

2017年08月29日

# 柳工 (000528.SZ)

## 动态分析

### 国内市场强劲复苏，中报业绩符合预期

#### 投资要点

◆ **2017H1 业绩符合预期，财务稳健：**上半年公司实现营业收入 54.57 亿元，同比上涨 50.42%；归母净利润 2.44 亿元，同比增长 1423.65%。受益工程机械行业市场需求快速增长以及出色的成本费用控制，公司主导产品发展势头良好，毛利率保持稳定，净利率提升大幅提升，未来资本开支计划稳健合理，产能效率逐步提高。

◆ **行业复苏叠加更新需求，国内市场营收同比增长 65%：**

■ **工程机械行业走出五年低谷，景气度有望回升。**2016 年上半年以来，基建、房地产投资不断加码，大量 PPP 项目的落地为工程机械行业的复苏打下了良好的基础。在强劲需求的带动下，工程机械行业呈现有先有后的有序复苏态势，其中以挖掘机为代表的中前端机械已从 2016 年 5 月起连续 14 个月保持高速增长。考虑到市政工程、矿山能源、新农村建设等下游需求仍较为旺盛，下半年工程机械销量有望维持在较高的绝对值水平。

■ **更新需求向好。**上一轮工程机械的增长高峰期出现在 2008 年至 2011 年，高景气度主要是受“四万亿”投资拉动。挖掘机更新周期大约为 8~12 年，排放标准的提升和以挖掘机为代表的工程机械进入更新周期，行业估计 2017 年工程机械 700 多万台的市场保有量中，预计将有约 240 万台老旧设备被逐渐淘汰，更新需求很可能将集中于 2017 年至 2021 年释放，更新需求将支撑起未来几年行业的稳定发展。

■ **行业集中度提升，利润不断向龙头企业靠拢。**自 2012 年的工程机械寒冬以来，部分缺乏核心竞争力的中小企业被洗牌出局，而具有技术、品牌、服务优势的龙头企业逐渐取得更大的竞争优势，行业集中度不断提高。通过分析柳工挖掘机销量数据发现，柳工挖机的销量由 2010 年的 5620 台提升至 2017H1 的 4198 台，市场份额从 3.37% 提升至 5.59%，对市场变化的预判能力、对市场的快速反应能力和对供应链资源的掌握能力成为柳工争夺市场份额的关键成功因素。

◆ **全球化品牌战略稳步推进，海外营收同比增长 12%：**

■ **公司是国内行业中最早开展国际业务的企业之一，目前已在多国布局。**公司在海外设立了印度、波兰、巴西 3 家制造基地和印度、波兰、美国、英国 4 家海外研发机构，同时拥有 10 家包含整机、服务、配件、培训能力的营销公司，并通过 200 多家经销商为 140 多个国家和地区的海外客户提供销售和服务支持。2017 年上半年公司海外营收 11.24 亿元，占总营收的 20.59%，较 2009 年提升了 11.97pct，公司国际化战略逐步深入。

■ **一带一路布局，全球化品牌战略稳步推进。**柳工海外业务基本覆盖了国家“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区。2017 年上半年一批“一带一路”项目开工建设，大型基建公司海外订单快速增长，为工程机械一带一路出口带来机会。公司于上世纪 90 年代开展国际业务，2002 年开始按照“营销网络-制造基地-兼并收购”三部曲的战略思维开展国际化业务，现已发展为工程机械行业国际化程

机械 | 工程机械 III

 投资评级 **增持-A(维持)**

6 个月目标价 10.85 元

股价(2017-08-28) 9.07 元

#### 交易数据

总市值 (百万元) 10,205.95

流通市值 (百万元) 10,204.54

总股本 (百万股) 1,125.24

流通股本 (百万股) 1,125.09

12 个月价格区间 6.81/9.66 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.97	10.41	35.92
绝对收益	-1.31	17.4	31.65

#### 分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.cn

021-20377099

#### 报告联系人

王志杰

wangzhijie@huajinsec.cn

021-20377179

#### 相关报告

柳工：行业持续强劲复苏，业绩重回上升通道 2017-7-5

柳工：业绩略有好转，有望充分受益行业复苏 2016-10-31

度较高的企业，在南亚、东南亚、东欧品牌认知度较高，未来有望持续受益一带一路政策红利。

- **从北美市场来看，美国经济复苏势头良好，基建需求为业绩增长筑底。**2016年美国建设总投资2,436亿美元，处于历史底部。2017年6月特朗普政府启动了一系列基础设施建设计划，希望在未来十年共计投入一万亿美元，对美国老旧的公共设施进行改造更新。我们认为美国基础设施更新需求强盛，政府基建投资额已基本进入拐点，判断北美新一轮基建周期将在较长期时间内利好国内制造业装备出口企业，对业绩的增长起到长久的推动作用。
- ◆ **投资建议：**我们预测2017-2019年营业收入分别为94.94亿元、114.36亿元和138.55亿元，净利润分别为3.50亿元、5.16亿元、7.14亿元，每股收益分别为0.31元、0.46元、0.63元，维持“增持-A”评级，6个月目标价为10.85元，相当于2017年35倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**(1)基建投资增速低于预期；(2)原材料价格剧烈波动；(3)行业竞争状况恶化。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6,655.8	7,005.4	9,493.7	11,436.3	13,854.6
同比增长(%)	-35.3%	5.3%	35.5%	20.5%	21.1%
营业利润(百万元)	-114.2	-75.6	287.9	492.6	745.9
同比增长(%)	-174.8%	-33.8%	-480.7%	71.1%	51.4%
净利润(百万元)	21.3	49.3	350.3	515.5	713.7
同比增长(%)	-89.3%	131.1%	611.2%	47.2%	38.4%
每股收益(元)	0.02	0.04	0.31	0.46	0.63
PE	452.5	195.8	27.5	18.7	13.5
PB	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

## 内容目录

一、2017H1 业绩符合预期，归母净利润上涨 1423.65%.....	4
二、行业复苏叠加更新需求，国内市场营收同比增长 65%.....	5
三、全球化品牌战略稳步推进，海外营收同比增长 12%.....	6
四、风险提示.....	7

## 图表目录

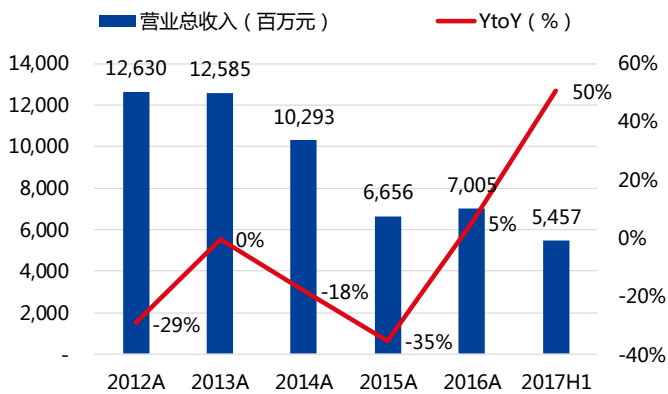
图 1：2012-2017H1 营业收入及增速.....	4
图 2：2012-2017H1 归母净利润及增速.....	4
图 3：2012-2017H1 主营业务构成及综合毛利率.....	4
图 4：2012-2017H1 主营业务毛利率变化.....	4
图 5：2012-2017 全国挖掘机月销量（台）及增速.....	5
图 6：2012-2017 全国装载机月销量（台）及增速.....	5
图 7：2012-2017 柳工挖掘机月销量（台）及增速.....	6
图 8：2010-2017H1 柳工挖掘机市场份额.....	6
图 9：公司国内外营收占比.....	6
图 10：美国建设投资（十亿美元）.....	7

## 一、2017H1 业绩符合预期，归母净利润上涨 1423.65%

柳工深耕工程机械行业近 60 年，是业内第一家上市公司，在土方机械和路面机械领域有较强的话语权。其中：公司装载机市占率位居国内第一，挖掘机市占率居国内第三。

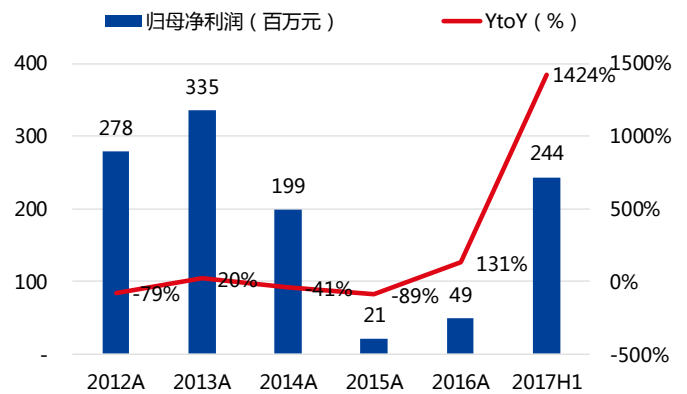
**2017H1 业绩大幅增长 符合预期。**上半年公司实现营业收入 54.57 亿元 同比上涨 50.42%；归母净利润 2.44 亿元，同比增长 1423.65%。受益工程机械行业市场需求快速增长以及出色的成本费用控制，公司中报业绩符合预期，龙头地位进一步巩固。

图 1：2012-2017H1 营业收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

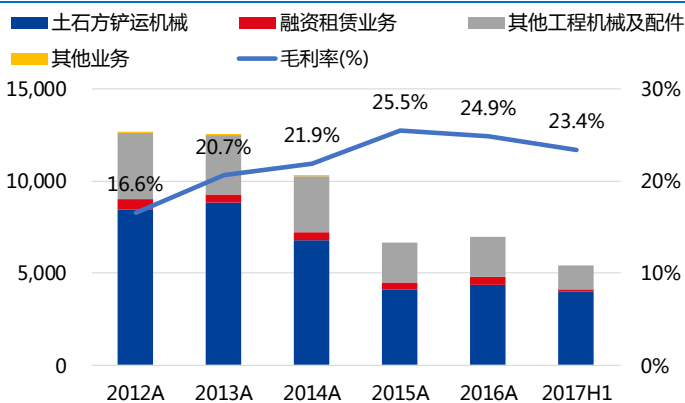
图 2：2012-2017H1 归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

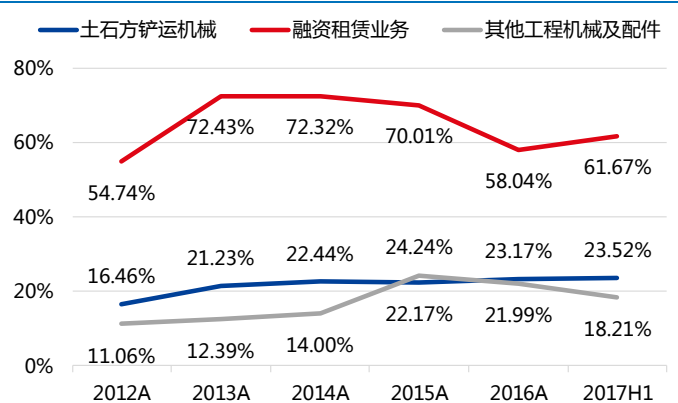
**主导产品发展势头良好，毛利率保持稳定。**公司主营业务主要包括土石方铲运机械（占比 72.84%）、其他工程机械及配件（占比 24.03%）以及融资租赁业务（占比 3.13%）。2017H1 公司土石方铲运机械营收 39.75 亿元，同比增长 55.71%，毛利率 23.52%，较 2015 年同期小幅增加 0.35pct；其他工程机械及配件营收 13.11 亿元，毛利率 18.21%，同比减少 3.78pct；融资租赁业务营收 1.71 亿元，毛利率 61.67%，同比增加 3.63pct。

图 3：2012-2017H1 主营业务构成及综合毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2012-2017H1 主营业务毛利率变化

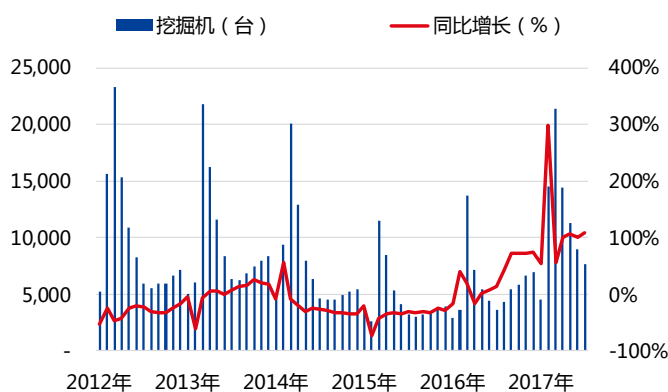


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、行业复苏叠加更新需求，国内市场营收同比增长 65%

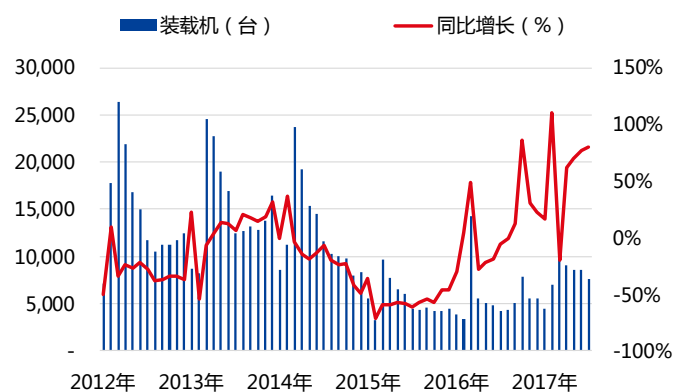
**工程机械行业走出五年低谷，景气度有望回升。**2016 年上半年以来，基建、房地产投资不断加码，大量 PPP 项目的落地为工程机械行业的复苏打下了良好的基础。2016 年 6 月至 2017 年 1 月，发改委批复交通基础设施领域建设金额已达 9445 亿元。在强劲需求的带动下，工程机械行业呈现有先有后的有序复苏态势，其中以挖掘机为代表的中前端机械已从 2016 年 5 月起连续 14 个月保持高速增长。截至 2017 年 6 月，挖掘机、推土机已超越去年全年销量；装载机、起重机和叉车接近去年全年销售量。考虑到市政工程、矿山能源、新农村建设等下游需求仍较为旺盛，结合工程机械开工小时数持续高位运行及上游进口液压件的紧缺现状，判断此轮工程机械复苏势头将延续，下半年工程机械销量仍将维持在较高的绝对值水平。

图 5：2012-2017 全国挖掘机月销量（台）及增速



资料来源：工程机械商贸网，华金证券研究所

图 6：2012-2017 全国装载机月销量（台）及增速

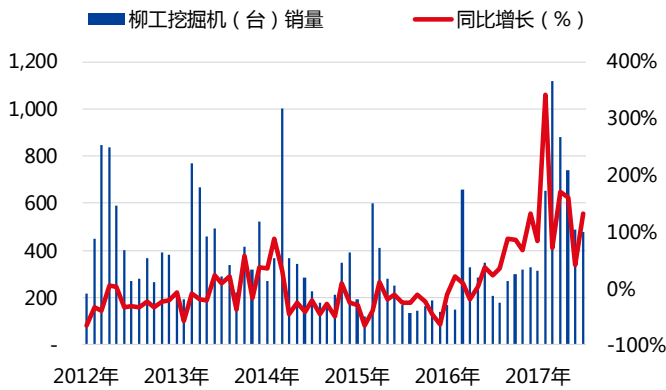


资料来源：工程机械商贸网，华金证券研究所

**更新需求向好。**上一轮工程机械的增长高峰期出现在 2008 年至 2011 年，高景气度主要是受“四万亿”投资拉动。根据我们的记录，挖掘机、装载机历史销量极值点均出现在 2011 年 3 月，月销售量分别为 44150 台和 39989 台。据统计，挖掘机的平均寿命为 1.2~1.5 万小时，若按每个月开机小时数 100-120 小时计算，挖掘机更新周期大约为 8~12 年，判断上一轮高增长带来的更新需求将集中于 2017 年至 2021 年释放，更新需求约占国内实际需求量的 60%-70% 左右。另据工程机械商贸网统计，截止到 2016 年底，我国液压挖机保有量约在 149.8~162.4 万台。我们认为更新需求将支撑起未来几年全行业的稳定发展。

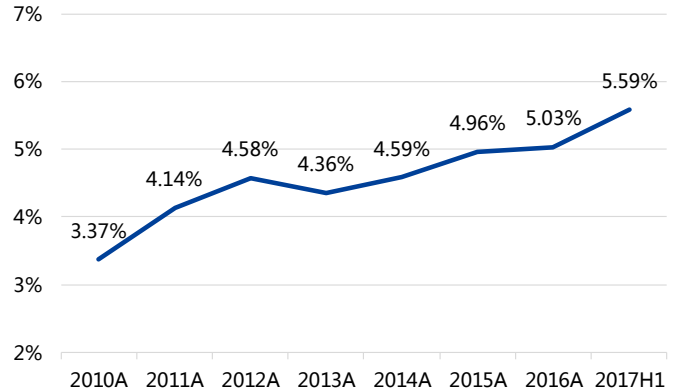
**行业集中度提升，利润不断向龙头企业靠拢。**自 2012 年的工程机械寒冬以来，部分缺乏核心竞争力的中小企业被洗牌出局，而具有技术、品牌、服务优势的龙头企业逐渐取得更大的竞争优势，行业集中度不断提高。通过分析柳工挖掘机销量数据发现，柳工挖机的销量由 2010 年的 5620 台提升至 2017H1 的 4198 台，市场份额从 3.37% 提升至 5.59%，对市场变化的预判能力、对市场的快速反应能力和对供应链资源的掌握能力成为柳工争夺市场份额的关键成功因素。

图 7：2012-2017 柳工挖掘机月销量（台）及增速



资料来源：工程机械商贸网，华金证券研究所

图 8：2010-2017H1 柳工挖掘机市场份额

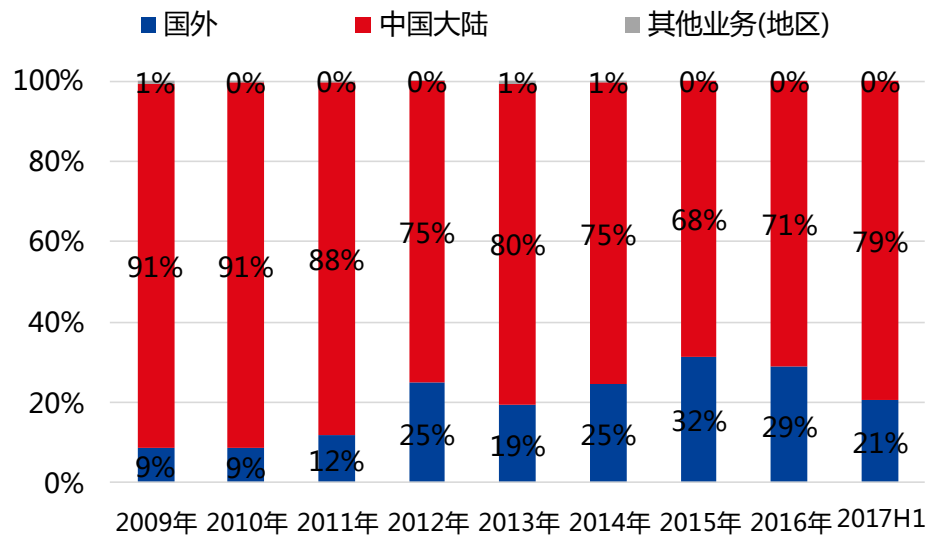


资料来源：工程机械商贸网，华金证券研究所

### 三、全球化品牌战略稳步推进，海外营收同比增长 12%

公司是国内行业中最早开展国际业务的企业之一，多国业务布局。公司在海外设立了印度、波兰、巴西 3 家制造基地和印度、波兰、美国、英国 4 家海外研发机构，同时拥有 10 家包含整机、服务、配件、培训能力的营销公司，并通过 200 多家经销商为 140 多个国家和地区的海外客户提供销售和服务支持。2017 年上半年公司海外营收 11.24 亿元，占总营收的 20.59%，较 2009 年提升了 11.97pct，公司国际化战略逐步深入。

图 9：公司国内外营收占比

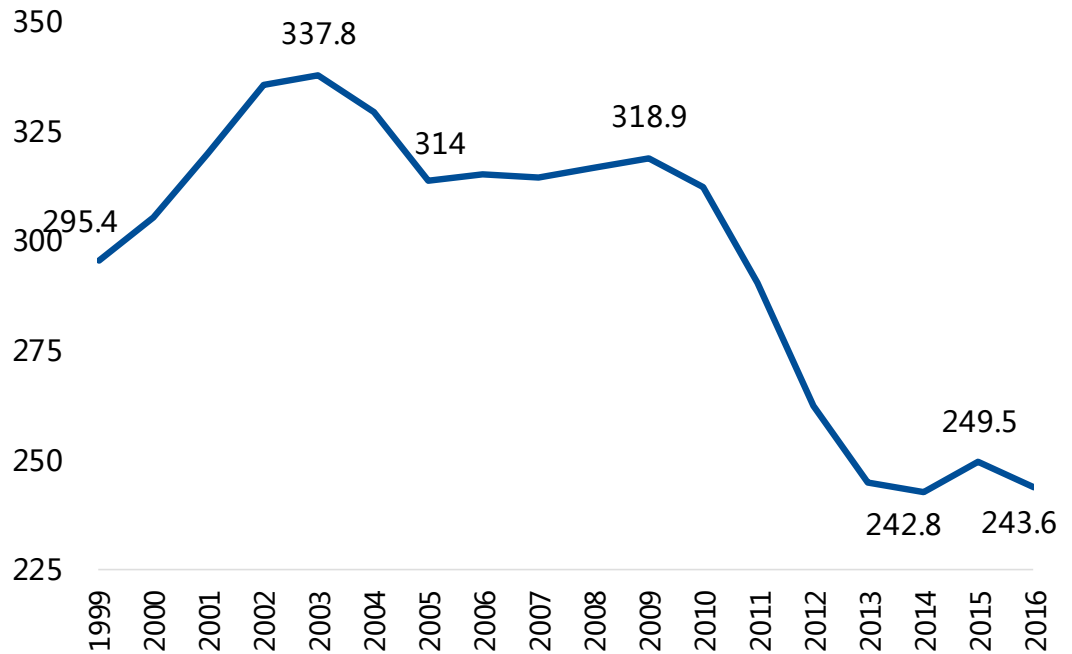


资料来源：Wind，华金证券研究所

**一带一路布局，全球化品牌战略稳步推进。**柳工海外业务基本覆盖了国家“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区。2017 年上半年一批“一带一路”项目开工建设，大型基建公司海外订单快速增长，为工程机械一带一路出口带来机会。公司于上世纪 90 年代开展国际业务，2002 年开始按照“营销网络-制造基地-兼并收购”三部曲的战略思维开展国际化业务，现已发展为工程机械行业国际化程度较高的企业，在南亚、东南亚、东欧品牌认知度较高，未来有望持续受益一带一路政策红利。

从北美市场来看，美国经济复苏势头良好，基建需求为业绩增长筑底。2016 年美国政府建设总投资 2,436 亿美元，处于历史底部。美国近十年来对基础设施投资不足、管理不善，引发民众不满。据世界经济论坛 2016 年 9 月发布的《全球竞争力报告》，美国基础设施竞争力全球排名第 11，是拖累美国经济竞争力的主要因素之一。2017 年 6 月特朗普政府启动了一系列基础设施建设计划，希望在未来十年共计投入一万亿美元，对美国老旧的公共设施进行改造更新。我们认为美国基础设施更新需求强盛，政府基建投资额已基本进入拐点，判断北美新一轮基建周期将在较长期时间内利好国内制造业装备出口企业，对业绩的增长起到长久的推动作用。

图 10：美国建设投资（十亿美元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 四、风险提示

- (1) 基建投资增速低于预期；
- (2) 原材料价格剧烈波动；
- (3) 行业竞争状况恶化。



**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	6,655.8	7,005.4	9,493.7	11,436.3	13,854.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	4,956.8	5,263.2	7,091.5	8,501.8	10,269.1	营业收入增长率	-35.3%	5.3%	35.5%	20.5%	21.1%
营业税费	43.0	70.4	69.8	84.0	114.3	营业利润增长率	-174.8	-33.8%	-480.7	71.1%	51.4%
销售费用	728.9	724.3	924.0	1,113.1	1,272.6	净利润增长率	-89.3%	131.1%	611.2%	47.2%	38.4%
管理费用	729.2	682.0	852.6	1,027.1	1,244.3	EBITDA 增长率	-52.1%	-20.6%	140.6%	25.0%	32.0%
财务费用	177.6	102.2	89.1	33.7	22.8	EBIT 增长率	-80.6%	-58.2%	1322.3	39.6%	46.1%
资产减值损失	115.3	201.3	163.8	160.2	160.2	NOPLAT 增长率	-87.9%	-58.4%	2547.0	39.6%	46.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-2.1%	-11.9%	0.6%	-8.4%	3.4%
投资和汇兑收益	-19.2	-37.6	-15.0	-23.9	-25.5	净资产增长率	-2.4%	-0.7%	4.5%	10.9%	7.5%
<b>营业利润</b>	-114.2	-75.6	287.9	492.6	745.9	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	165.5	193.7	167.8	175.7	179.0	毛利率	25.5%	24.9%	25.3%	25.7%	25.9%
<b>利润总额</b>	51.3	118.0	455.7	668.2	924.9	营业利润率	-1.7%	-1.1%	3.0%	4.3%	5.4%
减:所得税	30.5	70.5	113.9	167.1	231.2	净利润率	0.3%	0.7%	3.7%	4.5%	5.2%
<b>净利润</b>	21.3	49.3	350.3	515.5	713.7	EBITDA/营业收入	4.8%	3.6%	6.4%	6.7%	7.3%
						EBIT/营业收入	1.0%	0.4%	4.0%	4.6%	5.5%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	56.3%	57.0%	56.3%	56.3%	59.6%
货币资金	4,268.8	4,714.3	2,848.1	5,718.2	6,927.3	负债权益比	128.9%	132.7%	128.6%	129.0%	147.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.84	1.45	1.60	1.79	1.64
应收帐款	3,471.0	2,900.3	4,483.6	4,093.6	5,142.8	速动比率	1.48	1.14	1.16	1.37	1.22
应收票据	351.2	261.4	560.9	429.6	774.2	利息保障倍数	0.36	0.26	4.23	15.63	33.68
预付帐款	69.8	103.3	111.6	166.5	161.8	<b>营运能力</b>					
存货	2,670.2	2,869.6	4,024.9	4,004.6	5,408.8	固定资产周转天数	136	126	91	71	54
其他流动资产	2,909.9	2,410.6	2,654.2	2,658.2	2,574.4	流动营业资本周转天数	183	151	102	86	72
可供出售金融资产	17.6	16.0	15.8	16.5	16.1	流动资产周转天数	764	694	530	500	494
持有至到期投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	应收帐款周转天数	195	164	140	135	120
长期股权投资	359.7	436.1	436.1	436.1	436.1	存货周转天数	168	142	131	126	122
投资性房地产	63.1	75.5	75.5	75.5	75.5	总资产周转天数	1,114	1,053	791	702	659
固定资产	2,427.7	2,466.8	2,344.1	2,173.4	1,981.6	投资资本周转天数	369	327	226	181	145
在建工程	395.7	204.9	122.9	86.0	68.8	<b>费用率</b>					
无形资产	650.2	681.7	653.6	625.6	597.6	销售费用率	11.0%	10.3%	9.7%	9.7%	9.2%
其他非流动资产	2,729.4	3,443.6	2,802.1	2,989.6	3,077.6	管理费用率	11.0%	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>资产总额</b>	20,384.4	20,584.1	21,133.7	23,473.6	27,242.6	财务费用率	2.7%	1.5%	0.9%	0.3%	0.2%
短期债务	2,803.5	3,436.7	1,110.2	1,661.2	2,426.8	三费/营业收入	24.6%	21.5%	19.7%	19.0%	18.3%
应付帐款	2,202.3	2,774.0	4,151.5	4,335.4	5,660.9	<b>投资回报率</b>					
应付票据	1,328.8	999.0	2,253.5	1,941.8	2,831.3	ROE	0.2%	0.6%	3.8%	5.0%	6.5%
其他流动负债	1,129.5	1,908.8	1,645.4	1,594.8	1,859.5	ROA	0.1%	0.2%	1.6%	2.1%	2.5%
长期借款	568.8	1,000.0	1,000.0	1,425.3	1,576.3	ROIC	0.4%	0.2%	4.7%	6.6%	10.5%
其他非流动负债	3,445.0	1,618.1	1,727.7	2,263.6	1,869.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	11,477.9	11,736.7	11,888.3	13,222.0	16,224.7	DPS(元)	0.10	0.10	0.06	0.09	0.13
少数股东权益	2.7	1.0	-7.5	-21.9	-41.9	分红比率	528.0%	228.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,125.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2	股息收益率	1.2%	1.2%	0.7%	1.1%	1.5%
留存收益	7,904.8	7,847.6	8,127.6	9,148.2	9,934.5						
<b>股东权益</b>	8,906.5	8,847.4	9,245.3	10,251.6	11,017.9						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	20.8	47.6	350.3	515.5	713.7	EPS(元)	0.02	0.04	0.31	0.46	0.63
加:折旧和摊销	261.1	230.5	232.6	235.6	237.0	BVPS(元)	7.91	7.86	8.22	9.13	9.83
资产减值准备	115.3	201.3	-	-	-	PE(X)	452.5	195.8	27.5	18.7	13.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
财务费用	285.1	291.3	89.1	33.7	22.8	P/FCF	7.6	9.6	-4.0	3.7	8.0
投资损失	19.2	37.6	15.0	23.9	25.5	P/S	1.4	1.4	1.0	0.8	0.7
少数股东损益	-0.5	-1.7	-8.5	-14.4	-20.0	EV/EBITDA	23.5	26.6	10.5	6.4	4.2
营运资金的变动	-1,077.8	-4.6	371.9	79.3	-509.7	CAGR(%)	189.0%	144.3%	21.0%	189.0%	144.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	145.4	1,378.2	1,050.3	873.7	469.3	PEG	2.4	1.4	1.3	0.1	0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-228.2	-4.7	-144.3	-28.6	20.7	ROIC/WACC	0.0	0.0	0.6	0.8	1.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	411.8	-960.8	-2,772.2	2,025.0	719.1						

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

张仲杰声明，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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn