

2017年03月30日

# 徐工机械 (000425.SZ)

## 动态分析

### 行业回暖加速报表修复，国际化布局迈向新高度

#### 事件：

公司披露 2016 年年度报告，实现营业总收入 168.91 亿元，同比增长 1.17%；销售毛利率为 19.44%；归母净利润 2.08 亿元，同比增长 268.05%，EPS 为 0.03 元；2016 年度公司利润分配方案为每 10 股派发现金 0.15 元（含税）。

◆ **2016 年盈利大幅增长，财务指标改善明显：**自 2016 年下半年，受基建、PPP 项目、煤炭矿山复产等因素影响，工程机械行业整体呈现止跌回升、稳中向好局面。公司营收和利润均出现拐点，各项财务指标明显改善。公司应收账款从 180 亿元下降至 154 亿元，应收账款周转天数由 411 天下降至 356 天；下游新机需求旺盛，整机厂商补库存意愿明显提升，公司存货止跌回升；经营性现金流净额 22.45 亿元，同比增长 19.3 倍，经营性现金流净额占营业收入比为 13%，现金流状况持续转好。

◆ **加码研发投入，保持拳头产品的技术领先地位：**近几年公司加大研发投入，以“技术领先、用不毁行动”金标准大力开发新产品、扎实提高产品质量。2016 年公司研发投入 6.94 亿元，同比增长 22.55%。起重机、铲运机和道路机传统三大主机市占率保持名列前茅。随着工程机械行业市场集中度提升，弱势企业的市场空间逐渐被压缩，公司作为行业龙头企业在规模经济和综合竞争力方面将占有优势，未来业绩增长将有质、有量、有效益。

◆ **“走出去”战略卓有成效：**海外市场体量巨大，公司把“国际化”目标放在首位，制定了国际收入占比 50%的战略目标。最近三年公司出口额平稳在 30 亿元左右，2016 年出口额占总收入比重 16%。公司响应国家实施“一带一路”和“走出去”的战略，抓住印度市场机遇，并辐射南亚、东南亚、中东、东非等周边工程机械市场，实现国际化的发展战略，2016 年公司拟出资不超过 2.5 亿美元在印度钦奈建设工程机械生产制造基地，实施印度工程机械生产制造基地投资项目。

◆ **行业回暖明确，龙头首受益：**行业景气度传导路径明确：挖掘机在去年二季度转暖，起重机三季度同比增速明显提升，混凝土机械今年初已有明显起色。公司的汽车起重机销量处于市场领导地位，从 2009 年起重机市场占有率一直保持在 50%左右；公司铲运机械市场占有率仍有提升空间，供给侧改革后，资源类价格企稳，矿产复工对新机需求仍会持续；路面、桩工、压实机械将持续受益我国公路铁路投资规模继续保持高位；公司在举高类设备技术优势明显，国内高端消防设备市场空间未完全打开，消防装备增长持续性强；混凝土机械行业今年初已逐步有明显起色；工程机械零部件业务时唯一未受行业低潮影响的板块，收入增速将至少保持与行业同步，毛利率有改善空间。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 205 亿元、242 亿元、279 亿元；实现归母净利润分别为 9.27 亿元、14.77 亿元、19.17 亿元；每股收益分别为 0.13 元、0.21 元和 0.27 元。6 个月目标价 5.24 元，相当于 2017 年 40 倍动态市盈率，维持“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**国内经济增速继续放缓，下游需求不足；市场竞争加剧导致公司盈利能

机械 | 工程机械 III

**买入-A(维持)**

投资评级	买入-A(维持)
6 个月目标价	5.24 元
股价(2017-03-29)	4.15 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	29,082.07
流通市值 (百万元)	29,023.30
总股本 (百万股)	7,007.73
流通股本 (百万股)	6,993.57
12 个月价格区间	2.98/4.31 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.93	20.08	4.53
绝对收益	2.47	22.78	14.25

#### 分析师

张仲杰  
 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20655610

#### 报告联系人

范益民  
 fanyimin@huajinsec.cn  
 021-20655736

#### 相关报告

徐工机械：行业回暖，排头兵再起航  
 2017-03-13

徐工机械：定增加码主业，助力公司产业升级  
 2016-12-16

力下降；政治经济环境变化境外投资风险等。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	16,657.8	16,891.2	20,543.8	24,197.3	27,900.5
同比增长(%)	-28.5%	1.4%	21.6%	17.8%	15.3%
营业利润(百万元)	-142.3	119.2	954.9	1,615.1	2,149.7
同比增长(%)	-131.5%	-183.8%	701.4%	69.1%	33.1%
净利润(百万元)	50.6	208.6	927.3	1,476.7	1,917.0
同比增长(%)	-87.8%	312.2%	344.6%	59.2%	29.8%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.13	0.21	0.27
PE	574.8	139.4	31.4	19.7	15.2
PB	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、	行业回暖加速报表修复 .....	4
(一)	应收账款专项攻坚成效显著 .....	4
(二)	补库存意愿明显, 存货转降为升 .....	5
(三)	经营性现金流持续改善 .....	5
二、	加码研发投入, 保持拳头产品的技术领先地位 .....	5
(一)	加大研发投入, 核心技术取得重大突破 .....	6
(二)	新老产品齐发力, 市场集中度提升 .....	6
三、	布局海外市场, 打造国际影响力 .....	7
四、	盈利预测 .....	8
五、	风险提示 .....	8

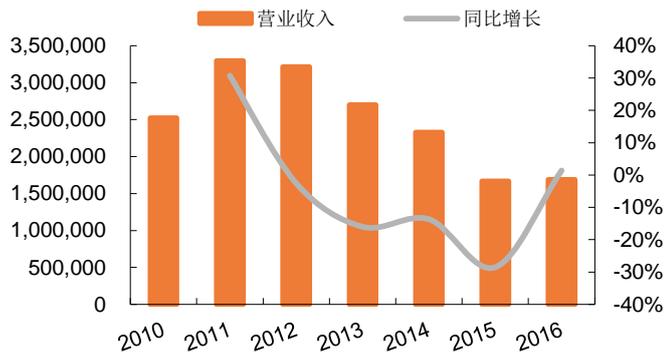
## 图表目录

图 1:	近几年公司营业收入及增速 (万元, %)	4
图 2:	近几年公司归母净利润及增速 (万元, %)	4
图 3:	近几年 1-2 年和 2-3 年账龄应收账款 (万元)	4
图 4:	近几年应收账款及应收账款周转天数 (万元, 天)	4
图 5:	近几年公司存货水平 (万元)	5
图 6:	近几年公司存货周转率 .....	5
图 7:	近几年经营性现金流净额 (万元)	5
图 8:	近几年经营性现金流量净额/营业收入 (%)	5
图 9:	近几年研发投入情况 .....	6
图 10:	2016 年产品结构 .....	7
图 11:	公司出口额及出口占总收入比重 (万元, %)	7
图 12:	内销和出口毛利率 (%)	7

## 一、行业回暖加速报表修复

公司 2016 年实现营业收入 168.91 亿元，同比增长 1.17%；综合毛利率水平为 19.44%；归母净利润 2.08 亿元，同比增长达 268.05%。2011 到 2016 年国内工程机械市场经历了五年零四个月连续下滑，市场容量萎缩到不足高点的三分之一。自 2016 年下半年，受基建、PPP 项目、煤炭矿山复产等多因素影响，工程机械行业整体呈现止跌回升、稳中向好局面。

图 1：近几年公司营业收入及增速（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：近几年公司归母净利润及增速（万元，%）

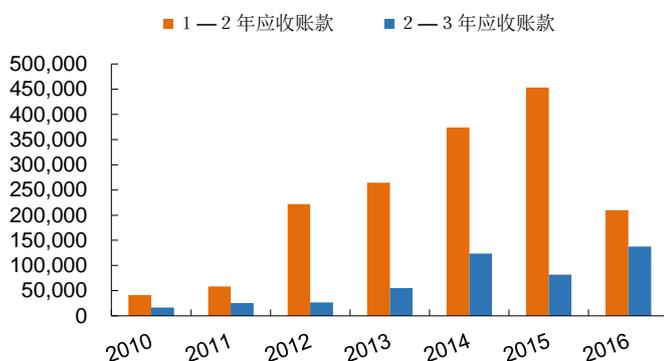


资料来源：Wind，华金证券研究所

### （一）应收账款专项攻坚成效显著

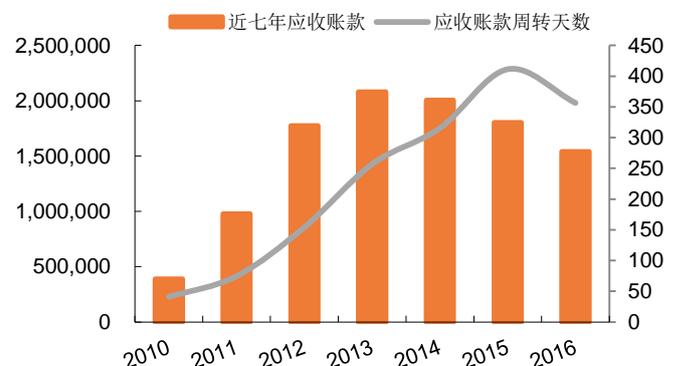
公司从 2013 年起就开始紧缩销售政策、清理应收账款、控制逾期，并进一步强化风险控制，逐步提升信用销售首付比例，杜绝零首付甚至低首付现象，鼓励银行按揭。2016 年狠抓强控风险，公司应收账款从 2015 年的 180 亿元下降至 154 亿元，同比下降 14.53%，应收账款周转天数由 411 天下降至 356 天，清欠账款专项攻坚成效显著。从应收账款账龄角度看，2015 年 1-2 年账龄的应收账款为 45.33 亿元，2016 年下降至 20.96 亿元。公司对 1-2 年账龄应收账款按 10%计提坏账准备，对 2-3 年账龄按 50%的比例计提，预计 2017 年坏账准备将明显减少。

图 3：近几年 1-2 年和 2-3 年账龄应收账款（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：近几年应收账款及应收账款周转天数（万元，天）

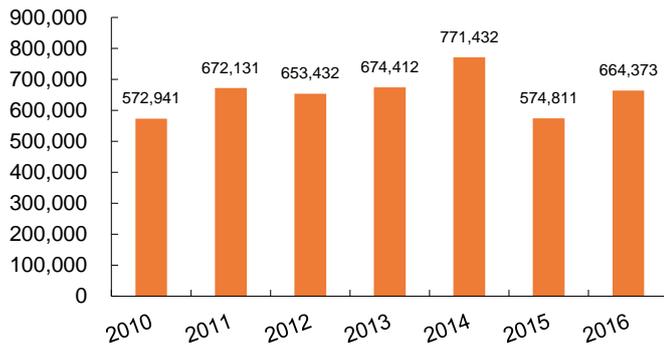


资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）补库存意愿明显，存货转降为升

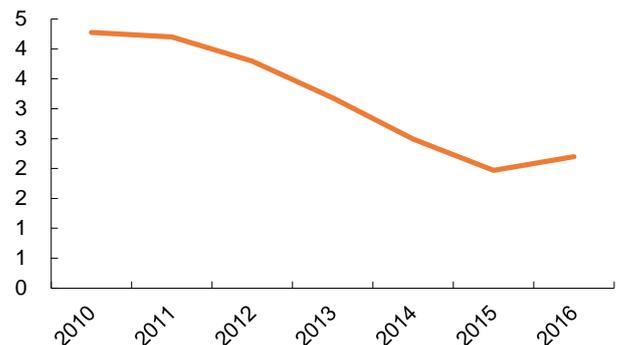
需求端，2016 年下半年一批基建及 PPP 项目集中开工，资源价格上涨促使煤炭矿山复工；供给端，2011-2012 年进入市场的存量二手机逐步进入淘汰寿命区间。需求和供给端两方面的变化促进了市场对新机的需求。今年行业回暖预期明确，补库存意愿明显，2016 年公司存货水平由年初的 57 亿元提升至 66 亿元。

图 5：近几年公司存货水平（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近几年公司存货周转率

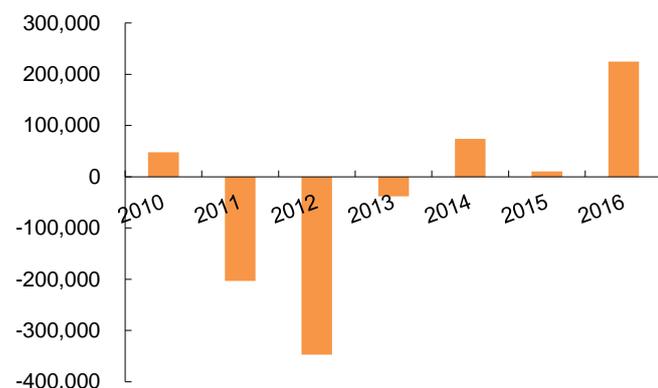


资料来源：Wind，华金证券研究所

## （三）经营性现金流持续改善

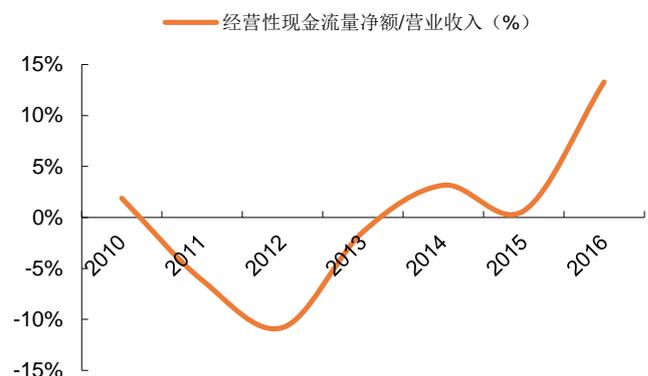
由于加强应收账款管理，公司营收质量逐渐提高，2014 年公司经营性现金流开始由负转正。2016 年公司经营性现金流净额为 22.45 亿元，同比增长 19.3 倍；经营性现金流净额占营业收入比为 13%，现金流状况持续改善。

图 7：近几年经营性现金流净额（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：近几年经营性现金流量净额/营业收入（%）



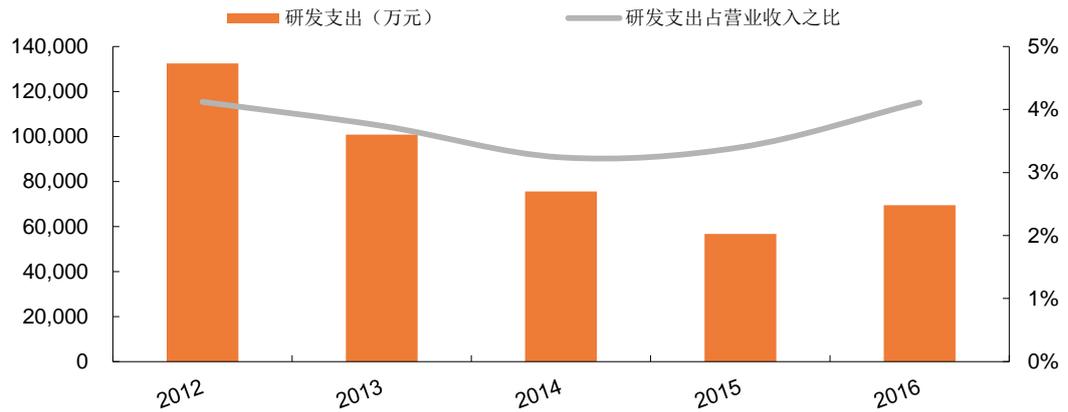
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、加码研发投入，保持拳头产品的技术领先地位

## （一）加大研发投入，核心技术取得重大突破

近几年公司加大研发投入，以“技术领先、用不毁行动”金标准大力开发新产品、切实提高产品质量。2016 年公司研发投入 6.94 亿元，同比增长 22.55%。此外公司披露定增预案，拟非公开发行股票 16.47 亿股，募集资金 51.56 亿元，将主要用于高端装备智能化制造项目、智能化压缩站项目和工程机械升级及印度工程机械生产制造基地投资项目。公司战略明确，锚定高端装备将继续提升公司技术优势。

图 9：近几年研发投入情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

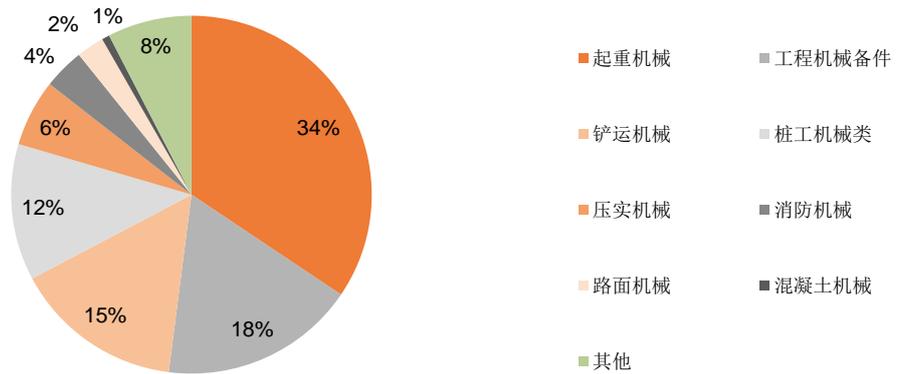
2016 年，公司核心技术产品研发取得重大突破。在 2016 年上海宝马展，公司的 70 种智能互联型全新高端主机和 45 种核心零部件亮相。其中，G 一代轮式起重机节能、轻量化、操控性能等达到国际标杆水平；9 个项目获中国机械工业科技进步奖，步履式液压挖掘机关键技术研究及产业化项目获一等奖。公司的关键重大零部件已全面突破走向市场：多路阀通过工业化考核批量配套；行走减速机完成开发及试验；新型电控箱加快技术升级，稳步推进产业化配套；360 吨矿用挖掘机油缸在澳大利亚实现无故障运行 8000 小时，标志着这一液压核心零部件已跻身世界最顶尖产品行列，受到澳大利亚矿山用户的青睐；液压件公司、传动公司实现外部市场突破增长，筹建液压阀泵马达中国合资企业。

## （二）新老产品齐发力，市场集中度提升

公司起重机、铲运机和道路机传统三大主机迸发新能量。起重机的销售占比最大为 34%，G 一代轮式起重机引领市场并已占到月产销的 1/3，130 吨以上超大吨位轮式起重机市场占有率达 62.7%；铲运机以 V 系列装载机冲击市场，实现装载机市场占有率进一位，全年实现销售占比 15%；道路机械事业部保持了国内行业第一、全球行业前四的竞争格局。同时，新产品实现新发力，徐工基础桩工机械行业第一位置稳固，获全国企业管理现代化创新成果一等奖并与徐工重型一起被国家工信部授予制造业单项冠军示范企业。

公司起重机和备件产品的毛利率在 2016 年分别提升 3.44% 和 1.42%，但是桩工机毛利率下滑明显。目前，随着市场集中度提升，弱势企业的市场空间将被压缩，公司作为机械行业的龙头企业，在规模经济和综合竞争力方面将占有优势，业绩增长将有质有量有效益。

图 10：2016 年产品结构



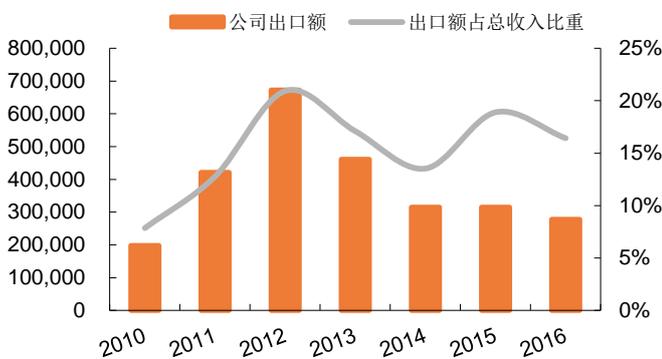
资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、布局海外市场，打造国际影响力

由于海外市场体量巨大，公司始终把国际化目标放于首位，并制定了国际收入占比 50% 的战略目标。海外销售不仅可以解决国内需求不足及产能利用率不够的问题，而且海外业务的毛利率一直高于内销毛利率。最近三年公司出口额平稳在 30 亿元左右，2016 年出口额占总收入比重 16%。公司亚太区收入同比增长 40.1%；高端市场在美国取得重要进展；新产品大项目旋挖钻机出口同比增长 1.75 倍；援外项目收入近亿并增长 3.5 倍。公司顶住巴西经济衰退压力，实现销售增长，南美市场一体化的特区制运营开始进入收获期。同时印度及美国等新的全球工厂的规划建设与当地化市场的快步进入也在筹划当中。

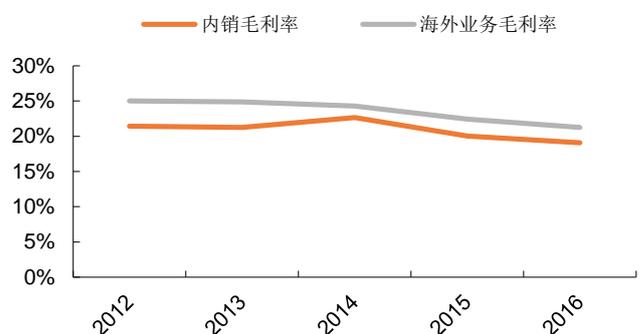
公司响应国家实施“一带一路”和“走出去”的战略，抓住印度市场机遇，并辐射南亚、东南亚、中东、东非等周边工程机械市场，实现国际化的发展战略，2016 年公司拟出资不超过 2.5 亿美元在印度钦奈建设工程机械生产制造基地，实施印度工程机械生产制造基地投资项目。

图 11：公司出口额及出口占总收入比重（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：内销和出口毛利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 四、盈利预测

我们预测公司 2017-2019 年营收分别为 205 亿元、242 亿元、279 亿元；实现归母净利润分别为 9.27 亿元、14.77 亿元、19.17 亿元；每股收益分别为 0.13 元、0.21 元和 0.27 元。6 个月目标价 5.24 元，相当于 2017 年 40 倍动态市盈率，维持“买入-A”评级。

## 五、风险提示

国内经济增速继续放缓，下游需求不足；市场竞争加剧导致公司盈利能力下降；政治经济环境变化境外投资风险等。

**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
<b>营业收入</b>	16,657.8	16,891.2	20,543.8	24,197.3	27,900.5	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	13,242.9	13,607.2	16,012.4	18,826.0	21,576.1	营业收入增长率	-28.5%	1.4%	21.6%	17.8%	15.3%
营业税费	126.8	87.9	113.0	125.8	139.5	营业利润增长率	-131.5	-183.8	701.4%	69.1%	33.1%
销售费用	1,218.7	1,277.5	1,458.6	1,645.4	1,841.4	净利润增长率	-87.8%	312.2%	344.6%	59.2%	29.8%
管理费用	1,471.5	1,502.5	1,746.2	1,742.2	1,869.3	EBITDA 增长率	-4.3%	-51.9%	100.4%	42.0%	25.0%
财务费用	1,058.4	-54.8	8.7	42.8	94.4	EBIT 增长率	-13.7%	-93.0%	1398.0	72.1%	35.4%
资产减值损失	544.0	550.9	450.0	350.0	300.0	NOPLAT 增长率	-256.1	-104.7	1326.8	74.1%	36.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.2%	-7.6%	9.8%	4.9%	12.1%
投资和汇兑收益	862.2	199.1	200.0	150.0	70.0	净资产增长率	0.8%	-0.6%	-1.7%	7.7%	8.9%
<b>营业利润</b>	-142.3	119.2	954.9	1,615.1	2,149.7	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	188.5	120.7	180.2	210.1	231.7	毛利率	20.5%	19.4%	22.1%	22.2%	22.7%
<b>利润总额</b>	46.3	239.9	1,135.0	1,825.2	2,381.4	营业利润率	-0.9%	0.7%	4.6%	6.7%	7.7%
减:所得税	108.9	23.3	158.9	237.3	297.7	净利润率	0.3%	1.2%	4.5%	6.1%	6.9%
<b>净利润</b>	50.6	208.6	927.3	1,476.7	1,917.0	EBITDA/营业收入	10.3%	4.9%	8.1%	9.7%	10.5%
						EBIT/营业收入	5.5%	0.4%	4.7%	6.9%	8.0%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	51.8%	53.4%	59.6%	60.0%	61.1%
货币资金	4,999.5	4,936.5	6,163.1	7,259.2	8,370.1	负债权益比	107.3%	114.7%	147.5%	150.3%	157.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.70	1.56	1.60	1.62	1.77
应收帐款	19,516.4	15,895.4	20,626.9	21,718.4	27,107.3	速动比率	1.40	1.22	1.27	1.25	1.42
应收票据	2,005.1	2,576.3	2,126.1	3,863.2	3,090.0	利息保障倍数	0.87	-1.17	110.96	38.78	23.78
预付帐款	392.4	308.1	1,346.0	337.3	1,419.0	<b>营运能力</b>					
存货	5,748.1	6,643.7	7,922.4	9,880.4	10,012.8	固定资产周转天数	154	145	127	99	78
其他流动资产	117.8	132.1	83.3	111.0	108.8	流动营业资本周转天数	372	335	269	266	270
可供出售金融资产	1,021.0	2,671.0	1,458.4	1,716.8	1,948.7	流动资产周转天数	749	674	602	606	602
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	433	377	320	315	315
长期股权投资	827.8	846.1	846.1	846.1	846.1	存货周转天数	145	132	128	132	128
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	989	924	822	774	742
固定资产	6,027.7	7,547.0	6,932.4	6,317.8	5,703.2	投资资本周转天数	584	536	444	404	381
在建工程	185.3	108.9	108.9	108.9	108.9	<b>费用率</b>					
无形资产	1,497.6	1,820.5	1,744.9	1,669.2	1,593.6	销售费用率	7.3%	7.6%	7.1%	6.8%	6.6%
其他非流动资产	369.3	491.4	460.6	433.2	449.7	管理费用率	8.8%	8.9%	8.5%	7.2%	6.7%
<b>资产总额</b>	42,707.9	43,977.1	49,819.1	54,261.6	60,758.3	财务费用率	6.4%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.3%
短期债务	4,533.0	4,417.5	5,506.1	5,860.6	6,005.7	三费/营业收入	22.5%	16.1%	15.6%	14.2%	13.6%
应付帐款	6,180.9	6,892.4	10,594.8	9,983.3	12,642.4	<b>投资回报率</b>					
应付票据	3,391.1	3,853.7	3,706.3	5,806.1	5,052.6	ROE	0.2%	1.0%	4.6%	6.9%	8.2%
其他流动负债	5,149.3	4,365.8	4,180.4	4,977.9	4,576.4	ROA	-0.1%	0.5%	2.0%	2.9%	3.4%
长期借款	1,349.4	969.9	2,335.7	3,331.8	5,873.5	ROIC	-4.5%	0.2%	3.4%	5.4%	7.1%
其他非流动负债	1,500.1	2,996.3	3,365.5	2,620.6	2,994.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	22,103.8	23,495.5	29,688.8	32,580.3	37,144.8	DPS(元)	-	0.02	0.02	0.04	0.05
少数股东权益	12.8	23.7	72.5	183.7	350.4	分红比率	0.0%	50.4%	15.0%	20.0%	20.0%
股本	7,084.3	7,007.7	7,007.7	7,007.7	7,007.7	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	1.0%	1.3%
留存收益	13,408.2	13,474.5	13,050.0	14,489.9	16,255.4						
<b>股东权益</b>	20,604.1	20,481.6	20,130.3	21,681.3	23,613.5						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-62.7	216.6	927.3	1,476.7	1,917.0	EPS(元)	0.01	0.03	0.13	0.21	0.27
加:折旧和摊销	801.7	765.7	690.2	690.2	690.2	BVPS(元)	2.94	2.92	2.86	3.07	3.32
资产减值准备	544.0	550.9	-	-	-	PE(X)	574.8	139.4	31.4	19.7	15.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
财务费用	709.2	470.0	8.7	42.8	94.4	P/FCF	-341.3	14.3	23.0	23.2	21.6
投资损失	-862.2	-199.1	-200.0	-150.0	-70.0	P/S	1.7	1.7	1.4	1.2	1.0
少数股东损益	-113.3	8.0	48.8	111.2	166.7	EV/EBITDA	20.4	39.7	21.5	15.1	12.6
营运资金的变动	-1,074.6	459.5	-3,026.8	-1,962.5	-4,067.2	CAGR(%)	-393.7	112.7%	33.9%	-393.7	112.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	107.7	2,245.3	-1,551.8	208.4	-1,268.8	PEG	-1.5	1.2	0.9	-0.1	0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,752.0	-1,340.0	1,412.7	-108.5	-161.9	ROIC/WACC	-0.6	0.0	0.4	0.7	0.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,670.3	-701.3	1,365.7	996.1	2,541.7						

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

张仲杰声明，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.huajinsec.cn