

2019年08月18日

红旗连锁 (002697.SZ)

动态分析

上半年业绩符合预期，区域高市占率构筑定价权

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 38.29 亿元/+5.89%，实现归母净利 2.37 亿元/+52.93%。

投资要点

◆ **渠道外延推动营收增长，投资收益贡献利润增长：**上半年，红旗连锁营收增长 6%，主要源于公司渠道外延，门店数量同比增加 7%。上半年公司实现归母净利增长 53%，符合公司预期的 45%~55%。公司归母净利大幅提升，主要源于对新网银行的长期股权投资收益，上半年新网银行贡献投资收益 7003 万元，较去年同期增长逾 3 倍。若剔除此项投资收益，上半年公司实现归母净利增长 25%，源于直采比例提升、进口商品占比提升，推动公司毛利率净利率提升。

◆ **公司净利率大幅提升，存货周转基本稳定：**盈利能力方面，公司直采比例提升以及进口商品占比提升推动毛利率上行，上半年毛利率同比提升 1.70pct 至 30.22%，延续公司毛利率持续提升趋势。公司期间费用保持基本稳定，职工薪酬增长 9%使销售费用率略有提升。新网银行投资收益贡献利润，最终公司净利率同比提升 1.91pct 至 6.18%，带动公司净利润大幅上行。若剔除新网银行投资收益，公司净利率同比提升 0.67pct 至 4.35%，推动剔除投资收益后的利润较快提升。

存货方面，公司上半年存货增长 4%至 10.32 亿元，占营收比例较去年同期略有降低。不过，由于公司采用便利超市密铺的模式，门店密集且坪效较同行略低，因此公司存货周转率持续低于可比公司。

◆ **增值服务有效引流，销售额占比近五成：**红旗连锁门店密铺模式保证了与居民的有效接触，通过话费充值、代缴水电费、电视费用、代售汽车火车飞机票，以及公交卡充值等方式进行有效引流。据中国连锁经营协会，2018 年红旗连锁销售额约 130.5 亿元，其中增值业务销售收入 62.8 亿元，增值服务占比近 50%，为其他品类商品进行有效引流。

◆ **区域高市占率构筑定价权，维持公司高毛利率：**由于密铺模式，红旗连锁已占据成都超市市场较高的市场份额，若以成都市区及郊县分区口径估计，且假设营收占比与销售占比相同，我们估计 2017 年公司在成都地区的超市市占率约为 50%。市场龙头地位使得红旗连锁具备区域市场定价权，维持红旗连锁高于同行的毛利率水平。

◆ **投资建议：**红旗连锁是立足成都的便利超市，增值服务有效引流，区域高市占率构筑定价权。近年来公司渠道扩张推动规模增长，直采比例提升带动超市净利率较快上升。我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.31、0.36 和 0.41 元。净资产收益率分别为 14.2%、14.6%和 14.7%。目前公司 PE (2019E) 约为 21 倍，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**直采比例提升毛利率空间存在不确定性；门店在成都以外的外延存在不确定性；电商及地铁发展或对增值业务有所冲击。

商贸零售 | 超市 III

投资评级

买入-B(首次)

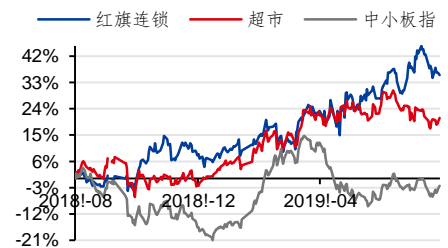
股价(2019-08-16)

6.43 元

交易数据

总市值(百万元)	8,744.80
流通市值(百万元)	6,932.89
总股本(百万股)	1,360.00
流通股本(百万股)	1,078.21
12个月价格区间	4.44/6.94 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.53	2.27	34.08
绝对收益	-3.02	4.55	34.88

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

吴雨舟

 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,938.9	7,220.0	7,692.7	8,159.3	8,591.6
同比增长(%)	9.8%	4.1%	6.5%	6.1%	5.3%
营业利润(百万元)	213.2	373.7	490.8	571.9	654.6
同比增长(%)	51.4%	75.3%	31.3%	16.5%	14.5%
净利润(百万元)	164.9	322.7	417.9	487.0	557.5
同比增长(%)	14.3%	95.7%	29.5%	16.5%	14.5%
每股收益(元)	0.12	0.24	0.31	0.36	0.41
PE	53.0	27.1	20.9	18.0	15.7
PB	3.8	3.3	3.0	2.6	2.3

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、渠道外延推动营收增长，上半年业绩符合预期.....	4
(一) 渠道外延推动营收增长，投资收益贡献利润增长.....	4
(二) 渠道扩张推动规模增长，店均收入基本稳定.....	4
(三) 各品类营收结构稳定，其他业务引领上半年增长.....	5
(四) 成都及郊县为核心区域，营收占比近 90%.....	6
二、公司净利率大幅提升，存货周转基本稳定.....	6
(一) 直采比例提升带动毛利率，剔除新网后净利率仍有较大提升.....	6
(二) 存货占营收比例稳定，便利超市模式使周转低于可比公司.....	7
三、关注增值服务引流及高市占率构筑定价权.....	7
(一) 增值服务有效引流，销售额占比近五成.....	7
(二) 区域高市占率构筑定价权，维持公司高毛利率.....	8
四、盈利预测及投资建议.....	8
五、风险提示.....	9

图表目录

图 1: 红旗连锁营业收入及其增长.....	4
图 2: 红旗连锁归母净利润及其增长.....	4
图 3: 红旗连锁分季度营业收入及其增长.....	4
图 4: 红旗连锁分季度归母净利润及其增长.....	4
图 5: 红旗连锁门店数量.....	5
图 6: 红旗连锁店均收入.....	5
图 7: 红旗连锁分品类营业收入(百万元).....	5
图 8: 红旗连锁分品类营收增长.....	5
图 9: 红旗连锁分品类毛利率.....	6
图 10: 红旗连锁分品类毛利润(百万元).....	6
图 11: 红旗连锁分区域营业收入(百万元).....	6
图 12: 红旗连锁分区域营收增速.....	6
图 13: 红旗连锁利润率.....	7
图 14: 红旗连锁期间费用率.....	7
图 15: 红旗连锁存货及其占营收比例.....	7
图 16: 可比公司存货周转率.....	7
图 17: 红旗连锁增值服务内容说明.....	8
图 18: 红旗连锁增长服务销售额占比.....	8
图 19: 红旗连锁成都市超市市场占有率估计.....	8
图 20: 可比公司毛利率.....	8
表 1: 红旗连锁营业收入预测表.....	9

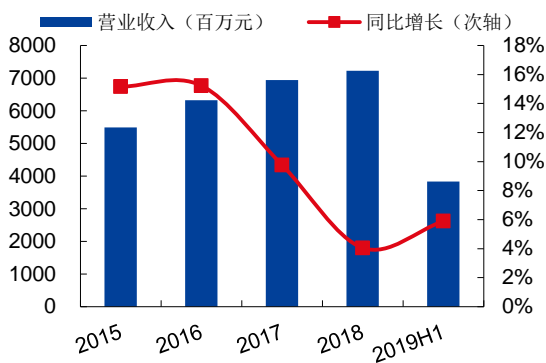
一、渠道外延推动营收增长，上半年业绩符合预期

公司披露半年报，上半年实现营收 38.29 亿元/+5.89%，实现归母净利 2.37 亿元/+52.93%。

（一）渠道外延推动营收增长，投资收益贡献利润增长

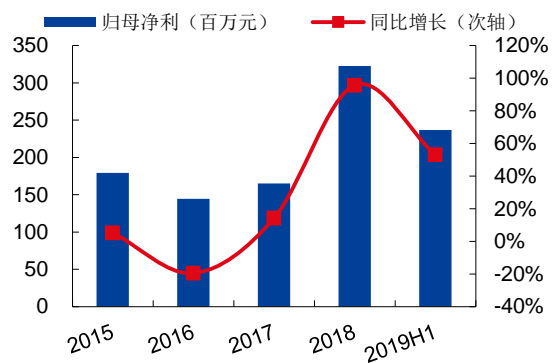
上半年，红旗连锁营收增长 6%，主要源于公司渠道外延，门店数量同比增加 7%。上半年公司实现归母净利增长 53%，符合公司预期的 45%~55%。公司归母净利大幅提升，主要源于对新网银行的长期股权投资收益，上半年新网银行贡献投资收益 7003 万元，较去年同期增长逾 3 倍。若剔除此项投资收益，上半年公司实现归母净利增长 25%，源于直采比例提升、进口商品占比提升，推动公司毛利率净利率提升。

图 1：红旗连锁营业收入及其增长



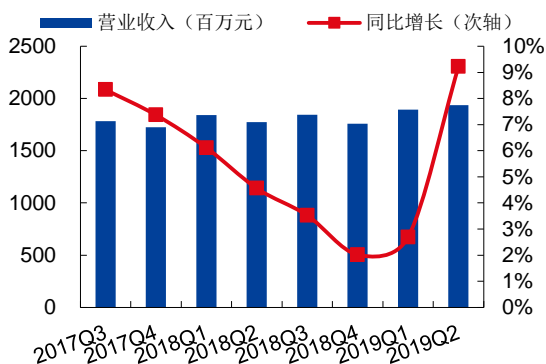
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：红旗连锁归母净利及其增长



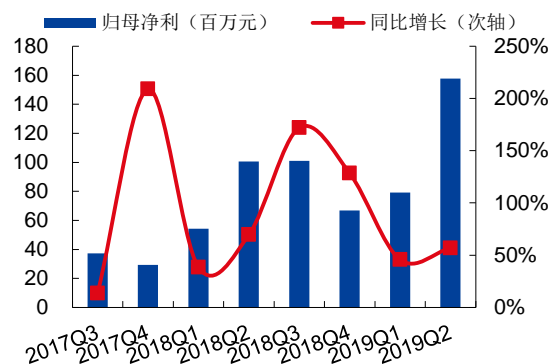
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：红旗连锁分季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：红旗连锁分季度归母净利及其增长



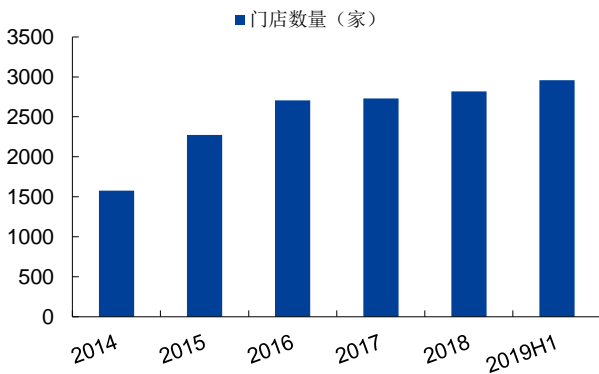
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）渠道扩张推动规模增长，店均收入基本稳定

2018 年来，公司渠道数量继续扩张，截止 2019 上半年，公司门店数量合计达 2958 个，同比增长约 7%，推动营业收入稳步增长。红旗连锁门店为便利超市（或小型超市）模式，单店面

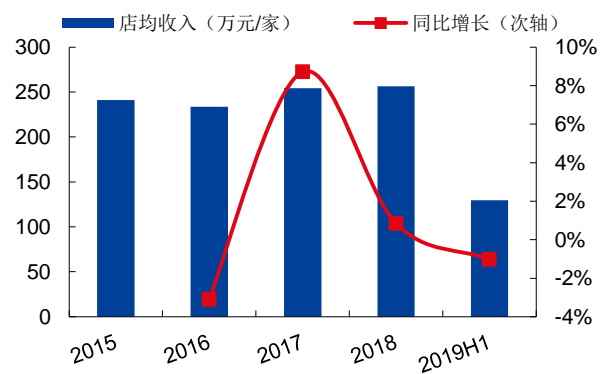
积约 200 平方米，采用密铺模式占据成都超市市场。公司店均收入基本稳定，2019 年上半年的店均收入略有下降主要源于新开门店仍在培育。

图 5：红旗连锁门店数量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：红旗连锁店均收入



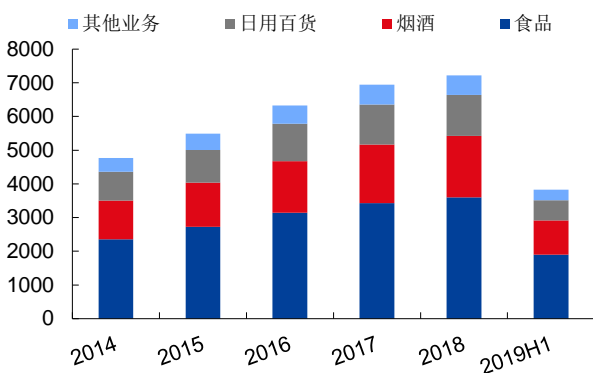
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）各品类营收结构稳定，其他业务引领上半年增长

分品类看，2019 年上半年，公司食品、烟酒、日用百货以及其他业务分别占据营收约 50%、26%、16%、8% 的份额，贴近消费者日常使用的食品烟酒为公司的核心品类。上半年食品、烟酒营收分别增长 8%、5%，受益于公司渠道数量扩张，另有日用百货营收下滑，主要源于百货品类受电商渠道冲击。另外，上半年其他业务收入增速达 11%，引领公司收入增长。

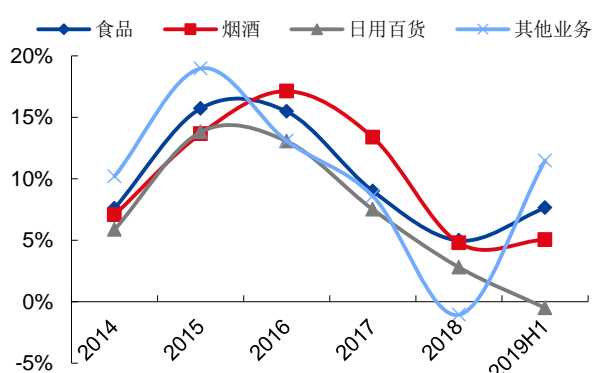
分品类毛利率方面，2018 年食品、烟酒及日用百货毛利率分别约 24%、21%、25%，近年来毛利率随直采比例提升有所提升。其他业务毛利率基本保持在 100%。因此 2018 年全年公司食品、烟酒、日用百货、其他业务毛利润占比分别约 40%、18%、15%、27%，增值服务对应的其他业务毛利率较高，贡献较多毛利润。

图 7：红旗连锁分品类营业收入（百万元）



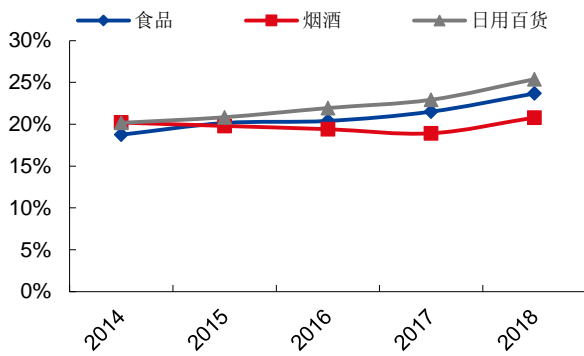
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：红旗连锁分品类营收增长



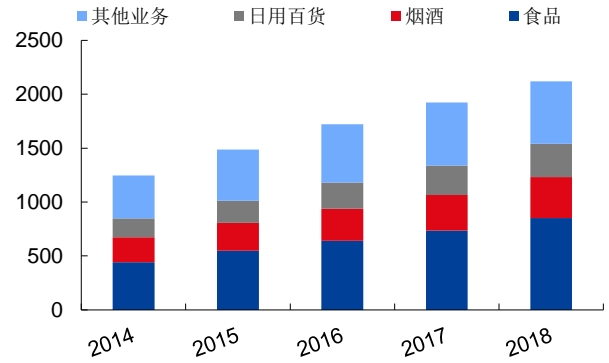
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：红旗连锁分品类毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：红旗连锁分品类毛利润（百万元）

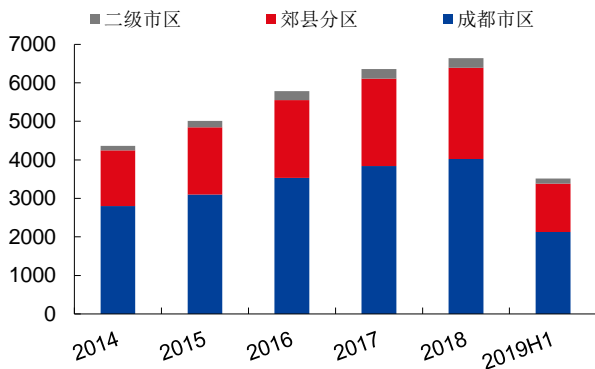


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）成都及郊县为核心区域，营收占比近 90%

分区域看，公司深耕人口密集的成都城区，2019 年上半年成都市区、郊县分区以及二级市区、其他收入分别占据营收约 56%、33%、3%、8%。成都市区及郊县分区营收占比近 90%，为公司的核心区域。

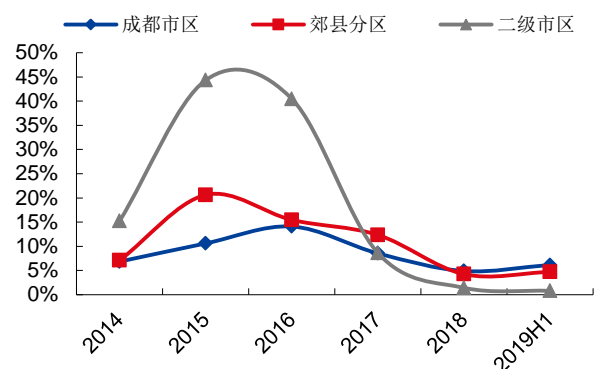
图 11：红旗连锁分区域营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：不含其他业务收入。

图 12：红旗连锁分区域营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：不含其它业务收入。

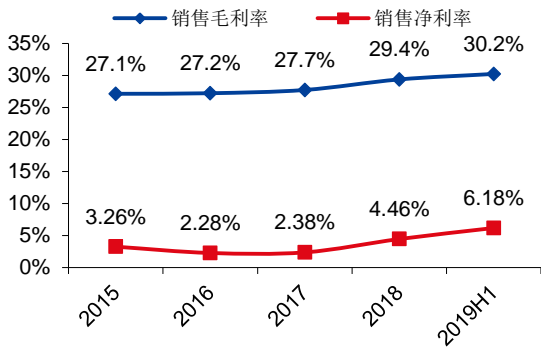
二、公司净利率大幅提升，存货周转基本稳定

（一）直采比例提升带动毛利率，剔除新网后净利率仍有较大提升

盈利能力方面，公司直采比例提升以及进口商品占比提升推动毛利率上行，上半年毛利率同比提升 1.70pct 至 30.22%，延续公司毛利率持续提升趋势。公司期间费用保持基本稳定，职工薪酬增长 9%使销售费用率略有提升。新网银行投资收益贡献利润，最终公司净利率同比提升

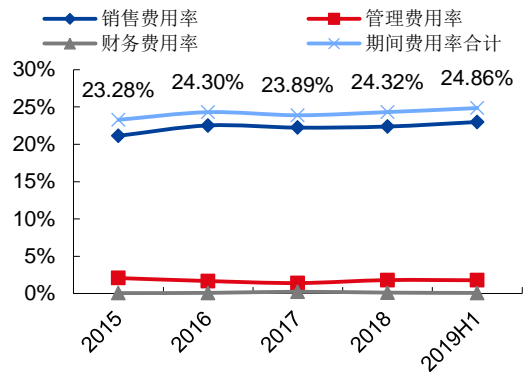
1.91pct 至 6.18%，带动公司净利润大幅上行。若剔除新网上银行投资收益，公司净利率由同比提升 0.67pct 至 4.35%，推动剔除投资收益后的利润较快提升。

图 13：红旗连锁利润率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：红旗连锁期间费用率

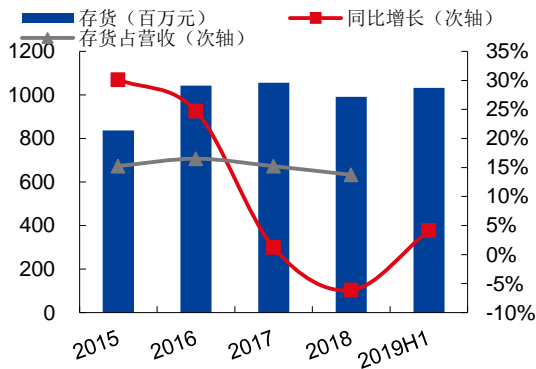


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货占营收比例稳定，便利超市模式使周转低于可比公司

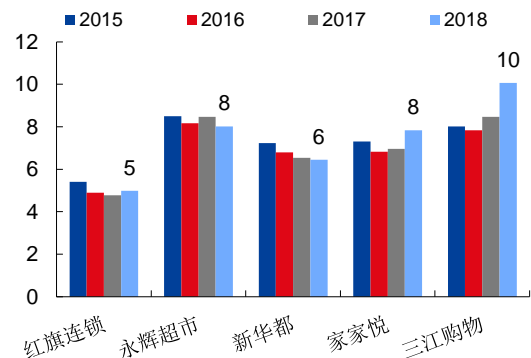
公司上半年存货增长 4%至 10.32 亿元，占营收比例较去年同期略有降低。不过，由于公司采用便利超市密铺的模式，门店密集且坪效较同行略低，因此公司存货周转率持续低于可比公司。

图 15：红旗连锁存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：可比公司存货周转率



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、关注增值服务引流及高市占率构筑定价权

（一）增值服务有效引流，销售额占比近五成

红旗连锁门店密铺模式保证了与居民的有效接触，通过话费充值、代缴水电费、电视费用、代售汽车火车飞机票，以及公交卡充值等方式进行有效引流。据中国连锁经营协会，2018 年红旗连锁销售额约 130.5 亿元，其中增值业务销售收入 62.8 亿元，增值服务占比近 50%，为其他品类商品进行有效引流。

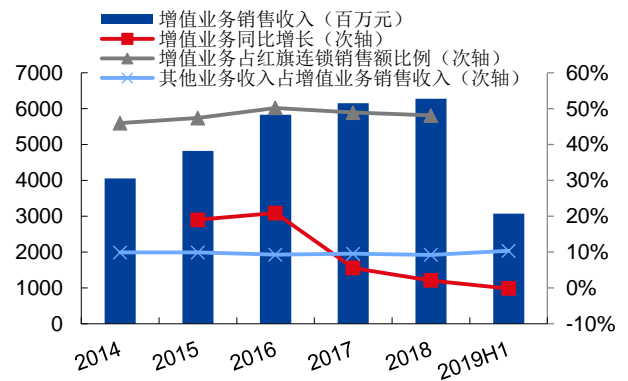
另外我们认为其他业务收入为公司在增值业务中赚取的扣点，扣点率持续保持在 10%左右，且毛利率基本为 100%，为公司业绩增长做出较大贡献。

图 17：红旗连锁增值服务内容说明



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 18：红旗连锁增长服务销售额占比

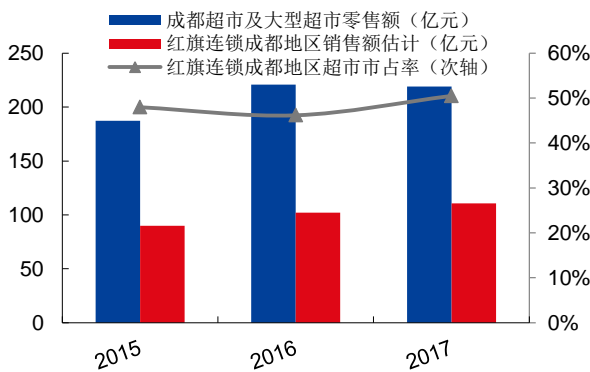


资料来源：公司公告，中国连锁经营协会，华金证券研究所

（二）区域高市占率构筑定价权，维持公司高毛利率

由于密铺模式，红旗连锁已占据成都超市市场较高的市场份额，若以成都市区及郊县分区口径估计，且假设营收占比与销售占比相同，我们估计 2017 年公司在成都地区的超市市占率约为 50%。市场龙头地位使得红旗连锁具备区域市场定价权，维持红旗连锁高于同行的毛利率水平。

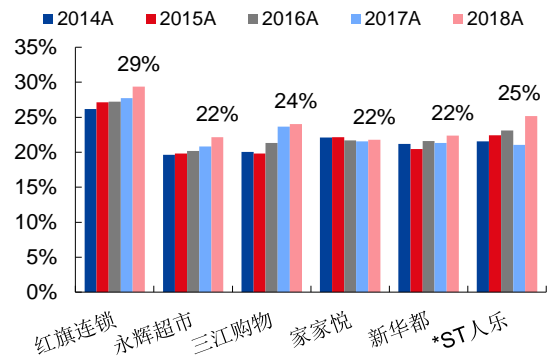
图 19：红旗连锁成都市超市市场占有率估计



资料来源：成都市统计年鉴，中国连锁经营协会，华金证券研究所

注：假设营收占比与销售占比相同，以成都市区及郊县分区口径估计。

图 20：可比公司毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、盈利预测及投资建议

红旗连锁是立足成都的便利超市，增值服务有效引流，区域高市占率构筑定价权。近年来公司渠道扩张推动规模增长，直采比例提升带动超市净利率较快上升。我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.31、0.36 和 0.41 元。净资产收益率分别为 14.2%、14.6%和 14.7%。目前公司 PE (2019E) 约为 21 倍，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

表 1：红旗连锁营业收入预测表

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
食品	营业收入	3143.16	3426.11	3596.79	3920.50	4234.14	4530.54
	增长率	15.47%	9.00%	4.98%	9.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	20.40%	21.51%	23.68%	24.50%	25.00%	25.50%
烟酒	营业收入	1534.03	1739.11	1822.33	1913.45	2009.12	2089.49
	增长率	17.12%	13.37%	4.79%	5.00%	5.00%	4.00%
	毛利率	19.41%	18.92%	20.80%	21.50%	22.20%	23.00%
日用百货	营业收入	1105.76	1188.77	1222.10	1222.10	1222.10	1222.10
	增长率	13.05%	7.51%	2.80%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	21.94%	22.93%	25.39%	25.50%	25.50%	25.50%
其他业务	营业收入	538.67	584.96	578.79	636.67	693.97	749.49
	增长率	13.08%	8.59%	-1.05%	10.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计	营业收入	6321.63	6938.94	7220.02	7692.72	8159.34	8591.61
	增长率	15.23%	9.77%	4.05%	6.55%	6.07%	5.30%
	毛利率	27.21%	27.72%	29.36%	30.16%	30.76%	31.39%

资料来源：公司公告，Wind，华金证券研究所

五、风险提示

直采比例提升毛利率空间存在不确定性；门店在成都以外的外延存在不确定性；电商及地铁发展或对增值业务有所冲击。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,938.9	7,220.0	7,692.7	8,159.3	8,591.6	年增长率					
减:营业成本	5,015.3	5,100.0	5,372.5	5,649.2	5,894.6	营业收入增长率	9.8%	4.1%	6.5%	6.1%	5.3%
营业税费	39.1	42.4	45.2	48.0	50.5	营业利润增长率	51.4%	75.3%	31.3%	16.5%	14.5%
销售费用	1,542.7	1,615.9	1,727.0	1,835.9	1,937.4	净利润增长率	14.3%	95.7%	29.5%	16.5%	14.5%
管理费用	97.9	130.6	138.5	146.9	154.6	EBITDA 增长率	35.3%	42.9%	24.5%	12.3%	11.7%
财务费用	17.3	9.2	-6.3	-15.3	-20.8	EBIT 增长率	47.3%	68.9%	32.6%	14.9%	13.9%
资产减值损失	6.3	22.4	5.0	5.3	5.5	NOPLAT 增长率	47.2%	86.0%	24.5%	14.9%	13.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.3%	5.0%	8.7%	-27.5%	23.0%
投资和汇兑收益	-21.3	56.5	80.0	82.4	84.9	净资产增长率	6.4%	12.8%	12.7%	13.2%	13.3%
营业利润	213.2	373.7	490.8	571.9	654.6	盈利能力					
加:营业外净收支	0.5	-1.2	-0.3	-0.3	-0.4	毛利率	27.7%	29.4%	30.2%	30.8%	31.4%
利润总额	213.8	372.6	490.5	571.6	654.3	营业利润率	3.1%	5.2%	6.4%	7.0%	7.6%
减:所得税	48.8	50.6	73.6	85.7	98.1	净利润率	2.4%	4.5%	5.4%	6.0%	6.5%
净利润	164.9	322.7	417.9	487.0	557.5	EBITDA/营业收入	5.1%	7.0%	8.2%	8.6%	9.2%
						EBIT/营业收入	3.1%	5.1%	6.3%	6.8%	7.4%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	46.2%	45.5%	39.9%	39.9%	35.8%
货币资金	887.8	1,115.3	1,153.9	2,012.3	2,156.7	负债权益比	85.8%	83.4%	66.5%	66.3%	55.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.16	1.30	1.56	1.71	2.00
应收帐款	68.6	92.1	81.2	102.7	91.0	速动比率	0.63	0.84	0.94	1.27	1.38
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	12.50	39.89	-77.26	-36.43	-30.40
预付帐款	261.4	309.0	274.2	339.0	300.8	营运能力					
存货	1,055.6	990.7	1,211.2	985.7	1,306.6	固定资产周转天数	60	56	51	46	42
其他流动资产	28.5	318.5	334.4	351.1	368.7	流动营业资本周转天数	-16	-16	-7	-10	-10
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	107	128	138	151	168
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	4	4	4	4	4
长期股权投资	420.5	475.7	475.7	475.7	475.7	存货周转天数	54	51	52	48	48
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	215	227	227	231	240
固定资产	1,159.0	1,103.5	1,068.4	1,027.7	986.2	投资资本周转天数	87	80	80	68	61
在建工程	-	26.2	13.1	6.6	1.3	费用率					
无形资产	354.7	308.4	264.8	221.2	177.6	销售费用率	22.2%	22.4%	22.5%	22.5%	22.6%
其他非流动资产	72.1	54.6	30.0	27.4	29.2	管理费用率	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
资产总额	4,308.3	4,794.1	4,907.0	5,549.5	5,893.8	财务费用率	0.2%	0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	200.0	201.0	24.5	-	-	三费/营业收入	23.9%	24.3%	24.2%	24.1%	24.1%
应付帐款	1,401.4	1,428.2	1,575.0	1,602.9	1,702.6	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	7.1%	12.4%	14.2%	14.6%	14.7%
其他流动负债	388.1	550.3	359.6	610.3	410.3	ROA	3.8%	6.7%	8.5%	8.8%	9.4%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	9.9%	21.1%	25.0%	26.5%	41.6%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,989.4	2,179.5	1,959.2	2,213.2	2,112.9	DPS(元)	0.02	0.05	0.06	0.07	0.08
少数股东权益	-	1.6	0.6	-0.6	-2.0	分红比率	17.3%	22.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0	1,360.0	股息收益率	0.3%	0.8%	1.0%	1.1%	1.3%
留存收益	958.8	1,252.9	1,587.3	1,976.9	2,422.9						
股东权益	2,318.9	2,614.5	2,947.8	3,336.3	3,780.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.12	0.24	0.31	0.36	0.41
净利润	164.9	321.9	417.9	487.0	557.5	BVPS(元)	1.71	1.92	2.17	2.45	2.78
加:折旧和摊销	186.8	175.4	142.7	147.9	153.4	PE(X)	53.0	27.1	20.9	18.0	15.7
资产减值准备	6.3	22.4	-	-	-	PB(X)	3.8	3.3	3.0	2.6	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	18.0	35.6	88.6	9.2	33.8
财务费用	7.3	5.7	-6.3	-15.3	-20.8	P/S	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
投资损失	21.3	-56.5	-80.0	-82.4	-84.9	EV/EBITDA	22.7	15.4	12.1	9.5	8.3
少数股东损益	-	-0.8	-1.0	-1.2	-1.4	CAGR(%)	43.3%	20.0%	42.4%	43.3%	20.0%
营运资金的变动	175.8	-89.1	-209.9	403.6	-390.6	PEG	1.2	1.4	0.5	0.4	0.8
经营活动产生现金流量	479.6	661.8	263.4	939.6	213.2	ROIC/WACC	0.9	2.0	2.4	2.5	4.0
投资活动产生现金流量	-22.0	-401.0	29.0	25.4	21.9						
融资活动产生现金流量	66.9	-33.8	-253.8	-106.7	-90.7						

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn