

## 达华智能 (002512.SZ)

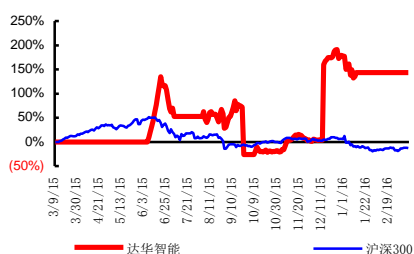
### 定增 43.5 亿，推进场景金融战略

**评级： 增持**      **前次： 首次覆盖**  
**目标价 (元)： 22**  
 联系人                      分析师  
 孙雨轩                      李振亚  
 021-20315125              S0740514120001  
 sunyx@r.qizq.com.cn  
 中泰物联网团队  
 2016 年 03 月 09 日

#### 基本状况

总股本(百万股)	1,095
流通股本(百万股)	426
市价(元)	19.85
市值(百万元)	21,743
流通市值(百万元)	8,454

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	549.47	760.68	742.00	1,825.0	3,545.0
营业收入增速	33.99%	38.44%	-2.46%	145.9%	94.25%
净利润增长率	52.23%	16.05%	27.69%	246.4%	106.4%
摊薄每股收益 (元)	0.25	0.29	0.37	1.27	2.62
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市场)					
市盈率 (倍)	47.82	70.97	61.60	17.78	8.61
PEG	0.92	4.42	2.22	0.07	0.08
每股净资产 (元)	3.98	3.98	4.25	5.52	8.14
每股现金流量	-0.35	-0.05	0.72	0.27	0.96
净资产收益率	6.23%	7.22%	8.64%	23.04%	32.24%
市净率	2.98	5.13	5.32	4.10	2.78
总股本 (百万股)	354.28	354.28	354.28	354.28	354.28

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 事件：** 2016 年 2 月 4 日，公司公告非公开发行股票预案，拟通过非公开发行募集资金总额不超过 43.5 亿元建设融合支付项目、商业保理项目、智能生活平台建设项目、运营渠道建设项目，**通过本次定增公司旨在基于其物联网业务构建多层次“场景金融生态链”，发力金融服务。**
- 公司是国内物联网行业的领先企业。** 在传统优势业务的基础上，过去两年公司一方面布局食品溯源、智慧城市、OTT（互联网电视）等智能生活业务，同时通过并购支付公司卡友支、租赁公司中山德晟，成立小贷公司中山中达、中山诚达等布局金融服务业务。内生外延的多项布局使公司**初步形成了以物联网、大数据为技术核心，凭借多领域应用场景布局智能生活、聚集用户流量信息，通过卡位高频交易场景，积累数据，面向个人消费者、中小微企业提供以信贷为核心的金融服务。**
- 行业机遇：场景金融，“资产荒”时代下的新金矿：** 国内经济进入下行通道，传统意义上的“好生意”锐减；供给侧改革，经济增长逐步由“投资驱动”向“消费及创新驱动”转变。“投资驱动”资产供给不足，传统金融机构由于信息不对称，难以获取“消费信贷及小微企业信贷”等长尾资产。央行为了给经济提供缓冲持续货币放水，剪刀差加剧“资产荒”。我们认为，凭借互联网、物联网、云计算等技术卡位高频交易场景，积累数据，进而**挖掘长尾资产的“场景金融”类企业或将中长期处于暴利时代。**
- 公司逻辑：** 达华智能旨在打造涵盖平台、应用、渠道三大层次的“场景金融”生态链，全面发力金融业务。在平台层，公司通过建设开放式的智能生活平台，通过多元场景聚集物联网应用者的流量信息。在应用层，为场景内的用户提供支付服务、商业保理金融服务、智能交通服务等。在渠道层，通过拓展渠道，增加公司的名牌知名度和市场占有率，进一步提高公司的可持续发展力。

■ **盈利预测与投资建议：6个月目标价22元，首次覆盖给予“增持”评级**

我们将公司传统业务和“场景金融”业务分别进行盈利预测。其中，传统业务2016、2017年贡献净利润保持小幅增长态势，分别为2.5亿元和2.8亿元；考虑到此次定增4个项目的建设周期不同，新业务2016、2017年贡献净利润分别为3亿元、7.5亿元。参考同类上市公司对应2016年的市盈率作为估值参考，传统业务2016年PE<sub>x</sub>40，场景金融业务2016年PE<sub>x</sub>60。我们给予未来6个月内估值为280亿元，剔除本次定增43.5亿元，对应目标价为22元，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：1) 非公开发行业未获通过；2) 募投项目实施风险；3) 股市系统性风险。**

## 内容目录

定增 43.5 亿，布局“场景金融”生态 .....	- 4 -
传统业务发展趋稳，多领域布局先行 .....	- 4 -
定增 43.5 亿，多层次构建场景金融生态链 .....	- 5 -
场景金融，“资产荒”时代下的新金矿 .....	- 6 -
“资产荒”——场景金融的好时光 .....	- 6 -
长尾信贷市场的潜在空间巨大 .....	- 7 -
盈利预测与投资建议 .....	- 8 -
盈利预测假设 .....	- 8 -
可比公司估值参考及估值 .....	- 9 -
投资建议：目标价 22 元，给予“增持”评级 .....	- 9 -
风险提示 .....	- 10 -
非公开发行未获通过 .....	- 10 -
募投项目实施风险 .....	- 10 -
股市系统性风险 .....	- 10 -

## 图表目录

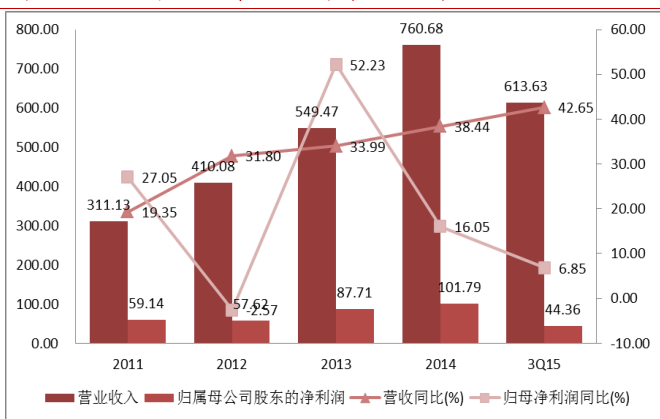
图表 1：公司近 5 年营收与净利润情况 .....	- 4 -
图表 2：公司主要产品近 5 年的毛利及毛利率水平 .....	- 4 -
图表 3：公司基于物联网构建智能生活与金融服务平台 .....	- 5 -
图表 4：本次募集资金的使用计划 .....	- 5 -
图表 5：公司从三大层次构建“场景金融”生态链的战略示意图 .....	- 6 -
图表 6：“剪刀差”加剧资产荒 .....	- 6 -
图表 7：场景金融的运营成本和风险溢价显著降低 .....	- 7 -
图表 8：2011-2014 年中国商业保理企业家数 .....	- 7 -
图表 9：2012-2015 年中国商业保理业务量 .....	- 7 -
图表 10：我国消费信贷规模及预测 .....	- 8 -
图表 11：我国消费信贷渗透率依旧偏低 .....	- 8 -
图表 12：达华智能分业务盈利预测情况（单位：亿元） .....	- 9 -
图表 13：可比上市公司估值水平比较（股价为 2016 年 2 月 24 日收盘价） .....	- 9 -
图表 14：公司分业务估值分析（单位：亿元） .....	- 10 -
图表 15：财务报表及预测 .....	- 11 -

## 定增 43.5 亿，布局“场景金融”生态

传统业务发展趋稳，多领域布局先行

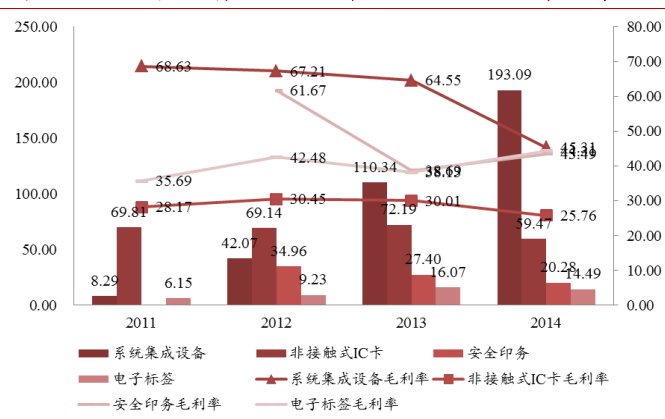
- 截止 3Q15，公司近五年的营业收入保持快速增长，且增长速度不断提高，归母净利润则相对增长缓慢，增长速度近两年不断降低。通过公司主要产品近 5 年的毛利与毛利率变化趋势可以发现，系统集成设备为公司贡献了超过 50% 的毛利，但其毛利率水平却呈现下降趋势。硬件设备的毛利率水平很难有大的提高，预计未来将逐渐平稳，公司传统业务亦将保持平稳发展。

图表 1：公司近 5 年营收与净利润情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：公司主要产品近 5 年的毛利及毛利率水平



来源：Wind，中泰证券研究所

- 万物互联的物联网所产生的大数据将成为物联网时代商业竞争的核心，因此获取数据、分析数据、处理数据以及应用数据的能力就成为物联网公司成功的关键。公司在过去两年基于自身在传统物联网业务方面的优势，进行了多项内生与外延布局，积累了多元化的应用场景，其中主要的布局有：
  - 公司基于自身物联网产品优势于 2014 年 12 月中标中山市肉类蔬菜流通追溯体系项目，进军食品溯源领域。此外，公司还与中山电视台合作制作运营“智慧中山”App，整合全市各类公共服务信息资源，提供便民服务，进军智慧城市领域。
  - 公司在 2015 年陆续和南方新媒体、国广东方、华闻传媒、优朋普乐等积极合作，布局 OTT 业务。在智能生活的各种终端中，电视最适合家庭成员一起娱乐时使用，是非常重要的智能生活终端入口。同时，通过收购金锐显，公司填补了智能电视、智能机顶盒等智能硬件制造环节的缺失。
  - 公司于 2015 年成功控股卡友支付获得稀缺线下第三方支付牌照，A 股上市公司中通过外延收购获得线下支付牌照的只有达华智能、西藏旅游、海立美达等少数几家公司。公司还收购了租赁公司中山德晟、支付公司鼎信天泽，成立小贷公司中山中达、中山诚达等，不断丰富金融服务领域的布局。
- 通过这一系列的布局措施，公司初步形成了以物联网、大数据为技术核心，凭借 OTT（互联网电视）、食品溯源、智慧城市等多领域应用场景布局智能生活、聚集用户流量信息，通过卡位高频交易场景，积累数据，面向个人消费者、中小微企业提供以信贷为核心的金融服务大平台。

图表 3：公司基于物联网构建智能生活与金融服务平台



来源：公司公告，中泰证券研究所

### 定增 43.5 亿，多层次构建场景金融生态链

- 公司于 2016 年 2 月 4 日公告了此次非公开发行的预案，计划募集资金不超过 43.5 亿元，建设融合支付项目、商业保理项目、智能生活平台建设项目、运营渠道建设项目，同时补充流动资金。各个项目的拟投入金额、建设时间及投产后净利润贡献情况详见下表：

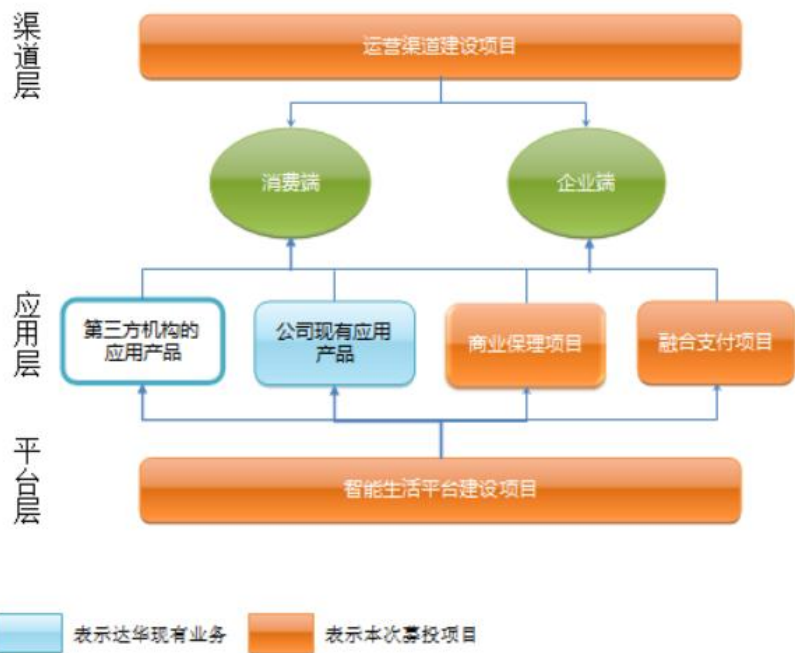
图表 4：本次募集资金的使用计划

序号	项目名称	拟投入资金	建设时间	投产净利润贡献
1	融合支付项目	10.0 亿	4 年	1.41 亿
2	商业保理项目	15.0 亿	1 年	4.67 亿
3	智能生活平台建设项目	10.0 亿	3 年	2.11 亿
4	运营渠道建设项目	3.0 亿	4 年	-
5	补充流动资金	5.5 亿	-	-
-	合计	43.5 亿		

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 达华智能是中国出货量最大的 RIFD 电子标签和 IC 智能卡生产商，公司在过去两年通过多项内生与外延布局，积累了多元化的应用场景，再结合本次定增，着力从平台、应用、渠道三大层次来构建“场景金融”生态链。在平台层，公司通过建设开放式的智能生活平台，通过多元场景聚集物联网应用者的流量信息。在应用层，公司为场景内的用户提供支付服务、商业保理金融服务、智能交通服务等。在渠道层，通过拓展渠道，增加公司的名牌知名度和市场占有率，进一步提高公司的可持续发展力。

图表 5：公司从三大层次构建“场景金融”生态链的战略示意图



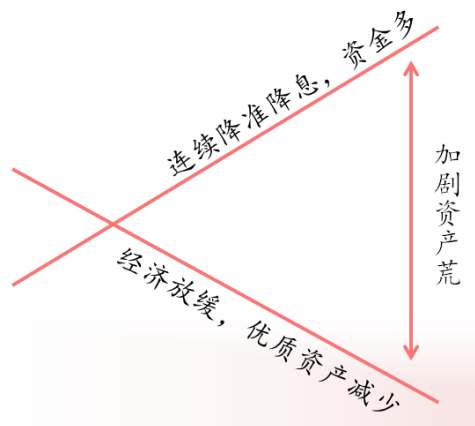
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 场景金融，“资产荒”时代下的新金矿

### “资产荒”——场景金融的好时光

- 国内经济进入下行通道，传统意义上的“好生意”锐减；供给侧改革，经济增长逐步由“投资驱动”向“消费及创新驱动”转变。“投资驱动”资产供给不足，传统金融机构由于信息不对称，难以获取“消费信贷及小微企业信贷”等长尾资产。国家为了刺激经济、为转型提供缓冲期，连续多次降准降息，在金融市场释放足够的流动性，剪刀差加剧“资产荒”。

图表 6：“剪刀差”加剧资产荒

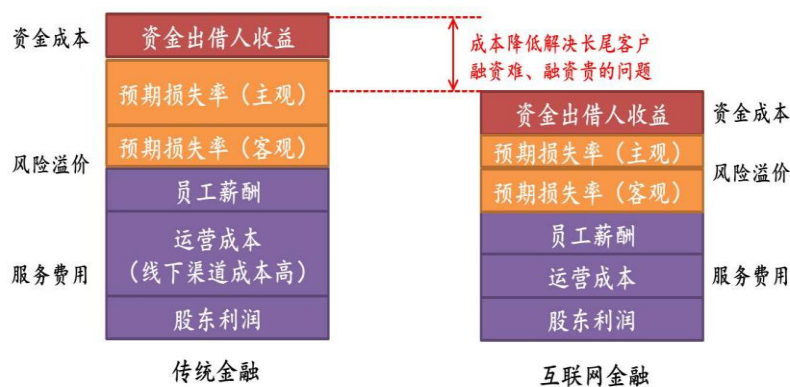


来源：中泰证券研究所

- 场景拥有者掌握场景内海量的交易数据，通过云计算、大数据等技术手段可以精准判定长尾资产的预期损失率，风险溢价大幅降低。由于社会

的平均融资成本依然被占大多数的传统金融机构抬高，“场景金融”可以在提供稍低的融资成本的同时赚取高额的利润。此外，长尾资产普遍属于短期贷款，而资金端获取资金的时间较长，短贷长融使得流动性管理风险低。因此，我们认为通过卡位高频交易场景，积累数据进而挖掘长尾资产的“场景金融”就是“资产荒”时代下的新金矿。

**图表 7：场景金融的运营成本和风险溢价显著降低**

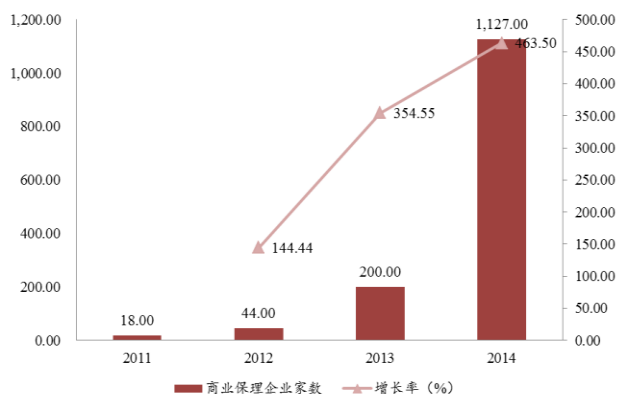


来源：中泰证券研究所

### 长尾信贷市场的潜在空间巨大

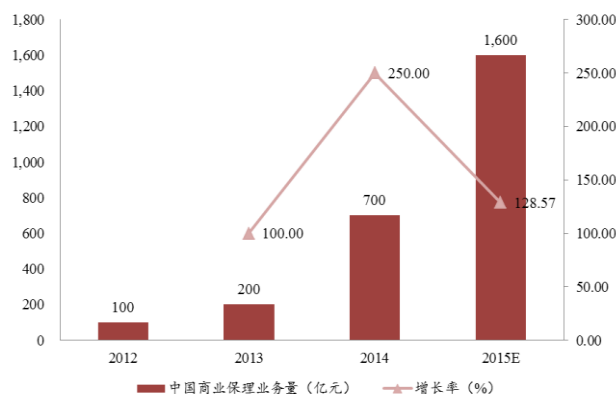
- 目前，我国已经是世界第一大保理市场，规模达 4,061 亿欧元。但商业保理的业务规模仅为银行保理业务规模的 2.5%，可见国内商业保理市场存在广阔的发展空间。同时，由于银行保理自身的局限性，难以解决中小企业融资难的问题，这更凸显了对商业保理的迫切需求。自 2011 年以来国内商业保理企业的数目呈现井喷式增长的态势，商业保理业务量也由 2012 年的 100 亿元增长至 2014 年的 700 亿元，增长了 7 倍。但是，这样的增长速度还远远不能满足中小企业对商业保理的需求，根据国家统计局统计，截止到 2014 年底国内中小企业应收账款余额约有 65,080 亿元，商业保理的渗透率刚刚达到 1%。根据《中国商业保理行业发展报告 2014》预测，未来三到五年国内商业保理的业务量有望超过 5000 亿元。

**图表 8：2011-2014 年中国商业保理企业家数**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 9：2012-2015 年中国商业保理业务量**

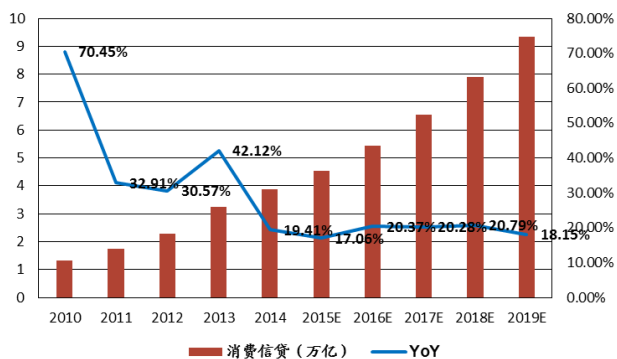


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 我国个人消费信贷的渗透率依旧偏低，未来具备广阔前景，预计未来五

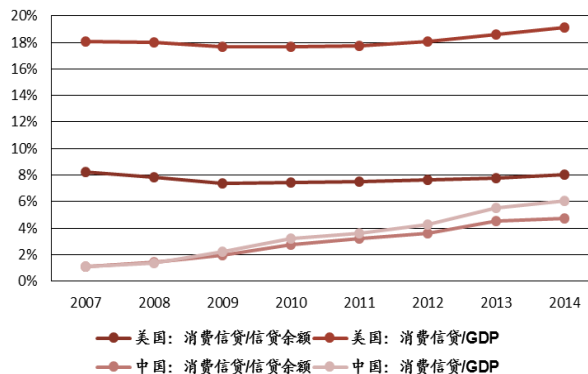
年复合增长率在 20% 以上。结合人民银行与艾瑞咨询的数据，我们估算了 2010 年至今的除住房贷款之外的消费贷款余额及预测，并与美国同一口径下的消费信贷渗透率做了比较。我们发现无论是与 GDP 还是信贷余额做比较，我国消费信贷渗透率依然较低，尤其是在我国经济转型、消费升级以及普惠金融发展背景下，未来消费信贷市场具有巨大前景。

图表 10：我国消费信贷规模及预测



来源：人民银行，艾瑞咨询，中泰证券研究所

图表 11：我国消费信贷渗透率依旧偏低



来源：Wind，艾瑞咨询，中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测假设

- 随着公司传统业务的毛利率水平逐渐趋于稳定，我们认为达华智能传统业务的发展将保持平稳态势，公司盈利的增长将主要来自于其过去两年的多元布局以及此次定增项目带来的收益。我们按照公司的不同业务类型来进行预测：
  - **传统业务：**结合公司 3Q15 的业绩情况及以往的经营数据预计 2015 年的净利润和 2014 年小幅增长，为 1.3 亿元。2016 年传统业务的净利润在智能硬件的带动下小幅增长至 1.54 亿元。2017 年继续保持 15% 左右的增长，贡献 1.73 亿的净利润。
  - **新东网配套募资产生增量利润：**2015 年和 2016 年均均为 0.2 亿元。
  - **金锐显：**根据其业绩承诺，2016 年的净利润为 0.76 亿元，2017 年为 0.76 亿元。
  - **商业保理业务：**以 15 亿保理资金进行估算，放杠杆 9 倍对应 135 亿资金，若税后利差为 4%，则有超过 5 亿元的利润，但考虑资金估计要到 2016 年 6 月底才能到账，因此 2016 年预计只能贡献净利润约 2.5 个亿，2017 年全年预计贡献净利润至少 5.5 亿元。
  - **融合支付&智慧生活：**2016 年项目处于建设初期，预计相关业务贡献 0.5 亿的净利润。2017 年，经过两年的建设开始产生效益，预计为公司贡献 2 个亿的净利润。

综上所述，结合公司已有业务及本次定增项目的业绩贡献，我们预计公司 2016 年的净利润为 5.5 亿元，2017 年则将达到 10.3 亿元。



**图表 12: 达华智能分业务盈利预测情况 (单位: 亿元)**

	2015E	2016E	2017E
传统业务	1.30	1.54	1.73
新东网配套募资产生增量利润	-	0.20	0.20
金锐显业绩承诺	-	0.76	0.87
定增项目: 商业保理	-	2.50	5.50
定增项目: 融合支付&智慧生活	-	0.50	2.00
总计	1.30	5.50	10.30

来源: Wind, 中泰证券研究所

**可比公司估值参考及估值**

- A 股上市公司中有不少公司通过支付卡位“场景金融”的标的与达华智能的商业模式最为接近。由于这些可比上市公司都有传统业务并且有些业务仍然产生利润, 因此我们对这些上市公司的传统业务给予 20~30 倍的估值后, 总市值与传统业务市值的差值即为新业务的市值。经过折算以后, 可比上市公司新业务在 2016 年和 2017 年的平均市盈率分别为 80 和 50。

**图表 13: 可比上市公司估值水平比较 (股价为 2016 年 2 月 24 日收盘价)**

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	增发后股本 (亿股)	总市值 (亿元)	传统业务 市值	业绩承诺		PE (新业务)	
						2016E	2017E	2016E	2017E
002537.SZ	海立美达	26.73	6.46	172.74	24.00	2.21	2.64	67.30	56.34
600749.SH	西藏旅游	23.62	9.40	222.06	38.00	4.50	8.20	40.90	22.45
002668.SZ	奥马电器	65.88	2.49	164.27	40.00	1.40	2.40	88.77	51.78
300169.SZ	天晟新材	13.35	4.38	58.47	5.00	0.40	0.52	133.68	102.83
600112.SH	天成控股	11.97	12.59	150.73	0.00	0.80	3.00	188.41	50.24
002622.SZ	永大集团	23.41	5.43	139.36	25.00	2.00	2.60	57.18	43.98
平均								<b>96.04</b>	<b>54.60</b>

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资建议: 目标价 22 元, 给予“增持”评级**

- 我们通过预测公司 2016 年各项业务的净利润贡献情况, 参考同类上市公司对应 2016 年的市盈率作为估值参考, 传统业务 2016 年 PEx40, 场景金融业务 2016 年 PEx60, 预计未来 6 个月内公司的市值为 280 亿元, 剔除本次定增 43.5 亿元, 对应目标价为 22 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

**图表 14：公司分业务估值分析（单位：亿元）**

业务	2016 年净利润	市盈率	市值（亿元）
传统业务	1.54	40	61.6
新东网配套募资 产生增量利润	0.20		8
金锐显业绩承诺	0.76		30.4
定增项目：商业 保理	2.50	60	150
定增项目：融合 支付&智慧生活	0.50		30
市值总计			280

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

### 非公开发行未获通过

- 公司目前的非公开发行方案还未经股东大会及证监会通过，若此次非公开发行方案最终未获通过，会拖延公司外延布局的步伐，进而对公司在场景金融领域的发展造成影响。

### 募投项目实施风险

- 受国内外宏观经济形势、产业政策、行业监管法律法规变化等因素的影响，项目的实施存在不确定性因素，可能会对募集资金投资项目的实施结果产生不利影响。

### 股市系统性风险

- 受国内外宏观经济、国家政策变化、投资者供求关系等系统性因素的影响，公司股票存在背离其企业经营情况等内在价值出现宽幅震荡，从而给投资者带来投资风险。

**图表 15: 财务报表及预测**

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	761	742	2,110	3,810	货币资金	283	131	176	577
增长率	38.4%	-2.5%	184.4%	80.6%	应收款项	357	197	626	1,222
营业成本	-464	-453	-1,028	-1,795	存货	151	147	325	573
%销售收入	61.0%	61.1%	48.7%	47.1%	其他流动资产	52	48	100	169
毛利	297	289	1,082	2,015	流动资产	842	523	1,227	2,540
%销售收入	39.0%	38.9%	51.3%	52.9%	%总资产	37.1%	26.1%	44.2%	61.4%
营业税金及附加	-8	-7	-21	-38	长期投资	149	158	158	158
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	486	533	583	620
营业费用	-38	-37	-105	-190	%总资产	21.4%	26.5%	21.0%	15.0%
%销售收入	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	493	497	511	520
管理费用	-119	-120	-338	-613	非流动资产	1,426	1,485	1,550	1,596
%销售收入	15.6%	16.2%	16.0%	16.1%	%总资产	62.9%	73.9%	55.8%	38.6%
息税前利润 (EBIT)	132	124	618	1,174	资产总计	2,268	2,009	2,777	4,136
%销售收入	17.3%	16.7%	29.3%	30.8%	短期借款	389	0	0	0
财务费用	21	25	19	21	应付款项	122	119	286	502
%销售收入	-2.8%	-3.3%	-0.9%	-0.6%	其他流动负债	54	93	144	257
资产减值损失	-15	0	0	0	流动负债	566	211	429	759
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	3	2	3	3	其他长期负债	57	57	57	57
%税前利润	2.2%	1.6%	0.4%	0.2%	负债	622	268	486	815
营业利润	142	151	640	1,198	普通股股东权益	1,410	1,504	2,054	3,084
营业利润率	18.6%	20.4%	30.3%	31.4%	少数股东权益	237	237	237	237
营业外收支	10	0	0	0	负债股东权益合计	2,268	2,009	2,777	4,136
税前利润	152	151	640	1,198					
利润率	20.0%	20.4%	30.3%	31.4%					
所得税	-23	-21	-90	-168					
所得税率	14.9%	14.0%	14.0%	14.0%					
净利润	129	130	550	1,030					
少数股东损益	27	0	0	0					
归属于母公司的净利润	102	130	550	1,030					
净利率	13.4%	17.5%	26.1%	27.0%					

现金流量表 (人民币百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	130	550	1,030
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	57	53	63	73
非经营收益	2	-1	-3	-3
营运资金变动	-206	167	-405	-584
经营活动现金净流	-17	349	205	517
资本开支	81	103	127	119
投资	-229	-9	0	0
其他	1	2	3	3
投资活动现金净流	-309	-110	-125	-117
股权募资	17	0	0	0
债权募资	171	-389	0	0
其他	-13	-2	-35	0
筹资活动现金净流	175	-391	-35	0
现金净流量	-150	-152	45	400

比率分析				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
每股收益 (元)	0.287	0.367	1.553	2.908
每股净资产 (元)	3.979	4.245	5.798	8.706
每股经营现金净流 (元)	-0.048	0.986	0.579	1.459
每股股利 (元)	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率				
净资产收益率	7.22%	8.64%	26.78%	33.40%
总资产收益率	4.49%	6.47%	19.81%	24.90%
投入资本收益率	6.89%	7.22%	26.80%	38.64%
增长率				
营业总收入增长率	38.44%	-2.46%	184.37%	80.57%
EBIT增长率	25.57%	-5.99%	398.22%	89.99%
净利润增长率	16.05%	27.69%	323.19%	87.27%
总资产增长率	7.00%	-11.45%	38.22%	48.97%
资产管理能力				
应收账款周转天数	133.8	84.0	95.7	104.4
存货周转天数	109.4	118.5	115.5	116.5
应付账款周转天数	54.0	61.2	61.9	61.5
固定资产周转天数	173.9	220.7	85.3	51.1
偿债能力				
净负债/股东权益	6.46%	-7.53%	-7.69%	-17.36%
EBIT利息保障倍数	-6.2	-5.0	-32.4	-55.1
资产负债率	27.43%	13.34%	17.49%	19.71%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。