

2017年10月30日

四维图新 (002405.SZ)

动态分析

三季度报业绩超预期，无人驾驶前景广阔

【事件】公司发布 2017 年第三季度报告，前三季度实现营业收入 13.25 亿元，同比增长 26.15%；归属于上市公司股东净利润 1.58 亿元，同比增长 57.33%；扣非净利润 1.5 亿元，同比增长 66.37%。

◆ **并表杰发科技，业绩大幅增长。**从单季度数据来看，2017 第三季度公司实现营收 4.91 亿元，同比增长 45.96%；归母公司净利润 0.37 亿元，同比增长 66.01%。同时公司披露 2017 年度经营业绩预计，全年净利润变动幅度 40%至 70%，变动区间为 2.19 亿至 2.66 亿元，业绩实现大幅上涨。公司业绩增速加快的主要原因有：(1) 公司于去年收购杰发科 100%股权并于今年 3 月开始并表；(2) ADAS 业务稳步增长；(3) 得益于各产品营业成本的降低，公司毛利率显著提升，盈利能力逐步增强。

◆ **携手禾多科技，共筑无人驾驶新高地。**10 月 20 日四维图新与禾多科技签署战略合作协议，未来双方就自身资源技术优势展开合作，开发国内外自动驾驶服务和地图相关产品及衍生服务，加速自动驾驶领域在中国市场的落地。此前公司与 IDG 资本领投禾多科技天使轮融资，意在积极布局自动驾驶领域算法及相关技术平台，目前禾多科技已经完成自动驾驶研发平台研发，同时自研的车辆线控技术模块及具备从底层多传感器到上层自动驾驶核心算法模块的布局，积极向基于前沿人工智能技术和汽车工业技术的 L3.5 级别自动驾驶解决方案发展。

◆ **自动驾驶全方案，五位一体全面布局。**公司 2017 年明确提出要实现“智能汽车大脑”的战略愿景，发展成为中国领先的高品质端到端自动驾驶解决方案供应商，致力于为车厂及行业客户提供包括以高精度地图、车载智能芯片为核心的产品和服务。公司已经形成了“数字地图+车联网+自动驾驶+大数据+芯片”五位一体的布局。

◆ **投资建议：**四维图新已经在自动驾驶领域进行全方位布局，同时收购杰发科技在技术综合输出能力和市场客户方面协同融合，卡位优势明显。我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.17、0.29 和 0.36 元。公司龙头地位凸显，无人驾驶板块市场关注较高，造成目前公司估值较高，相对下调评级给予增持-A 建议，6 个月目标价为 26.1 元。

◆ **风险提示：**高精度地图业务进展低于预期的风险；产业发展不及预期。

计算机 | 基础软件及套装软件 III

 投资评级 **增持-A(下调)**

6 个月目标价 26.1 元

股价(2017-10-27) 24.87 元

交易数据

总市值(百万元) 31,898.64

流通市值(百万元) 25,525.70

总股本(百万股) 1,282.62

流通股本(百万股) 1,026.37

12 个月价格区间 16.12/29.13 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅% 1M 3M 12M

相对收益 -6.77 22.13 -4.79

绝对收益 -2.81 33.93 8.35

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20377198

分析师

朱琨
 SAC 执业证书编号：S0910517050001
 zhukun@huajinsec.cn
 021-20377178

报告联系人

李东祥
 lidongxiang@huajinsec.cn
 021-20377057

相关报告

四维图新：长风破浪会有时，参股 HERE 开拓海外市场 2016-12-27

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,506.2	1,585.3	2,191.7	2,843.7	3,538.1
同比增长(%)	42.2%	5.3%	38.3%	29.8%	24.4%
营业利润(百万元)	123.5	85.4	210.1	406.5	514.6
同比增长(%)	101.5%	-30.8%	146.0%	93.4%	26.6%
净利润(百万元)	130.2	156.6	213.3	374.8	456.0
同比增长(%)	10.8%	20.3%	36.3%	75.7%	21.7%
每股收益(元)	0.10	0.12	0.17	0.29	0.36
PE	246.4	204.8	150.3	85.5	70.3
PB	12.6	11.5	9.4	8.9	8.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、业绩符合预期，杰发科技并表提振公司业绩	4
二、携手禾多科技，共筑无人驾驶新高地	5
（一）自动驾驶基石，ADAS 行业发展良好	5
（二）智能汽车加速落地，四维图新优势布局	5
（三）降维打击的“三向砖”，L3 行业的搅局者	6
三、自动驾驶全方案，五位一体全面布局	6
四、投资建议	7
五、风险提示	7

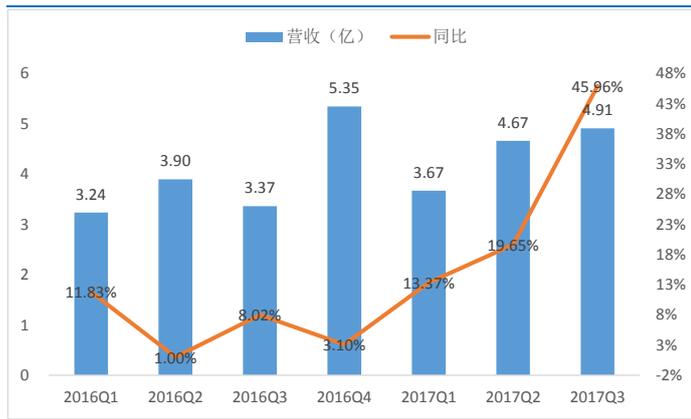
图表目录

图 1：近 7 个季度营业收入及增长率	4
图 2：近 7 个月归母净利润及增长率	4
图 3：四维图新三费占比	4
图 4：四维图新三费总占比	4
图 5：国内无人驾驶汽车规划	6
表 1：各国 ADAS 相关法律法规	5
表 2：HAD 级和 ADAS 级高精度地图与传统地图	7
表 3：高精度地图成熟时间图	7

一、业绩符合预期，杰发科技并表提振公司业绩

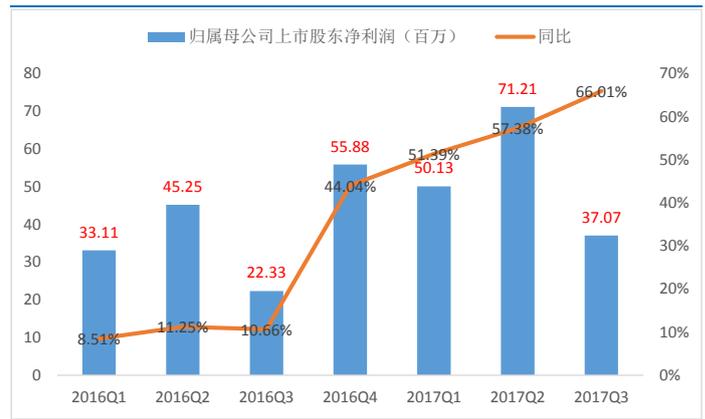
2017 第三季度公司实现营收 4.91 亿元，同比增长 45.96%；归母公司净利润 0.37 亿元，同比增长 66.01%。2017 年前三季度实现营业收入 13.25 亿元，同比增长 26.15%，实现归母公司净利润 0.73 亿元，同比增长 57.33%。Q3 业绩增长符合预期，同比增速逐渐加快（Q1 同比增长 13.37%，Q2 同比增长 19.85%）。公司业绩增速加快的主要原因有：（1）公司于去年收购杰发科技 100% 股权并于今年半年报开始并表；（2）ADAS 业务稳步增长；（3）得益于各产品营业成本的降低，公司毛利率显著提升，盈利能力逐步增强。

图 1：近 7 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 2：近 7 个月归母净利润及增长率

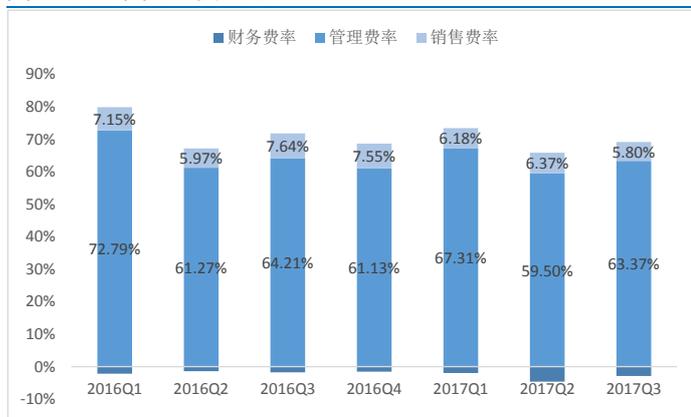


资料来源：Wind 华金证券研究所

公司收购杰发科技，于 2017 年 3 月开始并表，并于当期贡献 1.6 亿元营收以及 0.64 亿的净利润。受到杰发科技良好的业绩影响，四维图新第三季季度业绩继续增长，预期未来将继续受益。

随着公司收购杰发科技，规模效应显现，销售费用和管理费用同比降低。2017 年第三季度公司三项费率合计 66.30%，较去年同期下降了 3.83 个百分点。受益于三项费用的下降，公司净利润增速远超营收增长速度。经营性现金流净值 1.21 亿元，较去年同期增长 137.11%。说明公司现金回流能力逐步增强。

图 3：四维图新三费占比



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 4：四维图新三费总占比



资料来源：Wind 华金证券研究所

二、携手禾多科技，共筑无人驾驶新高地

10月20日，禾多科技与四维图新正式签署战略合作框架协议，未来双方就自身资源技术优势展开合作，开发国内外自动驾驶服务和地图相关产品及衍生服务，加速自动驾驶领域在中国市场的落地。

（一）自动驾驶基石，ADAS 行业发展良好

高级驾驶辅助系统(ADAS)是实现自动驾驶的基础,是利用安装在车上的各式各样传感器,在汽车行驶过程中随时来感应周围的环境,收集数据,进行静态、动态物体的辨识、侦测与追踪,并结合导航仪地图数据,进行系统的运算与分析,从而预先让驾驶者察觉到可能发生的危险。

政策持续催化，中国市场渗透率不断提高。随着各国新车评价规程对汽车安全要求的不断提高,辅助驾驶系统不断进入加分体系。以中国为例,2015年ESC的加分从1分增加到2分,与此同时,AEB系统也预计将在2018年加入评分体系。随着政策的持续催化,ADAS的市场规模将进一步扩大。根据中国产业信息网披露数据,以2014年中国ADAS市场规模为5.4亿欧元(约40亿人民币)为参考,预计2021年,国内ADAS的市场规模将达到25亿欧元(约180亿人民币),复合增长率约为24%,ADAS行业增长迅速。

表1：各国 ADAS 相关法律法规

国家	机构	要求系统	具体规定
加拿大	政府	ESC (ESP)	2011年强制要求全国范围内的新增乘用车安装该系统
美国	NHTSA	ESC (ESP)	2012年,要求10000磅一下的乘用车配备
	NHTSA	紧急碰撞系统(CIB) 自动刹车系统(DBS)	2015年1月将CIB和DBS加入到其下属的N-NCP推荐的高级安全特性列表中
欧洲	欧盟	ESC (ESP)	2011年11月后上市的新型车和2014年11月后登记的车辆必需采用这项技术
	European-NCP	ESC (ESP)	2010年起,只有配备该系统的新车型才有可能获得五星级最高评级
	European-NCP	ADAS (AAC)	2014年将ADAS评分权重由10%调整为20%
澳大利亚	政府	ESC (ESP)	2013年11月以后,所有新车均需配备
	ANCAP	AEB	2012年起,强制要求安装AEB
中国	C-NCAP	ESC (ESP)	15年新规中,由加1分变为加2分,安全测试满分为61分,2018版中,AEB加入规则讨论
日本	MLIT	AEB	2016年强制要求车安装

资料来源：中国产业信息网 华金证券研究所

（二）智能汽车加速落地，四维图新优势布局

在2017年10月17日，百度与金龙客车签署战略合作协议，计划于2018年实现商用级无人驾驶微循环车的小规模量产及试运营，此举将国内自动驾驶量产计划提前了两年，这意味着国内智能汽车产业的发展开始加速，对相关行业的需求将进一步快速增长。

图 5：国内无人驾驶汽车规划

网联协同决策控制	决策芯片：四维图新；算法：亚太股份、四维图新、得润电子		市区自动驾驶
	高速公路自动驾驶 城郊公路自动驾驶 协同式队列行驶		车路协同控制 无人驾驶
网联协同感知	车载通讯模块、互联网终端、通信服务：亚太股份、万安科技、国脉科技、兴民智通		
	车道内自动驾驶 换道辅助 全自动泊车	地图公司：四维图新	
网联辅助信息交互	自适应巡航	毫米波雷达：沪电股份、华域汽车；摄像头：欧菲光、联创电子、水晶光电；激光雷达：华达科捷、镭神智能、思岚科技	
	自动紧急制动		
	辅助泊车		
	车道保持		

资料来源：中汽创业创新中心 华金证券研究所

四维图新在地图、决策芯片、算法等领域率先布局，随着无人驾驶技术的全面落地，四维图新凭借自身的综合性优势，将在无人驾驶领域拔得头筹，产业布局优势明显。

（三）降维打击的“三向砖”，L3 行业的搅局者

相较其他无人驾驶公司致力于研究 L4+水平无人驾驶。禾多科技另辟蹊径，专注研发 L3.5 级无人驾驶系统，该系统试图将 L4 级自动驾驶降维到 L3 级使用，无人驾驶应用的技术难度。此次与四维图形的合作，也是为了充分借助四维图新在 ADAS 地图的龙头地位，加速自动驾驶技术的开发，从而实现自动驾驶技术的尽快落地，以尽快实现自动驾驶技术的量产。四维图新则借助禾多科技切入无人驾驶领域，力图在新一轮的地图导航竞争中占据优势地位。

目前，禾多科技的自动驾驶平台已进入实车测试阶段，对于一家成立于今年 8 月 28 日的自动驾驶企业，禾多科技走的很快也走的很急。

三、自动驾驶全方案，五位一体全面布局

在“自动驾驶全方案”披露过程中，四维图新已经形成了“数字地图+车联网+自动驾驶+大数据+芯片”五位一体的布局。

软硬件综合布局，抓住 ADAS 风口。四维图新在地图数据和实时采集领域耕耘多年，2016 年加入 ADAS 高精度地图领域，不断加快上下游产业链的合作。去年 1 月与东软战略合作，强化车联网平台软件实力，5 月，收购联发科旗下杰发科技芯片商，试图完成软硬件的综合布局。并于去年第四季宣布 ADAS 地图商业化，与 Here 成立合资子公司，虽然今年对 Here 的入股被美国政府叫停，但杰发科技于今年成功并表，给公司带来可观的收益，ADAS 布局基本完成，公司顺利成为自动驾驶领域综合服务商。

表 2：HAD 级和 ADAS 级高精度地图与传统地图

	HAD 高精度地图	ADAS 级高精度地图	传统地图
精度	厘米级	亚米级	10m
服务对象	机器	机器+人	人
图层层次	活动层、动态层、分析层	活动层	二维、静态
信息采集	V2X 信息和云技术信息更新	众包采集, 专业化采集	卫星影像和航空图像
应用领域	更高级的自动驾驶	ADAS, L2/L3 自动驾驶	测绘, GIS 等

资料来源：中汽创新创业中心 华金证券研究所

ADAS 地图率先商业化，占据行业领先优势。高精度地图是 L3、L4 级别的自动驾驶阶段属于最为关键技术。公司于 2016 年实现 ADAS 级高精度地图商业化，根据高精度地图成熟时间预估，先公司已经处于行业领先地位。

表 3：高精度地图成熟时间图

时间	2017-2018	2018-2020	2020-2025
阶段	ADAS 级高精度地图		HAD 高精度地图
图层	活动层	动态层	分析层

资料来源：中汽创新创业中心 华金证券研究所

牵手爱驰亿维，车联网又迎利好。2017 年 9 月 7 日，公司受到爱驰亿维子公司江西亿维汽车制造有限公司的确认书，公司成为其第一款车型的车联网平台供应商。

杰发科技并表顺利，自主芯片助力无人驾驶。公司于去年收购联发科旗下汽车芯片制造公司杰发科技，并于今年正式并表。这意味着公司现已拥有汽车芯片的设计、研发、生产、销售能力，对于打破国外行业巨头垄断，提高公司在无人驾驶领域的竞争能力有着重大意义。

四、投资建议

四维图新已经在自动驾驶领域进行全方位布局，同时收购杰发科技在技术综合输出能力和市场客户方面协同融合，卡位优势明显。我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.17、0.29 和 0.36 元。公司龙头地位凸显，无人驾驶板块市场关注较高，造成目前公司估值较高，相对下调评级给予增持-A 建议，6 个月目标价为 26.1 元。

五、风险提示

国内导航电子地图产品价格下行压力增大，对公司的前装载导航电子地图业务形成威胁；公司电子地图数据及软件产品被盗版、侵权的风险；公司新业务投入风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,506.2	1,585.3	2,191.7	2,843.7	3,538.1	年增长率					
减:营业成本	356.0	367.0	547.3	651.8	845.3	营业收入增长率	42.2%	5.3%	38.3%	29.8%	24.4%
营业税费	13.4	13.7	19.5	25.1	31.1	营业利润增长率	101.5%	-30.8%	146.0%	93.4%	26.6%
销售费用	105.0	112.5	138.3	166.1	190.0	净利润增长率	10.8%	20.3%	36.3%	75.7%	21.7%
管理费用	942.0	1,017.8	1,320.1	1,653.3	2,023.8	EBITDA 增长率	68.9%	-18.6%	66.2%	61.3%	15.5%
财务费用	-19.1	-26.8	-27.6	-36.2	-42.9	EBIT 增长率	310.6%	-43.8%	211.3%	102.8%	27.4%
资产减值损失	8.2	36.1	2.5	2.2	3.2	NOPLAT 增长率	304.0%	-45.6%	228.6%	108.2%	27.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.6%	32.3%	23.5%	-28.5%	7.1%
投资和汇兑收益	22.9	20.4	18.5	25.0	27.0	净资产增长率	12.7%	7.0%	19.3%	5.7%	8.5%
营业利润	123.5	85.4	210.1	406.5	514.6	盈利能力					
加:营业外净收支	75.3	78.2	74.3	80.3	77.6	毛利率	76.4%	76.9%	75.0%	77.1%	76.1%
利润总额	198.7	163.6	284.5	486.8	592.3	营业利润率	8.2%	5.4%	9.6%	14.3%	14.5%
减:所得税	52.8	47.3	71.1	112.0	136.2	净利润率	8.6%	9.9%	9.7%	13.2%	12.9%
净利润	130.2	156.6	213.3	374.8	456.0	EBITDA/营业收入	15.0%	11.6%	14.0%	17.4%	16.1%
						EBIT/营业收入	6.9%	3.7%	8.3%	13.0%	13.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	20.5%	23.1%	17.9%	23.7%	24.9%
货币资金	1,779.5	1,724.2	2,132.2	2,778.1	3,045.8	负债权益比	25.8%	30.0%	21.8%	31.0%	33.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.26	2.53	3.73	3.15	3.15
应收帐款	441.6	451.9	626.2	813.8	1,028.2	速动比率	3.19	2.47	3.58	3.09	3.02
应收票据	38.9	54.7	30.9	96.3	72.1	利息保障倍数	-5.47	-2.19	-6.63	-10.23	-10.99
预付帐款	26.0	28.6	57.9	35.2	91.5	营运能力					
存货	50.6	57.9	125.1	74.0	189.6	固定资产周转天数	36	32	19	10	4
其他流动资产	44.8	28.6	47.0	40.1	38.6	流动营业资本周转天数	-9	-44	-17	-6	-8
可供出售金融资产	147.9	141.4	225.6	171.6	179.5	流动资产周转天数	540	537	441	434	422
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	83	101	89	91	94
长期股权投资	23.7	41.4	41.4	41.4	41.4	存货周转天数	12	12	15	13	13
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	817	891	717	623	560
固定资产	143.2	139.3	97.9	56.5	15.0	投资资本周转天数	168	206	190	138	96
在建工程	173.9	626.6	626.6	626.6	626.6	费用率					
无形资产	235.4	221.5	139.3	57.1	-	销售费用率	7.0%	7.1%	6.3%	5.8%	5.4%
其他非流动资产	622.6	606.1	460.5	448.8	448.7	管理费用率	62.5%	64.2%	60.2%	58.1%	57.2%
资产总额	3,728.2	4,122.2	4,610.6	5,239.7	5,777.1	财务费用率	-1.3%	-1.7%	-1.3%	-1.3%	-1.2%
短期债务	34.8	21.9	-	-	-	三费/营业收入	68.2%	69.6%	65.3%	62.7%	61.4%
应付帐款	401.6	573.5	410.8	880.2	933.2	投资回报率					
应付票据	-	0.8	0.2	0.4	0.6	ROE	5.1%	5.6%	6.3%	10.3%	11.5%
其他流动负债	294.8	330.3	398.0	337.8	482.0	ROA	3.9%	2.8%	4.6%	7.2%	7.9%
长期借款	11.4	-	-	-	-	ROIC	12.3%	5.3%	13.3%	22.4%	39.8%
其他非流动负债	21.4	24.2	17.7	21.1	21.0	分红指标					
负债总额	763.9	950.6	826.7	1,239.5	1,436.9	DPS(元)	0.03	0.03	0.05	0.08	0.10
少数股东权益	422.4	378.2	378.2	378.2	378.2	分红比率	30.1%	25.2%	28.4%	27.9%	27.2%
股本	711.4	1,066.5	1,282.6	1,282.6	1,282.6	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
留存收益	2,066.9	1,886.2	2,123.1	2,339.4	2,679.4						
股东权益	2,964.3	3,171.6	3,783.9	4,000.2	4,340.2						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.10	0.12	0.17	0.29	0.36
净利润	145.9	116.3	213.3	374.8	456.0	BVPS(元)	1.98	2.18	2.66	2.82	3.09
加:折旧和摊销	234.5	243.6	123.6	123.6	98.5	PE(X)	246.4	204.8	150.3	85.5	70.3
资产减值准备	8.2	36.1	-	-	-	PB(X)	12.6	11.5	9.4	8.9	8.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-426.4	-267.5	-627.0	43.4	81.9
财务费用	-8.3	-8.1	-27.6	-36.2	-42.9	P/S	21.3	20.2	14.6	11.3	9.1
投资损失	-22.9	-20.4	-18.5	-25.0	-27.0	EV/EBITDA	70.8	135.2	97.8	59.4	51.0
少数股东损益	15.8	-40.3	-	-	-	CAGR(%)	36.9%	57.7%	18.1%	36.9%	57.7%
营运资金的变动	21.0	54.2	-220.6	251.4	-162.9	PEG	6.7	3.5	8.3	2.3	1.2
经营活动产生现金流量	296.5	398.6	70.2	688.6	321.8	ROIC/WACC	1.2	0.5	1.3	2.1	3.8
投资活动产生现金流量	-394.2	-329.1	-66.9	79.7	19.0						
融资活动产生现金流量	166.4	10.1	404.6	-122.3	-73.1						

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

谭志勇、朱琨声明，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