

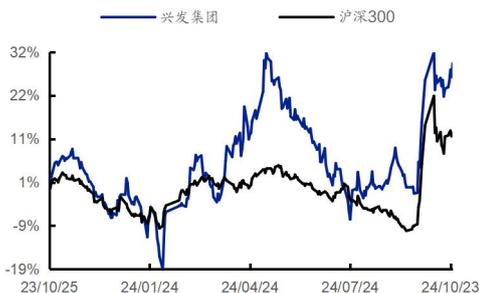
研究所：

证券分析师：李永磊 S0350521080004  
liy103@ghzq.com.cn  
证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn  
证券分析师：李娟廷 S0350524090007  
lijt03@ghzq.com.cn

## 2024Q3 业绩同比大增，磷矿资源优势显著

### ——兴发集团（600141）2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/10/25

表现	1M	3M	12M
兴发集团	23.0%	34.6%	29.0%
沪深 300	16.3%	16.4%	12.9%

市场数据

2024/10/25

当前价格（元）	23.20
52 周价格区间（元）	14.31-24.83
总市值（百万）	25,595.51
流通市值（百万）	25,595.51
总股本（万股）	110,325.46
流通股本（万股）	110,325.46
日均成交额（百万）	517.86
近一月换手（%）	2.11

相关报告

《兴发集团（600141）2024 年中报点评：2024Q2 业绩大增，在建项目有序推进（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2024-08-22

《兴发集团（600141）2024 年一季报点评：一季度业绩承压，完善硅石矿资源配套能力（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2024-04-30

《兴发集团（600141）2023 年报点评：2023 年业绩承压，新材料项目带来利润增长点（买入）\*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2024-04-03

《兴发集团（600141）2023 年三季度报点评：Q3

事件：

2024 年 10 月 26 日，兴发集团发布 2024 年第三季度报告：2024 年前三季度公司实现营业收入 220.50 亿元，同比增长 0.04%；实现归属于上市公司股东的净利润 13.14 亿元，同比增加 37.85%；加权平均净资产收益率为 6.21%，同比增加 1.43 个百分点。销售毛利率 17.96%，同比增加 4.82 个百分点；销售净利率 6.02%，同比增加 1.56 个百分点。

其中，公司 2024Q3 实现营收 86.46 亿元，同比+3.54%，环比+32.69%；实现归母净利润 5.09 亿元，同比+52.73%，环比+20.26%；ROE 为 2.43%，同比增加 0.81 个百分点，环比增加 0.41 个百分点。销售毛利率 18.86%，同比增加 6.25 个百分点，环比下降 1.62 个百分点；销售净利率 6.01%，同比增加 1.83 个百分点，环比下降 0.53 个百分点。

投资要点：

#### ■ 磷矿价格维持高位，2024Q3 盈利持续修复

2024Q3，公司实现营业收入 86.46 亿元，同比+3.28 亿元，环比+21.30 亿元；实现毛利润 16.30 亿元，同比+5.81 亿元，环比+2.95 亿元；实现归母净利润 5.09 亿元，同比+1.84 亿元，环比+0.86 亿元。公司磷矿石、磷肥、草甘膦产品盈利能力同比增强，同时公司持续加强产品及工艺研发，积极向化工新材料企业转型升级，特种化学品板块保持良好的发展态势及盈利水平，对公司业绩发挥了重要支撑作用。2024Q3 公司草甘膦销量为 6.25 万吨，同比+54.70%，环比-6.02%；肥料销量为 29.96 万吨，同比-27.10%，环比-20.28%，特种化学品销量为 13.33 万吨，同比-2.70%，环比+1.21%。据 Wind 数据，2024Q3，磷矿石均价为 1009 元/吨，同比+20.51%，环比+1.71%；磷酸一铵均价为 3297 元/吨，同比+18.09%，环比+8.06%，价差为 823 元/吨，同比+36.18%，环比+21.17%；磷酸二铵均价为 3916 元/吨，同比+5.93%，环比+0.63%，价差为 955 元/吨，同比-4.94%，环比-4.30%；草甘膦均价为 25149 元/吨，同比-23.23%，环比-3.69%，价差为 10405 元/吨，同比-40.28%，环比-11.41%。

2024Q3 公司税金及附加为 1.51 亿元，同比+0.56 亿元，环比-0.40 亿元。期间费用方面，2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用分别为

盈利环比大增，新材料项目打开成长空间（买入）  
 \*农化制品\*李永磊，董伯骏》——2023-11-01

1.25/1.62/3.30/1.17 亿元，同比+0.06/+0.60/+0.93/+0.47 亿元，环比-0.08/+0.57/+0.34/+0.49 亿元。2024Q3 公司资产减值损失为-0.47 亿元，同比-0.54 亿元，环比+0.19 亿元；营业外支出为 0.67 亿元，同比+0.36 亿元，环比+0.57 亿元。

据 Wind，2024Q4（截至 2024/10/25）磷矿石均价为 1018 元/吨，同比+6.09%，环比+0.89%；草甘膦均价为 25495 元/吨，同比-12.01%，环比+1.37%，价差为 11006 元/吨，同比-18.67%，环比+5.78%；磷酸一铵均价为 3084 元/吨，同比-6.32%，环比-6.44%，价差为 603 元/吨，同比-27.55%，环比-26.76%；磷酸二铵均价为 3952 元/吨，同比+0.73%，环比+0.90%，价差为 966 元/吨，同比+7.13%，环比+1.18%。磷矿石价格维持高位，对肥料、草甘膦等盈利形成有力支撑，同时湿电子化学品等新材料产品为公司培育了新的利润增长点，公司业绩有望持续修复。

### ■ 在建项目有序推进，新材料业务带来新的利润增长点

公司重点项目有序推进。根据公司 2024 年半年度报告，公司后坪 200 万吨/年磷矿选矿及管道输送项目、瓦屋 100 万吨/年磷矿光电选矿项目建成投运，有助于提升磷矿资源综合利用效益；兴晨公司 2 万吨/年 2,4-D 项目、湖北兴瑞 40 万吨/年有机硅新材料项目（一期）、宜都兴发湿法磷酸精制技术改造以及湖北友兴 30 万吨/年磷酸铁锂（一期）等项目陆续建成，公司绿色农药、硅基材料、新能源产业综合竞争力进一步增强；湖北吉星 5.3 万吨/年黄磷技术升级改造、磷化氢尾气综合利用，兴福电子 2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气、电子级硫酸及双氧水扩建等项目加快推进，建成后将为公司带来新的利润增长点。

### ■ 资源优势显著，成本控制能力较强

公司磷矿资源储量及产能居行业前列。根据公司 2024 年半年度报告，公司拥有采矿权的磷矿石储量约 4.03 亿吨，公司还持有荆州荆化（拥有磷矿探明储量 2.89 亿吨，目前处于探矿阶段）70%股权，持有桥沟矿业（拥有磷矿探明储量 1.88 亿吨）50%股权，通过控股子公司湖北吉星持有宜安实业（拥有磷矿探明储量 3.15 亿吨，已取得采矿许可证）26%股权，丰富的磷矿资源为公司发展磷化工产业提供了有利条件。另外，公司充分利用兴山区域丰富的水电资源和良好的光照资源，建成水电站 32 座，总装机容量达到 17.84 万千瓦；建成分布式光伏电站 13 座，总装机容量 1,828 千瓦。丰富的绿电资源能够为兴山区域化工生产提供成本低廉、供应稳定的电力保障，也为公司在“双碳”背景下参加碳交易争取更大有利空间。

### ■ 兴福电子分拆上市获证监会批复

公司控股子公司湖北兴福电子材料股份有限公司首次公开发行人民币普通股（A 股）并于上海证券交易所科创板上市申请已于 2024 年

9月27日经上交所上市审核委员会2024年第23次会议审议通过。根据中国证券监督管理委员会2024年10月17日发布的《关于同意湖北兴福电子材料股份有限公司首次公开发行股票注册的批复》（证监许可〔2024〕1414号），中国证监会同意兴福电子首次公开发行股票注册的申请。兴福电子将根据中国证监会及上交所的相关规定及要求开展后续工作。

### ■ 盈利预测和投资评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司盈利预测进行适当调整，预计公司2024-2026年营业收入分别为296、324、343亿元，归母净利润分别为18.17、22.23、26.51亿元，对应PE分别14、12、10倍。公司磷矿石资源优势突出，新材料项目带来新的利润增长点，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	28105	29631	32442	34344
增长率(%)	-7	5	9	6
归母净利润（百万元）	1379	1817	2223	2651
增长率(%)	-76	32	22	19
摊薄每股收益（元）	1.25	1.65	2.01	2.40
ROE(%)	7	9	10	11
P/E	14.60	14.09	11.52	9.65
P/B	0.98	1.21	1.15	1.08
P/S	0.72	0.86	0.79	0.75
EV/EBITDA	7.27	7.73	6.43	5.62

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

# 1、分产品经营数据

表 1: 兴发集团主要产品季度经营数据

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q3同比	2024Q2环比
磷矿石产量 (万吨)	34.50	85.28	116.56	55.07	74.42	131.91	130.56						
磷矿石销量 (万吨)	20.00	37.37	36.62	53.74	30.01	56.08	63.42						
磷矿石营收 (万元)	7546.16	17653.87	24456.77	35883.11	20443.47	32420.35	39888.86						
磷矿石均价 (元/吨)	377.31	472.41	667.85	667.72	681.22	578.11	628.96						
黄磷产量 (万吨)	3.30	3.15	2.96	2.89	2.55	2.56	3.10						
黄磷销量 (万吨)	1.18	0.97	1.11	1.05	0.92	0.49	0.52						
黄磷营收 (万元)	34092.78	31481.39	30991.14	29797.75	24054.24	10023.77	11713.58						
黄磷均价 (元/吨)	28892.19	32455.04	27919.95	28378.81	26145.91	20456.67	22526.12						
草甘膦产量 (万吨)	4.87	4.84	4.09	3.59	2.88	3.20	4.63	5.33	6.15	6.49	6.97	50.54%	7.40%
草甘膦销量 (万吨)	4.72	5.30	3.52	1.96	2.97	5.18	4.04	4.95	5.82	6.65	6.25	54.70%	-6.02%
草甘膦营收 (万元)	314033.77	300321.25	189287.22	64393.93	96484.06	121479.84	93532.87	116843.52	123268.73	143710.12	133365.40	42.59%	-7.20%
草甘膦均价 (元/吨)	66532.58	56664.39	53490.69	32854.05	32486.22	23451.71	23151.70	23604.75	21180.19	21610.54	21338.46	-7.83%	-1.26%
有机硅产量 (万吨)	3.59	17.80	9.32	4.54	3.51	4.00	3.89	8.17	5.63	5.79	7.16	84.06%	23.66%
有机硅销量 (万吨)	3.57	8.64	5.43	4.34	4.34	5.15	4.71	4.53	5.16	5.38	6.82	44.80%	26.77%
有机硅营收 (万元)	98705.90	167789.63	84862.01	61969.62	58656.83	60522.56	49504.48	45706.49	58776.30	58645.51	68421.35	38.21%	16.67%
有机硅均价 (元/吨)	27648.71	19420.10	15628.36	13649.70	13515.40	11751.95	10510.51	10089.73	11390.76	10900.65	10032.46	-4.55%	-7.96%
肥料产量 (万吨)	23.46	36.52	13.43	25.46	26.49	28.53	32.95	33.60	34.50	35.34	35.08	6.46%	-0.74%
肥料销量 (万吨)	20.90	29.48	19.49	31.29	23.06	26.01	41.10	33.80	28.70	37.58	29.96	-27.10%	-20.28%
肥料营收 (万元)	71136.11	96369.47	82035.58	95292.23	74585.62	87194.17	103118.10	95751.98	89096.61	111159.16	99624.01	-3.39%	-10.38%
肥料均价 (元/吨)	3403.64	3268.98	4209.11	3045.45	3234.42	3352.33	2508.96	2832.90	3104.41	2957.93	3325.23	32.53%	12.42%
特种化学品产量 (万吨)	23.46	19.87	12.93	13.24	26.49	16.24	16.73	3.23	13.40	15.25	15.68	-6.28%	2.82%
特种化学品销量 (万吨)	20.90	20.20	12.74	10.31	23.06	13.44	13.70	4.76	11.77	13.17	13.33	-2.70%	1.21%
特种化学品营收 (万元)	71136.11	294749.29	165766.44	116374.55	74585.62	127653.61	122453.10	115721.64	123794.23	136926.61	136340.68	11.34%	-0.43%
特种化学品均价 (元/吨)	3403.64	14591.55	13011.49	11287.54	3234.42	9498.04	8938.18	24311.27	10517.78	10396.86	10228.11	14.43%	-1.62%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

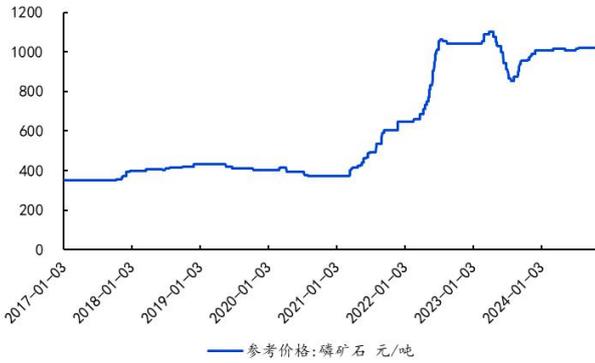
表 2: 主要产品市场价格变化情况 (元/吨) (截至 2024/10/25)

		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
磷矿石	价格	620	747	937	925	963	949	837	960	990	992	1009	1018
	价差												
黄磷	价格	33000	36809	30878	31938	29279	21848	24266	24781	23153	22199	22792	23219
	价差	20396	21625	15126	16314	13488	7429	11332	10460	8841	8396	9166	9575
草甘膦	价格	74488	64556	62118	53866	44861	29510	32761	28974	25822	26113	25149	25495
	价差	47594	41114	44171	35113	27520	15369	17423	13532	11245	11745	10405	11006
有机硅	价格	32742	25012	19909	17642	17003	14834	13650	14403	15544	13702	13622	13880
	价差	15670	9151	4509	1596	1914	2019	2024	2655	3774	2513	3084	3460
磷酸一铵	价格	3089	4151	3338	3166	3281	2718	2792	3292	3074	3051	3297	3084
	价差	388	708	779	507	674	466	604	832	724	679	823	603
磷酸二铵	价格	3793	4295	4142	3766	4042	3852	3697	3923	3895	3892	3916	3952
	价差	586	303	1036	534	843	1081	1004	902	1030	998	955	966

资料来源: Wind, 国海证券研究所

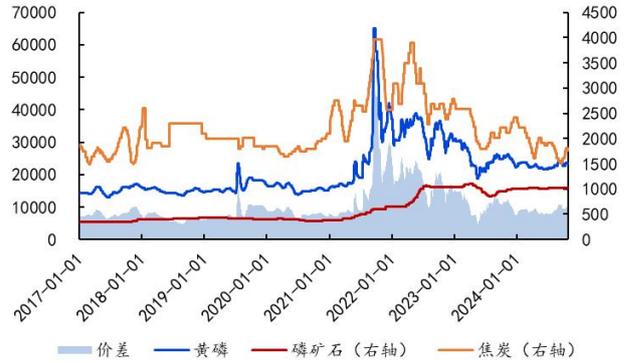
## 2、主要产品价格价差情况

图 1：磷矿石价格情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：黄磷价格价差情况（元/吨）



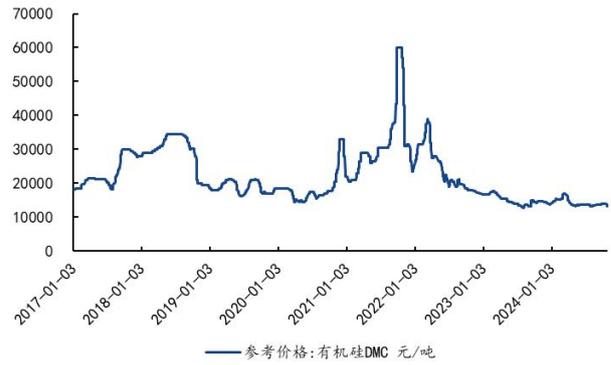
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：草甘膦价格情况（元/吨）



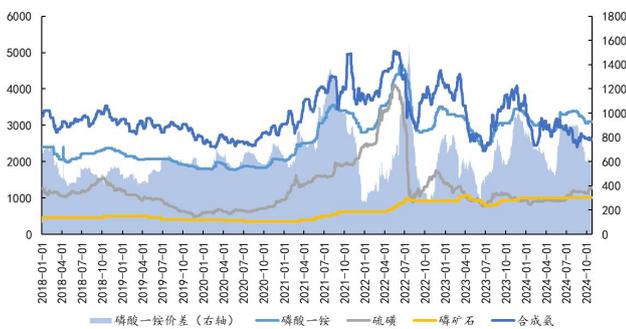
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：有机硅价格情况



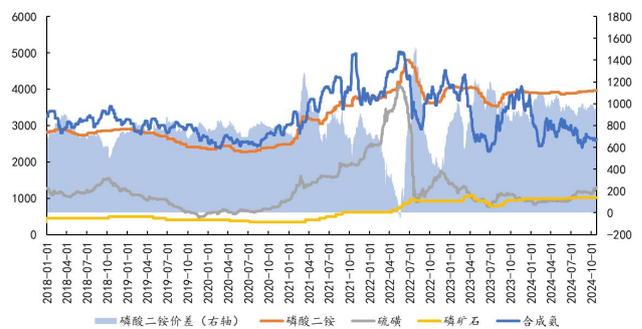
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：磷酸一铵价格价差情况（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：磷酸二铵价格情况（元/吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

### 3、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差情况，我们对公司盈利预测进行适当调整，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 296、324、343 亿元，归母净利润分别为 18.17、22.23、26.51 亿元，对应 PE 分别 14、12、10 倍。公司磷矿石资源优势突出，新材料项目带来新的利润增长点，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

宏观经济波动风险；产能投放不及预期；产品价格波动风险；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

附表：兴发集团盈利预测表

证券代码:	600141				股价:	23.20				投资评级:	买入				日期:	2024/10/25				
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E		每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>						<b>每股指标</b>														
ROE	7%	9%	10%	11%		EPS	1.25	1.65	2.01	2.40										
毛利率	16%	18%	19%	20%		BVPS	18.63	19.13	20.18	21.43										
期间费率	4%	5%	4%	4%		<b>估值</b>														
销售净利率	5%	6%	7%	8%		P/E	14.60	14.09	11.52	9.65										
<b>成长能力</b>						P/B	0.98	1.21	1.15	1.08										
收入增长率	-7%	5%	9%	6%		P/S	0.72	0.86	0.79	0.75										
利润增长率	-76%	32%	22%	19%																
<b>营运能力</b>						<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.65	0.65	0.68	0.70		营业收入	28105	29631	32442	34344										
应收账款周转率	25.88	24.74	26.75	25.95		营业成本	23562	24328	26368	27542										
存货周转率	9.91	9.62	9.16	9.23		营业税金及附加	345	574	633	670										
<b>偿债能力</b>						销售费用	361	450	496	522										
资产负债率	51%	52%	51%	50%		管理费用	468	517	568	594										
流动比	0.65	0.64	0.65	0.66		财务费用	316	409	395	380										
速动比	0.40	0.39	0.40	0.41		其他费用/(-收入)	1117	1157	1283	1346										
						<b>营业利润</b>	<b>1747</b>	<b>2396</b>	<b>2959</b>	<b>3544</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>		营业外净收支	-31	-43	-43	-43										
现金及现金等价物	2320	3034	3196	3279		<b>利润总额</b>	<b>1716</b>	<b>2353</b>	<b>2916</b>	<b>3501</b>										
应收款项	1249	1154	1278	1377		所得税费用	329	518	671	823										
存货净额	2234	2825	2932	3033		<b>净利润</b>	<b>1387</b>	<b>1835</b>	<b>2245</b>	<b>2678</b>										
其他流动资产	1815	1756	1830	1969		少数股东损益	8	18	22	27										
<b>流动资产合计</b>	<b>7619</b>	<b>8770</b>	<b>9236</b>	<b>9658</b>		<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1379</b>	<b>1817</b>	<b>2223</b>	<b>2651</b>										
固定资产	26230	26132	26534	27401																
在建工程	4023	4523	4532	4395		<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	4851	5335	5919	6506		经营活动现金流	1453	4054	5208	5611										
长期股权投资	1839	1870	1884	1886		净利润	1379	1817	2223	2651										
<b>资产总计</b>	<b>44561</b>	<b>46629</b>	<b>48106</b>	<b>49846</b>		少数股东损益	8	18	22	27										
短期借款	1714	2214	2029	2066		折旧摊销	2077	1925	2240	2422										
应付款项	5920	6077	6529	6857		公允价值变动	-9	0	0	0										
合同负债	852	780	855	927		营运资金变动	-2823	-152	379	159										
其他流动负债	3318	4596	4753	4851		<b>投资活动现金流</b>	<b>-2588</b>	<b>-2834</b>	<b>-3155</b>	<b>-3666</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>11804</b>	<b>13668</b>	<b>14166</b>	<b>14701</b>		资本支出	-2414	-2866	-3210	-3714										
长期借款及应付债券	9071	8871	8671	8471		长期投资	-208	-91	-86	-77										
其他长期负债	1716	1699	1699	1699		其他	34	124	140	125										
<b>长期负债合计</b>	<b>10787</b>	<b>10570</b>	<b>10370</b>	<b>10170</b>		<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1497</b>	<b>-294</b>	<b>-1892</b>	<b>-1862</b>										
<b>负债合计</b>	<b>22591</b>	<b>24238</b>	<b>24537</b>	<b>24871</b>		债务融资	95	1303	-385	-163										
股本	1112	1103	1103	1103		权益融资	138	-372	0	0										
股东权益	21970	22391	23569	24975		其它	-1729	-1225	-1507	-1699										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44561</b>	<b>46629</b>	<b>48106</b>	<b>49846</b>		<b>现金净增加额</b>	<b>-2614</b>	<b>929</b>	<b>161</b>	<b>83</b>										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，李娟廷，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。