

2020年05月07日

欧派家居 (603833.SH)

动态分析

轻工制造 | 其他轻工 III

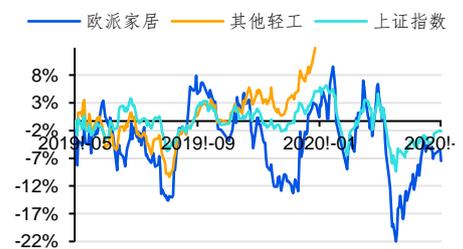
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2020-05-07) **105.11 元**

交易数据

总市值(百万元)	44,164.22
流通市值(百万元)	44,164.22
总股本(百万股)	420.17
流通股本(百万股)	420.17
12个月价格区间	87.67/125.15 元

一年股价表现



升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.59	-3.74	-7.13
绝对收益	4.48	-3.57	-8.33

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号: S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师

杨维维
 SAC 执业证书编号: S0910519080004
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

欧派家居: 业绩预告符合预期, 关键品类全渠道持续发力 2020-01-17

欧派家居: 2019Q1 业绩增长可观, 大宗、整装持续发力 2019-04-30

欧派家居: 大宗业务高增长, 整装大家居效果初步显现 2019-04-11

疫情影响 Q1 业绩, 积极应对或迎来业绩好转

投资要点

事件: 公司发布 2019 年年报及 2020 年一季度报, 2019 年全年实现销售收入 135.33 亿元, 同比增长 17.91%; 归母净利润 18.39 亿元, 同比增长 17.02%。此外, 公司拟每 10 股转增 4 股派发现金红利 10.9 元。2020Q1 公司实现销售收入 14.30 亿元, 同比下滑 35.09%; 归母净利润-1.02 亿元, 同比转亏。

◆ **19 年业绩增速保持较高水平, 净利率基本持平。**2019 年公司以“守得住、攻得起”为战略总基调, 全年业绩增速仍保持在 17% 以上, 业绩增速处于行业较高水平。毛利率同比下降 2.54 个百分点, 净利率同比下降 0.07 个百分点。毛利率略有下降, 主要为橱柜、衣柜等主要产品毛利率下降; 净利率与上年同期基本持平, 主要为期间费用率同比下降 1.30 个百分点。

◆ **整体橱柜增速稳定, 衣柜保持快速增长。**产品增速方面, 整体橱柜、整体衣柜仍是公司主要收入来源, 19 年公司整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门等产品销售收入占比分别为 45.76%、38.18%、4.61%、4.41%, 整体橱柜收入增速与上年同期基本持平, 整体衣柜、整体卫浴、定制木门继续保持快速增长。毛利率方面, 整体橱柜、整体衣柜毛利率保持在 35% 以上, 2019 年整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门毛利率分别同比下降 3.21、2.06、0.28、1.20 个百分点。

◆ **全渠道布局, 大宗业务表现优异。**19 年公司推进全渠道布局战略, 各渠道均实现了不同程度的增长, 自营渠道、经销渠道、大宗业务收入增速分别为 14.91%、14.11%、52.53%, 其中大宗业务持续表现亮眼。19 年公司大宗业务加大了工程橱柜品类开拓, 整合资源, 进一步强化服务优势, 增速较上年同期提升 5.49 个百分点, 收入贡献提升 3.67 个百分点。公司整装大家居业务渐入佳境, 截至 2019 年年末公司整装大家居共拥有经销商 275 家, 开设整装大家居门店 288 家; 全年实现接单业绩近 7 亿元, 有力拉动了公司整体业绩增长。毛利率方面, 直营店盈利能力有所提升, 而经销渠道、大宗业务毛利率均呈现不同程度的下降, 19 年公司直营渠道、经销渠道、大宗业务毛利率分别同比变化 6.60%、-0.70%、-14.85 个百分点。

◆ **受疫情冲击, 20Q1 业绩有所下滑。**一季度以来, 受疫情影响, 房屋销售、装修需求滞后、家居建材卖场及购物中心开业时间较晚、终端活动促销不足, 导致整体定制家具行业整体业绩下滑, 公司 20Q1 营业收入同比下滑 35.09%, 归母净利润同比转亏, 作为定制行业龙头, 积极多维度应对疫情影响, 业绩下滑幅度处于行业内上市公司中等水平。20Q1 公司毛利率水平为 23.87%, 同比下降 10.36 个百分点; 净利率水平为-7.10%, 同比下降 11.28 个百分点。从费用率看, 公司期间费用率同比上升 4.44 个百分点至 33.49%, 其中主要为管理费用率提升 5.12 个百分点。

◆ **投资建议:** 二季度来看, 我们认为业绩或有所好转, 主要为: 1) 房地产竣工、销售数据或向好, 需求端逐渐回暖; 2) 建材卖场及购物中心店陆续开店, 人流陆续恢复, 各渠道业绩或迎来好转; 3) 部分 Q1 订单预计在 Q2 进行线下量尺、安装, 收入或部分推迟在 Q2 确认。从全年来看, 公司作为定制家具行业龙头, 在手现金

充裕，疫情发生以来积极应对，全面调整战略，加铸核心竞争力，外展内拓，全年或有望实现增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 4.99 元、5.84 元和 6.92 元，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍、16 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**商品房竣工及销售数据不及预期；行业竞争加剧；开店进度不及预期；经销商管理风险；原材料价格大幅波动风险；疫情影响超预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,509	13,533	15,050	17,331	19,771
YoY(%)	18.5	17.6	11.2	15.1	14.1
净利润(百万元)	1,572	1,839	2,095	2,452	2,908
YoY(%)	20.9	17.0	13.9	17.0	18.6
毛利率(%)	38.4	35.8	35.5	35.4	35.3
EPS(摊薄/元)	3.74	4.38	4.99	5.84	6.92
ROE(%)	20.8	19.2	18.7	18.5	18.6
P/E(倍)	28.7	24.5	21.6	18.4	15.5
P/B(倍)	6.0	4.9	4.1	3.5	2.9
净利率(%)	13.7	13.6	13.9	14.1	14.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、19年业绩继续保持较高增长，20Q1业绩受到疫情影响.....	2
（一）19年业绩增速保持较高水平，成本管控良好净利率基本持平.....	2
（二）受疫情冲击，20Q1业绩有所下滑.....	3
二、整体衣柜保持快速增长，大宗业务表现优异.....	4
（一）整体橱柜增速稳定，衣柜保持快速增长.....	4
（二）全渠道布局，大宗业务表现优异.....	6
三、现金流情况良好，19年拟每10股转增4股派发现金红利10.9元.....	7
四、投资建议.....	7
五、风险提示.....	8

图表目录

图1：公司近5年营业收入（单位：万元）.....	2
图2：公司近5年归母净利润（单位：万元）.....	2
图3：公司近5年毛利率及净利率.....	3
图4：公司近5年期间费用率.....	3
图5：公司季度营业收入（单位：万元）.....	3
图6：公司季度归母净利润（单位：万元）.....	3
图7：公司季度毛利率及净利率.....	4
图8：公司季度期间费用率.....	4
图9：公司过往5年产品收入占比.....	5
图10：过往5年细分产品毛利率.....	5
图11：整体橱柜销售量、单价及单位毛利.....	5
图12：整体衣柜销售量、单价及单位毛利.....	5
图13：整体卫浴销售量、单价及单位毛利.....	6
图14：定制木门销售量、单价及单位毛利.....	6
图15：收入按渠道划分.....	7
图16：主要渠道毛利率.....	7
图17：公司经营活动产生的现金流量净额（单位：万元）.....	7
图18：上市以来现金分红总额（单位：万元）.....	7

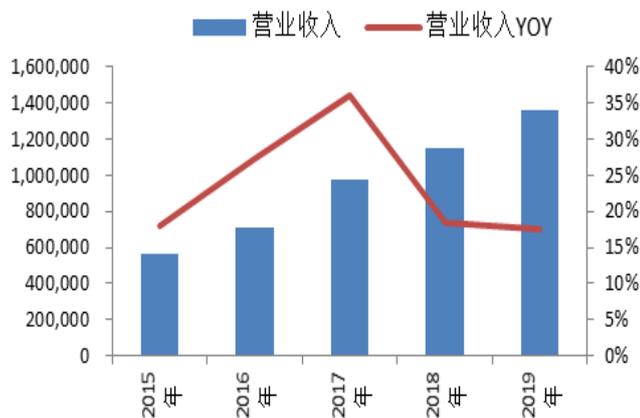
一、19 年业绩继续保持较高增长，20Q1 业绩受到疫情影响

2019 年以来定制家具行业下游需求下行，行业竞争加剧，公司以“守得住、攻得起”为战略总基调，全年收入同比增长 17.59%，归母净利润同比增长 17.02%，业绩增速保持行业内较高水平。2020 年一季度以来受疫情冲击，公司产品销量下降，业绩有所下滑，其中，2020Q1 公司营收同比下滑 35.09%，归母净利润转亏。

（一）19 年业绩增速保持较高水平，成本管控良好净利率基本持平

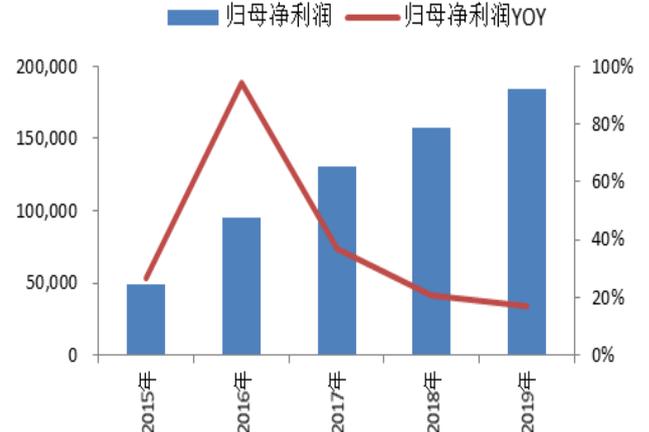
公司 2019 年全年实现销售收入 135.33 亿元，同比增长 17.91%；归母净利润 18.39 亿元，同比增长 17.02%。2019 年行业竞争加剧、渠道流量碎片化愈发明显，公司以“守得住、攻得起”为战略总基调，全年业绩增速仍保持在 17%以上，业绩增速处于行业较高水平。

图 1：公司近 5 年营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

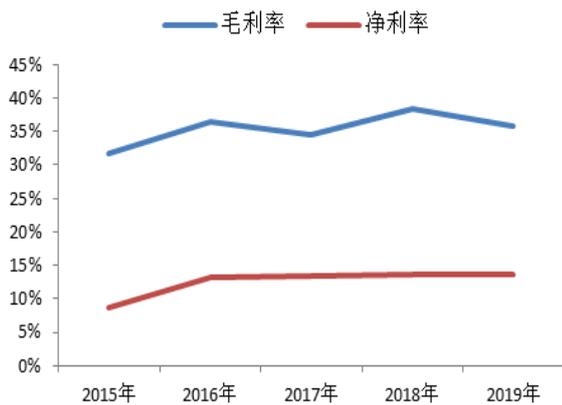
图 2：公司近 5 年归母净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

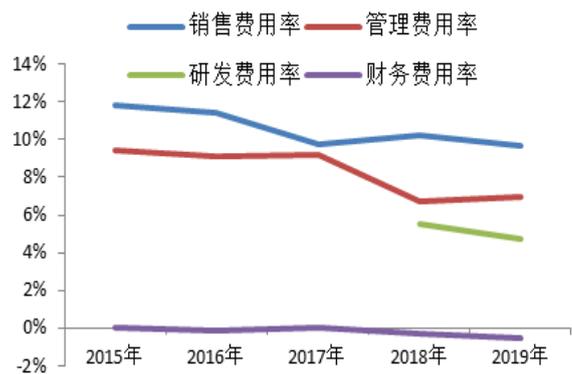
公司 2019 年全年毛利率为 35.84%，同比下降 2.54 个百分点；净利率为 13.59%，同比下降 0.07 个百分点。整体毛利率略有下降，主要为橱柜、衣柜等主要产品毛利率下降；净利率与上年同期基本持平，主要为公司良好的费用管控，2019 年期间费用率为 20.85%，同比下降 1.30 个百分点，其中销售费用率、研发费用率、财务费用率分别同比下降 0.55、0.75、0.24 个百分点；管理费用率提升 0.23 个百分点。

图 3：公司近 5 年毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司近 5 年期间费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 受疫情冲击，20Q1 业绩有所下滑

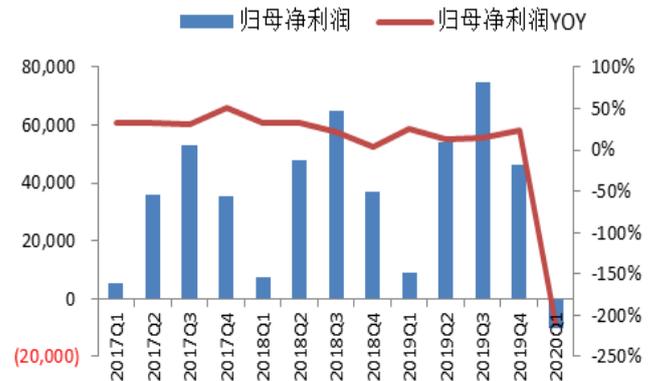
2020Q1 实现营业收入 14.30 亿元，同比下滑 35.09%；归母净利润亏损 1.02 亿元，同比转亏，疫情冲击相对较大，对比同行业，我们也注意到，一季度以来，受疫情影响，房屋销售、装修需求滞后、家居建材卖场及购物中心开业时间较晚、终端活动促销不足，导致整体定制家具行业整体业绩下滑，公司作为定制行业龙头，积极多维度应对疫情影响，业绩下滑幅度处于行业内上市公司中间水平。

图 5：公司季度营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

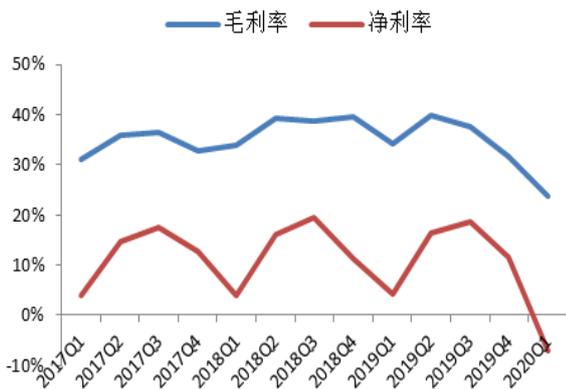
图 6：公司季度归母净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

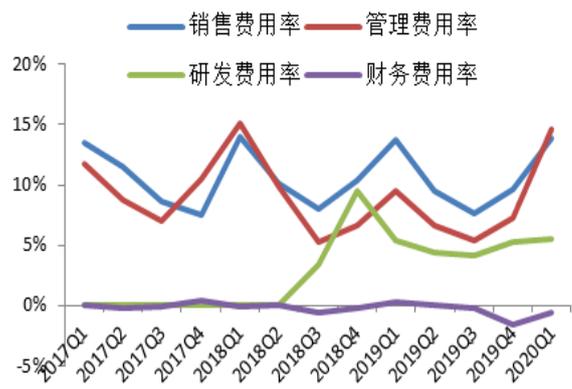
受疫情冲击，盈利能力下降。2020Q1 公司毛利率水平为 23.87%，同比下降 10.36 个百分点；净利率水平为-7.10%，同比下降 11.28 个百分点。从费用率看，公司期间费用率同比上升 4.44 个百分点至 33.49%，其中主要为管理费用率的上升，管理费用维持去年同期水平，由于销售收入下滑，导致管理费用率提升 5.12 个百分点。

图 7：公司季度毛利率及净利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8：公司季度期间费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、整体衣柜保持快速增长，大宗业务表现优异

产品方面，整体橱柜、整体衣柜仍是公司主要收入来源，其中，2019 年整体橱柜收入增速与上年同期基本持平，整体衣柜、整体卫浴、定制木门继续保持快速增长。

渠道方面，2019 年公司直营渠道、经销渠道、大宗业务均实现了不同程度的增长，其中大宗业务持续表现亮眼，大宗业务增速较上年同期提升 5.49 个百分点。

(一) 整体橱柜增速稳定，衣柜保持快速增长

产品增速方面，整体橱柜、整体衣柜仍是公司主要收入来源，2019 年公司整体橱柜、整体衣柜、整体卫浴、定制木门等产品销售收入占比分别为 45.76%、38.18%、4.61%、4.41%。

分产品来看：

1) 整体橱柜：2019 年整体橱柜面对精装市场的冲击，公司聚力打造“橱柜+”全新商业模式，重构零售终端“人货场”，全年橱柜收入保持 7.43% 的增长，增速与上年同期基本持平，收入贡献为 45.76%。拆分来看，整体橱柜收入增长主要来源于销量的增长，19 年销量提升 10.4%，单价下降 246.5 元/套；

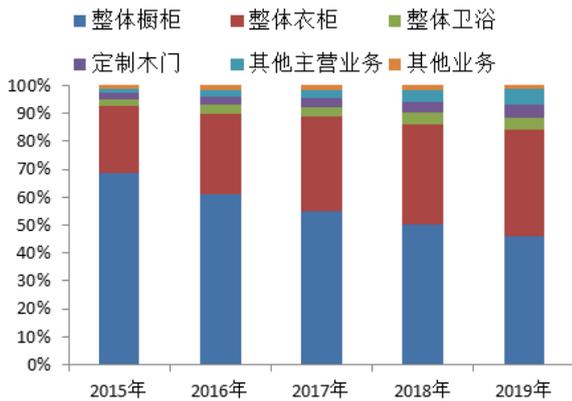
2) 整体衣柜：持续在营销端、渠道端、产品端、模式端发力，19 年全年衣柜收入实现 24.56%，继续保持快速增长，对收入贡献提升 2.14 个百分点至 38.18%。拆分来看，整体衣柜的收入增长主要来源于量价齐升，19 年整体衣柜销量提升 22.0%，单价提升 64.5 元/套；

3) 整体卫浴：2019 年实现 37.67% 收入增长，对公司整体收入贡献提升 0.67 个百分点至 4.61%，收入贡献缓慢提升。拆分来看，19 年整体卫浴销售量提升 35.7%，单价提升 23.4 元/套，实现量价齐升；

4) 定制木门：定制木门保持快速增长，2019 年实现 25.86% 的收入增长，对公司整体收入贡献提升 0.29 个百分点至 4.41%，收入贡献缓慢提升。拆分来看，定制木门增长主要来源于销量的提升，19 年销量提升 26.6%，单价略下降 5.9 元/樘。

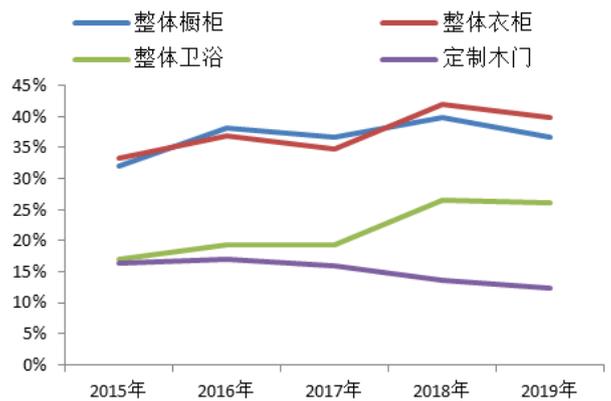
毛利率方面，整体橱柜、整体衣柜毛利率保持在 35% 以上，2019 年整体橱柜、整体衣柜毛利率分别为 36.60%、39.91%，分别同比下降 3.21、2.06 个百分点；整体卫浴、定制木门毛利率分别为 26.20%、12.38%，分别同比下降 0.28、1.20 个百分点。

图 9：公司过往 5 年产品收入占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：过往 5 年细分产品毛利率



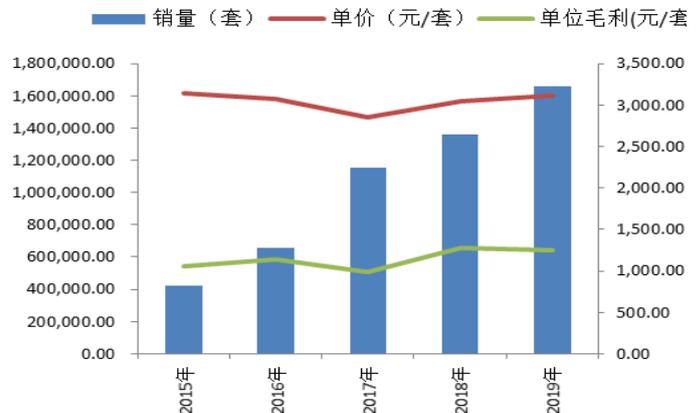
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：整体橱柜销售量、单价及单位毛利



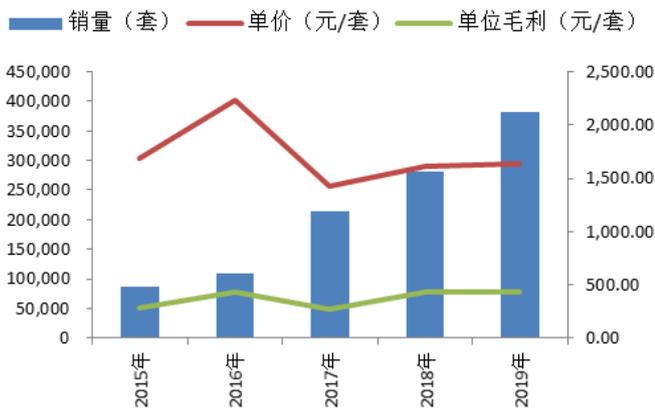
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：整体衣柜销售量、单价及单位毛利



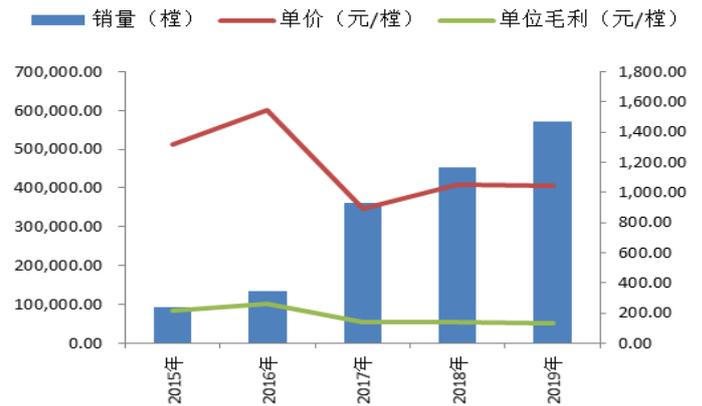
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：整体卫浴销售量、单价及单位毛利



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：定制木门销售量、单价及单位毛利



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）全渠道布局，大宗业务表现优异

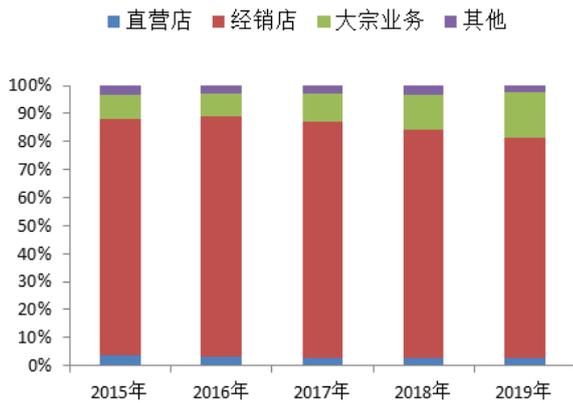
19年公司推进全渠道布局战略，在守住原有渠道优势和地位的同时，积极布局精装、整装、电商、外贸渠道业务。

2019年公司自营渠道、经销渠道、大宗业务收入增速分别为14.91%、14.11%、52.53%，公司直营渠道、经销渠道、大宗业务均实现了不同程度的增长，其中大宗业务持续表现亮眼，大宗业务加大了工程橱柜品类开拓，整合资源，进一步强化服务优势，增速较上年同期提升5.49个百分点。从渠道收入结构来看，2019年直营渠道、经销渠道、大宗业务收入占比分别为2.60%、78.98%、16.18%，大宗业务收入占比提升3.67个百分点。

整装大家居业务渐入佳境，全年接单业绩近7亿元。2019年欧派整装大家居事业部紧抓“产品研发、加盟招商、培训帮扶、订单交付、供应链整合”五项主线，同时加大整装商业模式探索力度，截至2019年年末公司整装大家居共拥有经销商275家，开设整装大家居门店288家；全年实现接单业绩近7亿元，有力拉动了公司整体业绩增长。

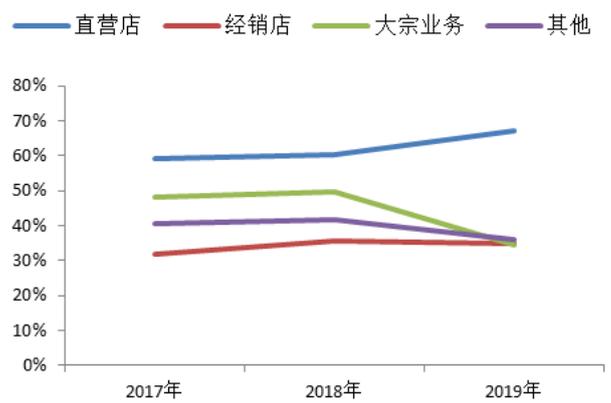
毛利率方面，直营店盈利能力有所提升，而经销渠道、大宗业务毛利率均呈现不同程度的下降，2019年公司直营渠道、经销渠道、大宗业务毛利率分别为67.05%、35.02%、34.63%，分别同比变化6.60%、-0.70、-14.85个百分点。

图 15: 收入按渠道划分



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 16: 主要渠道毛利率

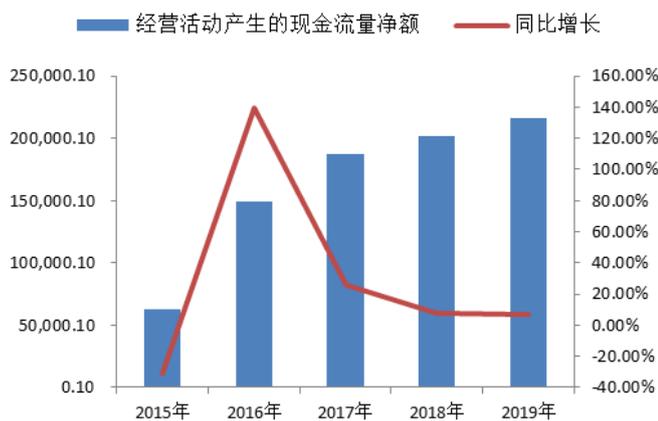


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

三、现金流情况良好, 19 年拟每 10 股转增 4 股派发现金红利 10.9 元

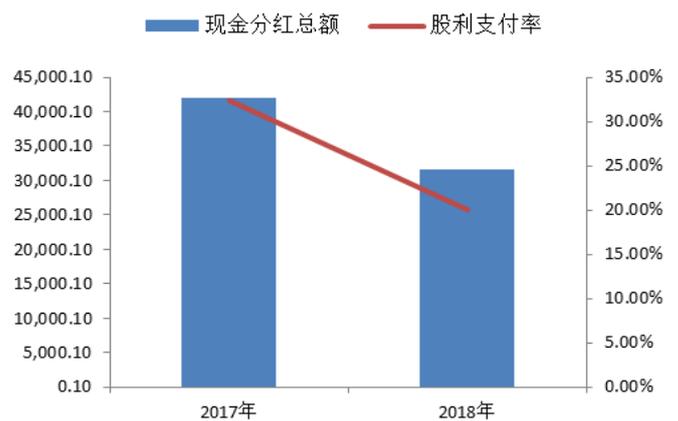
公司经营活动现金流情况良好, 2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 21.56 亿元, 同比增长 6.84%, 是上市以来公司经营活动现金流净额最高水平。公司上市以来积极落实现金分红政策, 2017 年至 2018 年累计向全体股东派发现金红利 7.35 亿元, 2019 年公司继续派发现金红利, 拟以公司届时实施利润分配股权登记日 A 股总股本为基数, 向登记在册的全体股东每 10 股派发现金股利 10.9 元 (含税), 每 10 股以资本公积金转增 4 股。

图 17: 公司经营活动产生的现金流量净额 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 上市以来现金分红总额 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、投资建议

一季度以来, 受疫情影响, 房屋销售、装修需求滞后、家居建材卖场及购物中心开业时间较晚、终端活动促销不足, 导致整体定制家具行业整体业绩下滑, 公司业绩较上年同期有所下滑。二季度来看, 我们认为业绩或有所好转, 主要是: 1) 随着疫情逐渐控制, 房地产竣工数据或向

好，需求端逐渐回暖；2) 建材卖场及购物中心店陆续开店，人流陆续恢复，各渠道或迎来好转；3) 部分 Q1 订单预计在 Q2 进行线下量尺、安装，收入或部分推迟在 Q2 确认。从全年来看，公司作为定制家具行业龙头，在手现金充裕，疫情发生以来积极应对，全面调整战略，加铸核心竞争力，外展内拓，全年或有望实现增长。

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 4.99 元、5.84 元和 6.92 元，对应 PE 分别为 22 倍、18 倍、16 倍，维持“买入-B”建议。

五、风险提示

商品房竣工及销售数据不及预期；

行业竞争加剧；

开店进度不及预期；

经销商管理风险；

原材料价格大幅波动风险；

疫情影响超预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4254	6452	8624	10847	14038	营业收入	11509	13533	15050	17331	19771
现金	2518	1467	3749	5394	8660	营业成本	7093	8684	9713	11188	12789
应收票据及应收账款	369	611	478	776	655	营业税金及附加	106	88	134	149	164
预付账款	88	98	108	130	142	营业费用	1177	1310	1391	1658	1906
存货	645	846	822	1099	1097	管理费用	772	939	933	1070	1194
其他流动资产	634	3430	3466	3448	3485	研发费用	632	642	578	636	686
非流动资产	6867	8362	8428	8210	7731	财务费用	-32	-70	-9	-80	-206
长期投资	0	8	16	23	30	资产减值损失	21	0	16	17	19
固定资产	3458	4960	5349	5412	5181	公允价值变动收益	0	5	1	1	2
无形资产	1092	1125	1081	1036	992	投资净收益	57	24	30	37	37
其他非流动资产	2317	2269	1983	1739	1529	营业利润	1822	2105	2384	2806	3332
资产总计	11120	14814	17052	19057	21770	营业外收入	14	27	30	23	24
流动负债	3188	3280	4204	4509	5189	营业外支出	7	13	7	7	9
短期借款	12	53	53	53	53	利润总额	1829	2119	2408	2822	3347
应付票据及应付账款	824	993	1040	1302	1375	所得税	257	279	317	372	441
其他流动负债	2352	2235	3111	3155	3762	税后利润	1572	1839	2091	2450	2906
非流动负债	372	1975	1656	1323	972	少数股东损益	0	0	-4	-1	-2
长期借款	140	1602	1284	951	600	归属母公司净利润	1572	1839	2095	2452	2908
其他非流动负债	231	372	372	372	372	EBITDA	2116	2623	2931	3310	3793
负债合计	3560	5255	5860	5833	6161						
少数股东权益	0	0	-4	-5	-7	主要财务比率					
股本	420	420	588	588	588	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	2971	2982	2814	2814	2814	成长能力					
留存收益	4310	5834	7520	9379	11643	营业收入(%)	18.5	17.6	11.2	15.1	14.1
归属母公司股东权益	7561	9559	11196	13230	15616	营业利润(%)	20.4	15.5	13.3	17.7	18.8
负债和股东权益	11120	14814	17052	19057	21770	归属于母公司净利润(%)	20.9	17.0	13.9	17.0	18.6
						获利能力					
						毛利率(%)	38.4	35.8	35.5	35.4	35.3
						净利率(%)	13.7	13.6	13.9	14.1	14.7
						ROE(%)	20.8	19.2	18.7	18.5	18.6
						ROIC(%)	19.1	16.5	15.7	15.9	16.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.0	35.5	34.4	30.6	28.3
						流动比率	1.3	2.0	2.1	2.4	2.7
						速动比率	0.9	1.1	1.4	1.7	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	39.5	27.6	27.6	27.6	27.6
						应付账款周转率	9.1	9.6	9.6	9.6	9.6
						估值比率					
						P/E	28.7	24.5	21.6	18.4	15.5
						P/B	6.0	4.9	4.1	3.5	2.9
						EV/EBITDA	28.9	23.7	20.4	17.5	14.3

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

叶中正、杨维维声明，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 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com