

年报商誉减值测试影响分析：长期降低商誉减值集中暴露的风险

——中小盘策略专题

伐谋-中小盘策略专题

孙金钜（分析师）

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号：S0280518010002

王宁（联系人）

010-83561000

wangning3@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060020

● 证监会发布商誉减值风险提示，四大方向规范商誉减值

证监会在11月发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》，对公司、会计师事务所和资产评估机构在实务中存在的问题进行规范，核心要点包括四个方面：（1）商誉减值测试的时间点要求：不只是在出现减值迹象后，须在每年年终进行；（2）商誉减值测试对象的确认：不可以并购对象的整体股权作为减值测试对象，须将商誉分摊至资产组（组合）后分别进行减值测试；（3）对商誉减值测试顺序和具体减值测试模型使用方法进行规范；（4）商誉减值信息披露：不只是年报和半年报，季报中也要披露商誉减值相关信息。

● 《8号文》影响解读：规范企业减值测试，助力A股商誉减值风险防范

《8号文》主要对企业在商誉减值实际操作中的不规范行为进行规范，包括要求每年年终必须进行减值测试、对不同业务资产组的商誉分别测试以及更及时、更严格的信息披露等，使市场能够及时有效地获取企业商誉变化情况，防范商誉减值风险。当前A股商誉规模已创下新高，在此时点要求企业依照准则严格执行商誉减值测试，需要谨防企业因为业绩对赌等因素隐藏的商誉减值风险的暴露，同时市场评估商誉减值风险时，不能简单依据是否完成业绩承诺进行判断；从长远看，商誉减值测试的规范化将使商誉减值信息更加真实和及时，使后续市场整体商誉减值规模风险再次集中暴露的可能性降低。

● A股商誉规模创新高，结构性风险仍值得注意

由于2014年并购政策放宽叠加市场牛市，A股市场迎来并购高峰，商誉规模从2014年的0.33万亿元快速增长至2017年的1.30万亿元，年复合增速达到57.43%。2018年前三季度A股商誉规模再创新高，达到1.45万亿。分板块来看，创业板和中小板商誉占比净资产已超过10%；分行业看，2018年前三季度传媒、医药、计算机等行业的商誉规模分别达到1875.19亿元、1515.79亿元、1133.43亿元，位列前三。

作为牛市并购后遗症，并购后3-4年（特别是过业绩承诺期）易出现商誉减值高峰。2017年年报时已经大规模爆发商誉减值风险，减值规模达到366.10亿，同比增长220.43%。2018年中报已计提商誉减值50亿，预计2018年仍是商誉减值峰年。分板块来看，主板（剔除中石油）、创业板（剔除坚瑞沃能）、中小板进行商誉减值的公司占比均超过10%，减值规模分别达到98.55亿元、79.29亿元、104.70亿元，其中创业板商誉减值占板块净利润比重最大，达到8.38%。分行业来看，剔除坚瑞沃能、中国石油两个减值规模较大的异常值后，2017年传媒、计算机和医药生物行业的商誉减值规模分列前三，其中传媒行业的商誉减值规模达到69.34亿元。

● 风险提示：宏观经济下行压力

相关报告

《中小盘2019年定增并购策略：并购重组将提前于定增市场回暖》2018-12-23

《政策持续松绑，掘金细分成长》2018-12-09

《中小盘2019年投资策略：政策持续松绑，掘金细分成长》2018-12-07

《库存股制度：助力股份回购，但需从严监管》2018-10-25

中小盘研究团队

孙金钜（分析师）: 021-68866881

证书编号：S0280518010002

任浪（分析师）: 021-68865595-232

证书编号：S0280518010003

吴吉森（联系人）: 021-68865595-205

证书编号：S0280118020006

黄泽鹏（联系人）: 021-68865595-202

证书编号：S0280118010039

司马湫（分析师）: 021-68865595-207

证书编号：S0280518050001

黄麟（联系人）: 0755-82291898

证书编号：S0280118040003

王宁（联系人）: 010-83561000

证书编号：S0280118060020

韩东（联系人）: 021-68865595-208

证书编号：S0280118050022

陆亿天（联系人）: 021-68865595-203

证书编号：S0280118050001

1、证监会发布商誉减值风险提示，四大方向规范商誉减值

1.1、我国会计准则对商誉的确认与减值

商誉是企业拥有的一种获取超额收益的能力，是可以为企业带来经济利益的一项资产。根据来源的不同，商誉可以分为自创商誉和外购商誉，对自创商誉，各国虽然承认其存在，但会计准则都没有明确规定，所以通常所讲的商誉为外购商誉，即企业在收购或兼并其他企业时，支付的价款超过被收买企业各项净资产总额部分。

商誉的确认：在我国《企业会计准则第 20 号——企业合并》中，将企业合并分为同一控制下的企业合并和非同一控制下的企业合并两种。同一控制下的企业合并，对被合并方的资产和负债按照被合并方在合并日的账面价值计量，合并价差通过资本公积来调整，因而不形成商誉。非同一控制下的企业合并，购买方合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，确认为商誉；初始确认后的商誉，应当以其成本扣除累计减值准备后的金额计量。简单来说，商誉=购买方合并成本-被购买方可辨认净资产公允价值。

商誉的减值：根据我国《企业会计准则》规定，企业合并形成的商誉，无论是否存在减值迹象，都应该于每年年度终了时进行减值测试，由于商誉不能独立于其他资产或资产组为企业带来现金流量，所以作为单个资产的商誉，其可收回金额无法确定，商誉减值必须结合与其相关的资产组或资产组组合进行减值测试，当资产组或资产组组合的可回收金额低于其账面价值的，应当确认相应的减值损失。商誉犹如一把达摩克利斯之剑，悬在每一家并购重组公司头上。

表1：与商誉减值相关的减值迹象

商誉减值迹象

- 现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，特别是被收购方未实现承诺的业绩；
- 所处行业产能过剩，相关产业政策、产品与服务的市场状况或市场竞争程度发生明显不利变化；
- 相关业务技术壁垒较低或技术快速进步，产品与服务易被模仿或已升级换代，盈利现状难以维持；
- 与特定行政许可、特许经营资格、特定合同项目等资质存在密切关联的商誉，相关资质的市场惯例已发生变化，如放开经营资质的行政许可、特许经营或特定合同到期无法接续等；
- 客观环境的变化导致市场投资报酬率在当期已经明显提高，且没有证据表明短期内会下降；
- 经营所处国家或地区的风险突出，如面临外汇管制、恶性通货膨胀、宏观经济恶化等。

资料来源：证监会发布、新时代证券研究所

1.2、证监会发布风险提示，四大方向规范企业商誉减值

2018年11月16日，证监会发布《会计监管风险提示第8号——商誉减值》(简称“8号文”)，主要针对公司、会计师事务所和资产评估机构在实操中存在的问题进行风险提示；主要分商誉减值的会计处理及信息披露、商誉减值事项的审计和与商誉减值事项相关的评估三方面进行了详细阐述，指出在商誉减值实操中由于这三方面的操作不规范而被忽略的商誉减值风险。具体来看，《会计监管风险提示第8号——商誉减值》的核心要点有四个方面：商誉减值测试的时间点要求、商誉减值测试对象的确认、商誉减值测试顺序和方法以及商誉减值信息披露。

表2：证监会发布商誉减值监管文件，对商誉减值进行风险提示

监管对象	监管方向	监管要点	具体内容
上市公司	减值测试要求		每年年度终了都应当进行减值测试；合理判断并识别商誉减值迹象；合理区分并分别处理商誉减值事项和并购重组相关方的业绩补偿事项，不得以业绩补偿承诺为由，不进行商誉减值测试。
	合理将商誉分摊至资产组（组合）进行减值测试		准确认识资产组，明确辨识与形成商誉相关的资产组（组合）；合理对商誉账面价值按各资产组（组合）的公允价值所占比例进行分摊；充分关注归属于少数股东的商誉；因重组等原因影响已分摊商誉所在的资产组（组合）的，需重新分摊并充分披露相关理由及依据；不应随意扩大或缩小商誉所在资产组（组合）；公司应在购买日将商誉分摊至相关资产组（组合），并在后续会计期间保持一致。
	商誉减值的会计处理		公司应严格按照会计准则规定进行商誉减值测试，顺序为先对不包含商誉的资产组（组合）进行减值测试，再对包含商誉的资产组（组合）进行减值测试，若存在减值，应先抵减其中商誉的账面价值。
	商誉减值测试过程和会计处理		采用公允价值减去处置费用后的净额估计可收回金额时，对公允价值、处置费用需要合理预测，有充分、适当的证据支持；采用预计未来现金净流量的现值估计可收回金额时，应正确运用现金流量折现模型，充分考虑减值迹象等不利事项的影响；利用资产评估机构的工作辅助开展商誉减值测试时，应聘请具有相关资格的资产评估机构。
	商誉减值的信息披露	商誉减值的信息披露要求	公司应在财务报告（包括年度报告、半年度报告、季度报告）中披露与商誉减值相关的且便于理解和使用财务报告的所有重要、关键信息。包括所在资产组（组合）的相关信息、详细披露商誉减值测试的过程与方法、形成商誉时的并购重组相关方业绩承诺的完成情况及对商誉减值测试的影响。
会计师事务所	商誉减值事项的审计	会计师事务所在审计公司商誉减值时的规范、必要流程与报告要求	事务所应结合商誉减值事项恰当认定风险；对风险评估结果进一步审计；详细记录相关审计过程相关信息、证据、推理过程与结论；在利用专家工作时，与专家保持必要的沟通，需复核专家工作成果；若因风险评估程序识别出的导致集团财务报表发生重大错报的特别风险，需复核工作底稿，必要时追加审计程序；会计师事务所审计报告时应按照规定形成。
资产评估机构	与商誉减值事项相关的评估	资产评估机构在评估时的规范、必要流程与报告要求	在接受委托时，与委托人及其他相关方充分沟通，明确将评估用于商誉减值测试的目的和约定相关要素，不得随意变更关键评估要素、不得以股权、企业价值的评估报告代替以财务报告为目的的评估报告；应对商誉所在资产组（组合）进行现场调查并核查验证收集的资料；应恰当选择与商誉减值测试相适应的评估方法，着重考虑已出现的商誉减值迹象、合理选取评估模型与参数，充分披露与商誉减值测试相关的信息。

资料来源：证监会发布，新时代证券研究所

2、《8号文》影响解读，助力A股商誉减值风险防范

2.1、《8号文》解读：按准则严格执行，规范企业商誉减值操作

商誉减值测试的时间点要求：不只是在出现减值迹象后，须在每年年终进行。现行会计准则规定：商誉除了在出现减值迹象之后要进行减值测试外，必须在每年年终进行减值测试。在实务中：公司往往在无减值迹象时忽略后者，尤其是在公司合并时的业绩承诺期，并购标的不存在减值迹象的，公司往往不进行减值测试；即使出现业绩承诺不达预期，公司也会以并购重组相关方有业绩补偿承诺、尚在业绩补偿期间为由，不进行商誉减值测试。证监会发布《8号文》，规范公司计提商誉减值测试时间能够有效防范业绩承诺到期后业绩变脸导致的商誉减值风险。

商誉减值测试对象的确认：不可以并购对象的整体股权作为减值测试对象，须将商

誉分摊至资产组（组合）后分别进行减值测试。现行会计准则规定：由于商誉属于不可辨识的无形资产，无法直接进行减值测试，只能对包含该商誉的资产组或资产组组合进行测试。公司须在购买日按照合理方法将商誉分摊至相关资产组或资产组组合，后续进行减值测试时，需要先辨识、确定与商誉相关的资产组或资产组组合，再对相关资产组或资产组组合进行减值测试。除非因重组等原因导致经营组成部分变化，影响商誉所在的资产组或资产组组合，此时可将商誉账面价值重新分摊，但需充分披露相关理由及依据。**在实务中：**公司进行商誉减值测试前很少对相关资产组进行辨识，一般选择并购对象的整体股权作为评估对象，将不同的业务混在一起进行减值测试。按照《8号文》的要求进行商誉减值测试，使市场能够及时有效地获取企业商誉变化情况。

商誉减值测试具体方法：《8号文》规范商誉减值测试步骤须严格按照两步法，减值测试顺序为先对不包含商誉的资产组或资产组组合测试，再对包含商誉的资产组或资产组组合进行减值测试。这主要是针对商誉分摊到资产组组合时，组合中不含商誉的资产组需先进行减值测试，再将调整账面价值后的资产组重新纳入资产组组合后再进行减值测试。在进行商誉减值测试时，公司需要比较包含商誉的资产组或资产组组合的可收回金额和包含商誉的资产组或资产组组合的账面价值，若前者低于后者，则表明商誉发生了减值损失。

针对资产组或资产组组合的可收回金额估计，一般通过比较公允价值减去处置费用后的净额与未来现金净流量的现值两者孰高来确定。具体实施时，要求资产组或资产组组合的可收回金额与其账面价值的确定基础应保持一致，对未来现金净流量预测时，许多公司在实务中采用税后现金流作为统计口径进行折现，与会计准则规定不符；《8号文》强调要以税前口径为预测依据，折现率也应该采用税前的折现率。

商誉减值信息披露：不只是年报和半年报，季报中也要披露商誉减值相关信息。**现行会计准则规定：**公司应在财务报告（包括年度报告、半年度报告、季度报告）中披露与商誉减值相关的且便于理解和使用财务报告的所有重要、关键信息。**在实务中：**上市公司商誉减值情况主要是在年报和半年报中披露，尤其是年报中，导致企业在年报中披露的净利润与前三个季度业绩出现背离，部分企业甚至因为商誉大幅减值导致净利润断崖式下跌。商誉减值的信息披露要求的规范将有助于投资者及时获取信息，提前防范上市公司商誉减值风险。

2.2、依照准则执行与不规范的减值测试的区别示例

B公司从第三方购买子公司A，合并日确认商誉人民币28480万元，该商誉后续发生减值，2X11年年底的账面价值为人民币9435万元。A公司是B公司内唯一经营铁道媒体业务的子公司，2X12年A公司主营业务收入的40%来自铁道媒体业务。2X12年11月XX日，铁道部相关部门在北京产权交易所发布公告，拟对全国铁路旅客列车专用读物即杂志摆放权进行招商，并公布了杂志摆放权费底价。

B公司于2X13年1月XX日发布公告说明，如果成功竞标，则B公司每年至少需额外支付2450万元渠道费，A公司存在亏损的风险；如果不参加公开招标或未能中标，则其出版的杂志将无法在旅客列车上摆放，现有铁道媒体业务可能需要另觅途径分销其出版的杂志，或将停止刊印。B公司于2X13年1月XX日发布了关于退出参与全国铁路旅客列车杂志摆放权招标的公告。从2X13年2月份起，其出版的杂志已停止在客车上摆放发行，A公司的铁道媒体业务处于停滞状态。但由于后续A公司的非主营业务受益需求爆发业绩大幅增长，2X13年A公司整体利润符合并购时业绩承诺。

在不规范的商誉减值测试中：B公司可能会以A公司当前尚处于业绩承诺期为由，不进行商誉减值测试；或是由于A公司非主营业务业绩大幅增长使得A公司整体业绩符合承诺为由不进行商誉减值。

若依照《8号文》，根据现行会计准则严格执行：由于B公司退出投标，A公司的铁路媒体业务停止，未来的业务收入会减少，影响A公司铁道媒体业务的未来现金流量，进而影响与该商誉相关的资产组（或者资产组组合）的使用价值及商誉减值测试结果。因此，B公司需要分别计算A公司与铁道媒体业务商誉相关的资产组（或资产组组合）的可收回金额，在此基础上确定相关商誉等是否发生减值，如果发生减值，则需确认商誉减值。

2.3、《8号文》规范商誉减值，有助于A股商誉减值风险防范

牛市并购后遗症，“三高并购”后3-4年易出现商誉减值高峰年。外延并购可以提供业绩增长的正贡献，但同样商誉减值会带来业绩增长负贡献。“高估值、高商誉、高业绩承诺”的三高并购容易出现商誉减值的风险，而在牛市中容易出现三高并购。牛市环境中，市场整体估值溢价较高，上市公司股价高企，资产方为了获取更多的股份倾向于提高承诺业绩来做高对价。据我们统计，承诺业绩一般为期3年，标的资产在并购后第3-4年时容易出现业绩不达承诺或大幅下滑，导致商誉减值的发生。

牛市并购引发商誉减值规模的增长，板块净利润增速下行下，需提防商誉减值风险集中暴露。我们定义在业绩披露前12个月完成并购重组的公司作为外延公司，其归母净利润贡献归为外延贡献。可以看到，2014年开始，由于并购重组政策宽松，A股并购开始加速；2015-2016年，A股市场迎来并购高峰期，以创业板（剔除温氏、乐视、坚瑞沃能、光线传媒和宁德时代）和中小板（非金融）为例，两个板块的外延利润增量贡献明显上升，最高时超过25%。

虽然2016年以来IPO加速叠加增发并购监管趋严，外延并购数量趋势调转向下，板块内生增长贡献不断提升，但2015年作为并购重组的高峰年，同时又由于市场处于高位，估值溢价比较高且承诺业绩也相对虚高。由于目前中小创整体业绩增速下滑，而2017-2018年也是牛市并购潮业绩承诺到期时间点，2017年已经发生大规模商誉减值，预计2018年仍是商誉减值峰年，需提防发生并购企业的业绩承诺完成度所带来的商誉减值风险，以及业绩承诺到期的企业业绩变脸的风险。

图1：创业板内生增量贡献持续下降

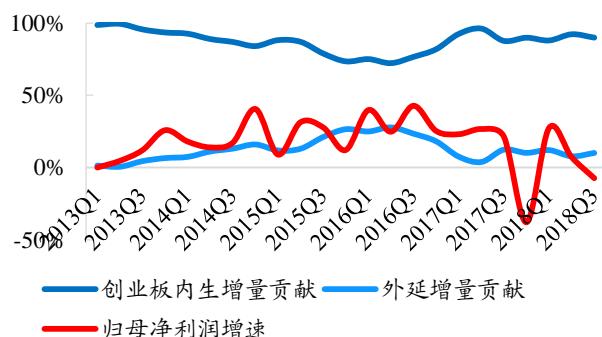
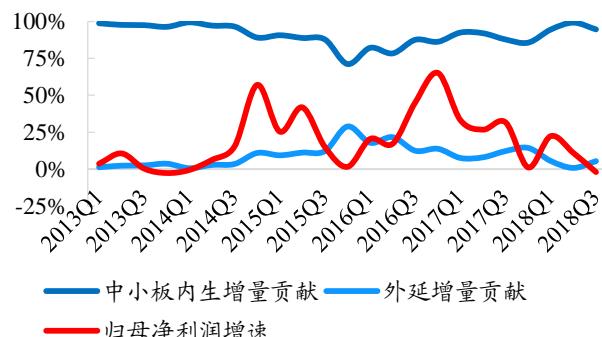


图2：中小板内生增量贡献持续下降



资料来源：Wind、新时代证券研究所

资料来源：Wind、新时代证券研究所

长远看，《8号文》有助于A股商誉减值风险防范。当前A股商誉规模创下新高，商誉减值规模迎来高峰年，要求企业依据会计准则严格执行商誉减值测试，在短期内，尤其是2018年，需要谨防企业因为业绩对赌等因素隐藏的商誉减值风险的暴

露，同时市场评估商誉减值风险时，不能简单依据是否完成业绩承诺进行判断。从长远影响来说，规范化的商誉减值测试能够使商誉减值信息更加真实和及时，预防因公司业绩承诺到期时业绩变脸导致巨额商誉减值，或是部分公司借由商誉减值测试进行盈余控制，使整体市场商誉减值规模的波动会更加的平滑，不易出现风险集中爆发的情形。

3、当前A股商誉已创新高，商誉减值结构性风险需提防

3.1、A股商誉创新高，创业板占净资产比重最大

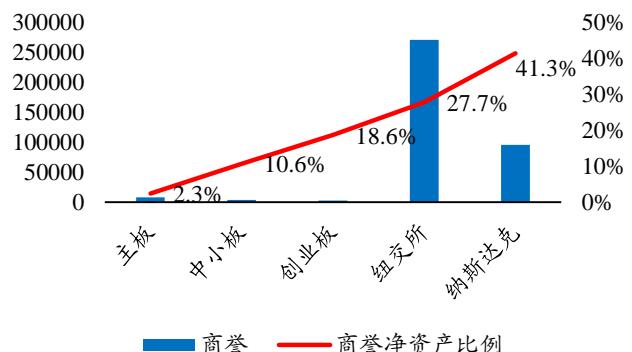
A股商誉整体规模已达到1.45万亿，与成熟市场相比尚不算高。2014年3月24日，国务院印发文件支持企业兼并重组，市场迎来并购潮，A股商誉规模进入增长快车道。2014年，全部A股的商誉规模为0.33万亿元，到2017年，A股商誉规模已经达到1.30万亿元，年复合增速达到57.43%，2018年前三季度A股商誉规模再创新高，达到1.45万亿元，占总体净资产的比例为3.7%，相较于发达国家的成熟市场，目前A股商誉无论是绝对值或是占净资产的比例都不算高。

分板块来看，中小创商誉规模较大，占比净资产超过10%。2018年前三季度主板商誉规模为7913.98亿元，中小板商誉规模为3774.03亿元，创业板商誉规模为2761.39亿元。从商誉占板块净资产比重来看，主板和中小创商誉占比净资产持续增长，创业板商誉占比净资产达到19.24%，中小板达到11.22%。

图3：目前A股商誉1.45万亿，占净资产的3.7%

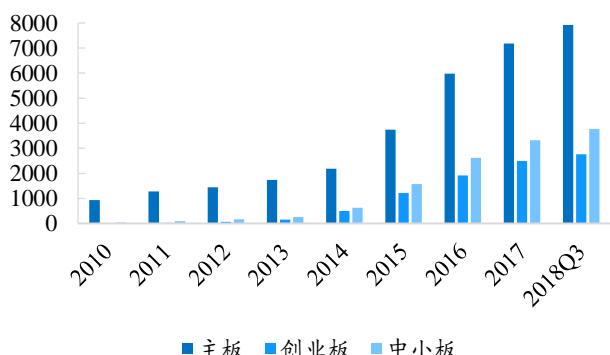


图4：相较成熟市场A股商誉占净资产比例并不高



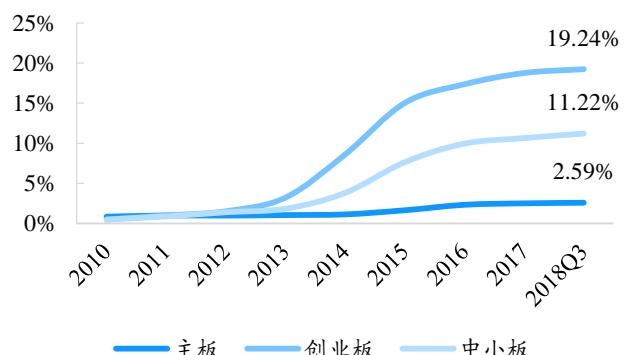
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图5：A股各板块商誉规模持续增长（亿元）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图6：创业板商誉规模占比净资产最大

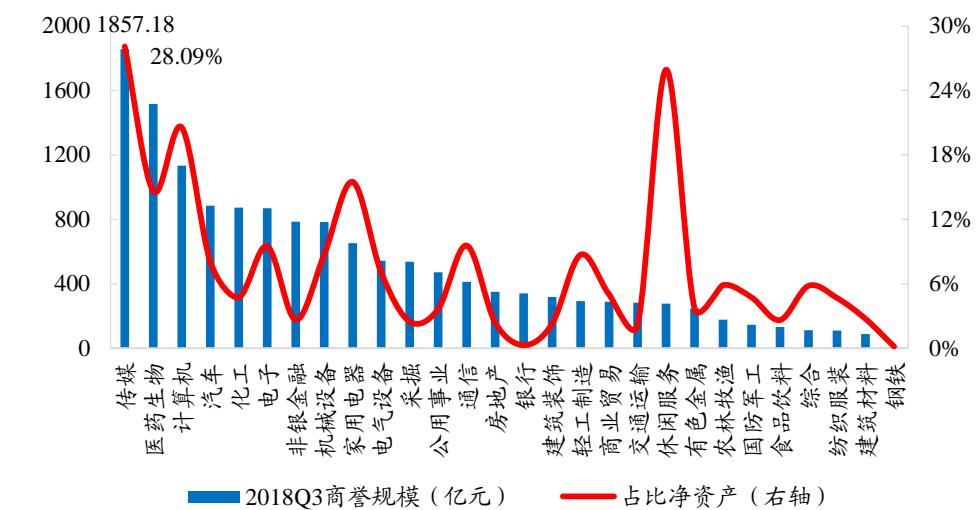


资料来源：Wind、新时代证券研究所

资料来源：Wind、新时代证券研究所

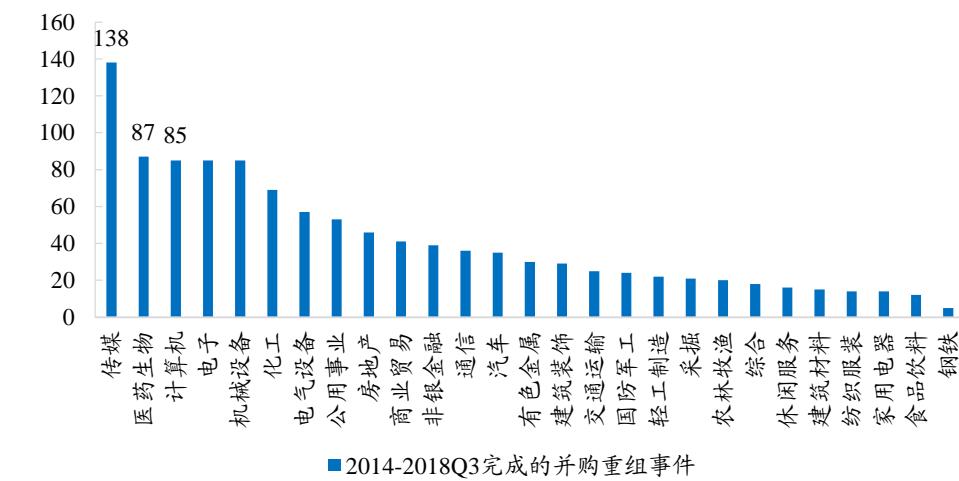
分行业来看，传媒、医药生物、计算机等行业商誉规模较高，与各行业发生的并购重组事件数基本一致。2018 年前三季度传媒、医药生物、计算机等行业的商誉规模较高，分别达到 1875.19 亿元、1515.79 亿元、1133.43 亿元，这与 2014 年-2017 年及 2018 年前三季度各行业完成并购重组事件数量的排名基本一致，三个行业分别完成并购重组 138 起、87 起、85 起，位列所有行业前三；从占行业净资产比重来看，传媒与休闲服务商誉占净资产比重最高，分别达到 28.09% 和 25.93%。

图7：2018Q3 传媒与医药商誉规模最高，传媒与休闲服务商誉占比净资产最高



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图8：2014-2018Q3 传媒、医药与电子完成并购重组事件最多

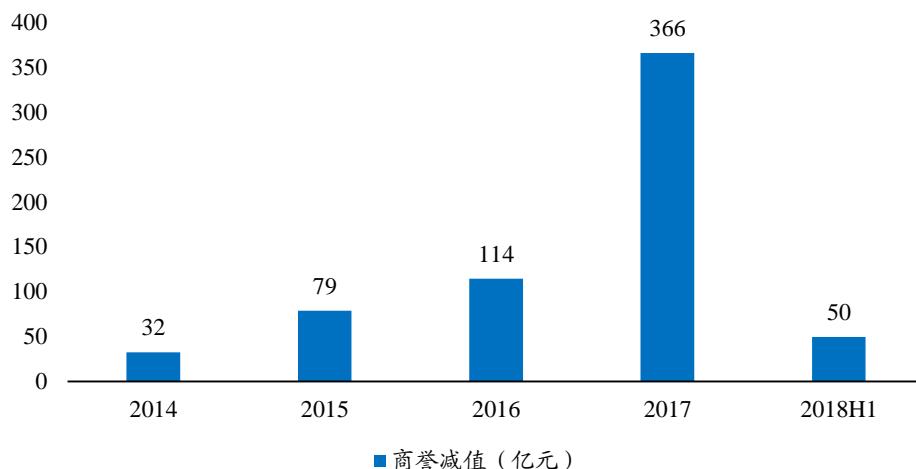


资料来源：Wind、新时代证券研究所

3.2、商誉减值迎高峰，TMT 与医药行业较为集中

2017 商誉减值创新高，预计 2018 仍是减值峰年。通过统计 A 股商誉减值规模，可以看到 2015 年完成的并购重组开始在 2017 年年报时大规模爆发商誉减值的风险，2017 年年报商誉减值规模达到 366.10 亿，同比增长 220.43%；2018 年中报已经计提商誉减值 50 亿，预计 2018 年仍然会是商誉减值的峰年。

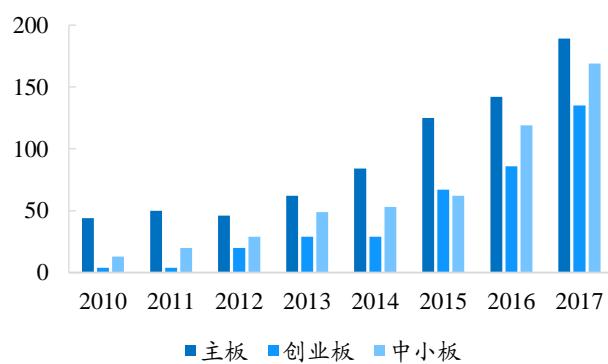
图9：2017-2018年是商誉减值的高峰年



数据来源：Wind、新时代证券研究所

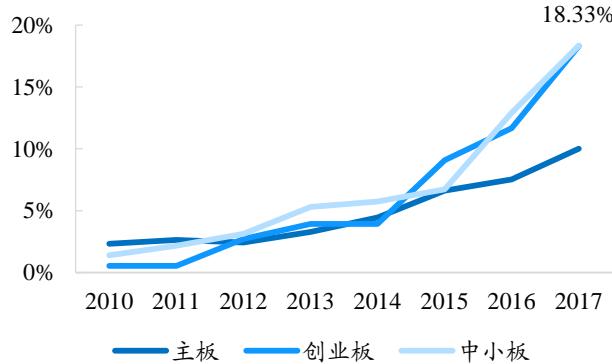
分板块来看，2015年起进行商誉减值的公司数量大幅增长，2017年创业板（剔除坚瑞沃能）增速较大，占板块净利润比重达到8.38%。2015年起，进行商誉减值的公司数快速增长，到2017年均进行商誉减值的公司占比已超过10%。分板块来看，创业板和中小板进行商誉减值的公司占比高于主板，2017年中小创进行商誉减值的公司占比已达到18.3%。从板块商誉减值的绝对值来看，2017年A股各板块商誉减值规模创下新高，主板（剔除中石油）、创业板（剔除坚瑞沃能）、中小板商誉减值分别达到98.55亿元、79.29亿元、104.70亿元，较2016年分别增长108.00%、287.12%和127.15%。从占板块净利润比重来看，创业板商誉减值的影响较大，占比板块净利润达到8.38%。

图10：A股各板块进行商誉减值的公司持续增长（家）



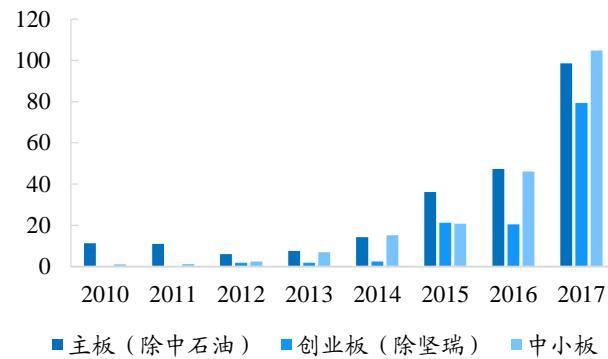
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图11：2014年来各板块商誉减值的公司占比快速增长



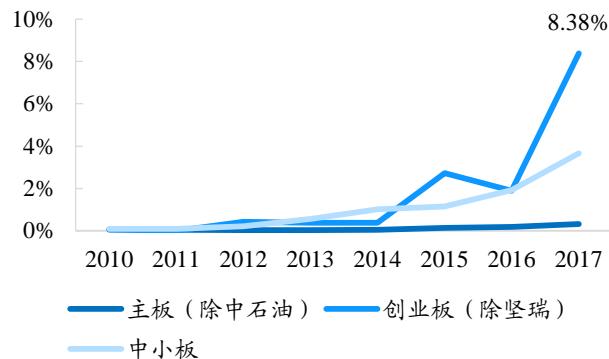
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图12: 2017年A股各板块商誉减值创新高(亿元)



资料来源: Wind、新时代证券研究所

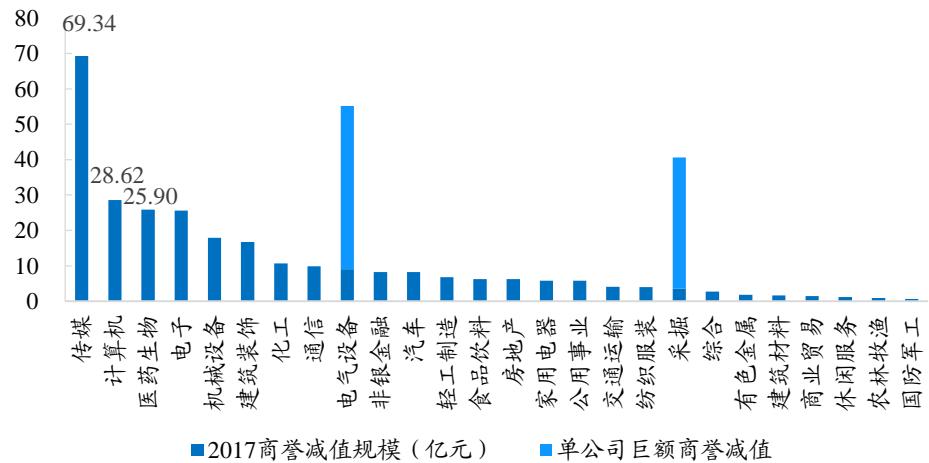
图13: 2017年创业板商誉减值占比净利润8.38%



资料来源: Wind、新时代证券研究所

分行业来看,在剔除商誉减值特别巨大的异常值后,传媒、计算机和医药生物行业的商誉减值规模位列前三,警惕结构性风险。2017年传媒、电气设备、采掘、计算机、医药生物、电子等行业的商誉减值规模较大,在2017年发生商誉减值的495家公司中,其中坚瑞沃能、中国石油的商誉减值较大,达到30亿元以上,剔除该两家公司之后,传媒、计算机和医药生物行业的商誉减值规模分列前三,其中传媒行业的商誉减值规模显著较大,达到69.34亿元,其他两个行业分别达到28.62亿元、25.90亿元,这与行业商誉规模排名情况基本一致,未来商誉减值风险需警惕。

图14: 2018Q3传媒与电气设备商誉减值最高



资料来源: Wind、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话: 010-69004649
	邮箱: haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话: 021-68865595 转 258
	邮箱: lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话: 0755-82291898
	邮箱: wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区: 北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编: 100086
上海地区: 上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编: 200120
广深地区: 深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室	邮编: 518046

公司网址: <http://www.xsdzq.cn/>