

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

机械设备

**中密控股 (300470)**
**买入**

工业机械

重大事件快评

(调高评级)

2020年02月25日

# 拟定增募资 6.5 亿元，内生外延加速公司成长

证券分析师：贺泽安

hezean@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080003

证券分析师：吴双

wushuang2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519120001

## 事项：

2020年02月20日发布公告，公司拟非公开发行数量不超过2977.55万股，发行价21.83元/股，募集资金总额不超过6.5亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于：**1) 拟以2.1亿元收购自贡新地佩尔阀门有限公司**（以下简称“新地佩尔”）100%股权，新地佩尔承诺业绩2019-2021年实现扣非净利润1500/2000/2500万元，三年业绩承诺期累计实现的净利润之和不低于6000万元。**2) 7800万元将用于机械密封产品数字化转型及智能制造项目。****3) 3.62亿元将用于补充公司流动资金。**本次发行不会导致公司控股股东和实际控制权发生变化，四川省机械研究设计院仍处于实际控制人地位。

**国信机械观点：**1) 此次收购新地佩尔意义在于：**a、**将有助于公司丰富产品结构，收购并表后将提升公司经营规模和盈利能力；**b、协同效应显著，**双方将在生产技术上优势互补，且双方客户存在较大幅度重合，双方也将分享销售网络资源，多方面形成良好的协同效应。**2) 投资“机械密封产品数字化转型及智能制造项目”**将提升产品生产线的自动化、智能化水平，有利于进一步提高公司生产效率，夯实公司密封产业主业，增强公司核心竞争力。**3) 风险提示：**下游需求不及预期；收购公司整合不及预期。**4) 投资建议：**公司是机械密封件龙头，产品竞争力突出，充分受益石化领域的持续高景气及新应用领域的拓展，当前收购新地佩尔将进一步拓展公司成长空间、完善产业链，我们预计公司2019-2021年归母净利润2.16/2.85/3.63亿元，对应PE值28/21/17倍（考虑新地佩尔完全并表，预计2020/2021年备考归母净利润约3.00/3.83亿元，对应PE值为20/15倍），上调至“买入”评级。

## 评论：

### ■ 拟定增募集资金总额不超过6.5亿元

公司拟定增募集资金总额不超过6.5亿元。2020年2月20日发布公告，公司董事会审议通过了《2020年度创业板非公开发行A股股票预案》，拟非公开发行数量不超过2977.55万股，发行价21.83元/股，募集资金总额不超过6.5亿元。发行对象共计9名：1) 深圳市远致华信新兴产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）认购18.46%；2) 青岛天相科技投资有限公司认购18.46%；3) 申万宏源证券有限公司认购10.77%；4) 富国基金管理有限公司认购9.23%；5) 兴全基金管理有限公司认购9.23%；6) 博观欣荣（天津）企业管理咨询中心（有限合伙）认购9.23%；7) 上海洵洪企业管理咨询合伙企业（有限合伙）认购9.23%；8) 常州市新发展实业股份有限公司认购7.69%；9) 平安资产管理有限责任公司认购7.69%。已经于2020年2月20日分别与公司签署了《附条件生效的股份认购协议》。限售期为自发行结束之日起十八个月。扣除发行费用后的募集资金净额用于：**1) 拟以2.1亿元收购自贡新地佩尔阀门有限公司**（以下简称“新地佩尔”）100%股权，新地佩尔承诺业绩2019-2021年实现扣非净利润1500/2000/2500万元，三年业绩承诺期累计实现的净利润之和不低于6000万元。**2) 7800万元将用于机械密封产品数字化转型及智能制造项目。****3) 3.62亿元将用于补充公司流动资金。**本次发行不会导致公司控股股东和实际控制权发生变化，

四川省机械研究设计院仍处于实际控制人地位。

### ■ 新地佩尔：稳健增长的优质特种阀门供应商，已实现油气管道关键设备进口替代

新地佩尔是处于稳健成长趋势的特种阀门制造商。公司 2018 年实现营业收入 5423.42 万元，净利润 1486.1 万元，毛利率 63.03%，净利率 27.4%。公司创建于 2001 年，致力于特殊工况、特殊功能以及特殊领域专用阀门的研发和制造，形成了以自动类阀门、控制阀、截断类阀等三大系列产品为核心的产品序列，包括轴流式止回阀、压缩机防喘阀（活塞式调节阀）、强制密封阀、浆体阀、水击泄压阀、井口紧急截断阀、清管阀、球阀等产品。实现了油气管道关键设备国产化。自 2013 年以来，新地佩尔承接了中石油重大科技专项“油气管道关键设备国产化”项目，与中石油联合研制了“轴流式止回阀”、“强制密封轨道式球阀”、“氮气动水击泄压阀”、“旋启式通球止回阀”、“压缩机防喘阀”五项产品。五项产品均已取得科技成果鉴定证书和实际工程应用业绩，达到国外同类产品的先进技术水平，填补了国内空白，逐步实现了进口替代。被国家能源局、中国石油天然气股份有限公司授予“油气管道关键设备国产化单位”。

公司产品主要应用于石油化工行业，其中在天然气管道领域具有良好的市场竞争力，已建立一定的行业知名度，先后成功为中石油、中海油、中石化、中化集团、中航油、延长石油、SHELL、BP、TOTAL、三峡集团等石化行业知名企业提供了油气管道关键设备，在西气东输一二三线、中俄原油管线、中俄天然气东线、溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩等多个国内外重大工程项目中有突出业绩，获得了中石油等客户的高度认可。公司现已拥有 5 项国家发明专利和 12 项国家实用新型专利，拥有齐全的生产设备和检测设备，建立健全了严苛的质量标准检验体系，取得了 TS、API 6D、ISO 9001、ISO 14001、ISO 18001、CE、API 6FA、API 6FD、API 607 等系列资质证书。公司在铁矿、铜矿浆体输送等其他领域也开发了针对性的产品，并正在逐步开拓市场。作为国内领先的特种阀门制造商，新地佩尔在国内中高端特种阀门行业整体拥有良好的发展前景。

### ■ 战略收购：收购新地佩尔有助于公司丰富产品结构，提升经营规模和盈利能力

公司拟以 2.1 亿元收购新地佩尔 100% 股权。公司 2020 年 2 月 20 日发布公告，拟以 2.1 亿元收购新地佩尔 100% 股权，交易以 100% 现金分两期支付：1) 第一期，标的资产交割日（协议生效后 15 日内）后 10 日内，向新地佩尔支付总价款的 75%，即 1.575 亿元。新地佩尔承诺在中密控股支付完成第一期价款后 6 个月内，新地佩尔各方分别以其各自名义及时与中密控股开设银行共管账户，以该账户绑定的证券账户按其所持标的资产比例合计使用不少于 0.48 亿元通过股票交易系统购入中密控股股票；2) 第二期，新地佩尔按照协议约定购入中密控股股票之日起 10 日内，向新地佩尔支付总价款的 25%，即 0.525 亿元。公司将以本次非公开发行股票所获得的募集资金支付价款，收购以公司本次非公开发行股票获得证监会批准且募集资金到位为前提。新地佩尔承诺业绩 2019-2021 年实现扣非净利润 1500/2000/2500 万元，三年业绩承诺期累计实现的净利润之和不低于 6000 万元。公司于 2020 年 2 月 20 日与王正朝（持股 51%，董事长兼总经理，实控人）、邹定勇（持股 19%）、唐淑宣（持股 10%）、温萍（持股 9%）、王愆生（持股 8%）、吴洪伟（持股 3%）6 名自然人签署了《关于自贡地佩尔阀门有限公司之附条件生效的股权收购协议》。

国内中高端阀门市场需求增加明显，新地佩尔实现油气管道关键设备进口替代将深度受益。根据国家统计局数据，2018 年中国进口阀门金额创新高达到 73.22 亿美元，同比增长 19.86%，进口均价 7.04 万美元/套，同比增长 22.4%，量价齐升表明中国对中高端阀门需求增加明显，同时国内市场存在明显的国产替代进口趋势，根据中石油管道局信息，2019 年底运营的中俄天然气东线工程全段阀门设备已实现全面国产化。随着石油化工行业整体企稳回暖，在效益与环保的双重压力下，国内石油化工行业的现有老旧产能将逐步被新建的先进产能所替代。老旧产能的逐步淘汰将进一步加大新增固定资产投资规模。其中，在天然气管道方面，根据中国石油新闻中心数据测算，2018 年我国天然气管道总长度约 6.4 万公里；根据《石油和化学工业“十三五”发展指南》中的规划，2020 年我国天然气管道总长度将达到 10.7 万公里。油气长输管线的大口径、长距离、超高压发展趋势和化工装置的大型化的趋势，对关键阀门的安全和可靠性提出了很高的要求，尤其石油化工行业新增产能对零部件供应商的选择极为苛刻，一般供应商难以获得市场份额。新地佩尔在天然气管道领域具备良好的市场竞争能力和市场知名度，与中石油、中海油、中石化、中化集团、中航油、延长石油、SHELL、BP、TOTAL、三峡集团等石化行业知名企业建立了良好的合作关系，已实现油气管道关键设备进口替代的新地佩尔有望在石油化工行业深度受益。

**收购新地佩尔将进一步丰富产品结构，提升经营规模和盈利能力。**公司主要产品机械密封是重要的工业基础件，石油化工领域的销售占公司营业收入 60%以上，是公司产品的主要应用领域。而新地佩尔的主要产品自动类阀门、控制阀、截断类阀等同样主要应用于石油化工行业，其客户与公司存在较大幅度重合。本次收购完成后，公司将把新地佩尔的产品纳入经营体系，从而丰富产品结构，提升对客户的综合服务能力。生产技术方面，新地佩尔具有成熟、系统的生产技术，多年来也在密封件领域积累了完善的生产技术，收购完成后，公司可以与新地佩尔建立技术交流机制，帮助其产品进一步拓展应用领域，实现技术上的协同效应。市场销售方面，公司与新地佩尔的客户存在较大幅度重合，双方将在分享销售网络资源，在市场营销方面形成良好的协同效应。

#### ■ 投资“机械密封产品数字化转型及智能制造项目”，夯实公司密封产业主业

**公司此次非公开发行募集资金中将用 7800 万元投资机械密封产品数字化转型及智能制造项目**，该项目拟投资 8360 万元（其中 91.96%为设备安装工程费用），对公司现有机械密封产品生产线进行数字化、智能化改造，将进一步提升生产效率和产品质量。该项目由公司统一规划实施，由公司、桑尼机械（全资子公司）、华阳密封（控股子公司）、优泰科（全资子公司）四个主体分别在所属公司厂区内假设各自部分，无需新增土地。公司目前产品本身具有单件、小批量、定制化的特性，在面对大规模离散化柔性制造任务时，公司的生产能力依赖于人力，因此公司目前面临的主要矛盾是订单的高度离散化与现有生产模式不匹配，主要体现为生产过程出现数据孤岛、生产设备自动化程度和运行效率有待提高、数据质量与数据分析滞后等问题。通过实施机械密封产品数字化转型及智能制造项目，公司将对生产线进行智能化控制，实现生产过程数据的实时采集、传输、分析、可视化、机器学习、预测及追溯等智能化功能；实现设备层互联和远程运维管理，使整个工厂的数据链联通。该项目符合国家产业政策和产业结构调整方向，符合行业发展趋势，建成后将进一步提高公司生产效率，增强公司核心竞争力。

#### ■ 中密控股机械密封行业龙头，积极外延兼并整合产业链，打造大密封产业集团

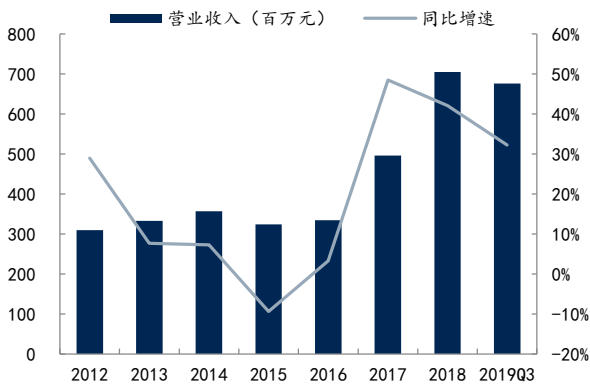
**公司是机械密封件龙头，营收业绩多年稳健增长。**公司主要从事机械密封、橡塑密封、旋喷泵等产品及其辅助（控制）系统的设计、研发、制造和销售，主要产品机械密封用于解决在高温、高压、高速及高危介质下转动设备运转时的泄漏问题，广泛应用于石油化工、煤化工、油气输送、核电、电力、水电、制药、冶金、食品、船舶、航天航空等各个工业领域。**主要服务于国有大型龙头企业及下属骨干企业，如中石油、中石化、中海油、延长石油、中核集团、中广核集团、神华集团、大唐集团、沈鼓、陕鼓集团、瓮福集团、东方电气等。**广义密封件市场空间超千亿元，公司主要定位于密封中技术含量最高机械密封的中高端市场，公司所面对的下流领域市场空间约在 60 至 70 亿左右，目前公司市占率不到 10%。随着公司持续开拓市场和产能逐步释放，未来有望获得更高的市场份额。公司在机械密封领域已沉淀四十余年，密封产品在技术上相比进口密封的差距已日趋缩小，**公司产品现在基本能够替代国外密封，个别领域甚至已经超越国外水平。**

**整合产业链、构建大密封产业集团。**公司 2017 年收购优泰科（苏州）密封技术有限公司（以下简称“优泰科”），优泰科是国内无模具密封技术的领先者，主要产品为无模具密封加工设备、无模具密封加工材料以及无模具橡塑密封产品。优泰科定位于液压密封的中高端市场，尤其在大型无模具液压密封方面具有非常突出的领先优势，未来有望持续保持快速增长。2018 年收购大连华阳密封股份有限公司（以下简称“华阳密封”），华阳密封的产品主要应用领域与公司相同，曾是公司近年来在高端产品市场上的强劲竞争对手之一。华阳密封技术能力强，在釜用密封领域具有突出的领先优势，其产品属于机械密封的中、高端系列，公司收购华阳密封将在技术研发和生产制造等多方面形成互补。此外，收购华阳密封后在公司长期重点布局的核电领域的领先优势更加突出，融合双方技术研发团队，实现核电密封技术的相互补充与促进，近两年，公司核电产品的研发和市场推广均取得了重要突破，在核电新项目中取得了核二三级密封以及非核级产品较多的配套订单，打破国外垄断，核电密封全面替代进口的进程也将进一步加快。未来公司将在其他领域实现新的外延收购，延伸和完善产业结构，未来有望在未来的市场竞争中占据主导地位，逐步完成大密封产业的战略布局。

**公司营收业绩稳健增长，外延并购显著提升营收业绩规模。**公司此前公布 2019 年业绩预告 2.05-2.30 亿元，对应增速 20%-35%。从收入端看，公司 2012-16 年每年营收规模在 3.1-3.6 亿之间，2017 年收购优泰科后实现营收 4.96 亿元，

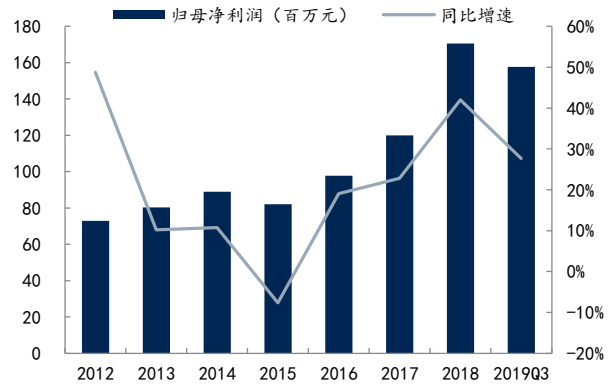
同比增长 48.44%，2018 年收购华阳密封，受益于石油化工行业投资增长，市场需求回暖且公司产能提升，实现营收 7.05 亿元，同比增长 42.09%，2012-18 年营收 CAGR 达 14.72%。从业绩端看，公司 2012-18 年归母净利润 CAGR 达 15.22%，2017 年实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 22.8%，受收购优泰科交易架构的影响，合并优泰科并未给公司带来利润增长，且受政府补助减少、折旧摊销增加等因素影响，2017 年度公司净利润增长幅度低于收入增幅。2018 年公司实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 41.99%，略低于收入增速的主要原因是收购优泰科和华阳密封产生的各类费用摊销和新增毛利率较低的增量业务收入占比增长。

图 1：公司 2012-18 年营收 CAGR 达 14.72%



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

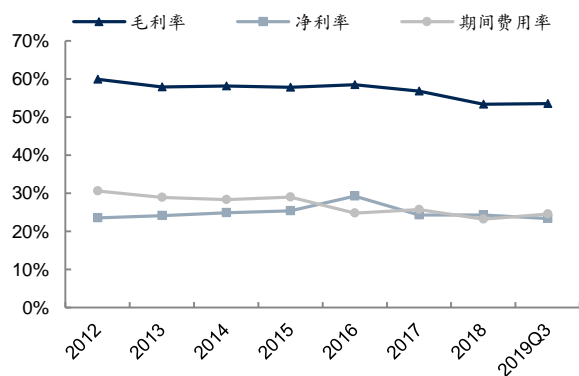
图 2：公司 2012-18 年归母净利润 CAGR 达 15.22%



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

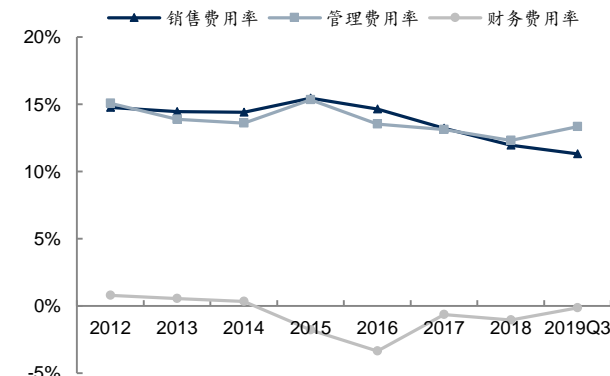
公司盈利能力基本保持稳定，长期受益于产能扩张释放。公司毛利率在 2012-16 年长期稳定在 58%左右，2017 年由于收购优泰科，其产品毛利率略低于公司原有业务，导致合并后公司 2017 年平均毛利率降至 56.83%。2018 年由于毛利率较低的增量业务收入占比增长，导致产品的平均毛利率进一步下滑至 53.33%。公司净利率自 2012 年的 23.57%不断上涨至 2016 年的 29.23%，2017 年收购优泰科由于受政府补助减少、折旧摊销增加等因素影响，净利率下降至 24.28%，2018 年净利率 24.26%，基本平稳。公司期间费用率自 2012 年的 30.63%下降至 2018 年的 23.21%，由于 17、18 年销售规模明显扩大以及收购优泰科和华阳密封，销售费用和管理费用都有增加，但营收的大幅度提升使期间费用率呈下降趋势。

图 3：公司毛利率 2017、18 年略有下滑



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司外延并购和业务扩张下期间费用率未明显上升

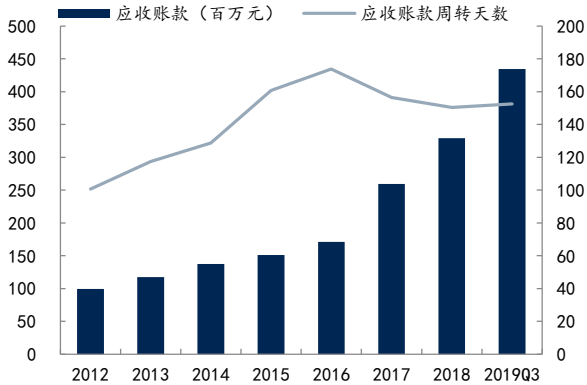


资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司应收账款快速增加，经营性现金流良好。公司近年来在业务扩张影响下应收账款金额快速增长，公司 2017/2018 年应收账款分别为 2.6/3.3 亿元，同比增长分别为 51.7%/26.7%，对应 17/18 年营收增速为 48.44%/42.09%。主要原因是公司为订单采购原材料支付的现金增多，收入回款始终滞后于采购支出，且近年来在公司“通过主机占领终端”的销售战略下，来自主机厂客户的增量业务收入增长较快，这类客户的订单执行周期很长，使得回款滞后于支出更明显。但公司的应收账款对象主要为信誉良好的大型知名企业，坏账率较低。受应收账款大幅增加、贷款中银行承兑汇票占比较高且兑付期限偏长的影响，公司 2018 年经营性现金流净额同比下降 27.2%，经营性现金流净额占净利润比例自 2017 年的

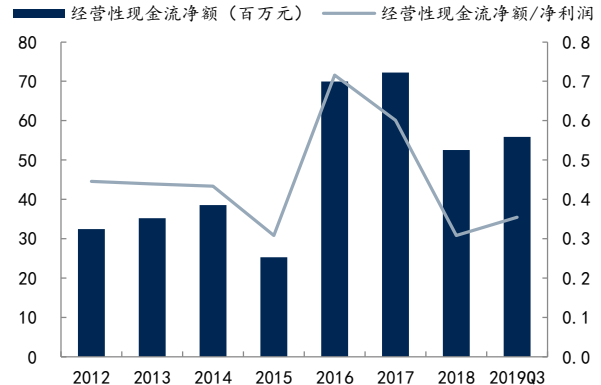
0.6 下降至 2018 年的 0.31，不过公司经营性现金流整体呈现良好状态。

图 5：公司应收账款金额快速增长



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

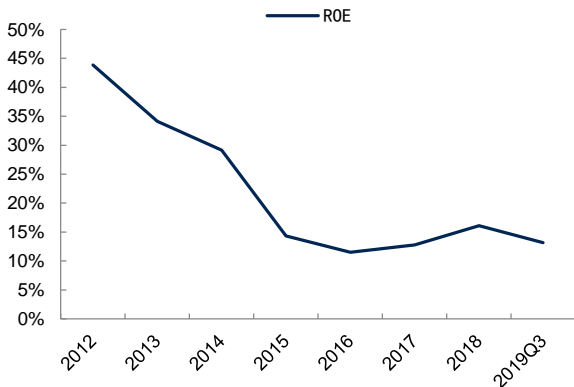
图 6：公司 2018 年经营性现金流净额同比下降 27.2%



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

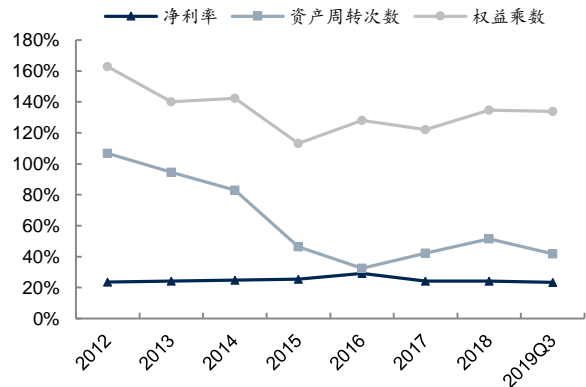
公司 ROE 处于历史低位，17、18 年开始回升。公司 ROE 水平自 2012 年的 43.85% 下降至 2016 年的 11.53%，2017 年小幅回升至 12.8%，2018 年升至 16.1%，同比增长 3.3 个百分点。公司 2015 年 IPO 后扩张产能并陆续外延并购，资产周转率有所降低。17、18 年资产周转率提升叠加权益乘数回升，ROE 水平有所提升。

图 7：公司 ROE



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8：公司 ROE 受资产周转率和权益乘数波动影响较大



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### ■ 投资建议：上调至“买入”评级

公司是机械密封件龙头，产品竞争力突出，充分受益石化领域的持续高景气及新应用领域的拓展，当前收购新地佩尔将进一步拓展公司成长空间、完善产业链，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润 2.16/2.85/3.63 亿元，对应 PE 值 28/21/17 倍（考虑新地佩尔完全并表，预计 2020/2021 年备考归母净利润约 3.00/3.83 亿元，对应 PE 值为 20/15 倍），上调至“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	298	680	825	1016
应收款项	487	242	326	405
存货净额	257	293	385	501
其他流动资产	13	40	43	48
<b>流动资产合计</b>	<b>1055</b>	<b>1255</b>	<b>1580</b>	<b>1970</b>
固定资产	238	226	215	203
无形资产及其他	130	126	121	117
投资性房地产	106	106	106	106
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1528</b>	<b>1713</b>	<b>2022</b>	<b>2396</b>
短期借款及交易性金融负债	35	20	20	20
应付款项	128	140	193	247
其他流动负债	82	97	124	154
<b>流动负债合计</b>	<b>245</b>	<b>257</b>	<b>337</b>	<b>421</b>
长期借款及应付债券	124	124	124	124
其他长期负债	25	25	25	25
<b>长期负债合计</b>	<b>149</b>	<b>149</b>	<b>149</b>	<b>149</b>
<b>负债合计</b>	<b>394</b>	<b>406</b>	<b>486</b>	<b>570</b>
少数股东权益	3	4	4	5
股东权益	1131	1303	1531	1821
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1528</b>	<b>1713</b>	<b>2022</b>	<b>2396</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.89	1.10	1.45	1.84
每股红利	0.17	0.22	0.29	0.37
每股净资产	5.89	6.62	7.78	9.26
ROIC	18%	18%	24%	29%
ROE	15%	17%	19%	20%
毛利率	53%	53%	53%	53%
EBIT Margin	33%	28%	28%	29%
EBITDA Margin	35%	30%	30%	31%
收入增长	42%	32%	28%	24%
净利润增长率	42%	26%	32%	27%
资产负债率	26%	24%	24%	24%
息率	0.5%	0.7%	1.0%	1.2%
P/E	34.2	27.7	21.0	16.5
P/B	5.2	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	25.0	22.6	17.8	14.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>705</b>	<b>930</b>	<b>1192</b>	<b>1478</b>
营业成本	329	441	566	702
营业税金及附加	9	9	11	16
销售费用	84	107	135	163
管理费用	52	117	146	175
财务费用	(7)	0	(4)	(6)
投资收益	(5)	(1)	(2)	(2)
资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
其他收入	(32)	0	0	0
营业利润	199	254	336	426
营业外净收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>199</b>	<b>254</b>	<b>337</b>	<b>427</b>
所得税费用	28	38	51	63
少数股东损益	0	1	1	1
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>170</b>	<b>216</b>	<b>285</b>	<b>363</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>170</b>	<b>216</b>	<b>285</b>	<b>363</b>
资产减值准备	(4)	0	(0)	(0)
折旧摊销	19	26	29	30
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	(7)	0	(4)	(6)
营运资本变动	(232)	209	(100)	(115)
其它	4	0	1	1
<b>经营活动现金流</b>	<b>(41)</b>	<b>451</b>	<b>214</b>	<b>278</b>
资本开支	(133)	(11)	(13)	(14)
其它投资现金流	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(128)</b>	<b>(11)</b>	<b>(13)</b>	<b>(14)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	124	0	0	0
支付股利、利息	(32)	(43)	(57)	(73)
其它融资现金流	(108)	(15)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>77</b>	<b>(58)</b>	<b>(57)</b>	<b>(73)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(92)</b>	<b>382</b>	<b>144</b>	<b>191</b>
货币资金的期初余额	390	298	680	825
货币资金的期末余额	298	680	825	1016
企业自由现金流	(149)	442	199	260
权益自由现金流	(132)	426	203	266

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032