

2017年04月25日

三环集团 (300408.SZ)

动态分析

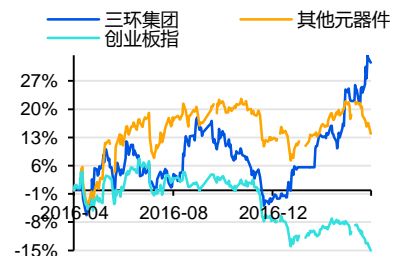
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级 **买入-A(维持)**
 6个月目标价 25.80元
 股价(2017-04-24) 21.35元

交易数据

总市值(百万元) 36,891.74
 流通市值(百万元) 20,901.15
 总股本(百万股) 1,727.95
 流通股本(百万股) 978.98
 12个月价格区间 14.91/21.90元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	13.18	27.25	49.03
绝对收益	5.28	24.49	33.73

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20655612

相关报告

三环集团: 全年业绩稳健成长, 外观件带来新的增长亮点 2017-03-01
 三环集团: 牵手长盈精密共建陶瓷外观件产线, 智能终端应用再度打开新的成长领域 2017-02-15
 三环集团: 三季度业绩稳健增长得益新产品持续拓展 2016-10-29
 三环集团: 中期业绩持续稳步扩张, 产能逐步释放 2016-09-05
 三环集团: 中期业绩预告增长稳健 2016-07-08

2016年业绩稳健推进, 新产品拓展值得期待

投资要点

◆ **公司动态**: 公司披露 2016 年年度报告, 销售收入同比上升 16.0% 达到 28.9 亿元, 毛利率水平为 47.9%, 同比下降 1.8 个百分点, 归属母公司股东净利润为 10.6 亿元, 同比上升 21.2%, 每股净利润 0.62 元, 同比上升 21.6%。2016 年第四季度公司实现营业收入为 7.5 亿元, 同比增长 17.3%, 归属上市公司股东净利润为 2.9 亿元, 同比上升 22.7%。2016 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.00 元 (含税), 不送红股, 不以资本公积金转增股本。

◆ 点评:

➢ **2016 年营收盈利稳步增长**: 2016 年尽管公司传统通信部件业务受到行业市场竞争压力的影响出现了销售收入 14.6% 的下降, 但是在包括以陶瓷封装基座及指纹识别功能陶瓷片为代表的半导体部件业务同比大幅上升 189.0%, 以及燃料电池隔板业务收入同比显著上升 44.4%, 在弥补通信部件业务空缺后仍然推动整体收入上升 16.0%。在前期投入产能使得新产品业务持续扩张后, 归属母公司股东净利润也获得了 21.2% 的增长达到 10.6 亿元。

➢ **毛利率受制市场及产品结构小幅下降, 费用率维持稳定**: 公司 2016 年全年毛利率为 47.9%, 同比下降 1.8 个百分点, 从产品分布看, 通信部件在收入规模有所下滑的情况下, 毛利率也出现了小幅的下降。而尽管半导体部件、电子材料和其他部件的产品毛利率有所提升, 但是产品结构的调整也是毛利率下滑的原因之一。公司管理费用率和销售费用率同比分别下降 0.5 和 0.1 个百分点, 财务费用率上升 0.7 个百分点, 公司在业务扩张持续投入的情况下, 管理效率有所提升, 整体费用率基本维持稳定。

➢ **未来发展战略及经营计划**: 公司长期发展战略成为具有核心竞争优势的全球最大电子陶瓷产业基地之一, 2017 年具体的执行计划包括: 1) 保持包括通信部件、燃料电池隔隔板、陶瓷基片、接线端子等现有产品的主要市场地位, 扩大陶瓷封装基座的份额; 2) 创新更多新的产品, 包括手机陶瓷外观件、指纹识别系统用功能陶瓷片、智能穿戴陶瓷外观件等, 特别是要提升和创新陶瓷外观件的材料性能, 使公司产品的材料性能成为业界的标杆; 3) 将创新和应用一批高新材料, 包括功能电子材料、特种应用玻璃、SOFC 的功能材料等;

◆ **投资建议**: 我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.73、0.86 和 0.99 元。净资产收益率分别为 20.3%、20.1% 和 19.6%, 给予买入-A 建议, 6 个月目标价为 25.80 元, 相当于 2017 年至 2019 年 35.3、30.0 和 26.1 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**: 消费电子陶瓷部件市场需求增长不及预期; 产品市场竞争加剧影响公司盈利能力; 技术更新导致公司现有产品的被替代风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,489.2	2,887.5	3,522.2	4,202.2	4,921.5
同比增长(%)	13.1%	16.0%	22.0%	19.3%	17.1%
营业利润(百万元)	986.8	1,169.9	1,403.0	1,652.4	1,893.5
同比增长(%)	32.0%	18.6%	20.0%	18.0%	14.6%
净利润(百万元)	873.6	1,059.2	1,256.9	1,485.1	1,712.3
同比增长(%)	34.8%	21.2%	18.7%	18.2%	15.3%
每股收益(元)	0.51	0.61	0.73	0.86	0.99
PE	42.2	34.8	29.4	24.8	21.5
PB	8.6	7.2	6.0	5.0	4.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2016 年营收净利保持稳健增长	4
(二) 2016 年四季度业绩环比恢复稳健增长.....	5
二、经营状况分析.....	7
(一) 传统通信部件受制行业竞争，新产品持续快速扩张.....	7
(二) 海外市场增速高于国内，毛利率均实现回升.....	7
(三) 未来发展战略及经营计划：.....	8
三、盈利预测及投资建议.....	9
四、风险提示.....	9

图表目录

图 1：过往 3 年营业收入及增长率	4
图 2：过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3：过往 3 年主要盈利能力比率	4
图 4：过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5：过往 3 年运营效率.....	5
图 6：过往 3 年主要回报率.....	5
图 7：过往 3 年负债率	5
图 8：过往 3 年短期偿债能力	5
图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率	6
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11：过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12：过往 12 个季度主要费用率.....	6
图 13：过往 3 年产品细分收入	7
图 14：过往 3 年产品细分毛利率.....	7
图 15：过往 3 年产品细分收入	8
图 16：过往 3 年产品细分毛利率.....	8

一、财务数据分析

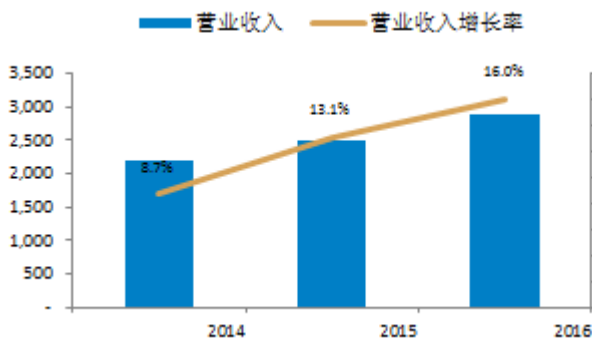
公司 2016 年销售收入同比稳步上升 16.0% 为 28.9 亿元，毛利率水平为 47.9%，同比下降 1.8 个百分点，归属母公司股东净利润为 10.6 亿元，同比上升 21.2%，每股净利润 0.61 元，同比上升 19.6%。公司指纹识别功能陶瓷片等新产品获得了客户的认可进而获得了有效的订单支持，传统通信部件则在光纤网络等需求驱动下份额持续扩大，而公司的规模效应和管理能力提升也是推动了盈利能力的增长。

(一) 2016 年营收净利保持稳健增长

公司 2016 年全年销售收入 28.9 亿元人民币，同比上升 16.0%，公司新产品指纹识别系统用功能陶瓷片取得多家客户的一致认可，全面进入一线手机品牌的供应链，传统产品通信部件光纤网络需求升级的情况下扩大市场份额，而片式电阻、陶瓷基片、燃料电池隔板等下游需求提升。

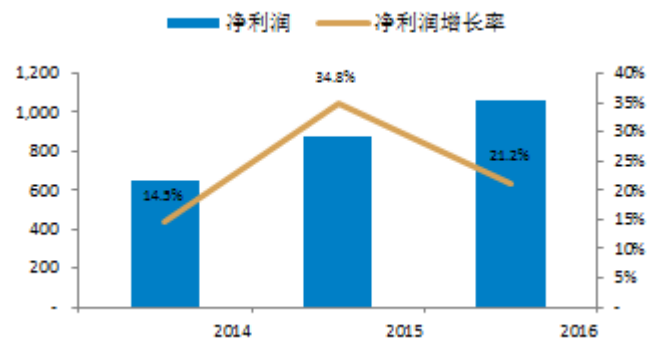
2016 年归属上市公司股东净利润为 10.6 亿元，同比上升 21.2%，每股净利润 0.61 元，同比上升 19.6%。在销售规模稳步提升的状况下，公司在盈利能力方面继续保持了稳健提升的趋势，产品利润率基本保持稳定，而经营效率有所提升。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

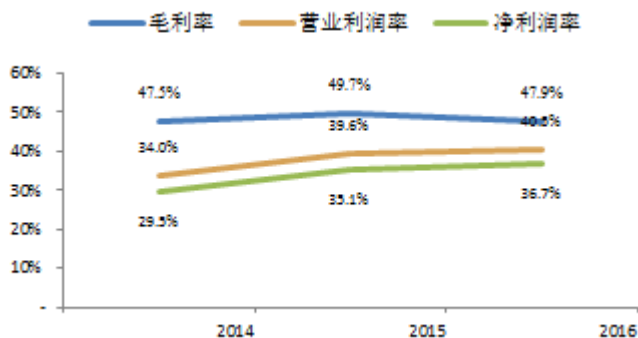
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

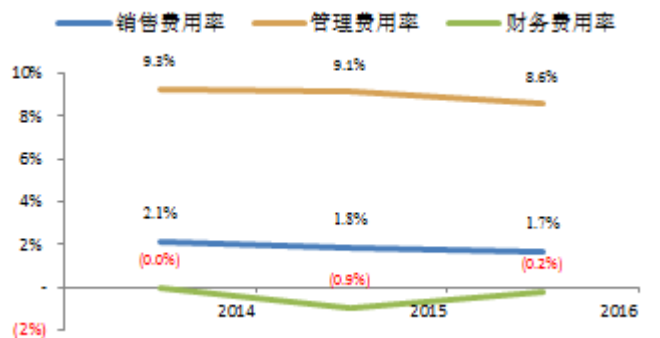
公司 2016 年全年毛利率为 47.9%，同比下降 1.8 个百分点，公司在产品毛利率方面依然能够保持稳健，产品结构变化是毛利率下降的主要因素。公司管理费用率和销售费用率同比分别下降 0.5 和 0.1 个百分点，经营管理效率提升，财务费用率上升 0.7 个百分点。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

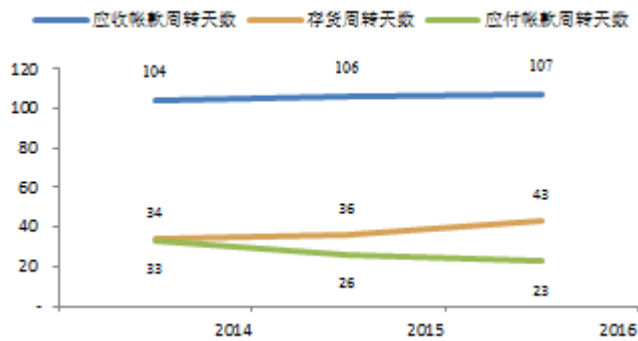
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

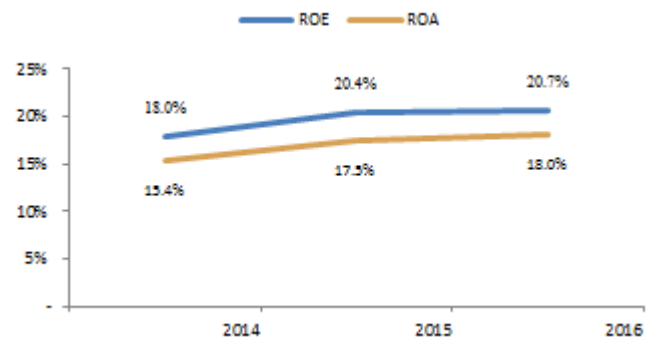
2016 年公司应收账款周转天数为 107 天，连续三年保持基本稳定。存货周转天数呈现上升趋势至 43 天，而应付账款周转天数则呈现下降的趋势，降至 23 天，主要原因是公司消费电子相关业务的增加使得经营效率有所变化。2016 年公司 ROE 和 ROA 分别同比小幅提升 0.3 和 0.5 个百分点，达到 20.7%和 18.0%。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

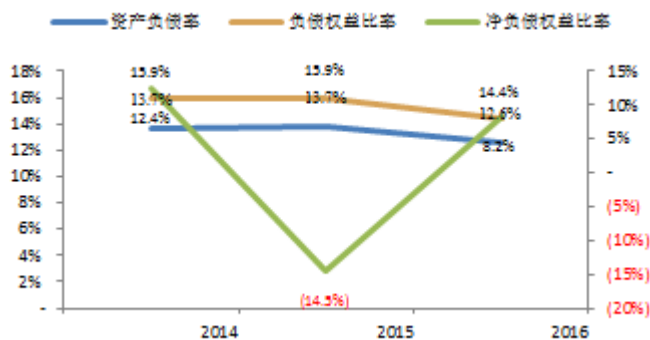
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

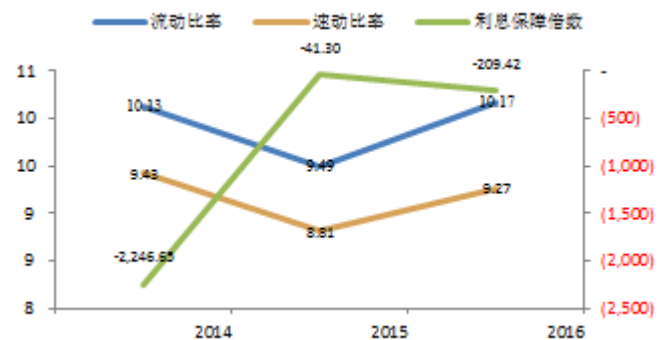
2016 年公司的资产负债率以及负债权益比分别为 8.2%和 14.4%，连续 3 年基本维持平稳，净负债权益比率为 8.2%，尽管从净现金转变为净负债，但是负债水平依然较低。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



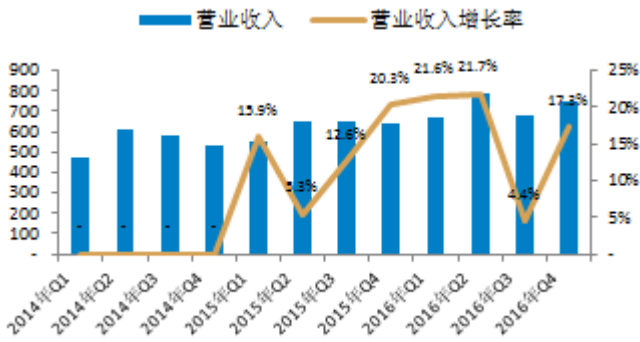
资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2016 年流动比率、速动比率分别为 10.17 和 9.28，获得小幅提升，流动资产规模远高于流动负债，公司 2016 年利息保障倍数为负值，公司的财务费用依然为净收入，偿债能力依然可靠。

(二) 2016 年四季度业绩环比恢复稳健增长

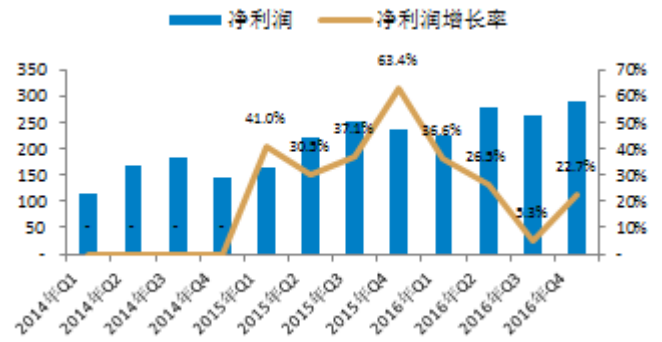
2016 年第四季度公司实现营业收入为 7.5 亿元，同比增长 17.3%，归属上市公司股东净利润为 2.9 亿元，同比上升 22.7%，公司第四季度的营业收入与净利润同比增速均略高于全年整体水平，公司在第三季度短暂出现了增速下降后，第四季度再次恢复了稳健的增长速度，公司产品持续投放市场后获得良好的效果，而产能建设的推荐也为公司成长提供了保障。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

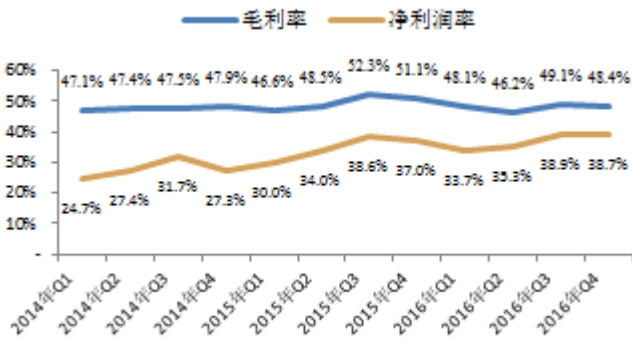
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

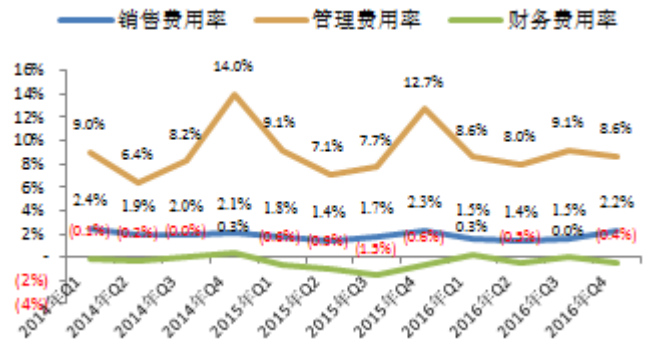
2016 年第四季度，公司毛利率水平为 48.4%，同比下降 2.7 个百分点，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.2%、8.6%、-0.4%，分别同比下降 0.1、4.1 和上升 0.2 个百分点。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

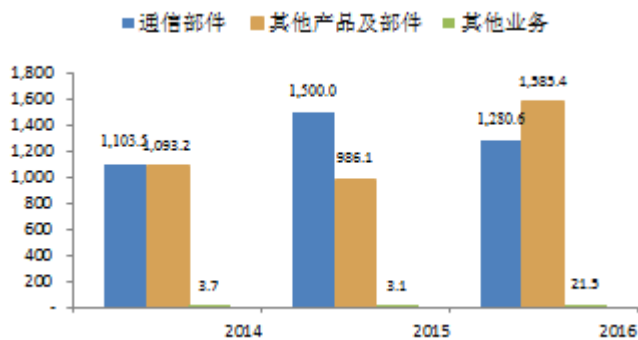
二、经营状况分析

产品分部方面,公司通信部件产品受到市场竞争压力加大的影响出现了销售收入和毛利率的下降,但是包括陶瓷封装基座、指纹识别功能陶瓷片、燃料电池等产品在产能扩张和市场需求增加的情况下,销售收入显著提升,毛利率水平稳步推进,有效的填补了通信部件的不利影响。市场分布方面,国内市场收入增速放缓,毛利率下降,而海外市场的收入则明显恢复,毛利率提升。

(一) 传统通信部件受制行业竞争, 新产品持续快速扩张

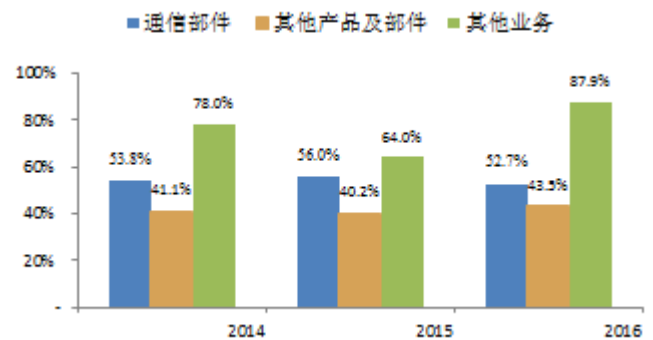
公司业务包含了传统光纤陶瓷插芯的通信部件、燃料电池陶瓷隔板、陶瓷封装基座、陶瓷片、陶瓷基体、以及包括接线端子、MLCC、电阻等元器件产品。2016 年公司通信部件的销售收入同比下降 14.6%为 12.8 亿元, 占总收入比例下降到 44.3%。尽管受到行业竞争影响, 公司传统业务有所下滑, 但是在包括以陶瓷封装基座及指纹识别功能陶瓷片为代表的半导体部件业务同比大幅上升 189.0%, 以及燃料电池隔板业务收入同比显著上升 44.4%, 而电子材料、电子元件、压缩机部件等保持了稳定的增长, 推动了公司整体业务的扩张。

图 13：过往 3 年产品细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 3 年产品细分毛利率



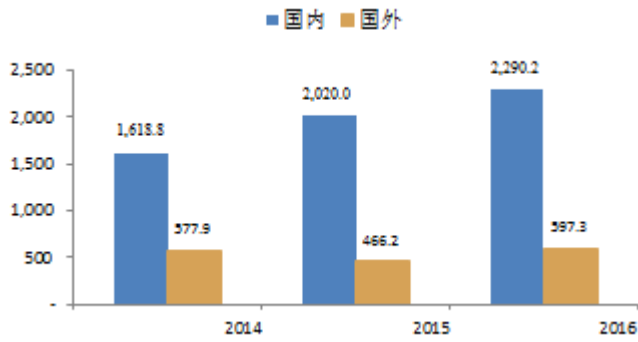
资料来源：Wind，华金证券研究所

产品细分毛利率方面,通信部件产品在市场竞争压力加大的情况下,毛利率水平也出现了小幅度下降 3.3 个百分点为 52.7%。而新产品方面,公司产品的毛利率则获得了 3.3 个百分点的提升,达到 43.5%。其中收入大幅增长的半导体部件业务毛利率提升 1.6 个百分点达到 45.1%, 呈现了增量又增利的良好局面, 而电子元件、其他陶瓷部件的毛利率也分别获得了 1.6 和 4.2 个百分点的增长, 达到 42.4%和 42.6%, 在产能建设投入持续释放的情况下, 产品的规模效应以及市场需求的扩张带来了毛利率的稳步提升。

(二) 海外市场增速高于国内, 毛利率均实现回升

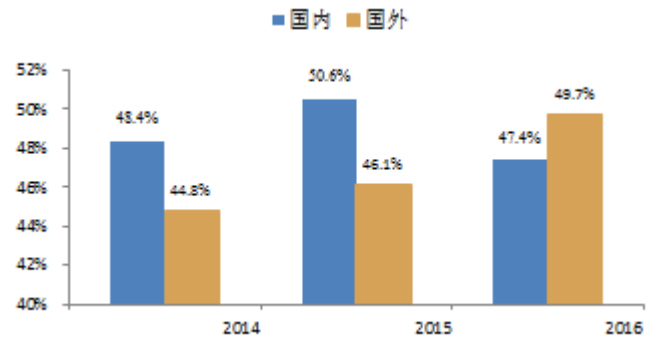
2016 年公司国内市场销售收入占总收入为 22.9 亿元, 占总销售收入的 79.3%, 同比下降 1.9 个百分点, 仍然占据主要收入份额, 海外市场收入则占比为 20.7%。从收入的增长速度看, 国内市场收入同比上升 13.4%, 增速显著放缓, 主要是受到通信部件市场的行业竞争的影响。海外市场收入增速达到 28.1%, 在 2015 年需求不足出现下降后, 2016 年出现了恢复。

图 15：过往 3 年产品细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：过往 3 年产品细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

毛利率方面，2016 年公司国内市场和海外市场的毛利率分别为 47.4%和 49.7%，国内市场的毛利率同比下降 3.2 个百分点，在通信部件行业竞争加剧以及产品结构向消费电子倾斜的情况下，毛利率小幅下降。海外市场则由于主要产品的出货量恢复带来毛利率同比回升 3.6 个百分点。

（三）未来发展战略及经营计划：

公司战略规划成为具有核心竞争优势的全球最大电子陶瓷产业基地之一。2017 年公司的规划重点包括：

- 传统产品战略：将保持通信部件、燃料电池隔膜板、陶瓷基片、接线端子等产品的主要市场地位，扩大陶瓷封装基座的市场份额。
- 新产品战略：创新更多新的产品，包括手机陶瓷外观件、指纹识别系统用功能陶瓷片、智能穿戴陶瓷外观件等，特别是要提升和创新陶瓷外观件的材料性能，使公司产品的材料性能成为业界的标杆。
- 高新技术储备：将创新和应用一批高新材料，包括功能电子材料、特种应用玻璃、SOFC 的功能材料等。

三、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.73、0.86 和 0.99 元。净资产收益率分别为 20.3%、20.1%和 19.6%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 25.80 元，相当于 2017 年至 2019 年 35.3、30.0 和 26.1 倍的动态市盈率。

四、风险提示

消费电子陶瓷部件市场需求增长不及预期；产品市场竞争加剧影响公司盈利能力；技术更新导致公司现有产品的被替代风险。

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	2,489.2	2,887.5	3,522.2	4,202.2	4,921.5	年增长率					
减:营业成本	1,250.9	1,504.0	1,836.8	2,225.1	2,652.6	营业收入增长率	13.1%	16.0%	22.0%	19.3%	17.1%
营业税费	31.1	32.5	42.7	50.3	58.0	营业利润增长率	32.0%	18.6%	20.0%	18.0%	14.6%
销售费用	44.5	48.0	64.9	74.1	86.4	净利润增长率	34.8%	21.2%	18.7%	18.2%	15.3%
管理费用	227.6	247.4	276.1	318.8	364.5	EBITDA 增长率	25.9%	20.4%	19.3%	18.1%	13.2%
财务费用	-23.3	-5.6	-0.6	-3.3	-4.7	EBIT 增长率	28.9%	20.8%	20.5%	17.8%	14.6%
资产减值损失	20.0	-3.1	13.9	10.3	7.0	NOPLAT 增长率	29.0%	21.9%	19.2%	17.8%	14.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-1.0	0.8	-0.2	投资资本增长率	67.3%	15.9%	-3.9%	22.6%	-0.7%
投资和汇兑收益	48.4	105.7	116.3	127.9	140.7	净资产增长率	18.4%	19.4%	21.1%	19.1%	18.5%
营业利润	986.8	1,169.9	1,403.6	1,655.6	1,898.2	盈利能力					
加:营业外净收支	41.3	63.7	77.3	96.7	122.3	毛利率	49.7%	47.9%	47.9%	47.0%	46.1%
利润总额	1,028.1	1,233.6	1,480.9	1,752.4	2,020.5	营业利润率	39.6%	40.5%	39.8%	39.4%	38.6%
减:所得税	152.4	173.7	222.1	262.9	303.1	净利润率	35.1%	36.7%	35.7%	35.3%	34.8%
净利润	873.6	1,059.2	1,256.9	1,485.1	1,712.3	EBITDA/营业收入	43.2%	44.8%	43.8%	43.4%	41.9%
						EBIT/营业收入	38.7%	40.3%	39.8%	39.3%	38.5%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	13.7%	12.6%	12.0%	10.3%	10.5%
货币资金	262.8	456.7	1,718.7	1,902.7	3,312.4	负债权益比	15.9%	14.4%	13.6%	11.5%	11.7%
交易性金融资产	3.9	3.5	2.5	3.3	3.1	流动比率	9.49	10.17	9.78	11.74	11.27
应收帐款	811.9	910.2	1,160.8	1,322.8	1,589.8	速动比率	8.81	9.27	9.19	10.69	10.56
应收票据	591.0	654.4	777.4	960.6	1,092.4	利息保障倍数	-41.30	-209.42	-2,532.2	-507.96	-404.20
预付帐款	19.9	24.4	25.6	37.8	37.4	营运能力					
存货	279.2	406.6	334.2	598.1	532.2	固定资产周转天数	111	112	112	104	85
其他流动资产	1,960.7	2,102.7	1,582.1	1,881.8	1,855.6	流动营业资本周转天数	356	431	356	323	314
可供出售金融资产	0.5	0.5	1.5	0.8	0.9	流动资产周转天数	514	529	519	527	553
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	106	107	106	106	107
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	36	43	38	40	41
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	666	678	662	657	662
固定资产	777.4	1,019.5	1,170.7	1,248.9	1,086.1	投资资本周转天数	462	538	464	425	398
在建工程	22.3	8.9	24.7	38.1	38.1	费用率					
无形资产	220.3	231.4	225.8	221.8	219.9	销售费用率	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	44.7	64.5	51.2	53.2	55.7	管理费用率	9.1%	8.6%	7.8%	7.6%	7.4%
资产总额	4,994.5	5,883.4	7,075.4	8,270.0	9,823.5	财务费用率	-0.9%	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%
短期债务	-	14.0	-	-	-	三费/营业收入	10.0%	10.0%	9.7%	9.3%	9.1%
应付帐款	293.1	285.3	440.0	438.6	599.8	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	20.4%	20.7%	20.3%	20.1%	19.6%
其他流动负债	121.1	148.7	132.9	132.8	147.6	ROA	17.5%	18.0%	17.8%	18.0%	17.5%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	34.4%	25.0%	25.7%	31.5%	29.5%
其他非流动负债	272.2	291.5	275.4	279.7	282.2	分红指标					
负债总额	686.4	739.6	848.3	851.1	1,029.6	DPS(元)	0.17	-	0.15	0.17	0.20
少数股东权益	29.2	29.8	31.7	36.2	41.3	分红比率	34.6%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	863.8	1,728.0	1,728.0	1,728.0	1,728.0	股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%
留存收益	3,535.1	3,460.9	4,467.4	5,654.8	7,024.7						
股东权益	4,308.1	5,143.8	6,227.1	7,418.9	8,794.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	875.8	1,059.8	1,256.9	1,485.1	1,712.3	EPS(元)	0.51	0.61	0.73	0.86	0.99
加:折旧和摊销	110.9	129.3	139.4	169.6	169.8	BVPS(元)	2.48	2.96	3.59	4.27	5.07
资产减值准备	20.0	-3.1	-	-	-	PE(X)	42.2	34.8	29.4	24.8	21.5
公允价值变动损失	-	-	-1.0	0.8	-0.2	PB(X)	8.6	7.2	6.0	5.0	4.2
财务费用	-14.4	3.8	-0.6	-3.3	-4.7	P/FCF	-50.3	84.5	25.9	77.0	21.1
投资损失	-48.4	-105.7	-116.3	-127.9	-140.7	P/S	14.8	12.8	10.5	8.8	7.5
少数股东损益	2.1	0.6	1.9	4.5	5.2	EV/EBITDA	29.7	20.8	22.8	19.2	16.3
营运资金的变动	-1,665.5	-245.3	354.2	-920.3	-130.2	CAGR(%)	19.4%	17.5%	24.6%	19.4%	17.5%
经营活动产生现金流量	528.7	948.0	1,634.5	608.6	1,611.4	PEG	2.2	2.0	1.2	1.3	1.2
投资活动产生现金流量	-1,372.7	-471.5	-183.5	-130.2	136.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-95.8	-286.4	-189.0	-294.4	-337.7						

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

蔡景彦声明，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