

2016年10月18日

中际装备 (300308.SZ)

动态分析

拟收购苏州旭创，进军光通信模块市场

投资要点

- ◆ **拟收购苏州旭创，进军光通信模块市场：** 2016年9月30日，公司发布公告称：拟通过发行股份的方式，收购苏州旭创100%的股权，进军光通信模块市场。苏州旭创专注于10G/25G/40G/100G高速光通信模块及其测试系统的研发设计与制造销售，公司致力于将美国硅谷先进技术和创新型公司运作经验，与中国的人才和市场相结合，打造立足于中国的世界领先的高端光通讯模块设计与制造公司。
- ◆ **受益于行业需求拉动，光通信模块行业将迎来发展风口：** 1) 与日本韩国相比，我国光纤宽带用户数仍有增长空间根据 Ovum 发布的相关数据显示，2015 年中国宽带用户数达到了约 2.2 亿户，其中光纤宽带用户数达到了约 1.39 亿户，宽带用户数占比约 63%。与日本和韩国相比，我国的光纤宽带用户数占比仍然处于较低水平； 2) 10G-PON，随着 4K 视频、虚拟现实等业务的快速发展，10G PON 逐渐成为 PON 网络的主流技术。根据 Ovum 发布的报告数据显示，未来 5 年，10G-PON 中的 OLT 市场规模将从 2015 年的 1485 万美元增长到 2020 年的 30505 万美元；ONT/ONU 市场规模将从 2015 年的 1251 万美元增长到 2020 年的 48380 万美元； 3) 光模块：随着宽带中国战略以及 4G 建设推进，将驱动光模块在传输和接入市场的稳定增长。根据 Ovum 发布的数据显示：在传输市场，2016 年-2020 年的市场规模年化增长率约为 8%，到 2020 年，整体市场规模将从 2015 年的 79.29 亿美元增长到 121.19 亿美元；在接入市场，2016 年-2020 年的市场规模年化增长率约为 3%，到 2020 年，整体市场规模将从 2015 年的 19.27 亿美元增长到 20.25 亿美元，在 CPRI 细分应用领域，增长迅猛，增量市场规模达到了 2.62 亿美元。
- ◆ **投资建议：** 我们预计 2016 年-2018 年公司 EPS 分别为 0.41 元、0.51 元和 0.67 元。给予买入-A 评级，6 个月目标价 33 元。
- ◆ **风险提示：** 公司收购苏州旭创不能够顺利完成；收购若顺利完成，但是宏观经济发展不及预期也可能使得光通信模块需求增长不及预期，导致旭创科技收入增长不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	118.7	121.4	1,757.6	2,274.3	2,942.4
同比增长(%)	31.2%	2.2%	1347.7%	29.4%	29.4%
营业利润(百万元)	2.2	2.5	212.0	272.1	358.7
同比增长(%)	15.8%	17.4%	8296.5%	28.3%	31.8%
净利润(百万元)	8.2	5.6	187.2	236.6	310.1
同比增长(%)	-42.7%	-31.5%	3247.1%	26.3%	31.1%
每股收益(元)	0.04	0.03	0.41	0.51	0.67
PE	701.0	1,023.3	65.0	51.5	39.3
PB	10.5	10.4	8.8	7.8	6.9

数据来源：Wind，华金证券研究所

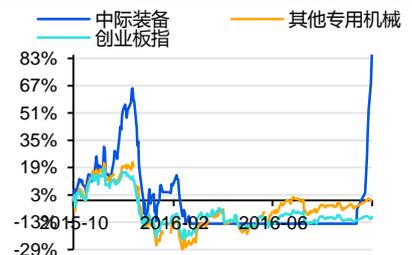
机械 | 其他专用机械 III

投资评级	买入-A(上调)
6 个月目标价	33 元
股价(2016-10-18)	26.50 元

交易数据

总市值(百万元)	5,724.29
流通市值(百万元)	5,724.29
总股本(百万股)	216.01
流通股本(百万股)	216.01
12 个月价格区间	12.00/26.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	112.08	117.47	86.23
绝对收益	114.57	114.57	75.98

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

朱琨
 zhukun@huajinsec.cn
 021-20655647

相关报告

中际装备：产品升级和多元布局筑基，外延式扩张可期 2015-05-24

内容目录

一、拟收购苏州旭创，进军光通信模块市场	3
二、受益于行业需求拉动，光通信模块行业将迎来发展风口	3
(一) 光纤宽带用户仍有增长空间，用户接入速率亟需提升	3
1、与日本韩国相比，我国光纤宽带用户数仍有增长空间	3
(1) 我国光纤宽带用户普及率仅有 28.4%	4
(2) 2016 年-2020 年将新增 1.26 亿户光纤宽带接入用户	4
2、Akamai 发布的数据显示，我国宽带用户接入速率处于较低水平	4
(二) 用户规模以及网络速率提升预期将带动光通信模块市场发展	5
1、10G-PON 光网络设备将放量增长	5
(1) 中国联通：10G PON 进入到全面部署阶段	5
(2) 中国移动：2016 年下半年有望进行 10G PON 设备集采	6
(3) 中国电信：10G PON 解决方案已开始规模商用	6
2、光模块将在传输和接入市场稳定增长	6
三、净利润高速增长有望，提升投资评级至买入-A	7
四、风险提示	7

图表目录

图 1：2012 年-2015 年中国宽带用户数情况	3
图 2：2012 年-2015 年中国光纤宽带用户数占比对标	3
图 3：中国 2015 年-2020 年 10G-PON 中 OLT 市场规模	5
图 4：中国 2015 年-2020 年 10G PON 中 ONT/ONU 市场规模	5
图 5：2020 年传输应用领域光模块增量市场规模结构	6
图 6：2020 年接入市场应用领域光模块增量市场情况	6
表 1：全球平均接入速率 Top10 国家和地区	4

一、拟收购苏州旭创，进军光通信模块市场

2016年9月30日,公司发布公告称:拟通过发行股份的方式,收购苏州旭创100%的股权,进军光通信模块市场。

苏州旭创专注于10G/25G/40G/100G高速光通信模块及其测试系统的研发设计与制造销售,公司致力于将美国硅谷先进技术和创新型公司运作经验,与中国的人才和市场相结合,打造立足于中国的世界领先的高端光通讯模块设计与制造公司。

目前,苏州旭创自主开发的高速光通讯模块产品已成功进入国内外一流客户,技术达国际领先水平。公司高端光模块产品(40G/100G光模块)在国内同行业中居领先水平。根据苏州旭创未经审计的2014年、2015年年度财务报告和2016年一季度财务报告,苏州旭创2014年、2015年和2016年一季度的营业收入分别为74674.45万元、116885.97万元和35918.21万元,归属于母公司所有者的净利润分别为6436.14万元、11123.76万元和2958.27万元,业务规模增长迅速,经营业绩良好。

若本次交易能够完成,苏州旭创将成为上市公司的全资子公司,纳入合并报表范围。公司的业务组合得到优化,增加了新的业绩增长点,盈利能力得到改善,进而公司价值得到提升,也有利于更好地回报股东。

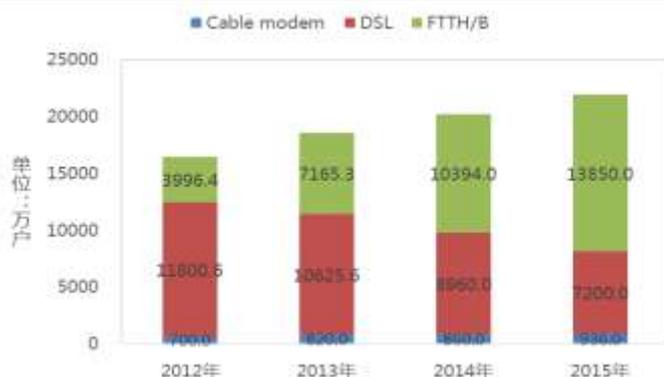
二、受益于行业需求拉动，光通信模块行业将迎来发展风口

(一) 光纤宽带用户仍有增长空间，用户接入速率亟需提升

1、与日本韩国相比，我国光纤宽带用户数仍有增长空间

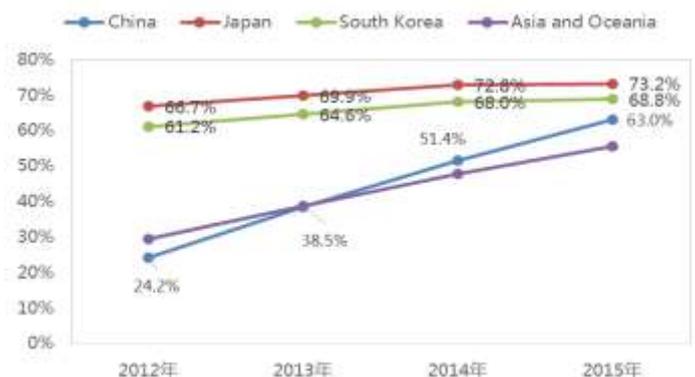
根据Ovum发布的相关数据显示,2015年中国宽带用户数达到了约2.2亿户,其中光纤宽带用户数达到了约1.39亿户,宽带用户数占比约63%。与日本和韩国相比,我国的光纤宽带用户数占比仍然处于较低水平。

图1：2012年-2015年中国宽带用户数情况



资料来源：Ovum，华金证券研究所

图2：2012年-2015年中国光纤宽带用户数占比对标



资料来源：Ovum，华金证券研究所

根据工信部发布的 2015 年通信业统计公报数据显示，2015 年，三家基础电信企业固定互联网宽带接入用户净增 1288.8 万户，总数达 2.13 亿户。其中，光纤接入（FTTH/O）用户净增 5140.8 万户，总数达 1.2 亿户，占宽带用户总数的 56.1%，比上年提高 22 个百分点。8M 以上、20M 以上宽带用户总数占宽带用户总数的比重分别达 69.9%、33.4%，比上年分别提高 29、23 个百分点。城乡宽带用户发展差距依然较大，城市宽带用户净增 1089.4 万户，是农村宽带用户净增数的 5.5 倍。

（1）我国光纤宽带用户普及率仅有 28.4%

根据中华人民共和国统计局发布的 2015 年统计公报数据显示，2015 年末我国人口数量达到了 137462 万人，按照户均人口 3 人来计算，我国户数约 4.58 亿户。按照我国 2015 年末 1.3 亿户光纤宽带用户数来计算，光纤宽带普及率仅有 28.4%。

在日前召开的 2016 中国光网络研讨会暨 FTTH 论坛上，中国 FTTH 论坛主席、中国通信标准化协会传输网和接入网技术委员会主席毛谦说到：“纵观全球，韩国的 FTTH 普及率最高，达到 75%；中国香港的普及率为 70.5%，排名第 4 位”。

因此，与先进国家和地区，我国的宽带用户渗透率仍然处于较低水平。我们认为，在国家政策的推动下，光纤宽带用户未来的增长空间将非常大。

（2）2016 年-2020 年将新增 1.26 亿户光纤宽带接入用户

根据 Ovum 发布的相关报告数据显示，到 2020 年，中国宽带用户数将达到 2.9 亿户，其中光纤宽带用户数约 2.56 亿户，同比 2015 年将增长 1.26 亿户，年化增长率约 13%。到 2020 年光纤宽带将成为宽带用户的首选。

2、Akamai 发布的数据显示，我国宽带用户接入速率处于较低水平

根据 Akamai 发布的 2016 年 2 季度《互联网现状》报告数据显示，全球平均网速为 6.1Mbit/s，较前一年提升了 14 个百分点，但比今年前三季度下滑了 2.3 个百分点；全球平均峰值网速达到了 36 Mbit/s，较去年提升了 2.5 个百分点，同时比今年 1 季度提升了 3.7 个百分点。

我国平均网速 5.2 Mbit/s、峰值网速 35.4 Mbit/s。与国际平均水平相比较，我国宽带接入速率处于较低水平。

表 1：全球平均接入速率 Top10 国家和地区

序号	国家	平均接入速率 (Mbit/s)
1	韩国	27.0
2	挪威	20.1
3	中国香港	19.5
4	瑞典	18.8
5	瑞士	18.3
6	芬兰	17.6
7	拉脱维亚	17.5
8	新加坡	17.2

序号	国家	平均接入速率 (Mbit/s)
9	日本	17.1
10	冰岛	17.0

资料来源：Akamai，华金证券研究所

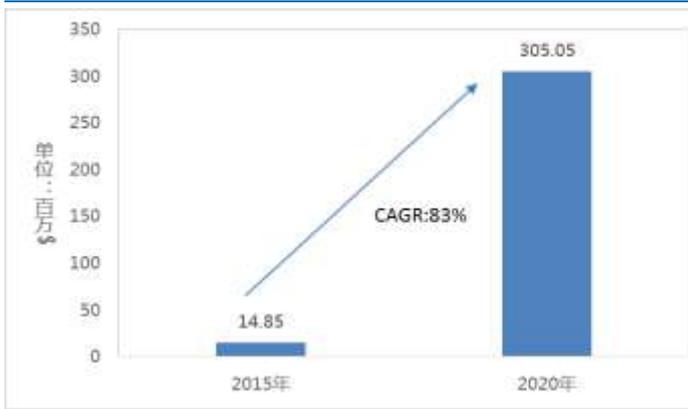
全球网速最快的前 10 个国家和地区分别是韩国 (27 Mbit/s)、挪威 (20.1 Mbit/s)、中国香港 (19.5 Mbit/s)、瑞典 (18.8 Mbit/s)、瑞士 (18.3 Mbit/s)、芬兰 (17.6 Mbit/s)、拉脱维亚 (17.5 Mbit/s)、新加坡 (17.2 Mbit/s)、日本 (17.1 Mbit/s)、以及冰岛 (17 Mbit/s)。

(二) 用户规模以及网络速率提升预期将带动光通信模块市场发展

1、10G-PON 光网络设备将放量增长

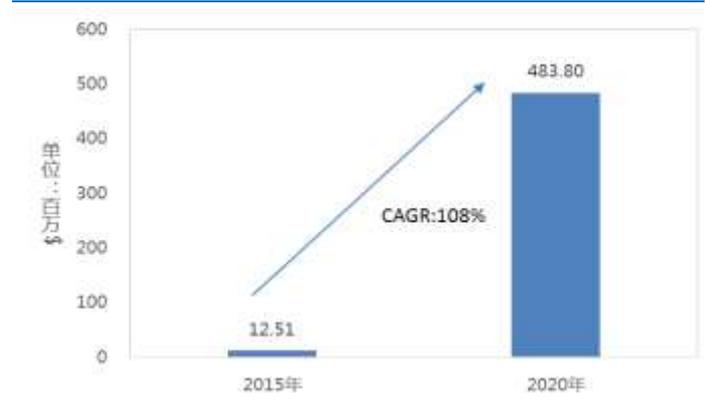
经历了窄带拨号/ISDN、ADSL、ADSL 2+后，PON 成为光纤到户网络的主要技术。而随着人们带宽需求的增长，尤其随着 4K 视频、虚拟现实等业务的快速发展，宽带产业进入千兆接入时代，10G PON 逐渐成为 PON 网络的主流技术，而且 PON 正在向 10G PON 升级，带宽将提升 10 倍。

图 3：中国 2015 年-2020 年 10G-PON 中 OLT 市场规模



资料来源：Ovum，华金证券研究所

图 4：中国 2015 年-2020 年 10G PON 中 ONT/ONU 市场规模



资料来源：Ovum，华金证券研究所

根据 Ovum 发布的报告数据显示，未来 5 年，10G-PON 中的，OLT 市场规模将从 2015 年的 1485 万美元增长到 2020 年的 30505 万美元；ONT/ONU 市场规模将从 2015 年的 1251 万美元增长到 2020 年的 48380 万美元。

(1) 中国联通：10G PON 进入到全面部署阶段

目前中国联通已经明确了宽带接入网的提速方案：以 1G PON FTTH 为主，10G PON FTTB 补充，发达区域小规模部署 10G PON FTTH。

据飞象网报道：中国联通已经完成 2015-2016 年 10G PON 集采，本次 10G PON 集采是联通在 10G PON 领域的首次发力，采购规模 10G EPON OLT 台数约 3345 台，OLT PON 口数约 40886 个，MDU 约 209.6 万线；XGPON1 OLT 台数约 6962 台，OLT PON 口数约 59891 个，MDU 约 353.8 万线。其中 XGPON1 是在 2010 年标准推出后，全球的首次集采案例。

(2) 中国移动：2016 年下半年有望进行 10G PON 设备集采

据中国移动研究院网络技术研究所副主任研究员王磊介绍，中国移动最近正测试家庭智能网关，2016 年下半年将进行智能网关的集采。此外，目前中国移动正在进行 10G PON 设备测试和试点，2016 年下半年有望进行 10G PON 设备集采。

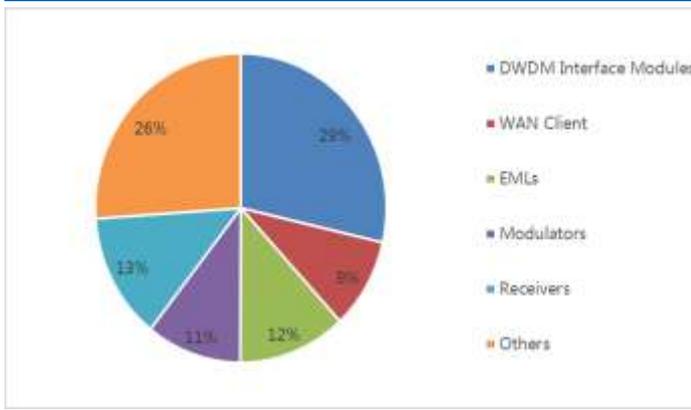
(3) 中国电信：10G PON 解决方案已开始规模商用

在固网宽带上领先的中国电信自 2013 年就已经开始 10G PON 的集采，2015 年 10G EPON OLT 端口 4 万，ONU 端口更是高达 104 万

据飞象网报道，中国电信也已经完成了今年 PON 设备的集采，其中包括 EPON 设备新建 OLT 端口 10 万、ONU(含 MDU/MTU/SBU)宽带端口共 120 万；GPON 设备新建 OLT 端口 70 万、ONU(含 MDU/SBU)宽带端口共 120 万；10G EPON 设备新建 OLT 端口 10 万、ONU(含 MDU/MTU)宽带端口共 120 万。

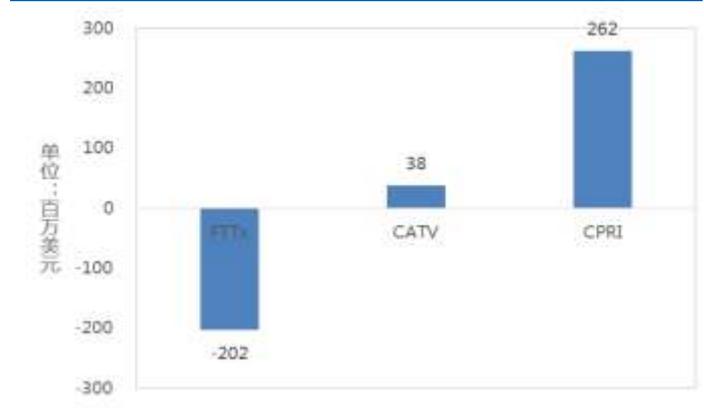
2、光模块将在传输和接入市场稳定增长

图 5：2020 年传输应用领域光模块增量市场规模结构



资料来源：Ovum，华金证券研究所

图 6：2020 年接入市场应用领域光模块增量市场情况



资料来源：Ovum，华金证券研究所

随着宽带中国战略以及 4G 建设推进，将驱动光模块在传输和接入市场的稳定增长。根据 Ovum 发布的数据显示：在传输市场，2016 年-2020 年的市场规模年化增长率约为 8%，到 2020 年，整体市场规模将从 2015 年的 79.29 亿美元增长到 121.19 亿美元，增量市场规模约 42 亿美金，其中 DWDM Interface Modules、WAN Client、EMLs、Modulators 和 Receivers 等细分应用领域的增量规模占据整个市场增量的 70%以上；在接入市场，2016 年-2020 年的市场规模年化增长率约为 3%，到 2020 年，整体市场规模将从 2015 年的 19.27 亿美元增长到 20.25 亿美元，增量市场规模约 0.98 亿美金，FTTx 细分应用领域出现大幅萎缩，但是在 CPRI 细分应用领域，增长迅猛，增量市场规模达到了 2.62 亿美元。

三、净利润高速增长有望，提升投资评级至买入-A

若收购苏州旭创顺利完成，公司的净利润有望实现高速增长。我们预计 2016 年-2018 年公司 EPS 分别为 0.41 元、0.51 元和 0.67 元。给予买入-A 评级，6 个月目标价 33 元。

四、风险提示

公司收购苏州旭创不能够顺利完成；收购若顺利完成，但是宏观经济发展不及预期也可能使得光通信模块需求增长不及预期，导致旭创科技收入增长不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	118.7	121.4	1,757.6	2,274.3	2,942.4	年增长率					
减:营业成本	80.2	88.4	1,260.8	1,623.0	2,088.5	营业收入增长率	31.2%	2.2%	1347.7	29.4%	29.4%
营业税费	0.8	1.1	4.0	4.8	6.2	营业利润增长率	15.8%	17.4%	8296.5	28.3%	31.8%
销售费用	4.6	3.8	76.1	91.4	112.9	净利润增长率	-42.7%	-31.5%	3247.1	26.3%	31.1%
管理费用	35.5	31.7	199.0	270.4	359.6	EBITDA 增长率	16.8%	18.2%	875.4%	46.3%	37.7%
财务费用	-4.3	-3.0	6.1	13.8	18.2	EBIT 增长率	152.5%	-78.8%	-48245.	31.1%	31.8%
资产减值损失	1.9	0.3	1.5	1.2	1.0	NOPLAT 增长率	170.6%	-80.2%	-46721.	31.1%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	70.7%	1.5%	45.5%	77.3%	26.3%
投资和汇兑收益	2.1	3.5	1.9	2.5	2.6	净资产增长率	3.0%	0.6%	153.0%	12.1%	13.3%
营业利润	2.2	2.5	212.0	272.1	358.7						
加:营业外净收支	6.5	3.8	8.2	6.2	6.1	盈利能力					
利润总额	8.7	6.4	220.3	278.3	364.8	毛利率	32.5%	27.1%	28.3%	28.6%	29.0%
减:所得税	0.5	0.8	33.0	41.7	54.7	营业利润率	1.8%	2.1%	12.1%	12.0%	12.2%
净利润	8.2	5.6	187.2	236.6	310.1	净利润率	6.9%	4.6%	10.7%	10.4%	10.5%
						EBITDA/营业收入	19.2%	22.2%	14.9%	16.9%	18.0%
						EBIT/营业收入	-1.8%	-0.4%	12.4%	12.6%	12.8%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	16.9%	14.5%	43.8%	37.9%	42.9%
货币资金	136.4	112.3	1,225.4	820.8	882.7	负债权益比	20.3%	17.0%	77.8%	60.9%	75.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.05	4.45	2.25	1.80	1.44
应收帐款	63.8	81.9	308.7	323.1	347.1	速动比率	3.05	3.21	2.09	1.63	1.28
应收票据	25.8	17.5	129.0	161.6	247.1	利息保障倍数	0.50	0.15	35.88	20.66	20.74
预付帐款	0.7	0.6	17.5	5.0	24.8	营运能力					
存货	75.4	82.2	127.9	133.6	179.7	固定资产周转天数	392	473	57	97	130
其他流动资产	1.7	0.1	1.2	1.0	0.7	流动营业资本周转天数	346	354	16	10	6
可供出售金融资产	25.0	15.0	13.3	17.8	15.4	流动资产周转天数	1,019	887	215	258	191
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	146	216	40	50	41
长期股权投资	37.8	20.1	20.1	20.1	20.1	存货周转天数	241	234	22	21	19
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	2,116	1,923	318	393	342
固定资产	131.8	187.3	369.8	851.6	1,279.6	投资资本周转天数	980	1,218	104	132	148
在建工程	28.3	5.5	137.3	68.6	-	费用率					
无形资产	123.3	111.9	100.2	88.5	76.8	销售费用率	3.9%	3.2%	4.3%	4.0%	3.8%
其他非流动资产	5.9	6.9	15.5	9.7	10.7	管理费用率	29.9%	26.1%	11.3%	11.9%	12.2%
资产总额	655.8	641.3	2,465.8	2,501.3	3,084.7	财务费用率	-3.6%	-2.5%	0.3%	0.6%	0.6%
短期债务	30.0	-	261.2	261.2	389.0	三费/营业收入	30.1%	26.9%	16.0%	16.5%	16.7%
应付帐款	13.5	25.2	346.0	366.3	457.5	投资回报率					
应付票据	12.3	10.9	94.2	113.2	176.9	ROE	1.5%	1.0%	13.5%	15.2%	17.6%
其他流动负债	19.2	30.1	102.0	62.8	147.8	ROA	1.2%	0.9%	7.6%	9.5%	10.1%
长期借款	-	-	208.4	100.0	106.4	ROIC	-0.8%	-0.1%	44.8%	40.4%	30.0%
其他非流动负债	35.9	26.9	67.2	43.3	45.8	分红指标					
负债总额	110.8	93.1	1,079.0	946.8	1,323.3	DPS(元)	0.01	0.01	0.11	0.16	0.22
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	26.5%	38.6%	27.9%	31.0%	32.5%
股本	216.0	216.0	459.6	459.6	459.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.8%
留存收益	327.3	330.7	927.2	1,094.9	1,301.8						
股东权益	545.0	548.2	1,386.7	1,554.5	1,761.4						
						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.04	0.03	0.41	0.51	0.67
净利润	8.2	5.6	187.2	236.6	310.1	BVPS(元)	2.52	2.54	3.02	3.38	3.83
加:折旧和摊销	24.9	27.4	44.6	98.4	152.3	PE(X)	701.0	1,023.3	65.0	51.5	39.3
资产减值准备	1.9	0.3	-	-	-	PB(X)	10.5	10.4	8.8	7.8	6.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-38.1	-186.5	26.0	-36.1	74.4
财务费用	-2.3	0.5	6.1	13.8	18.2	P/S	48.2	47.1	6.9	5.4	4.1
投资损失	-2.1	-3.5	-1.9	-2.5	-2.6	EV/EBITDA	81.7	176.8	43.4	30.4	22.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	207.1%	281.3%	136.0%	207.1%	281.3%
营运资金的变动	-93.2	-6.9	105.8	-57.9	66.1	PEG	3.4	3.6	0.5	0.2	0.1
经营活动产生现金流量	9.1	27.0	341.8	288.4	544.1	ROIC/WACC	-0.1	-0.0	4.4	3.9	2.9
投资活动产生现金流量	-68.7	68.4	-343.6	-501.9	-495.0						
融资活动产生现金流量	7.1	-33.2	1,114.8	-191.0	12.8						

资料来源: Wind, 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

谭志勇声明，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

华金证券有限责任公司（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有限责任公司（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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn