

2017年03月13日

贵人鸟 (603555.SH)

动态分析

收购威康健身 100%股权，进入健身行业

事件

公司拟 27 亿元威康健身 100%股权，其中以发行股份方式购买 75%股权，以支付现金方式购买 25%股权。同时拟向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，用于支付本次交易的现金对价。

投资要点

◆ **威康健身-领先的健身连锁品牌**：威康健身成立于 2007 年，主要提供体育健身服务、美容服务、游泳馆并附设卖品部，以及健身咨询，企业管理咨询，投资管理咨询，商务咨询等。下属健身会所主要分布在上海、北京、重庆、杭州等国内一二线城市核心城市，分为 Will's、Will's Elite、W-Yoga、Monster by Will's、VIP 五个核心品牌。截至 2016 年末，威康健身及其子公司下属正式开业会所 82 家，已进入预售阶段会所 11 家，合计 93 家。2015 年和 2016 年，威康健身的营业收入分别为 5.16 亿元和 7.42 亿元，增速达 44%。实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 0.17 亿元和 0.42 亿元，增速达 140%以上。威康健身营业收入主要来源于会籍业务收入和私教业务收入，二者收入之和占营业收入的比重超过 90%。

◆ **行业快速发展，领先品牌市占率有望进一步提升**：我国健身俱乐部数量自出现以来一直保持较高的增长。从 2010 年 3,245 家增长至 2015 年的 4,425 家，年均增长率 7.2%左右。在 2011-2013 年间，由于健身市场竞争加剧导致行业出现关门潮，健身俱乐部数量增长速度放缓甚至为负。随着近年来健身人口的快速增长和专业化指导需求加剧，新一轮的健身风潮带动行业出现复苏迹象，健身俱乐部数量也随之迅速增长，2015 年俱乐部数量增长 20%以上，超过 4000 家。威康健身在我国健身领域处于领先地位，为行业稀缺资源，享有一定的品牌影响力和体育媒体资源。同时，威康健身拥有核心商业区的门店布局和高质量的用户基础，收入增长迅速，具有较强的盈利能力。全国健身会所 4400 多家中，TOP10 品牌健身房数量 740 家，仅占 16.4%，未来外延开店或并购发展的空间较大。

◆ **贵人鸟体育布局再进一城，收购威康健身双方共赢**：我们认为，本次公告的公司拟收购威康健身，将进一步丰富运动消费生态产业布局，完善公司的体育产业链条。公司在原有的体育产业布局基础上，实现向健身领域的业务拓展，且标的资产较优，品牌价值高，未来将受益于健身行业的快速发展以及自身市占率的提升，增厚公司业绩，改善收购结构和盈利能力。对于标的资产而言，有利于其借助资本市场，确立领先优势；标的公司将获得上市平台的有效支持，能够借助资本市场的融资渠道，有效降低资金成本，加强在会所开拓、品牌宣传、课程开发等方面的投入，进一步丰富和完善业务布局。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.53、0.65 和 0.82 元。给予买入-A 建议，6 个月目标价为 36 元，相当于 2017 年 55 倍的动态市盈率。

纺织服装 | 大众品牌 III

 投资评级 **买入-A(首次)**

 6 个月目标价 **36 元**

 股价(2017-03-13) **30.76 元**

交易数据

 总市值 (百万元) **19,335.80**

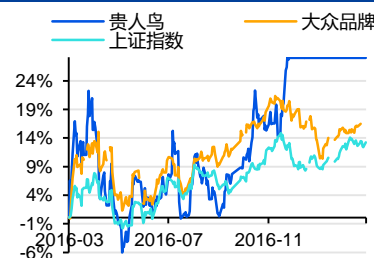
 流通市值 (百万元) **18,886.64**

 总股本 (百万股) **628.60**

 流通股本 (百万股) **614.00**

 12 个月价格区间 **22.61/31.35 元**

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -1.26 | -2.67 | 18.62 |
| 绝对收益 | 0.0 | 0.0 | 33.8 |

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn

相关报告

◆ **风险提示**：运动服饰业务销售低于预期的风险；收购完成后的整合风险；收购标的业绩低于预期的风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 1,919.7 | 1,969.0 | 2,067.5 | 3,721.5 | 4,465.7 |
| 同比增长(%) | -20.2% | 2.6% | 5.0% | 80.0% | 20.0% |
| 营业利润(百万元) | 371.6 | 377.4 | 393.3 | 485.7 | 628.6 |
| 同比增长(%) | -28.9% | 1.6% | 4.2% | 23.5% | 29.4% |
| 净利润(百万元) | 312.2 | 331.8 | 334.8 | 406.2 | 515.9 |
| 同比增长(%) | -26.3% | 6.3% | 0.9% | 21.3% | 27.0% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.53 | 0.53 | 0.65 | 0.82 |
| PE | 61.9 | 58.3 | 57.7 | 47.6 | 37.5 |
| PB | 8.6 | 8.1 | 9.3 | 8.5 | 7.7 |

数据来源：贝格数据华金证券研究所

一、交易概况：27 亿收购威康健身 100%股权

公司拟以发行股份及支付现金相结合方式收购威康控股、上海昱羽持有的威康健身 100%股权，同时拟向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，用于支付本次交易的现金对价。其中，发行股份及支付现金购买资产部分包括公司以发行股份方式购买威康控股持有的威康健身 75%股权，以支付现金方式购买上海昱羽持有的威康健身 25%股权。标的资产的交易价格初步确定为 27 亿元。

表 1：购买资产交易向交易对方支付对价具体情况

| 序号 | 交易对方 | 持有标的公司股权比例 | 对价总额 (亿元) | 现金对价 (亿元) | 股份对价 (亿元) | 上市公司发行股份数量 |
|----|------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 1 | 威康控股 | 75% | 20.25 | 0 | 20.25 | 84199584 |
| 2 | 上海昱羽 | 25% | 6.75 | 6.75 | 0 | |
| | 合计 | 100% | 27 | 6.75 | 20.25 | 84199584 |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

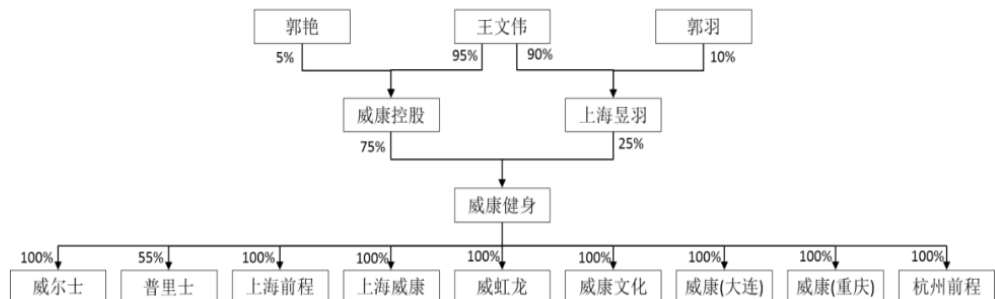
二、威康健身：领先的健身会所连锁品牌

1、股权结构简介

威康健身成立于 2007 年 11 月 29 日，目前其注册资本为 5617.98 万元人民币，其中威康控股持有股权比例为 75%，剩下的 25%由上海昱羽持有。威康健身主要提供体育健身服务、美容服务、游泳馆并附设卖品部，以及健身咨询，企业管理咨询，投资管理咨询，商务咨询等。

威康健身共有 9 家下属子公司，其中，8 家子公司为其全资子公司，1 家子公司为非全资控股子公司。

图 1：威康健身的股权结构及控制关系



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、 以一二线核心城市为主、快速扩张的健身会所品牌

威康健身下属健身会所主要分布在上海、北京、重庆、杭州等国内一二线核心城市，分为 Will's、Will's Elite、W-Yoga、Monster by Will's、VIP 五个核心品牌。

图 2：威尔士上海 96 广场店前台



资料来源：公司网站，华金证券研究所

图 3：威尔士上海 96 广场店内景

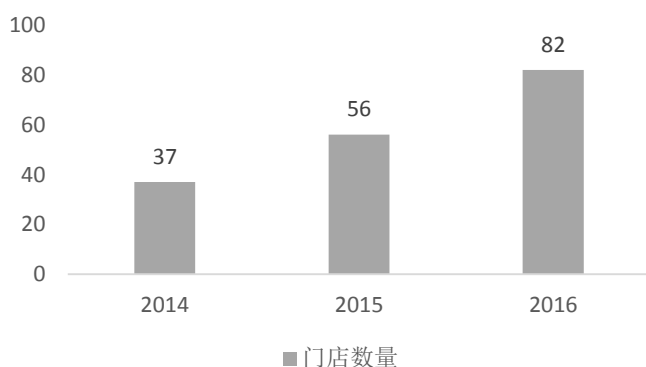


资料来源：公司网站，华金证券研究所

截至 2016 年 12 月 31 日，威康健身及其子公司下属正式开业会所 82 家，已进入预售阶段会所 11 家，合计 93 家。威康健身及其子公司以上海为核心市场，在上海拥有的已开业会所数量接近 70 家。此外，重庆、北京、苏州、杭州、大连、武汉、南京、成都均有门店，其中以上海、重庆最多。从公告的会所租赁面积来看，大部分健身会所的面积在 500-3000 平米，目前 80 多家运营门店中，38 家经营游泳池，占比近一半。

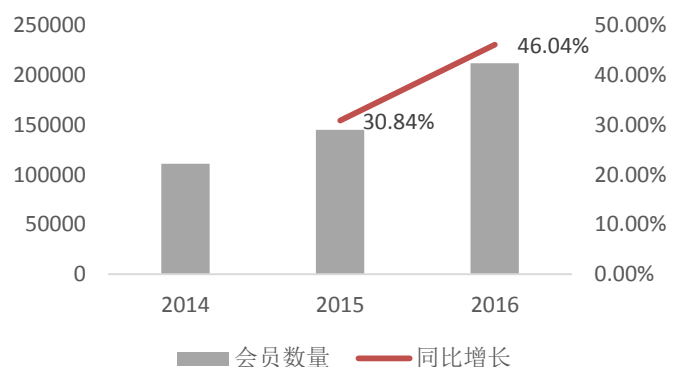
威康健身是国内领先的休闲健身服务提供商，自成立以来，发展迅速。2014 年末、2015 年末、2016 年末的在籍有效会员数分别为 110,734、144,887 和 211,591 人，实际运营的门店数量分别为 37 家、56 家和 82 家。

图 4：2014-2016 门店数量快速增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：2014-2016 会员人数及增长



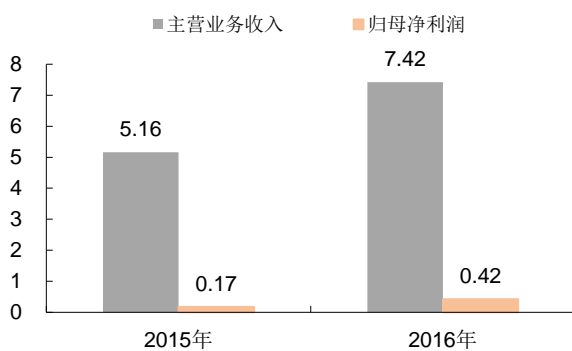
资料来源：公司公告，华金证券研究所

3、 渠道扩张带来收入快速增长，会籍与私教是主业收入来源

自 2007 年成立以来，威康健身专注于健身会所运营业务，通过健身会所为客户提供功能齐全、设备专业、服务多元的全方位运动健身服务。2015 年和 2016 年，威康健身的营业收入分别为 5.16 亿元和 7.42 亿元，增速达 44%。实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润 0.17 亿元和 0.42 亿元，增速达 140%以上。

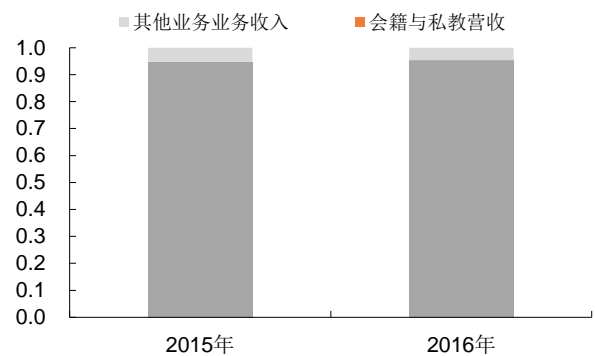
威康健身营业收入主要来源于会籍业务收入和私教业务收入。报告期内，威康健身 2016 年、2015 年会籍与私教的营业收入合计分别为 70,665.95 万元、48,943.08 万元，二者收入之和占营业收入的比重超过 90%，威康健身主营业务突出，未曾发生重大变化。

图 6：威康健身主营业务及归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 7：会籍与私教营收占比

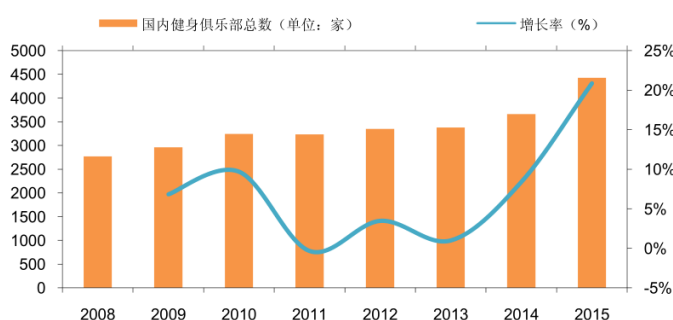


资料来源：公司公告、华金证券研究所

4、行业快速增长，领先企业有望进一步提升市占率

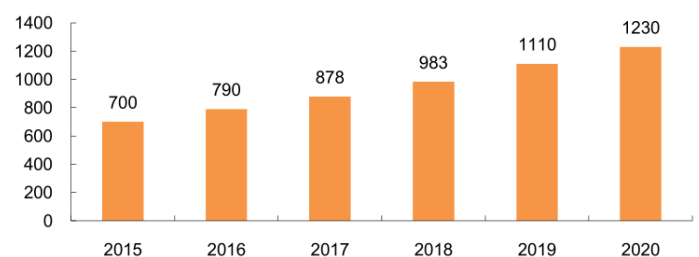
健身俱乐部快速发展：我国健身俱乐部数量自出现以来一直保持较高的增长。从 2010 年 3,245 家增长至 2015 年的 4,425 家，年均增长率 7.2%左右。在 2011-2013 年间，由于健身市场竞争加剧导致行业出现关门潮，健身俱乐部数量增长速度放缓甚至为负。随着近年来健身人口的快速增长和专业化指导需求加剧，新一轮的健身风潮带动行业出现复苏迹象，健身俱乐部数量也随之迅速增长，2015 年俱乐部数量增长 20%以上，超过 4000 家。

图 8：2008-2015 年国内健身俱乐部数量



资料来源：智研数据中心，华金证券研究所

图 9：2016-2020 年我国健身房市场规模预测（亿元）



资料来源：智研数据中心，华金证券研究所

威康健身在我国健身领域处于领先地位，为行业稀缺资源，享有一定的品牌影响力和体育媒体资源。同时，威康健身拥有核心商业区的门店布局和高品质的用户基础，收入增长迅速，具有较强的盈利能力。全国健身会所 4400 多家中，TOP10 品牌健身房数量 740 家，仅占 16.4%，未来外延开店或并购发展的空间较大。

三、收购点评：标的资产优质、完善体育产业布局

1、 体育行业整体并购估值较高，收购价格处理合理范围

2015、2016 年度威康健身营业收入金额分别为 516,295,261.78 元和 742,661,358.18 元（未经审计），同比增长 43.84%，营业收入呈现高速增长趋势。2015 年度、2016 年度威康健身扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为 17,370,058.08 元和 42,010,649.59 元（未经审计），同比增长 141.86%，增长较快。

由于 2017-2019 年业绩承诺数据暂未披露，按照本次交易价格 27 亿和标的资产 2016 年净利润 4200 万元计算，本次收购市盈率在 64 倍，收购的 PE 较高，但由于标的资产处于快速扩张阶段，且盈利水平也不断提升（2016 年净利润增速远高于收入增速），且参照同行业（体育）的 PE 来看，威康健身本次交易市盈率处于可比上市公司区间范围内，且均低于可比上市公司相关估值指标的均值和中值。本次交易的评估增值率及交易市盈率水平均处于合理水平。

此外，本次交易设立业绩补偿要求，保障收购方利益：交易对方威康控股和上海昱羽作为本次交易的业绩承诺方对业绩承诺承担补偿责任。

2、 共赢的合作，贵人鸟体育产业布局又下一城

自公司坚定转型体育产业以来，先后布局体育行业的多个领域：

- 投资西班牙足球经纪公司 BOY；
- 与大体协、中体协成立合资公司，进军校园体育产业。布局校园体育赛事。
- 联合虎扑成立体育产业投资平台，第一期公司完成对慧动域累计出资 5 亿元，已投资包括“懂球帝”、“智慧运动场”、“咸鱼游戏”、“ZEPP”、“趣运动”等多个项目，涵盖跑步、健身、教育培训、增值服务、智能软硬件等多个体育服务行业；共同设立第二期体育产业基金竞动域，将继续围绕 O2O 体育运营、培训与个人健身服务、智能设备、体育网络媒体和社区平台等领域的新兴成长型公司。
- 收购体育用品销售渠道商“杰之行”、电商公司“名鞋库”及美国品牌“AND 1”的品牌授权，进一步展开对体育用品市场的布局，增强变现点。

我们认为，本次公告的公司拟收购威康健身，将进一步丰富运动消费生态产业布局，完善公司的体育产业链条。公司在原有的体育产业布局基础上，实现向健身领域的业务拓展，且标的资

产较优,品牌价值高,未来将受益于健身行业的快速发展以及自身市占率的提升,增厚公司业绩,改善收购结构和盈利能力。

对于标的资产而言,有利于其借助资本市场,确立领先优势:标的公司将获得上市平台的有效支持,能够借助资本市场的融资渠道,有效降低资金成本,加强在会所开拓、品牌宣传、课程开发等方面的投入,进一步丰富和完善业务布局。

四、盈利预测

我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.53、0.65 和 0.82 元。给予以前有买入-A 建议,6 个月目标价为 36 元,相当于 2017 年 55 倍的动态市盈率。

五、风险提示

- 1、运动服饰业务销售低于预期的风险;
- 2、收购完成后的整合风险;收购标的业绩低于预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 1,919.7 | 1,969.0 | 2,067.5 | 3,721.5 | 4,465.7 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 1,132.2 | 1,079.0 | 1,199.1 | 2,381.7 | 2,858.1 | 营业收入增长率 | -20.2% | 2.6% | 5.0% | 80.0% | 20.0% |
| 营业税费 | 15.2 | 17.3 | 17.7 | 31.3 | 38.3 | 营业利润增长率 | -28.9% | 1.6% | 4.2% | 23.5% | 29.4% |
| 销售费用 | 193.3 | 203.0 | 217.1 | 372.1 | 424.2 | 净利润增长率 | -26.3% | 6.3% | 0.9% | 21.3% | 27.0% |
| 管理费用 | 145.0 | 150.2 | 165.4 | 297.7 | 357.3 | EBITDA 增长率 | -23.2% | 10.5% | -6.6% | 35.1% | 21.8% |
| 财务费用 | 51.2 | 96.2 | 45.7 | 124.1 | 124.7 | EBIT 增长率 | -25.6% | 12.0% | -7.3% | 38.9% | 23.5% |
| 资产减值损失 | 11.7 | 49.5 | 30.5 | 30.6 | 36.9 | NOPLAT 增长率 | -25.5% | 11.4% | -6.5% | 38.9% | 23.5% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 51.2% | -40.9% | 22.2% | 118.6% | -40.9% |
| 投资和汇兑收益 | 0.5 | 3.7 | 1.4 | 1.9 | 2.3 | 净资产增长率 | 69.6% | 6.7% | -12.5% | 9.4% | 10.3% |
| 营业利润 | 371.6 | 377.4 | 393.3 | 485.7 | 628.6 | 盈利能力 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 46.0 | 68.7 | 53.1 | 55.9 | 59.3 | 毛利率 | 41.0% | 45.2% | 42.0% | 36.0% | 36.0% |
| 利润总额 | 417.6 | 446.1 | 446.4 | 541.6 | 687.9 | 营业利润率 | 19.4% | 19.2% | 19.0% | 13.1% | 14.1% |
| 减:所得税 | 105.4 | 114.3 | 111.6 | 135.4 | 172.0 | 净利润率 | 16.3% | 16.9% | 16.2% | 10.9% | 11.6% |
| 净利润 | 312.2 | 331.8 | 334.8 | 406.2 | 515.9 | EBITDA/营业收入 | 24.5% | 26.4% | 23.5% | 17.7% | 17.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 22.0% | 24.1% | 21.2% | 16.4% | 16.9% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 资产负债率 | 46.8% | 50.6% | 40.4% | 63.9% | 45.9% |
| 货币资金 | 1,193.3 | 1,677.8 | 674.0 | 297.7 | 590.3 | 负债权益比 | 88.1% | 102.4% | 67.8% | 177.0% | 85.0% |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 2.99 | 2.03 | 2.85 | 2.42 | 2.46 |
| 应收帐款 | 1,286.9 | 1,223.4 | 1,251.6 | 3,534.9 | 2,059.5 | 速动比率 | 2.81 | 1.92 | 2.67 | 2.16 | 2.24 |
| 应收票据 | 210.0 | 89.9 | 132.8 | 346.8 | 232.1 | 利息保障倍数 | 8.26 | 4.92 | 9.60 | 4.91 | 6.04 |
| 预付帐款 | 114.8 | 108.3 | 107.8 | 325.5 | 216.5 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 210.9 | 170.7 | 157.3 | 563.6 | 322.4 | 固定资产周转天数 | 98 | 100 | 91 | 47 | 36 |
| 其他流动资产 | 427.7 | 19.9 | 149.9 | 199.1 | 123.0 | 流动营业资本周转天数 | 237 | 200 | 133 | 188 | 180 |
| 可供出售金融资产 | - | 639.2 | 213.1 | 284.1 | 378.8 | 流动资产周转天数 | 520 | 616 | 502 | 374 | 355 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 250 | 229 | 215 | 232 | 225 |
| 长期股权投资 | - | 44.1 | 44.1 | 44.1 | 44.1 | 存货周转天数 | 30 | 35 | 29 | 35 | 36 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 653 | 826 | 725 | 475 | 442 |
| 固定资产 | 551.7 | 543.1 | 502.5 | 462.0 | 421.4 | 投资资本周转天数 | 357 | 334 | 262 | 255 | 232 |
| 在建工程 | 45.3 | 70.7 | 70.7 | 70.7 | 70.7 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 127.1 | 130.9 | 123.9 | 117.0 | 110.0 | 销售费用率 | 10.1% | 10.3% | 10.5% | 10.0% | 9.5% |
| 其他非流动资产 | 38.0 | 109.2 | 71.4 | 72.9 | 84.5 | 管理费用率 | 7.6% | 7.6% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 资产总额 | 4,205.7 | 4,827.2 | 3,499.3 | 6,318.4 | 4,653.3 | 财务费用率 | 2.7% | 4.9% | 2.2% | 3.3% | 2.8% |
| 短期债务 | 495.4 | 602.9 | - | 158.5 | - | 三费/营业收入 | 20.3% | 22.8% | 20.7% | 21.3% | 20.3% |
| 应付帐款 | 377.6 | 317.3 | 584.2 | 1,182.4 | 854.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | 224.7 | 192.4 | 58.3 | 572.2 | 247.4 | ROE | 14.0% | 13.9% | 16.1% | 17.8% | 20.5% |
| 其他流动负债 | 52.7 | 509.7 | 224.5 | 264.9 | 337.9 | ROA | 7.4% | 6.9% | 9.6% | 6.4% | 11.1% |
| 长期借款 | - | - | - | 1,130.6 | - | ROIC | 20.8% | 15.4% | 24.3% | 27.6% | 15.6% |
| 其他非流动负债 | 819.5 | 820.5 | 546.6 | 728.9 | 698.7 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 1,969.9 | 2,442.8 | 1,413.6 | 4,037.5 | 2,137.9 | DPS(元) | 0.29 | 0.44 | 0.35 | 0.45 | 0.60 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 59.0% | 83.3% | 66.0% | 69.4% | 72.9% |
| 股本 | 614.0 | 614.0 | 628.6 | 628.6 | 628.6 | 股息收益率 | 1.0% | 1.4% | 1.1% | 1.5% | 1.9% |
| 留存收益 | 1,621.7 | 1,769.4 | 1,457.0 | 1,652.3 | 1,886.8 | | | | | | |
| 股东权益 | 2,235.7 | 2,384.5 | 2,085.6 | 2,280.9 | 2,515.4 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 净利润 | 312.2 | 331.8 | 334.8 | 406.2 | 515.9 | EPS(元) | 0.50 | 0.53 | 0.53 | 0.65 | 0.82 |
| 加:折旧和摊销 | 48.3 | 47.1 | 47.5 | 47.5 | 47.5 | BVPS(元) | 3.56 | 3.79 | 3.32 | 3.63 | 4.00 |
| 资产减值准备 | 11.7 | 49.5 | - | - | - | PE(X) | 61.9 | 58.3 | 57.7 | 47.6 | 37.5 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 8.6 | 8.1 | 9.3 | 8.5 | 7.7 |
| 财务费用 | 52.9 | 97.0 | 45.7 | 124.1 | 124.7 | P/FCF | 445.0 | 14.0 | -23.2 | -208.3 | 28.4 |
| 投资损失 | -0.5 | -3.7 | -1.4 | -1.9 | -2.3 | P/S | 10.1 | 9.8 | 9.4 | 5.2 | 4.3 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 40.2 | 34.3 | 38.9 | 31.5 | 23.7 |
| 营运资金的变动 | -732.1 | 890.5 | -310.2 | -2,013.8 | 1,423.6 | CAGR(%) | 9.2% | 15.8% | -7.5% | 9.2% | 15.8% |
| 经营活动产生现金流量 | 97.0 | 599.4 | 116.4 | -1,437.8 | 2,109.4 | PEG | 6.8 | 3.7 | -7.7 | 5.2 | 2.4 |
| 投资活动产生现金流量 | -961.6 | -556.5 | 427.5 | -69.1 | -92.4 | ROIC/WACC | 2.0 | 1.4 | 2.3 | 2.6 | 1.5 |
| 融资活动产生现金流量 | 1,064.5 | 215.4 | -1,547.8 | 1,130.6 | -1,724.5 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn