

## 生态圈协同下的基本面改进，家居行业低估值龙头

### 投资要点：

- **上游原料自给率提升，八大制造基地奠定生态发展基础：**公司在全球拥有 600 万亩林地，原材料自给率达到 30%，16 年自给率将达到 35-40%。公司不断扩充初加工生产线，未来五年原材料自给率有望提升至 70%，可拉动公司毛利率水平。另外，随着今年 8 月山东新产能上线投入使用，公司生产规模将达到年产实木家具 300 万套、木地板 800 万平方米、沙发 4000 万套。从供应链端为打造 Y+生态圈奠定坚实基础。
- **经过近 2 年布局，公司整个内销生态体系初步形成，形成了一个相对比较完整的产业链：**公司立志以木质家具制造为中心向打造全产业链，提供住居生活一体化解决方案为目标转型。1) 14 年 4 月以 3500 万元增资沃康家居（持股 25%）涉足定制家具细分领域；2) 14 年 10 月增资 2550 万元持有 51%多维尚书切入多功能家具；3) 15 年 1 月增资 6250 万元持有 25%爱福窝，引入线上 3D 方案设计；4) 15 年 6 月以 4000 万元及股权受让持有 8%有住网，搭建互联网家装平台；5) 15 年 6 月以 2.4 亿元持有海尔家居 16%股权，打造公装及精装领域集成家居平台；6) 15 年 8 月以 1.81 亿元持有美乐乐 18.21%股权，涉足 020 家居电商开放平台；7) 16 年 1 月收购全资收购华达利，交易对价 18.3 亿元，进军软装沙发领域。**经过一系列收购，公司已初步搭建大家居生活一体化的生态圈，未来可达到协同效应。**
- **大股东增持彰显信心，员工持股倒挂具备一定安全边际：**公司 16 年复牌至今先后增持 13 次，累计增持超过 4600 万股，占总股本 3.12%，增持均价为 11.22 元。公司承诺增持下限，未来不排除继续增持。员工持股计划于 15 年 5 月共计购买 1750 万股，占总股本 1.18%，购买均价为 16.7 元，目前倒挂严重。
- **业绩概与盈利预测：**公司 15 年营收 45.9 亿元，yoy +3.73%；归母净利润为 6.07 亿元，yoy +15.6%；16 年一季度实现营收 8.16 亿，yoy +4.27%；归母净利润为 1.3 亿，yoy +10%；**预计上半年整体情况平稳，外销稳定，内销预计增速 25%，全年内销同比增速 40%，保守预计 16 年净利润为 8 亿（同比增 32%；原料替代、国内地产销售后周期、生态圈协同效应下，原有业务 20%+净利润增速，华达利 4 个月左右并表），目前 177 亿市值对应 16 年估值 22 倍。我们预计 2017 年净利润约 10.7 亿（增速过 30%；原料替代、生态圈协同效应推进下原有业务仍有望实现过 20%的增速，华达利全面并表），对应 PE16.5 倍。虽然公司一直是市场上分歧较大的公司，但我们基于公司强大的实业基础和资本实力，目前相对较低的估值、较好的成长性，以及公司在大家居领域生态圈打造，大股东如此坚定的增持，给予其推荐评级。**

宜华生活（600978.SH）

**推荐** 首次评级

### 分析师

马莉 轻工制造首席分析师

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢：

汤军

☎：(0755) 8283 9715

✉：tangjun\_jg@chinastock.com.cn

郝帅

☎：(8610) 83571374

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据	时间	2016.7.24
A 股收盘价（元）		11.19
A 股一年内最高价（元）		13.63
A 股一年内最低价（元）		9.76
上证指数		3012
市净率		2.60
总股本（亿股）		14.83
实际流通 A 股（亿股）		14.83
流通 A 股市值（亿元）		177

相对上证综指表现图



资料来源：Wind 资讯，中国银河证券研究部

## 一、这是一家实力强大的家居行业龙头

从2008年至今，宜华木业在国内木质家具出口交货值一直名列第一。2010年开始，宜华木业开始布局内销，截至2014年底，初步完成国内渠道布局，内销渠道自营店18家体验店（自购房产），450多家经销商加盟店，2015年其内销占总收入27%、利润占35%。

**上游原料自给率提升。**公司在全球有600万亩林地，非洲加蓬等地林地资源为国内实木家具生产提供了充沛的原材料。公司2015年原材料自给率30%，随着今年加蓬当地配套木材初级加工能力的提升（2016年2季度投产新生产线），初级加工能力将从10万方提升到15万方，年化增长30%，使得原材料自给率提升到35%-40%。随着未来初加工生产线不断扩充，计划未来五年原材料自给率提升至70%以上。对比国内外采，从加蓬加工运至国内港口的木材到岸价较国内同地区采购价格低30%左右，原料自给率提高直接带来毛利率提升

**拥有强大的生产基地。**拥有总占地面积约5500亩、建筑面积约300万平方米、生产规模达到年产实木家具300万套和木地板800万平方米和沙发4000万套的八大制造基地。其中，山东新产能8月正式上线，主要为地板、实木家具及沙发。其中，沙发部分由华达利管理。随着工厂全面投产，未来五年新增收入折算15亿元左右。

图表：公司历史业绩

百万元	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
总收入	1,157	2,002	1,798	2,147	2,444	2,688	3,342	4,085	4,418	4,585
YOY		73.00%	-10.20%	19.40%	13.90%	10.00%	24.30%	22.20%	8.20%	3.80%
毛利	318	545	483	602	701	799	1,014	1,287	1,513	1,502
毛利率(%)	27.52%	27.21%	26.90%	28.02%	28.68%	29.73%	30.34%	31.49%	34.25%	32.77%
外销	1,148	1,977	1,768	2,127	2,277	2,364	2,948	3,477	3,497	3,325
YOY		72.20%	-10.60%	20.30%	7.10%	3.80%	24.70%	17.90%	0.60%	-4.90%
毛利率(%)	27.52	27.15	26.84	28	28.47	29.63	29.84	30.45		29.41
内销	9	25	30	20	167	324	394	609	922	1,260
YOY		170.80%	19.20%	-33.90%	742.70%	93.90%	21.60%	54.50%	51.40%	36.70%
毛利率(%)	26.71	32.07	29.85	30.7	31.51	30.36	34.09	37.49		41.63

资料来源：wind，中国银河证券研究部

## 二、多年强大资本运作经验基础上，进行家居行业生态圈布局

经过近2年布局，公司整个内销生态体系初步形成，形成了一个相对比较完整的产业链条：从以木质家具制造为中心向打造全产业链，提供住居生活一体化解决方案为目标转型，近期公司更名为宜华生活，以契合公司未来发展方向。

图表：公司生态圈并购一览

公司名称	时间	交易方式	交易对价	持股比例	交易标的市值	涉及领域
沃棣家居	2014 年 4 月	增资	3500 万元	25%	1.4 亿	家具定制细分领域
多维尚书	2014 年 10 月	增资	2550 万元	51%	0.5 亿	多功能家具细分领域,
爱福窝	2015 年 1 月	增资	6250 万元	25%	2.5 亿	线上 3D 方案设计
有住网	2015 年 6 月	增资及股权受让	4000 万元	8%	5 亿	互联网家装
海尔家居	2015 年 6 月	受让并间接持股	2.4 亿元	16%	15 亿	公装及精装领域集成家居平台
美乐乐	2015 年 8 月	增资及股权受让	约 1.81 亿	18.21%	约 29.5 亿	O2O 家居电商开放平台
华达利	2016 年 1 月	现金收购	18.3 亿元	100%	18.3 亿	软体沙发龙头

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### 三、生态圈协同效应逐步显现

#### 1、美乐乐（国内最大家居电商 O2O 平台）

以成都自营店为试点与美乐乐开展互联网化改造：宜华成都自营店面积约为 5000-6000 平米，其中开辟出 1500-2000 平米将美乐乐的自营产品和第三方品类产品进驻到门店内，目前看试点效果不错。此外，宜华的产品也进驻到美乐乐线上销售，并通过 CRM 系统将客户需求倒流至宜华线下店，线上转化率约为 50%。

此外，美乐乐正开拓定制家居市场。美乐乐第一家定制家居生态店 4 月 9 日试运营，落地广州。目前已经与三家定制企业展开合作（艾依格、韩丽、KD），为其提供整合的定制方案。

#### 2、爱福窝（3D 家居设计&体验）：有力的促销工具

产业链布局上，公司将爱福窝作为公司的体验和促销工具，后续会发挥更大的作用。爱福窝平台拥有超过 150 万张户型图，独立设计师逾 5500 名，已有超过 10 万份设计方案。日均 PV（月）超过 1000 万。

#### 3、有住网：家装渠道入口

以宜华深圳自营店开展试点合作：宜华深圳体验店在 6000 平米中独立开拓 1000 平米给有住网以场景式向消费者展现样板房。宜华不收取租金，但向样板房提供家居；同时有住网承诺向宜华提供一年 3500 万软装订单（仅深圳合作店）。

有住网流量日均 UV 约为 30 万左右，目前严重供不应求——接单 2 万套，完成不足一万套，上升空间非常大，目前客单价约为 6 万元。公司后续正在考虑在其他自营店与有住网扩大合作。

#### 4、华达利（国际知名软体沙发）：业绩增厚贡献大、协同效应显著

华达利作为全球知名软体沙发企业，主要以皮沙发为主，拥有成熟的产品设计工艺和质量，研发体系和制造体系完善，成本控制及精细化程度很优秀。华达利历史业绩峰值为净利润最高达到 3000 多万美元，收入最高峰达到 6 亿美元。2013 年、2014 年、2015 年 1-9 月，华达利毛利率分别为 31.29%、30.58%、27.58%，毛利率呈下降趋势，主要是因为标的公司主要材料皮革的采购价格上涨所致。2013 年、2014 年巴西蓝皮一直在历史高位运行，虽然 2015 年蓝皮价格开始下跌，但由于蓝皮采购生产领用周期较长，使得 2015 年 1-9 月使用的主要是 2014 年以较高价格采购的蓝皮原料。

图表：华达利近年业绩（单位：千美元）

项目	2015 年 1-9 月末	2014 年度	2013 年度
营业收入	338,565	500,577	534,265
毛利润	93,366	153,089	167,182
所得税前利润	78	10,800	4,650
净利润	-2,362	5,306	758
归属于母公司股东的净利润	-2,387	5,257	685

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**业绩增厚显著。**在被宜华收购后，一方面华达利在新加坡交易所退市每年可以节约财务费用 1000 万美元左右；另一方面，巴西蓝皮作为华达利沙发的主要原料，15 年蓝皮价格经历暴跌并维持低位，从 2.6 美元/平方英尺跌至 1.3 美元/平方英尺左右，成本下降有助于企业综合毛利率提升 4%；此外，华达利制造基地在中国，汇兑损益亦助推宜华并表后进一步增厚业绩。华达利原先的业绩承诺：收购完成后三个财务期间净利润分别为 2500、2750、3025 万美元，未来在人民币小幅贬值的趋势下，我们估计业绩约 3000 万美元/年左右。

**双方协同效应显著。**首先，在品类上双方互补，华达利弥补了宜华在软体沙发领域的短板；其次，双方在内外销渠道上形成互补。外销方面，华达利主要市场位于欧洲和亚太，宜华外销主要是北美，双方渠道互补；内销方面，华达利在国内体量很小，借助宜华的内销渠道以及生态圈内企业（美乐乐）平台，未来有望放量。

#### 5、沃棣家居&海尔家居。

沃棣作为公司旗下的定制家居品类，目前产能规模较小，一年 5000-6000 万左右收入，还需要时间孵化培育。海尔家居主要在 2B 业务上，在这块领域合作较多，包括日日顺配送。

## 6、其他。

宜华 3000 万控股台湾健康家（51%），一家广泛应用于工业和家用的除甲醛专家。健康家主要客户为兔宝宝和生活家，公司目前已将健康家产品引入自有木地板和家具生产工艺中，并在成品家具中推广使用。

## 四、大股东增持、员工持股计划及定增概况

公司 16 年复牌至今先后增持 13 次，累计增持超过 4600 万股，占总股本 3.12%，增持均价为 11.22 元。公司承诺增持下限，未来不排除继续增持。员工持股计划于 15 年 5 月共计购买 1750 万股，占总股本 1.18%，购买均价为 16.7 元，目前倒挂严重。定增锁价 18 元，倒挂严重，暂无进展。

## 五、业绩概况与盈利预测

宜华生活 15 年营收 45.9 亿元，yoy +3.73%；归母净利润为 6.07 亿元，yoy +15.6%；16 年一季度实现营收 8.16 亿，yoy +4.27%；归母净利润为 1.3 亿，yoy +10%；预计上半年整体情况平稳，外销稳定，内销预计增速 25%。

预计全年内销同比增速 40%，保守预计 16 年净利润为 8 亿（同比增 32%；原料替代、国内地产销售后周期、生态圈协同效应下，原有业务 20%+净利润增速，华达利 4 个月左右并表），目前 177 亿市值对应 16 年估值 22 倍。我们预计 2017 年净利润约 10.7 亿（增速过 30%；原料替代、生态圈协同效应推进下原有业务仍有望实现过 20%的增速，华达利全面并表），对应 PE16.5 倍。虽然公司一直是市场上分歧较大的公司，**我们基于公司强大的实业基础和资本实力，目前相对较低的估值、较好的成长性，以及公司在大家居领域生态圈打造，大股东如此坚定的增持，给予其推荐评级。**



## 附录：宜华生活调研纪要

### 1、今年以来，大股东累计增持超过 4600 万股，后续否还有增持计划？

从今年复牌至今，大股东已经增持超过 5 个亿。从 2015 年 7 月 25 日到今年 7 月 25 日是一个增持周期，由于中报将在 8 月 26 日公布，窗口期无法继续增持。当初在做出承诺的时候，董事长设立的是增持下限，而不是上限。董事长会考虑在此之后继续择机增持，对公司未来有信心。这次是拿出了实实在在的 6 个亿来增持的（包含员工持股计划）。

### 2、公司花 2 年时间打造的 Y+生态圈，目前进展如何？有什么实际成果？

公司目前在一体化的发展进度较快，从数据上来看，生态圈带来的收入在内部占比快速提升至 10%。我们在与开发商合作时是根据他们的需求，来前置相应的资源。例如合肥的某开发商，需要我们完成包括硬装、软装、空间改造在内的一些列工作。与此相对应的，我们会为之提供有变形家具、爱福窝（3D 家具设计）、海尔电器等实现一体化配置；再例如南京栖霞建设的合作项目，对方交给我们完成整个样板间，除去软装、硬装还要求各个不同风格的家具配置，通过我们的前置和平台也能够让对方更好地满足消费者的需求。因此现在有许多开发商主动联系我们合作，许多地方是商务办公与住宅相结合的楼盘，开发商通常会将住宅部分标的全部交给我们来完成，从装修到家具配置的所有工作，而办公部分的标也可以交由我们进行简单装修并配备家具。对于开发商而言，有我们这样的大型整合平台合作能够使他们的工作轻松很多，并且装修和家具的公开透明能够同时满足消费者的需求。

### 3、除了上述的与地产开发商合作意外，公司在针对个体的终端业务整合效果如何？

从目前来看，生态圈的协同效应在逐步显现，效果不错。我们借此次更名的机会做了一次全国范围内的生态圈大促活动（简称“610 活动”，6 月 10 日至 7 月 10 日），效果非常好。通过合作，线上依托美乐乐引流，线下辅以爱福窝的 3D 家居设计体验，叠加宜华实木家具、华达利沙发、多维尚书变形家具等生态圈产品，610 活动月订单量达到 1.2 亿，其中交货完成的部分接近一半，销售收入同比增长超过 100%（去年 6 月同期销售额不到 3000 万-直营部分）。

这次 610 大促有一个非常有意思的现象，消费者在被具有吸引力的产品价格导流到店面以后，往往会最终购买更贵的产品，大的客单价达到几十万，在北京某单达到一百万。这和索菲亚“799”的策略有相似之处。以我们郑州店为例，根据终端的反馈，我们当地两三千平方米直营店的销售非常火爆，出货量比相邻的红星美凯龙（上万平米）整个店都要多，配送工人忙得不可开交。

### 4、此次活动效果这么好，公司后续是否考虑继续通过开展类似活动加强生态圈的整体效果？

会的。公司上市 12 周年在即，公司总经理和生态圈运营部总监正在计划以此为契机 8 月份再次策划与生态圈成员尤其是美乐乐的合作活动，迎接三季度传统旺季的到来。美乐乐作为全国最大的家居电商平台，我们也在与美乐乐有针对性的合作开展精准营销活动，通过美乐乐的及时反馈实现产品的快速迭代更新，迎合市场需求。

### 5、我们与美乐乐的合作模式是怎样的？

美乐乐作为宜华生态圈的重要成员之一，也是全国最大的家居电商平台。一方面宜华的产品引入到美乐乐线上平台，双方共同不定期在平台上开展不同主题/品类的定向营销（比如田园风、地中海，木地板等），根据市场反馈实现产品迭代更新，以适应市场需求；另一方面美乐乐的平台产品亦陆续渗透到宜华的线下直营店中，并通过 CRM 系统将线上需求引流至宜华门店。目前我们的成都旗舰店是第一家与美乐乐合作的升级店，效果非常好，单店月均销售收入同比增长超过 50%，转换率达 50%-60%。未来会考虑继续加大与美乐乐的合作深度和广度。

#### 6、公司在定制家居这块有没有什么计划？

定制家居属于宜华与生态圈企业美乐乐刚刚开始合作试水的新领域。目前美乐乐 4 月份在广州开了第一家定制家居店，从尚品宅配和欧派引入优秀管理团队。从目前数据来看，广州店的销售数据成长非常快，但因为刚开业基数比较低，还需要继续观察。未来计划是由我们来投资店面，由美乐乐团队来运营，他们的专业团队非常擅长定制家居的供应链管理和客户服务。后续我们会根据第三季度的观察来进一步确定后续合作计划，最终是希望通过渠道、供应链的整合成为一体化配置的供应商。

#### 7、爱福窝作为生态圈成员之一，目前双方合作进展如何？

爱福窝的 3D 家居设计，目前数据库中已经积累了超过 150 万张户型图，独立设计师逾 5500 名，已有超过 10 万份设计方案。对于双方而言，610 的成功只是一个开始，爱福窝的一站式家居 3D 设计以及报价软件，对进店消费者的客单价提升和用户体验有显著效果。此外，爱福窝的系统、平台推出后，日均 PV（月）超过 1000 万，曾经一度服务器每天都需要抢修，流量都是自由流量而不是花钱购买的。

#### 8、收购华达利的机会是怎么找到的？

是机缘巧合，华达利是 1993 年新加坡上市的一个老牌沙发品牌，其创始人潘式三兄弟创始人对行业有深厚感情希望能够将这相关业务传承下来，通过业内人士介绍双方结识。在相互了解中发现双方能够有很好的协同效应，并为我们对华达利的专注的理念、精湛的制造和渠道各方面非常认同，就达成了合作。华达利目前的体量仅次于敏华控股，所在行业集中度高于木制家具，市场主要分为欧洲、亚太地区（包括澳大利亚），与宜华外销的主要市场（北美）有区分，未来海外渠道可以有效互补。目前宜华已与华达利最大的欧洲客户实现对接，并尝试销售，未来有望逐步放量；而华达利的沙发目前也已经进入宜华内销的各大渠道，包括美乐乐平台在内都已实现协同销售。华达利的收购已进入最后阶段。

#### 9、华达利在沙发领域的定价是什么水平？

属于中高端。其产品以全皮沙发、半皮沙发为主，同时生产布艺沙发。定价水平是中高端产品在 4000-5000 元/位，性价比更高的半皮产品的是 2000 元/位左右。未来我们也会考虑发展平价沙发进一步开拓市场。

#### 10、收购完华达利后利润率的提升情况怎样？

华达利自身的沙发产品每年收入水平在 4.6-5.5 亿美元波动，在完成收购和私有化之后，预计其每年节省管理成本 1000 万美元。从家具行业整体上半年情况来看，业务属于淡

季，虽然 3、4 月份相对情况偏好，但行业的旺季在 9-11 月，并表后有望超预期。

**11、公司目前直营店和加盟商各有多少家？渠道扩张计划如何？**

截至目前，公司总共有 18 家直营店以及约 450 家加盟店，每年推 1-2 个新品，每款新品开 50-100 家加盟店。公司通过直营店以点带面，直营店辐射加盟店，为加盟店提供配送等服务，加盟店作为直营店的客流来源之一。

**12、经过近两年的整合，宜华生态圈建设雏形已现。但面对生态圈内多家企业，管理难度相应加大，宜华在这方面是否有所改变以适应新业务平台的发展需要？**

我们一开始在设计生态圈的时候就考虑到这一问题，整合各方资源确实需要统一的管理体系，因而公司专门成立了生态事业部，建立了一支专业团队来制定渠道整合策略、统一促销政策等。相比以前在只考虑自己的店，现在该部门是从生态圈整体管理的角度来考虑如何相互协同，短期将通过大的营销活动来磨合整个体系，在此过程中找出以后可复制的管理模式。

在信息化系统方面我们 IT 部门扩充至 40 多人，相当于中型的软件公司，除了对日常通用软件进行维护还会对专用的软件进行开发，包括与美乐乐、爱福窝、有住网等生态圈企业的系统对接。

**13、公司未来在生态圈规划上有没有进一步的计划？**

我们一直有在看企业和项目，宗旨还是为了能够给生态圈企业产生更多协同效应和合作溢价。



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 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。

**谨慎推荐：**是指未来 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：**是指未来 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：**是指未来 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。

**马莉 轻工制造行业首席分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**汤军 轻工制造行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn