

# 纳尔股份 (002825) \化工

## ——内外并举，产业链布局逐步完整

### 投资要点：

#### ➤ 公司是数码材料及功能膜等新材料提供商

公司主要产品是车身贴、单透膜等承印材料，公司产品经喷绘后广泛应用于户外广告领域和装饰美饰领域，包括流动媒体广告、玻璃幕墙广告、场地装饰等；公司目前研发上市的漆面保护膜应用于汽车后市场。另外，公司通过收购，持有墨库图文51%的股权，成功切入数码喷墨墨水领域。

#### ➤ 墨库图文与公司主业有业务协同，有助于产业链完善

数码喷墨印刷主要涉及三个关键要素，包括数码喷印设备、喷墨墨水以及承印材料，其中喷墨墨水与承印材料属于数码喷印耗材，在数码喷印过程中是消耗性材料，具有应用范围广、使用周期短、更新较为频繁、使用量大等特点。墨库图文主要生产数码印花墨水、桌面办公欧水和广告喷绘墨水等数码墨水，与公司原先的承印材料产品具有较强的互补性和协同性。

#### ➤ 公司上市后一直着眼于产业链完整布局和配套

公司除了投资墨库图文之外，另外还通过IPO上市募投项目之一的“高性能数码喷印材料生产建设项目（三期）”，实现对产业链上游的延伸。该项目达产后，将新增车身贴产能4700万平方米、单透膜产能1300万平方米、离型纸产能6000吨、PVC压延膜产能10000吨，其中离型纸和PVC膜是生产单透膜和车身贴的主要原材料。

#### ➤ 未来业绩增长来自于募投项目投产和墨库图文的产能扩张

公司募投项目投产时间推迟至2020年，2018年年报显示，其2018年贡献利润912.6万元。墨库图文2018年管理费用比2017年增加2861.6万元，同比增长396.7%，导致业绩下滑，主要原因是2018年墨库图文引入员工持股平台前海匠台投资，对于员工持股平台入股价格与同期引入外部机构投资者过程中相对公允的股票发行价格之间的差异确认为股份支付。若剔除股份支付因素，墨库图文2017年、2018年管理费用分别为726.9万元、842.7万元。目前墨库图文产能正进行技改放大，未来利润水平有望提升。

#### ➤ 盈利预测及评级

预计2019-2021年EPS分别为0.50元、0.78元、0.99元，对应最新收盘价PE分别为31倍、20倍、16倍。考虑到未来公司产能释放带来业绩增长的确定性，首次覆盖给与“推荐”评级。

#### ➤ 风险提示。原材料价格大幅波动风险；汇率风险；商誉大幅减值风险

投资建议：

推荐

首次覆盖

当前价格：

15.67元

目标价格：

元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	144/41
流通A股市值（百万元）	628
每股净资产（元）	4.55
资产负债率（%）	26.44
一年内最高/最低（元）	21.95/12.69

### 一年内股价相对走势



吴程浩 分析师

执业证书编号：S0590518070002

电话：0510-85611779

邮箱：wuch@gjsc.com.cn

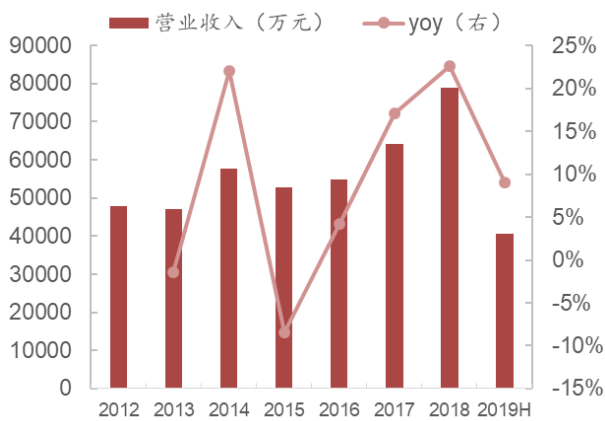
### 相关报告

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	642.85	788.52	935.70	1,177.00	1,325.50
增长率（%）	17.08%	22.66%	18.67%	25.79%	12.62%
EBITDA（百万元）	51.20	80.42	100.08	143.65	173.92
净利润（百万元）	34.19	59.59	71.77	112.32	141.99
增长率（%）	-47.33%	74.25%	20.46%	56.48%	26.42%
EPS（元/股）	0.24	0.41	0.50	0.78	0.99
市盈率（P/E）	66.05	37.90	31.47	20.11	15.91
市净率（P/B）	3.97	3.63	3.33	2.94	2.56
EV/EBITDA	28.46	26.84	20.60	13.67	10.56

## 1. 公司概况：收入稳步增长，未来看募投项目投产和并购标的产能扩张

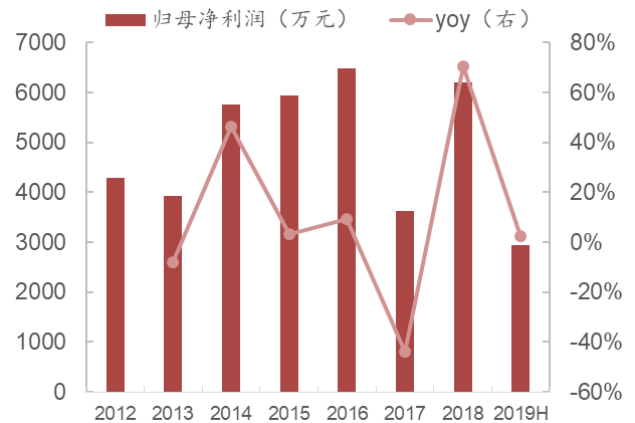
公司是数码材料及功能膜等新材料供应商。公司主要产品是车身贴、单透膜、涂层喷印材料和贴合喷印材料等承印材料，公司产品经喷绘后广泛应用于户外广告领域和装饰美饰领域，包括流动媒体广告、玻璃幕墙广告、场地装饰等。公司积极布局新兴领域的功能膜产品，包括车用薄膜等新材料。另外，公司通过收购，持有墨库图文51%的股权，成功切入数码喷墨墨水领域。目前，公司产品的海外市场占比约四成多，随着墨库图文的并表，未来海外市场的收入占比将进一步下降。从近几年经营数据来看，公司营业收入实现稳步增长，归母净利润呈现波动。

图表 1：公司历年营业收入及增速



来源：Wind，国联证券研究所

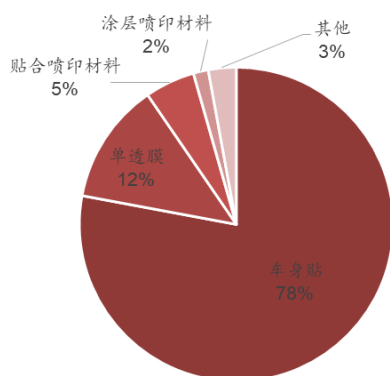
图表 2：公司历年归母净利润及增速



来源：Wind，国联证券研究所

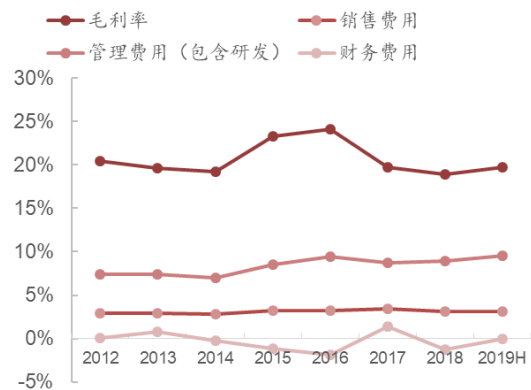
公司毛利率较稳定，管理费用增加较多。公司毛利率维持在 19%左右，而上市以来，公司的销售费用率基本保持平稳，管理费用率有小幅的提升。由于海外收入占比较高，因此公司的汇兑损益对财务费用的影响也较大，公司财务费用率也经常呈现波动。

图表 3：公司营业收入结构 (2019-H1)



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：公司毛利率及三费情况



来源：Wind，国联证券研究所

募投项目产能逐步释放，带来公司业绩增长。截至 2018 年末，公司募投项目高性能数码喷印材料生产建设项目（三期）投资进度为 65.07%，募投项目数码喷印材料工程技术研发中心建设项目投资进度为 63.36%，募投项目国内营销网络建设项目投资进度为 23.55%，随着公司 2018 年国内市场营销网络募投项目的推进，将公司销售及服务的延伸到离客户最近的前线，对扩大市场份额，提升客户满意度起到非常重要的作用。公司已于 2018 年 12 月 21 日披露公告，将上述募投项目计划完成时间由 2018 年推迟至 2020 年。不过，随着公司产能的逐步释放，公司产品的销量呈现增长，2018 年公司主营业务销量同比增长 17.9%，主营业务收入同比增长 22.7%。预计，未来数年，公司的数码喷印材料收入仍然将会持续增长。

图表 5：公司募投项目情况

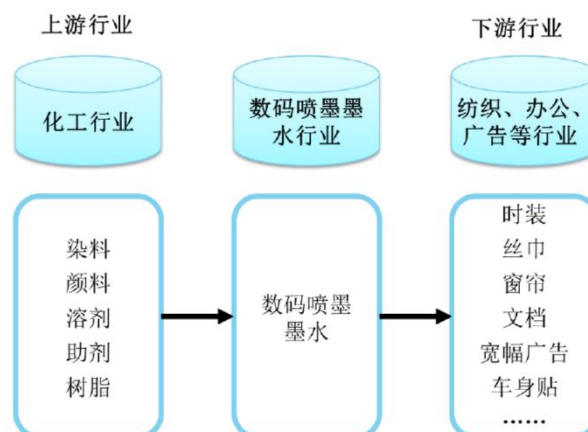
序号	项目名称	募集资金投资总额（万元）	实施主体
1	高性能数码喷印材料生产建设项目（三期）	15,134.41	百纳数码
2	数码喷印材料工程技术研发中心建设项目	2,636.73	百纳数码
3	国内营销网络建设项目	1,563.91	纳尔股份
	合计	19,335.05	-

来源：公司公告，国联证券研究所

## 2. 墨库图文基本情况

墨库图文主要从事数码喷墨墨水的研发、生产和销售，自成立以来主营业务没有发生重大变化。墨库图文的主要产品包括数码印花墨水、桌面办公墨水和广告喷绘墨水等，可广泛应用于纺织、办公和广告等领域。公司收购墨库图文之后，相应的业绩承诺是 2019-2021 年实现扣非后归母净利润分别不低于 1900 万元、2600 万元、3500 万元。另外，还有超额业绩奖励：若业绩承诺期间累积实现净利润超过 8000 万元，但未达累积承诺净利润 135%（即累积实现净利润未达 1.08 亿元）时，不进行业绩奖励；若累积实现净利润达到累积承诺净利润的 135%以上（含本数）时，则超过 8000 万元部分的 30%（但最高不超过交易标的资产交易对价的 20%）作为对标的公司管理团队的奖励。

图表 6：墨库图文产业链概况



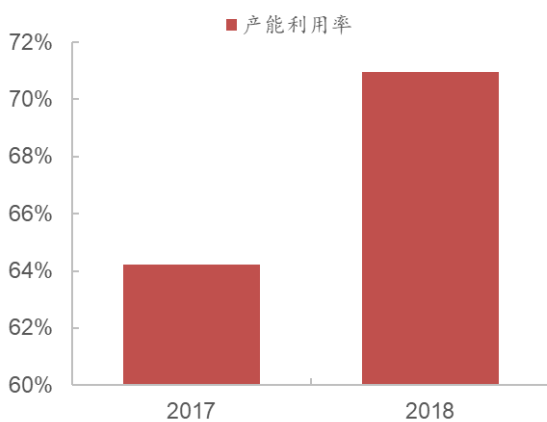
来源：公司公告，国联证券研究所

墨库图文的墨水产能 8645 吨/年，公司正在进行扩产，未来其产能将会进一步提升。根据公司公告披露，截至 2018 年 12 月 31 日，墨库图文综合产能利用率约为 70%，产能尚有部分富余，为未来业绩增长提供了产能基础。此外，墨库图文还计划主要以原有设备更新改造及购置新设备等方式扩大产能。其现有生产设备中 6L 研磨设备共 13 台，每台占地面积约 6 平方米，满负荷产能每台约 1.7 吨/月；其计划购置部分 60L 研磨设备，每台占地面积约 12 平方米，满负荷产能每台约 18 吨/月，占地面积约为现有设备的 2 倍，但产能效率约为现有设备的 10 倍。

研发项目储备也支持公司未来的发展。墨库图文研发方向主要是通过技术工艺创新和产品创新以实现公司经营实力的提升，主要包括现有技术工艺的改进以及产品种类的丰富。在广告喷绘行业，公司已经储备了 UV 墨水。公司 UV 墨水具有以下优势：一是应用了纳米级研磨技术，平均粒径在 200 纳米左右；二是墨水调制了独特手感配方，固化后的 3D 浮雕感突出；三是采用环保丙烯酸体系，不添加任何有害有机挥发性溶剂。目前，公司 UV 墨水逐步获得了客户认可，形成批量化订单销售，未来亦可以与上市公司的产品形成良好的协同效应。

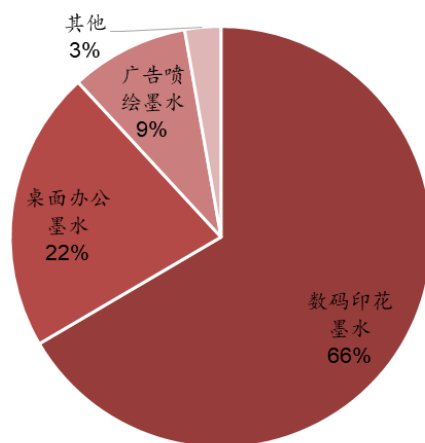
墨库图文将借助纳尔股份的销售渠道在广告领域墨水市场中发挥协同效应。数码喷墨印刷主要涉及三个关键要素，包括数码喷印设备、喷墨墨水以及承印材料。在前述三要素的具体产品中，数码喷印材料类别较多，下游喷印制作企业和经销商则是根据实际应用领域的不同而常需同时采购多种不同产品。为了节约采购成本、提高采购效率、控制产品质量，下游客户往往向其信赖的供应商进行“一站式”采购，即下游客户通过其信赖的供应商采购其自产的产品以及同行业其他厂商生产的其他产品。行业内部分企业的品牌 and 产品质量逐渐得到客户的认可，也越来越多的采用“一站式”产品供应服务的模式以满足客户的需求。

图表 7：墨库图文产能利用率



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 8：2018 年墨库图文产品结构



来源：公司公告，国联证券研究所

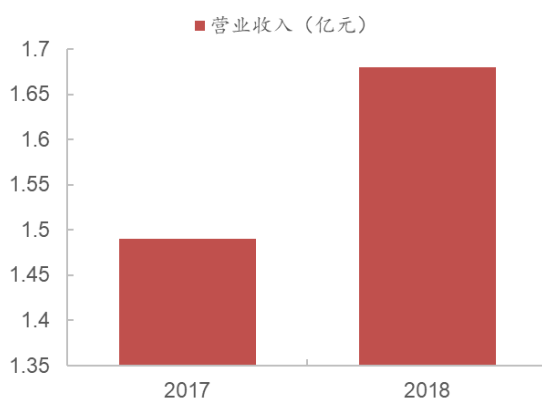
喷墨印刷市场情况：喷墨印刷现已成为业界公认的数字印刷业发展的焦点，在全球总规模一半的北美印刷市场，年收入增长的 70% 来自喷墨印刷。据统计，喷墨

印刷市场在 2017 达到 673 亿美元,并以每年 10.3%的平均增长率快速发展。2014 年全球喷墨墨水销量为 5.75 万吨左右,约为 62 亿美元,并以 12.7%的复合年增长率在未来 5 年内迅速扩大。据天威新材年报引用的《中国墨水行业市场前景分析预测报告》分析:从墨水产品 2016-2018 年 1-2 月进出口量/值及增长情况分析,我国“书写或绘画墨水及其他墨类”来看,未来我国的墨水的出口量/出口额和进口量/进口额呈现上升趋势,我国未来墨水的出口呈现短期波动、长期上升的趋势。从 2018-2022 年中国墨水产品产量及增速预测来看,预测未来墨水市场将会以 21%左右的增速增长,2018 年,我国墨水产量为 10.33 万吨,2022 年,我国墨水产量将达到 22.58 万吨。从我国墨水产量分布区域及占比看,华东地区占比 36.5%,华南地区 30.4%,华北地区 15.6%,我国的墨水生产企业主要集中于珠三角、长三角区域,该区域墨水生产企业占比达到 80%以上。

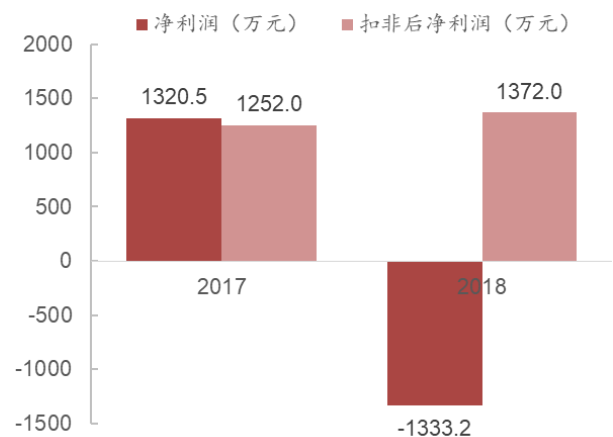
核心竞争力: 1、研发优势: 研发部门拥有数十名集精细化工、高分子材料、机械设备等多个领域的专业技术研发人员。其中,研发主要负责人明亚强博士,拥有美国明尼苏达大学化学工程专业博士学位,曾任 Lexmark International Lexington KY 高级化工工程师、Guardian Industriale Carleton MI 资深科学家、Lubrizol Cleveland OH 资深科学家,具有丰富的数码喷墨墨水及相关行业研发经验。2、产品质量优势: 公司有良好的工艺规范控制体系和质量控制管理体系、品质检测流程。3、快速服务优势: 公司经营团队高效迅速,能够密切关注客户需求,快速反应从而为客户提供及时有效的服务。一是在产品研发阶段,公司主动参与部分客户喷墨设备设计选型以及下游应用客户的使用效果分析,开展配方研究以及应用分析,以开发贴切客户需求的墨水;二是公司配备了高效的售后技术服务团队,能够实现在客户遇到问题时及时沟通,及时解决客户遇到的困难。通过售后服务,公司加强了与下游客户的合作关系,也能更及时的了解到市场的新需求、新趋势。

财务情况: 2018 年墨库图文净利润较 2017 年下降 2653.6 万元,期间费用较上年同期增加 3007.3 万元,主要是由于 2018 年公司实施员工股权激励计划并确认股份支付费用 2745.7 元。剔除股份支付因素,墨库图文 2018 年实现净利润为 1412.5 万元,扣非后净利润为 1372.0 万元。

图表 9: 墨库图文收入



图表 10: 墨库图文归母净利润和扣非后净利润

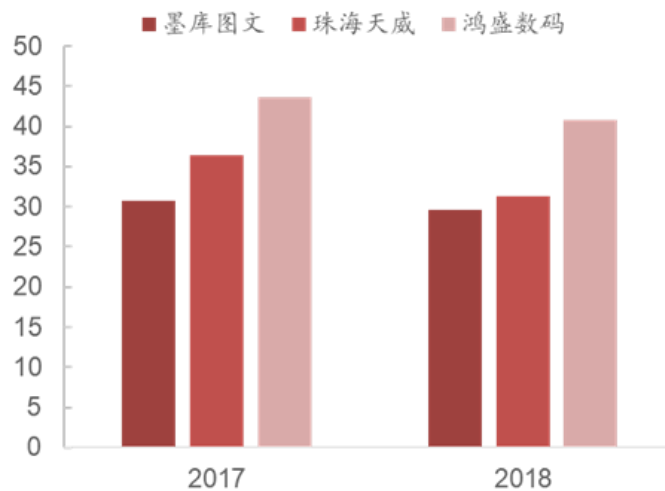


来源：公司公告，国联证券研究所

来源：公司公告，国联证券研究所

同行业公司比较：目前，和墨库图文处于同行业的公司有珠海天威新材料和郑州鸿盛数码科技。郑州鸿盛数码科技主要从事纳米喷墨新材料、打印设备及方案的研发、制造、销售，目前其推出了“RCT 解决方案”，可实现免预处理生产，推出锐美高浓度活性染料墨水，获得日本京瓷认证，因此毛利率相对高于其他对手。珠海天威开发了注入“it's time”高端 UV 墨水，也有不错的营销成绩。墨库图文的产品主要是数码印花墨水、桌面办公墨水和广告喷绘墨水，产品类型与其他两家公司略有不同，纺织类墨水毛利率和对手相当，办公类和广告类毛利率则相对较低，因此拉低墨库图文综合毛利率。不过，三家公司的毛利率均显示出，其与原料成本走势相关，2018 年，原材料价格上升，三家公司毛利率均有不同程度的下降。

图表 11：同行业公司毛利率对比（单位：%）



来源：公司公告，国联证券研究所

### 3. 盈利预测及评级

关键假设：(1) 墨库图文预计 2019~2021 年，其销量分别为 6600 吨、8000 吨、9500 吨，价格均为 2.9 万元/吨，考虑到产能逐步释放，毛利率未来有望提升，2019~2021 年毛利率为 29%、30%、31%。(2) 公司数码喷印材料业务预计 2019-2021 年，其销量分别为 2.4 亿平米、2.7 亿平米、3 亿平米，价格均为 3.5 元/平米，考虑到公司募投项目投产后，上游原料自给程度提升，公司未来三年毛利率将有所提升，预计 2019-2021 年，毛利率分别为 19%、20%、21%。

图表 12：公司主营业务拆分情况

		2018	2019E	2020E	2021E
数码喷印材料	销售收入 (百万元)	779	840	945	1050
	销售成本 (百万元)	640	680	756	830
	毛利率	17.9%	19.0%	20.0%	21.0%
墨水	销售收入 (百万元)		96	232	276
	销售成本 (百万元)		68	162	190

---

毛利率	29.0%	30.0%	31.0%
-----	-------	-------	-------

---

来源：Wind，国联证券研究所

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50 元、0.78 元、0.99 元，对应最新收盘价 PE 分别为 31 倍、20 倍、16 倍。考虑到未来公司产能释放带来业绩增长的确定性强，首次覆盖给与“推荐”评级。

#### 4. 风险提示

原材料价格大幅波动风险；汇率风险；商誉大幅减值风险

**图表 13: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	169.24	126.83	220.10	342.03	484.99	营业收入	642.85	788.52	935.70	1,177.00	1,325.50
应收账款+票据	71.19	79.80	95.77	124.49	143.17	营业成本	515.83	639.53	748.35	918.40	1,019.60
预付账款	5.70	12.80	15.35	19.96	22.96	营业税金及附加	1.89	2.09	2.53	3.18	3.58
存货	71.13	72.31	86.77	112.80	129.73	营业费用	21.87	24.77	29.94	37.66	42.42
其他	177.77	206.13	206.13	206.13	206.13	管理费用	56.14	33.35	84.21	105.93	119.30
<b>流动资产合计</b>	<b>495.03</b>	<b>497.87</b>	<b>624.12</b>	<b>805.42</b>	<b>986.98</b>	财务费用	9.23	-10.10	-15.07	-21.61	-27.73
长期股权投资	12.01	30.58	30.58	30.58	30.58	资产减值损失	3.33	2.28	3.00	3.00	3.00
固定资产	142.20	151.87	183.77	162.03	140.29	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	23.75	53.64	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-0.49	-0.83	0.00	0.00	0.00
无形资产	37.36	39.95	39.01	38.08	37.14	其他	0.00	-37.13	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	26.17	52.00	25.11	23.43	21.76	<b>营业利润</b>	<b>34.06</b>	<b>58.64</b>	<b>82.74</b>	<b>130.44</b>	<b>165.34</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>241.49</b>	<b>328.04</b>	<b>278.48</b>	<b>254.13</b>	<b>229.78</b>	营业外净收益	4.55	6.73	1.70	1.70	1.70
<b>资产总计</b>	<b>736.52</b>	<b>825.91</b>	<b>902.60</b>	<b>1,059.55</b>	<b>1,216.75</b>	<b>利润总额</b>	<b>38.62</b>	<b>65.36</b>	<b>84.44</b>	<b>132.14</b>	<b>167.04</b>
短期借款	0.00	18.00	0.00	0.00	0.00	所得税	4.42	5.78	12.67	19.82	25.06
应付账款+票据	150.81	162.58	195.10	253.63	291.67	<b>净利润</b>	<b>34.19</b>	<b>59.59</b>	<b>71.77</b>	<b>112.32</b>	<b>141.99</b>
其他	16.75	23.79	28.55	37.11	42.68	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>167.56</b>	<b>204.37</b>	<b>223.65</b>	<b>290.74</b>	<b>334.35</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>34.19</b>	<b>59.59</b>	<b>71.77</b>	<b>112.32</b>	<b>141.99</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	营业收入	17.08%	22.66%	18.67%	25.79%	12.62%
<b>负债合计</b>	<b>167.56</b>	<b>204.37</b>	<b>223.65</b>	<b>290.74</b>	<b>334.35</b>	EBIT	-53.81%	82.30%	24.87%	55.34%	24.75%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	-42.17%	57.08%	24.44%	43.53%	21.07%
股本	100.31	140.28	140.28	140.28	140.28	归属于母公司净利润	9.21%	74.25%	20.46%	56.48%	26.42%
资本公积	190.42	151.06	151.06	151.06	151.06	<b>获利能力</b>					
留存收益	278.23	330.19	387.61	477.47	591.06	毛利率	19.76%	18.89%	20.02%	21.97%	23.08%
<b>股东权益合计</b>	<b>568.96</b>	<b>621.54</b>	<b>678.96</b>	<b>768.81</b>	<b>882.40</b>	净利率	5.32%	7.56%	7.67%	9.54%	10.71%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>736.52</b>	<b>825.91</b>	<b>902.60</b>	<b>1,059.55</b>	<b>1,216.75</b>	ROE	6.01%	9.59%	10.57%	14.61%	16.09%
<b>现金流量表</b>						ROIC	13.13%	12.81%	11.26%	18.90%	23.99%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>偿债能力</b>					
净利润	32.25	56.01	70.33	110.87	140.54	资产负债	22.75%	24.74%	24.78%	27.44%	27.48%
折旧摊销	16.61	17.38	21.35	21.35	21.35	流动比率	2.95	2.44	2.79	2.77	2.95
财务费用	12.46	-8.64	-5.71	-9.84	-14.47	速动比率	1.47	1.07	1.48	1.67	1.95
存货减少	-20.29	-2.92	-14.46	-26.03	-16.92	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	57.39	19.28	18.75	33.76	21.94	应收账款周转率	9.86	10.70	10.59	10.24	10.03
其它	16.42	-5.61	3.00	3.00	3.00	存货周转率	7.25	8.84	8.62	8.14	7.86
<b>经营活动现金流</b>	<b>114.84</b>	<b>75.51</b>	<b>93.26</b>	<b>133.11</b>	<b>155.44</b>	总资产周转率	0.87	0.95	1.04	1.11	1.09
资本支出	46.91	70.60	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	637.50	787.70	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.24	0.41	0.50	0.78	0.99
其他	449.60	721.04	26.65	1.45	1.45	每股经营现金流	0.80	0.52	0.65	0.92	1.08
<b>投资活动现金流</b>	<b>-234.81</b>	<b>-137.26</b>	<b>26.65</b>	<b>1.45</b>	<b>1.45</b>	每股净资产	3.95	4.31	4.71	5.33	6.12
债权融资	0.00	18.00	-18.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	7.94	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	66.05	37.90	31.47	20.11	15.91
其他	-26.95	-12.76	-8.64	-12.63	-13.92	市净率	3.97	3.63	3.33	2.94	2.56
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-19.01</b>	<b>5.24</b>	<b>-26.64</b>	<b>-12.63</b>	<b>-13.92</b>	EV/EBITDA	28.46	26.84	20.60	13.67	10.56
<b>现金净增加额</b>	<b>-150.57</b>	<b>-51.76</b>	<b>93.27</b>	<b>121.93</b>	<b>142.96</b>	EV/EBIT	42.12	34.23	26.19	16.06	12.03

数据来源: 公司报告、国联证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-85603281

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210