	541	1,050	891	1,182	1,358
减: 所得税	317	357	201	257	311
净利润	224	693	690	925	1,047
少数股东损益	-2	10	10	18	23
归属于母公司所有者的净利润	225	683	680	907	1,024
全面摊薄总股本	2,355	2,355	2,416	2,416	2,416
每股收益 (元)	0.10	0.29	0.28	0.38	0.42

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。