

万凯新材 (301216.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

周立
化工研究员

2026年6月5日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	24.42
总市值	141.68亿
PE-TTM	28.23
PB-MRQ	2.17

估值结果

价值	149.86亿
DDM估值	上行空间 5.8%
状态	合理估值
价值	150.66亿
动态估值	上行空间 6.3%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内瓶片行业头部企业，公司有望凭借生物酶法技术优势成为rPET行业龙头。公司成长空间较为广阔，主要系公司进入rPET领域，随着rPET产能投放，公司收入、利润有望持续高增；公司盈利趋势向好，主要系瓶片行业持续推进反内卷，乙二醇行业新增产能较少，行业供需有望改善，同时公司rPET项目投产有望对业绩形成增量贡献；公司产业格局一般，主要系瓶片和乙二醇属于大宗商品，同质化程度较高，竞争激烈，格局一般，而rPET因存在技术优势，产业格局尚可；公司护城河较深，主要系公司具备区位优势以及生物酶法rPET技术优势。

基于公司远期瓶片、乙二醇、rPET产能分别约650、120、100万吨且单吨净利润分别约200、500、1900元/吨的假设，我们认为公司估值状态为合理估值。

风险提示

产能扩张不及预期风险：中国本土生产的瓶片约四成需要通过出口消纳，而海外国家出于贸易保护，对中国本土加征较高关税，未来瓶片企业在国内扩张的空间有限，若出海扩张则需要面临较高的不确定性。若公司扩张不顺，将对远期盈利能力形成负面影响。

再生PET项目进展不及预期风险：公司rPET项目并未落地，市场需求、盈利能力等方面缺乏数据验证，若该业务盈利能力不及预期或市场需求不及预期，则可能对公司估值形成影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2026年收入占比	5
图2：预测2026年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

万凯新材是国内领先的聚酯材料制造商，全球瓶级PET行业头部企业。公司主营业务涵盖瓶级PET、大有光PET及再生PET等产品的研发、生产与销售，其中瓶级PET为核心产品，该产品广泛应用于饮料包装等领域。聚酯瓶片方面，公司现有重庆涪陵180万吨、浙江海宁120万吨两大基地，合计产能300万吨/年；海外在建项目包括印度尼西亚万丹省75万吨及尼日利亚30万吨项目，投产后总产能将突破405万吨/年。上游配套方面，四川达州60万吨天然气制乙二醇项目已于2025年三季度投产。再生材料方面，公司与法国Carbios合作在浙江海宁前瞻布局5万吨rPET项目，该项目采用全球领先的生物酶法解聚技术。

2. 业务介绍

对于万凯新材公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

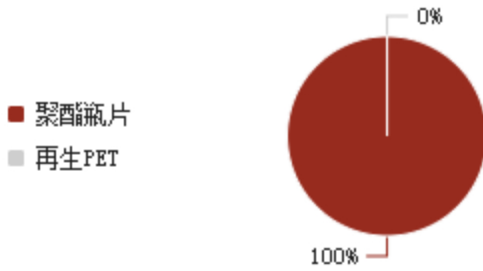
聚酯瓶片：

万凯新材的PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）业务以瓶级切片（聚酯瓶片）为核心（公司大有光PET占比极低，因此我们将公司大有光PET合并做瓶片处理）。瓶片上游原料为PTA（精对苯二甲酸）和MEG（乙二醇），价格受原油及大宗商品波动影响显著。下游广泛应用于饮料、食用油、日化等包装领域，公司客户包括农夫山泉、可口可乐、达能等头部品牌。瓶片大宗属性较强，行业内以价格竞争为主。截至2025年，公司有瓶片产能300万吨/年，配套60万吨/年气头乙二醇产能（不对外销售）。中国是全球最大的瓶片生产国，产能占全球比例或超50%。2024年，国内瓶片产量1700万吨，其中约600万吨出口，假设7000元/吨，国内市场规模约1200亿元，全球约2400亿元。因公司参与全球竞争，因此我们将该业务的竞争市场界定于全球市场。

再生PET：

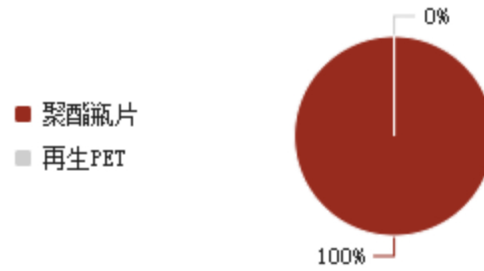
万凯新材的再生PET（rPET，再生聚酯）业务是指通过生物酶法将废弃聚酯制品（如塑料瓶、纺织废料）回收处理后再生成聚酯材料的业务，该业务符合绿色低碳环保的发展趋势，是公司近年重点拓展方向。rPET上游原料为消费后的聚酯产品，下游聚焦国际饮品巨头（如可口可乐、雀巢）以及服装巨头（如耐克、H&M）。行业受政策驱动明显，如欧盟的《一次性塑料指令》中要求2030年所有塑料瓶含30%rPET。2025年全球市场规模约130亿元，其中中国是全球最大的消费国和生产国。据2023年数据，中国rPET产能475万吨/年，占全球产能比例约40%。目前国内主流rPET工艺以物理法为主，物理法产品的品质低于原生产品，因此一般用于低端场景。而化学法和公司的生物酶法的产品可达到原生品质，因此可用于高端场景，相应的产品也相较物理法存在一定溢价。因公司客户主要为欧美企业，公司势必参与全球竞争，因此我们将该业务的竞争市场界定于全球市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司具备“较重资产、较低研发强度、低营销强度、较低客户集中度”的商业特点。核心在于公司属于重资产的大宗商品制造业企业，行业竞争成本为王。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司PET、乙二醇生产需大型连续化装置，单线投资超十亿元，规模效应决定成本竞争力。公司持续扩产致固定资产占比高、折旧压力大，属典型重资产模式。2025年，公司固定资产82亿元，占总资产比例约46%。

3.2 研发强度

低 **较低** 中等 较高 高

公司研发集中于工艺优化与产品优化提升，非颠覆性创新，属成熟工艺下的精细化改进，研发强度适配大宗品属性。2025年公司研发费用为0.77亿元，研发费用率为0.5%。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

瓶级PET为标准化工业品，客户采购基于价格、品质与供应保障，无需品牌推广。行业竞争核心是成本、产能与交付能力，非渠道或广告营销。2025年公司销售费用为0.71亿元，销售费用率为0.46%。

3.4 客户集中度

低 **较低** 中等 较高 高

瓶片下游应用领域相对集中，同时行业内存在相对强势的大客户，因此公司客户集中度相比一般大宗化工品公司略高。2025年公司前五大客户集中度为24%。根据公司年报，农夫山泉、可口可乐、怡宝、娃哈哈等企业为公司客户。

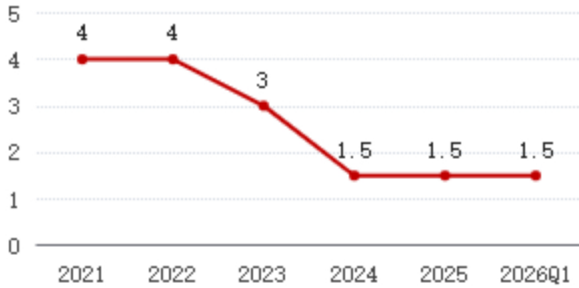
4. 历史经营绩效

万凯新材过去四年呈现“盈利下滑、成长放缓、业务控制力一般、股东回报一般”的特征。身处高度同质化的PET赛道，受制于原料波动与产能过剩，即便规模领先也难抵周期下行压力。业务控制力受限于上下游结构，股东回报缺乏亮点。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2022至2024年，公司盈利承压明显。主因PTA与MEG原料价格波动剧烈，而瓶级PET作为同质化大宗品难以及时传导成本；同时行业产能快速扩张，供需格局转弱，价差收窄。尽管公司规模领先，但缺乏定价权，盈利随行业周期同步下行，成本优势未能完全对冲外部压力。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



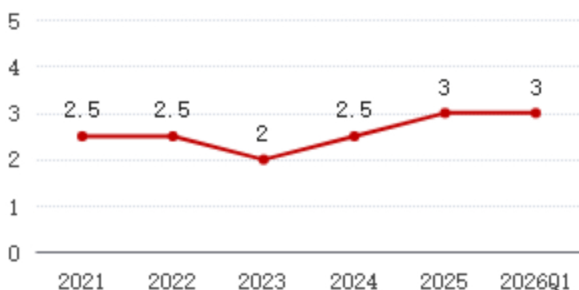
数据来源：公司财报，壹评级

公司前期依靠海宁、重庆基地扩产实现高速增长，但近年新产能释放节奏放缓，叠加行业供需恶化，公司收入与利润增长显著减速。虽有rPET等新方向规划，但尚未形成实质贡献。在行业低景气背景下，内生增长动能减弱，成长性从“量价齐升”转入“量稳价压”阶段。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



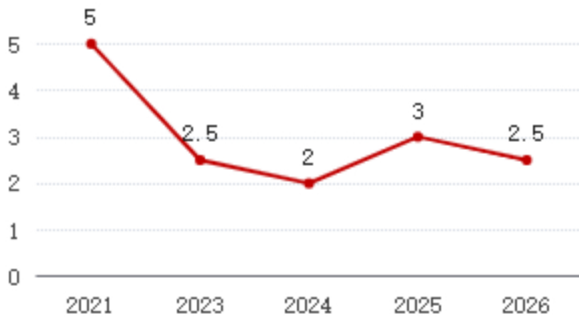
数据来源：公司财报，壹评级

上下游占款方面，公司对上游同质化程度高的PTA、MEG企业可占款，而因下游客户相对强势，公司被占款，整体而言公司可实现一定净占款。近五年公司上下游净占款/总资产处于5%水平。利润变现方面，公司表现一般，近五年公司经营性现金流净额/营业总收入处于5%以下水平。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司上市后分红比例常年低于20%，股息率处于1%的水平。资本利得方面，2025年前公司股价持续下跌，2025年后股价迎来修复。总体而言公司股东回报表现一般。

5. 四维评级

公司成长空间较为广阔，主要系公司进入rPET领域，随着rPET产能投放，公司收入、利润有望持续高增；公司盈利趋势向好，主要系瓶片行业持续推进反内卷，乙二醇行业新增产能较少，行业供需有望改善，同时公司rPET项目投产有望对业绩形成增量贡献；公司产业格局一般，主要系瓶片和乙二醇属于大宗商品，同质化程度较高，竞争激烈，格局一般，而rPET因存在技术优势，产业格局尚可；公司护城河较深，主要系公司具备区位优势以及生物酶法rPET技术优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间较为广阔，主要在于rPET业务的带动。公司rPET业务目前处于从0到1阶段，若发展顺利，远期可为公司带来“翻倍式”业绩增长。

聚酯瓶片(3星)：

该业务在自然增长方面，近年行业增速处于5%-10%区间。公司份额方面，由于国内产能需出口消纳且海外对国内存在较高贸易限制，因此公司份额扩张空间受限。整体而言该业务成长空间一般。

再生PET(5星)：

该业务在自然增长方面，预计未来10年复合增速超5%。公司份额方面，目前项目处于初期，尚未进行生产经营，属于从0到1阶段。根据公司投资公告中的内容分析，该业务远期产能规模有望达到100万吨/年，该规模虽占市场份额较低，但对公司而言增量显著。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，主要系瓶片行业持续推进反内卷，乙二醇行业新增产能较少，行业供需有望改善，同时公司rPET项目投产有望对业绩形成增量贡献。

聚酯瓶片(3.5星):

瓶片行业CR4约80%，由于持续亏损，目前头部企业正在进行反内卷，行业景气有望持续上升。供需来看行业供需有望持续改善。供给端，国内瓶片行业上一轮扩产周期为2022-2025年，3年间产能累计增幅达到68%。伴随2025年最后一批在建项目的落地，预计2026年起瓶片行业暂无规划新增产能。需求端，2025年表观需求1005万吨（同比+16%），2019-2025年CAGR为11%。乙二醇方面，受油价上涨影响，气头乙二醇盈利能力提升，公司有望持续受益高油价。

再生PET(3星):

目前该业务尚未进行生产经营，投产后该业务有望增厚公司业绩。

5.3 产业格局



公司产业格局一般，主要系瓶片和乙二醇属于大宗商品，同质化程度较高，竞争激烈，格局一般，而rPET因存在技术优势，产业格局尚可。

聚酯瓶片(2星):

瓶片产品同质化程度高，行业内以价格竞争为主，公司依靠区位优势，竞争力尚可。上游为PTA、MEG等大宗商品，历史上曾出现PTA企业因瓶片赚钱而扩产瓶片的情况。下游客户中存在部分大客户，公司议价力相对较低。rPET作为低碳环保产品，符合未来发展趋势，因此瓶片也存在一定替代品风险。总体而言瓶片格局相对一般。

再生PET(3.5星):

当前全球rPET以物理法为主，公司采用生物酶法工艺，产品品质可达原生水平，相较物理法产品而言品质更佳，应用场景更广泛。由于工艺稀缺性，对下游议价力相对较强。因为化学法及生物酶法的工艺难度较高，行业新进入者少。行业的主要替代品风险在于环保政策若放松，传统PET将对rPET形成替代，总体而言rPET格局尚可。

5.4 护城河



公司护城河较深，主要系公司具备区位优势以及生物酶法rPET技术优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
聚酯瓶片	(3星) 公司是全球瓶级PET行业头部企业，全球市占率约10%，经壹评级调整后，平滑周期波动，稳态期公司ROIC为7%，无超额收益。公司业务控制力较好，整体而言护城河宽度星级较深。	(3.5星) 公司该业务的护城河主要在于区位优势。公司布局了涪陵生产基地和达州（乙二醇）基地，享有当地的能源、人工成本优势，同时节约了从华东向西部地区运输的运费。由于资源及人力的区域性定价波动较小，公司该护城河持续性较强。
再生PET	(0.5星) 公司该业务尚未进行生产经营，护城河宽度星级低。	(5星) 公司该业务的护城河主要在于技术优势。公司与全球领先的生物酶法rPET公司Carbios合作，所采用的工艺技术领先行业或达5年级别，因工艺稀缺性，公司项目落地后大概率能获取超额回报。因该业务属于从0到1，因此护城河将持续增强，故该业务的护城河持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业存在一定周期性，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司估值状态为合理估值。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为聚酯瓶片和rPET，我们分别对其进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

聚酯瓶片：

收入假设：

量：短期内，公司产销量随产能增长，因此我们预计公司2029年销量可达390万吨。远期，我们认为行业仍能保持相对较低增速，而公司市场份额维持稳定，因此我们预计公司远期产能为650万吨/年，复合增速约为4%。

价：短期内，受美以伊战争影响，公司产品价格较高，随着战争影响消退，公司产品价格也将回落，因此我们预计从2026至2029年，公司产品单吨价格由0.75万元下降至0.65万元。远期，我们假设公司产品维持0.65万元/吨。

盈利能力假设：

短期内，受美以伊战争影响，公司单吨盈利大幅提升，随着战争影响消退，公司盈利能力将出现下滑，因此我们预计从2026至2029年，公司产品单吨毛利由0.06万元下降至0.057万元（其中需要注意，我们将公司乙二醇产品合并至瓶片业务中，假设乙二醇不单独外售，仅降低公司的生产成本）。远期，我们认为公司可达到社会平均回报率水平，因此我们预计公司远期单吨毛利为0.048万元。

rPET：

收入假设：

量：基于公司投资公告中的排他协议内容，我们假设公司产能符合协议要求，预计公司rPET产能在2029年可达10万吨/年，并将在15年后突破100万吨/年。

价：公司项目尚未投产，我们参考行业数据进行假设，并假定单吨价格维持为1.5万元/吨。

盈利能力假设：

短期内，因公司产品存在稀缺性，我们预计公司单吨毛利为0.4万元/吨。远期，由于技术扩散，我们预计公司盈利能力将出现一定下降，因此我们预计公司单吨毛利为0.35万元/吨。

表2：公司整体业绩预测

万凯新材	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	175.3	172.3	154.9	200.8	187.4	235.7	258.0	275.5
归母净利润(亿)	4.4	-3.0	1.7	8.3	6.9	8.9	12.2	13.4
归母净利润增速(%)	-54.4	-168.6	156.3	394.3	-16.9	27.9	38.2	9.5
经营性净利润(亿)	3.3	-1.7	1.0	8.2	6.8	9.0	12.4	13.9
经营性净利润增速(%)	-67.8	-150.2	159.0	727.6	-17.1	32.9	37.3	12.1
经营性归母净利润(亿)	3.3	-1.7	1.0	8.2	6.8	8.7	12.0	13.2
经营性归母净利润增速(%)	-67.8	-149.9	159.9	721.1	-17.1	28.0	38.7	9.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

聚酯瓶片	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	175.3	172.3	154.9	200.8	187.4	228.2	250.5	260.5
收入增速(%)	-9.6	-1.7	-10.1	29.6	-6.7	21.7	9.8	4.0
经营性净利润(亿)	3.3	-1.7	1.0	8.2	6.8	7.9	11.3	11.6
经营性净利率(%)	1.9	-1.0	0.6	4.1	3.6	3.5	4.5	4.5
经营性净利润增速(%)	-67.8	-150.2	159.0	727.6	-17.1	16.3	42.6	3.3
再生PET	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.5	7.5	15.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	1.1	2.3
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	100.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
聚酯瓶片	4.0%	中低	一般	较强	7.5%	13.5	12.3
再生PET	25.9%	超高+	较好	强	9.5%	20.53	5.7
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
聚酯瓶片(亿)	11.9	107.7	119.6	-	-	5.0	124.6
再生PET(亿)	-10.9	52.0	41.1	-	15.0	-	26.1
公司整体测算(亿)	1.0	159.7	160.7	-	15.0	5.0	150.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
聚酯瓶片(亿)	39.4	79.8	119.1	-	-	5.0	124.1
再生PET(亿)	-19.5	56.2	36.7	-	11.0	-	25.7
公司整体测算(亿)	19.9	136.0	155.9	-	11.0	5.0	149.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：公司所处的聚酯瓶片行业透明度高，主要产品价格易获取，原材料价格公开透明、高频可得，产能扩张等关键数据可跟踪；而rPET行业信息相对较少。公司信息披露规范完整，定期报告和临时公告较为详实，且通过业绩说明会、投资者调研等渠道与市场保持充分沟通，信息充分且获取成本较低。

业绩预测层面：短期内，公司所处的聚酯瓶片行业由于行业周期性较大，业绩预测准确性较低；长期而言，我们对公司的市场份额、盈利能力中枢的预测相对中性，因此业绩预测确定性较高。rPET行业因公司项目尚未落地，业绩预测处于假设推断阶段，业绩预测确定性低。

总体而言，公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。