

2017年03月30日

润达医疗 (603108.SH)

动态分析

渠道整合卓有成效，华东以外占比逐年上升

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2016 年年报，公司 2016 年全年实现营业收入 21.65 亿元，同比上升 32.91%，实现归母净利润 1.16 亿元，同比上升 26.88%。同时公司发布高送转方案，每 10 股派发现金股利人民币 0.75 元（含税），并转增 8 股。
- ◆ **华东以外占比逐年上升，规模效应促毛利率提升：**分地区看，公司华东地区以外区域的收入贡献增长较快，2016 年华东地区是现实收入 18.50 亿元，同比上升 27.50%，占比 85.60%，华东以外地区实现收入 3.11 亿元，同比上升 82.79%，占比 14.40%。公司异地扩张不断加速，覆盖地区不断增加，收入规模持续扩大。公司 2016 年毛利率和净利率分别为 28.10% (+0.09PCT) 和 6.11% (+0.43PCT)。其中，试剂和耗材、仪器的毛利率分别为 28.66% (+0.87PCT) 和 18.89% (+2.95PCT)，毛利率水平均有所上升，公司规模效应逐渐体现。期间费用方面，2016 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 2.05 亿元 (+31.48%)、1.64 亿元 (+49.32%) 和 5,095 万元 (52.38%)。公司期间费用出现较大幅度的增长，主要有四方面的原因：(1) 公司员工数量由 2015 年的 897 人上升至 2016 年的 1,369 人，导致公司职工薪酬支出增加；(2) 随着公司规模扩大，导致公司折旧摊销和存货报废大幅增加，分别同比增长 65.18% 和 177.85%；(3) 公司不断加大市场开拓力度；(4) 业务规模扩大使得债务融资规模增加，利息支出同比增长 51.10%。
- ◆ **横向延伸，立足华东深入渠道拓展：**2016 年以来，公司渠道拓展动作不断。2016 年 7 月收购怡丹生物 45% 股权（浙江省市场）、8 月收购鑫海润邦 100% 股权（山东地区）、9 月与金泽瑞达成战略合作（东北市场）、10 月收购麦迪医疗 20% 股权（福建地区），12 月收购北京东南 60% 股权（华北地区）。2017 年 3 月，公司与柳州医药共同投资设立子公司，利用柳州医药在当地的市场积累，开拓广西地区的医学实验室整体综合服务业务。公司通过渠道的不断拓展，有望将整体综合服务模式复制到全国，由从原本华东地区的区域性企业向全国性企业转变，逐步构建全国性的整体综合服务业务平台。
- ◆ **纵向拓展，产业链不断丰富：**公司积极进行纵向拓展，使得公司整体产业链不断丰富。上游方面，公司 IVD 产品逐渐丰富，自产产品包括糖化血红蛋白分析仪及配套试剂、血气分析仪及配套试剂和多种生化试剂等上百个产品规格，同时通过投资与收购进一步丰富产品，在化学发光试剂、分子诊断、POCT、肿瘤早期筛查和远程医疗诊断领域均有所涉及。下游方面，开始涉足第三方检验服务，与广州金域合作开展医学实验室综合服务、区域性医学检验服务平台等业务，并与黑龙江省 4 家三甲医院共建设临床医学精准检验检测中心。
- ◆ **发债充实运营资本，助力后续持续扩张：**公司发布《非公开发行债券预案》，拟规模不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），期限为不超过 3 年（含 3 年），拟用于补充公司营运资金及适用的法律法规允许的其他用途。目前 IVD 行业出去跑马圈地

医药 | 医疗器械 III

投资评级	增持-A(维持)
6 个月目标价	36.5 元
股价(2017-03-29)	32.29 元

交易数据

总市值(百万元)	10,396.20
流通市值(百万元)	3,979.92
总股本(百万股)	321.96
流通股本(百万股)	123.26
12 个月价格区间	23.11/96.24 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.39	1.18	7.21
绝对收益	0.0	5.66	16.79

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.com
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.com
 021-20655738

相关报告

- 润达医疗：收购北京 IVD 渠道商，补全华北布局 2016-12-30
- 润达医疗：再次成立产业基金，外延并购有望提速 2016-12-06
- 润达医疗：深入拓展产品渠道，产业链不断纵向延伸 2016-10-27

的阶段，同行业公司塞力斯、美康生物、迪安诊断等都在加大对渠道的整合力度，本次债券成功发行之后，公司将有更多的资金用于渠道整合，外延扩张有望持续加速。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.65、0.88 和 1.09 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 36.5 元，相当于 2017 年 56 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**渠道建设不达预期，合作不达预期，竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,628.6	2,164.7	3,150.7	4,099.7	5,189.4
同比增长(%)	19.9%	32.9%	45.6%	30.1%	26.6%
营业利润(百万元)	119.6	173.5	290.0	403.8	507.2
同比增长(%)	24.7%	45.1%	67.1%	39.2%	25.6%
净利润(百万元)	91.8	116.4	208.2	284.2	349.8
同比增长(%)	22.1%	26.9%	78.8%	36.5%	23.1%
每股收益(元)	0.29	0.36	0.65	0.88	1.09
PE	113.3	89.3	49.9	36.6	29.7
PB	11.3	4.9	4.5	4.1	3.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、华东以外占比逐年上升，规模效应促毛利率提升	4
二、横向延伸，立足华东深入渠道拓展.....	7
三、纵向拓展，产业链不断丰富	8
四、发债充实运营资本，助力后续持续扩张	8
五、盈利预测.....	8
六、风险提示.....	8

图表目录

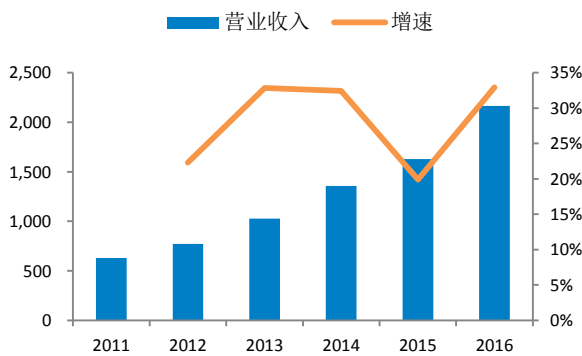
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）	4
图 5：公司历年主营业务收入分产品情况（单位：百万元，%）	5
图 6：2016 年公司主营业务收入分产品情况（单位：%）	5
图 7：公司历年主营业务收入按地区分类（单位：百万元，%）	5
图 8：2016 年公司主营业务收入分地区情况（单位：%）	5
图 9：公司历年毛利率分产品情况（单位：%）	6
图 10：公司历年毛利率分地区情况（单位，%）	6
图 11：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）	6
图 12：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）	7
图 13：公司历年期间费用率情况（单位：%）	7
图 14：公司渠道拓展情况.....	7

事件 公司发布 2016 年年报, 公司 2016 年全年实现营业收入 21.65 亿元, 同比上升 32.91%, 实现归母净利润 1.16 亿元, 同比上升 26.88%。同时公司发布高送转方案, 每 10 股派发现金股利人民币 0.75 元 (含税), 并转增 8 股。

一、华东以外占比逐年上升, 规模效应促毛利率提升

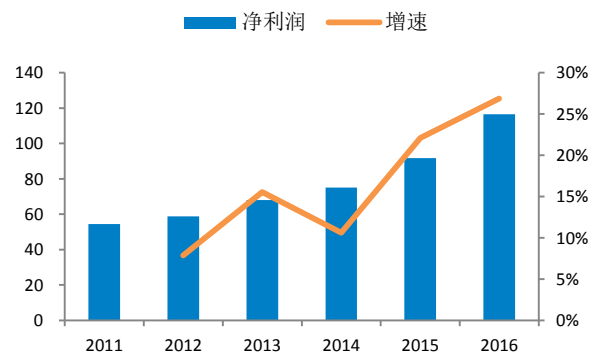
公司 2016 年全年实现营业收入 21.65 亿元, 同比上升 32.91% 实现归母净利润 1.16 亿元, 同比上升 26.88%, 整体业绩呈现快速增长的态势, 但由于公司期间费用的增加导致公司净利增速低于营收增速。分季度看, 2016Q1-Q4 营业收入分别为 4.08 亿元 (+29.39%)、4.90 亿元 (+22.75%)、5.51 亿元 (+32.68%) 和 7.16 亿元 (+43.47%), 净利润分别为 1,589.85 万元 (+21.60%)、3,280.05 万元 (+46.46%)、3,619.17 (+38.71%) 和 3,164.71 (+4.48%)。四季度单季营收同比增速较快, 但净利润同比增速仅为 4.48%, 主要由于公司四季度期间费用尤其是管理费用大幅增长, 其中四季度单季公司管理费用同比增长 95.98%至 6,190.49 万元。

图 1: 公司历年营业收入情况 (单位: 百万元, %)



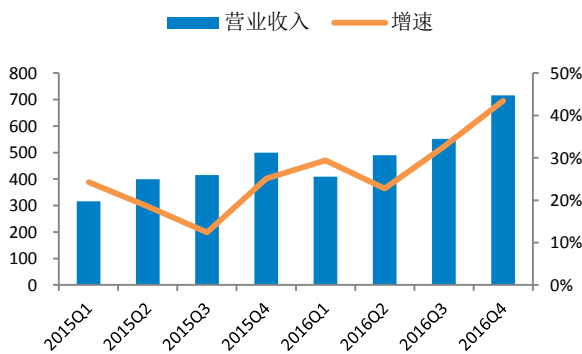
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 2: 公司历年净利润情况 (单位: 百万元, %)



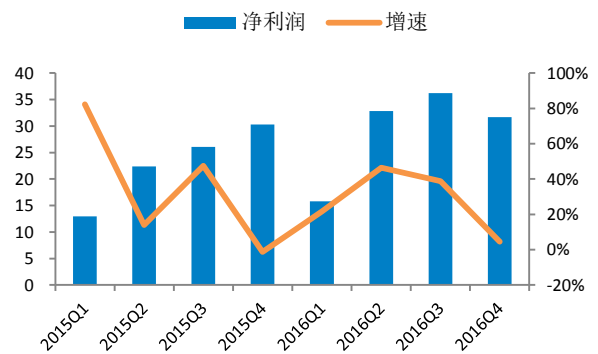
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 3: 公司营业收入分季度情况 (单位: 百万元, %)



资料来源: wind, 华金证券研究所

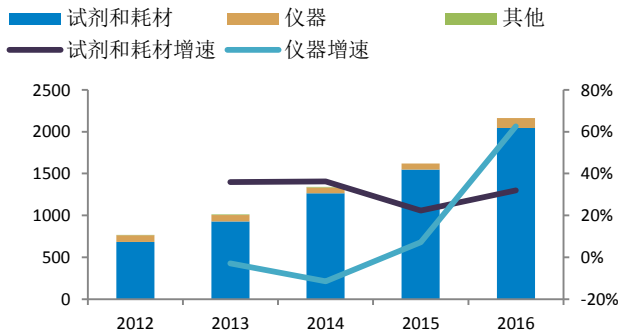
图 4: 公司净利润分季度情况 (单位: 百万元, %)



资料来源: wind, 华金证券研究所

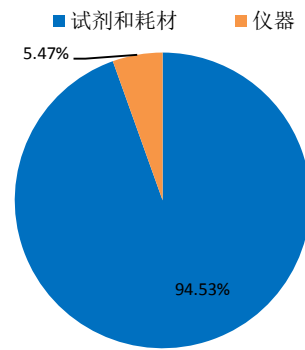
分产品看，公司试剂和耗材历年增速较平稳，基本稳定在 30%左右的水平，而仪器增速呈现逐渐上升的趋势。2016 年全年公司试剂和耗材实现收入 20.44 亿元，同比上升 31.94%，占比达 94.53%，仪器实现收入 1.18 亿元，同比上升 62.51%，占比达 5.47%，试剂和耗材是公司主要的收入来源。

图 5：公司历年主营业务收入分产品情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

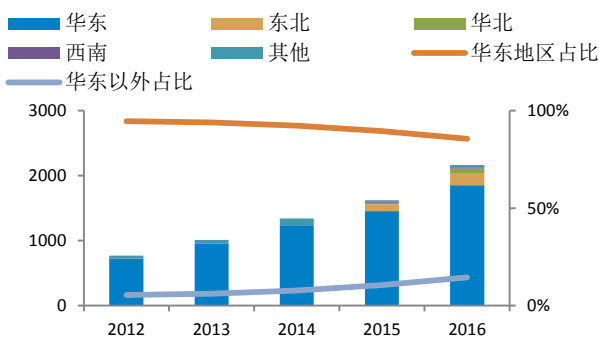
图 6：2016 年公司主营业务收入分产品情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

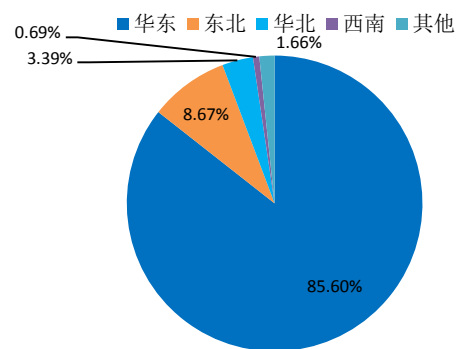
分地区看，公司华东地区以外区域的收入贡献增长较快，2016 年华东地区是现实收入 18.50 亿元，同比上升 27.50%，占比 85.60%，华东以外地区实现收入 3.11 亿元，同比上升 82.79%，占比 14.40%。公司异地扩张不断加速，覆盖地区不断增加，收入规模持续扩大。

图 7：公司历年主营业务收入按地区分类（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：2016 年公司主营业务收入分地区情况（单位：%）

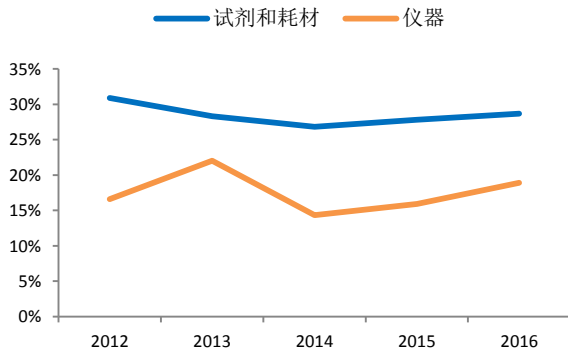


资料来源：wind，华金证券研究所

公司 2016 年毛利率和净利率分别为 28.10% (+0.09PCT) 和 6.11% (+0.43PCT)。其中，试剂和耗材、仪器的毛利率分别为 28.66% (+0.87PCT) 和 18.89% (+2.95PCT)，毛利率水平均有所上升，公司规模效应逐渐体现。分地区看，由于各个地区政策环境的差异导致不同地区产品毛利率差别较大，华东地区由于规模效应逐渐形成，毛利率上升 1.78PCT 至 27.93%，相比东

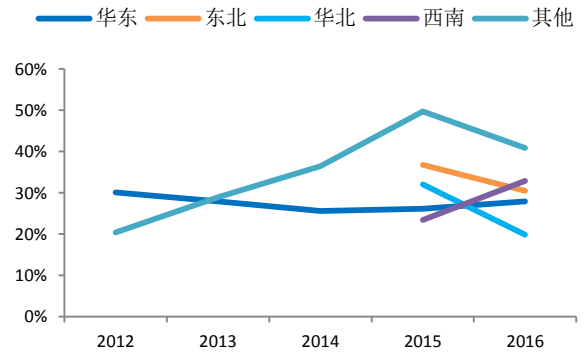
北和华北地区毛利率下降幅度较大，毛利率水平分别为 30.49% (-6.26PCT)、19.82% (-12.19PCT)，而西南地区毛利率增长 9.52PCT 至 32.90%，主要由于西南地区规模还很小，毛利率波动较大。

图 9：公司历年毛利率分产品情况（单位：%）



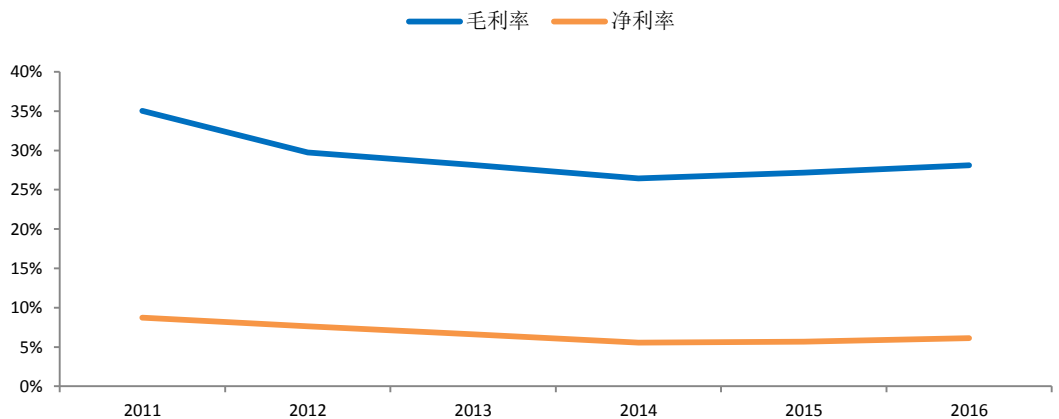
资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：公司历年毛利率分地区情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

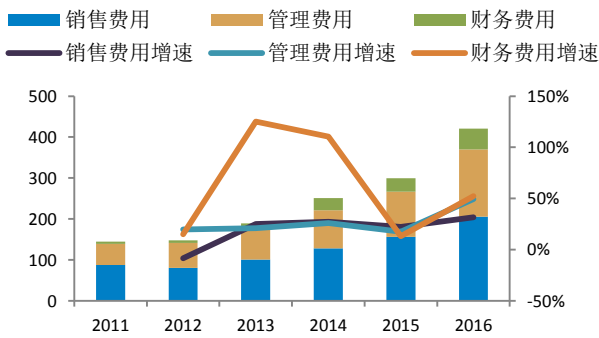
图 11：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

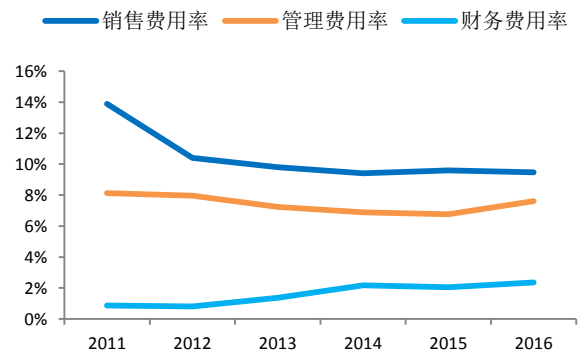
期间费用方面，2016 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 2.05 亿元(+31.48%)、1.64 亿元(+49.32%)和 5,095 万元(52.38%)。公司期间费用出现较大幅度的增长，主要有四方面的原因：(1) 公司员工数量由 2015 年的 897 人上升至 2016 年的 1,369 人，导致公司职工薪酬支出增加；(2) 随着公司规模扩大，导致公司折旧摊销和存货报废大幅增加，分别同比增长 65.18%和 177.85%；(3) 公司不断加大市场开拓力度；(4) 业务规模扩大使得债务融资规模增加，利息支出同比增长 51.10%。

图 12：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 13：公司历年期间费用率情况（单位：%）

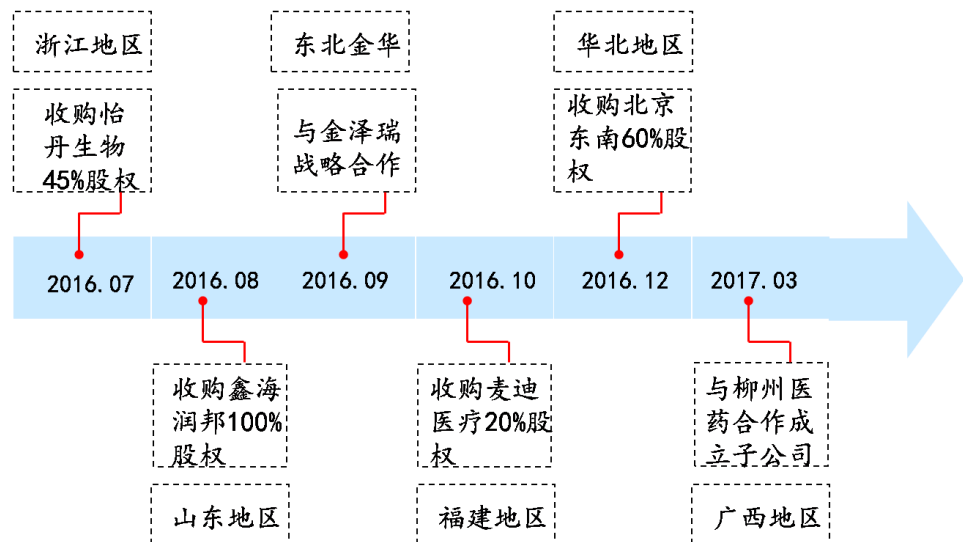


资料来源：wind，华金证券研究所

二、横向延伸，立足华东深入渠道拓展

2016 年以来，公司渠道拓展动作不断。2016 年 7 月收购怡丹生物 45% 股权（浙江省市场）、8 月收购鑫海润邦 100% 股权（山东地区）、9 月与金泽瑞达成战略合作（东北市场）、10 月收购麦迪医疗 20% 股权（福建地区）、12 月收购北京东南 60% 股权（华北地区）。2017 年 3 月，公司与柳州医药共同投资设立子公司，利用柳州医药在当地的市场积累，开拓广西地区的医学实验室整体综合服务业务。公司通过渠道的不断拓展，有望将整体综合服务模式复制到全国，由从原本华东地区的区域性企业向全国性企业转变，逐步构建全国性的整体综合服务业务平台。

图 14：公司渠道拓展情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、纵向拓展，产业链不断丰富

公司积极进行纵向拓展，使得公司整体产业链不断丰富。上游方面，公司 IVD 产品逐渐丰富，自产产品包括糖化血红蛋白分析仪及配套试剂、血气分析仪及配套试剂和多种生化试剂等上百个产品规格，同时通过投资与收购进一步丰富产品，增资北京润诺思，深入化学发光试剂的研发；战略投资武汉海吉力，完善分子诊断布局；收购 RBM43.1%股权，进入 POCT 领域；收购麦迪医疗 20%股权，拓展肿瘤早期筛查和远程医疗诊断的市场。下游方面，开始涉足第三方检验服务，2015 年 9 月，公司与广州金域合作设立上海润金医疗科技有限公司，共同开展医学实验室综合服务、区域性医学检验服务平台等业务；2016 年 4 月，公司与黑龙江省 4 家三甲医院分别签署了《合作协议》，共同建设临床医学精准检验检测中心。

四、发债充实运营资本，助力后续持续扩张

公司发布《非公开发行债券预案》，拟规模不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），期限为不超过 3 年（含 3 年），拟用于补充公司营运资金及适用的法律法规允许的其他用途。目前 IVD 行业出去跑马圈地的阶段，同行业公司塞力斯、美康生物、迪安诊断等都在加大对渠道的整合力度，本次债券成功发行之后，公司将有更多的资金用于渠道整合，外延扩张有望持续加速。

五、盈利预测

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.65、0.88 和 1.09 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 36.5 元，相当于 2017 年 56 倍的市盈率。

六、风险提示

渠道建设不达预期，合作不达预期，竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,628.6	2,164.7	3,150.7	4,099.7	5,189.4	年增长率					
减:营业成本	1,185.7	1,556.5	2,300.0	2,980.5	3,772.7	营业收入增长率	19.9%	32.9%	45.6%	30.1%	26.6%
营业税费	4.0	7.3	8.3	11.5	15.3	营业利润增长率	24.7%	45.1%	67.1%	39.2%	25.6%
销售费用	156.1	205.3	300.9	391.1	494.2	净利润增长率	22.1%	26.9%	78.8%	36.5%	23.1%
管理费用	110.1	164.4	239.5	300.1	389.5	EBITDA 增长率	31.0%	46.2%	10.8%	31.3%	21.7%
财务费用	33.4	51.0	-	-	-	EBIT 增长率	22.0%	46.7%	29.2%	39.2%	25.6%
资产减值损失	19.3	21.1	16.1	18.8	18.7	NOPLAT 增长率	22.9%	47.1%	28.6%	39.5%	25.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	90.8%	105.9%	-10.8%	34.8%	17.4%
投资和汇兑收益	-0.3	14.4	4.1	6.0	8.2	净资产增长率	95.2%	139.3%	8.7%	10.4%	11.5%
营业利润	119.6	173.5	290.0	403.8	507.2	盈利能力					
加:营业外净收支	6.3	6.1	6.5	6.3	6.3	毛利率	27.2%	28.1%	27.0%	27.3%	27.3%
利润总额	125.9	179.6	296.6	410.1	513.6	营业利润率	7.3%	8.0%	9.2%	9.8%	9.8%
减:所得税	33.5	47.5	79.2	109.0	136.5	净利润率	5.6%	5.4%	6.6%	6.9%	6.7%
净利润	91.8	116.4	208.2	284.2	349.8	EBITDA/营业收入	13.8%	15.2%	11.5%	11.6%	11.2%
						EBIT/营业收入	9.4%	10.4%	9.2%	9.8%	9.8%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	45.2%	45.9%	42.4%	53.8%	54.1%
货币资金	189.8	919.9	1,338.9	1,742.2	2,205.3	负债权益比	82.4%	84.9%	73.5%	116.5%	118.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.67	1.65	1.72	1.77	2.27
应收帐款	579.3	1,004.4	912.9	1,592.5	1,782.8	速动比率	1.13	1.24	1.38	1.37	1.76
应收票据	1.6	7.6	3.0	7.0	7.8	利息保障倍数	4.58	4.41			
预付帐款	40.8	104.7	61.5	186.9	126.3	营运能力					
存货	395.5	674.2	585.0	1,021.1	1,209.4	固定资产周转天数	57	72	61	41	27
其他流动资产	0.7	10.8	4.3	5.3	6.8	流动营业资本周转天数	140	180	138	133	156
可供出售金融资产	39.0	5.8	14.9	19.9	13.5	流动资产周转天数	222	327	321	328	343
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	107	132	110	110	117
长期股权投资	15.9	193.9	193.9	193.9	193.9	存货周转天数	70	89	72	71	77
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	307	482	474	438	425
固定资产	299.3	566.9	498.5	430.0	361.5	投资资本周转天数	205	310	271	230	227
在建工程	69.5	18.7	18.7	18.7	18.7	费用率					
无形资产	28.6	36.7	31.7	26.7	21.7	销售费用率	9.6%	9.5%	9.6%	9.5%	9.5%
其他非流动资产	33.9	564.3	528.7	533.4	537.7	管理费用率	6.8%	7.6%	7.6%	7.3%	7.5%
资产总额	1,693.8	4,108.0	4,191.9	5,777.6	6,485.4	财务费用率	2.1%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	512.3	1,098.3	1,151.9	1,642.2	1,705.2	三费/营业收入	18.4%	19.4%	17.2%	16.9%	17.0%
应付帐款	94.3	339.1	382.8	710.0	444.3	投资回报率					
应付票据	4.7	16.9	14.4	27.3	24.9	ROE	9.9%	5.5%	9.0%	11.2%	12.4%
其他流动负债	110.5	198.3	138.0	190.7	177.3	ROA	5.5%	3.2%	5.2%	5.2%	5.8%
长期借款	5.9	113.3	18.4	463.1	1,070.5	ROIC	17.6%	13.6%	8.5%	13.3%	12.4%
其他非流动负债	37.6	119.8	70.4	75.9	88.7	分红指标					
负债总额	765.3	1,885.8	1,775.9	3,109.4	3,510.9	DPS(元)	0.06	0.08	0.10	0.17	0.20
少数股东权益	4.5	104.9	114.0	130.9	158.2	分红比率	20.5%	20.7%	15.6%	19.0%	18.4%
股本	94.1	322.0	322.0	322.0	322.0	股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%
留存收益	829.9	1,795.3	1,980.1	2,215.4	2,494.3						
股东权益	928.6	2,222.2	2,416.1	2,668.2	2,974.5						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	92.4	132.2	208.2	284.2	349.8	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	72.9	105.0	73.4	73.4	73.4	EPS(元)	0.29	0.36	0.65	0.88	1.09
资产减值准备	19.3	21.1	-	-	-	BVPS(元)	2.87	6.58	7.15	7.88	8.75
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	113.3	89.3	49.9	36.6	29.7
财务费用	34.7	53.5	-	-	-	PB(X)	11.3	4.9	4.5	4.1	3.7
投资损失	0.3	-14.4	-4.1	-6.0	-8.2	P/FCF	-40.0	-24.3	25.6	23.4	20.6
少数股东损益	0.7	15.8	9.1	16.9	27.3	P/S	6.4	4.8	3.3	2.5	2.0
营运资金的变动	-440.0	-378.1	232.3	-855.7	-601.2	EV/EBITDA	14.9	32.9	28.4	22.8	19.1
经营活动产生现金流量	-226.7	-125.5	518.9	-487.2	-158.8	CAGR(%)	48.2%	41.8%	42.5%	48.2%	41.8%
投资活动产生现金流量	-281.8	-829.0	-5.0	1.1	14.5	PEG	2.3	2.1	1.2	0.8	0.7
融资活动产生现金流量	562.4	1,668.4	-94.9	889.4	607.4	ROIC/WACC	1.9	1.4	0.9	1.4	1.3

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

徐曼声明，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（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn