

2017年08月10日

嘉事堂 (002462.SZ)

动态分析

业绩符合预期，全国布局稳步推进

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 65.35 亿元，同比上升 27.84%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比上升 23.13%。其中 2017 年 Q2 单季实现营业收入 35.05 亿元，同比上升 30.38%，实现归母净利润 7,175 万元，同比上升 16.63%。
- ◆ **业绩符合预期，批发业务快速增长：**分产品看，医药批发业务仍然是公司收入的最主要来源。2017 年上半年公司医药批发业务实现营收 64.06 亿元，同比上升 28.22%，占比 98.01%；医药零售实现营业收入 6,630 万元，同比下降 3.00%，占比 1.01%；医药物流实现营业收入 6,402 万元，同比上升 31.74%，占比 0.98%。分地区看，公司近几年北京以外地区发展迅速，2017 年上半年北京地区实现营业收入 31.18 亿元，同比上升 17.72%，占比 47.70%；其他地区实现营业收入 34.18 亿元，同比上升 38.72%，占比 52.30%。毛利率方面，公司 2017 年上半年毛利率 10.09%，同比下降 1.1PCT，主要由于毛利率水平较低的药品批发业务和器械批发业务的快速增长拉低了公司整体毛利水平。公司净利率水平整体稳定，2017 年上半年净利率 3.77%，同比下降 0.02PCT。
- ◆ **器械渠道整合先行者，打造高端耗材销售网络：**公司从 2011 年成立控股子公司嘉事盛世进军医疗器械销售之后，2013-2015 年间公司通过收购的方式控股了 15 家高端耗材渠道商，业务覆盖全国 30 个省份，渠道整合走在行业前列，公司整合的大都是心内科的高端器械，代理的都是强生、雅培、美敦力等大型器械企业的产品，相比低端耗材，公司代理的高端耗材的降价压力较小。目前公司共有 14 家高端耗材销售子公司，2017 年销售收入合计达 27.54 亿元，同比上升 22.21%，净利润合计 1.62 亿元，同比上升 16.18%；公司另有两家器械销售平台公司嘉事国润和嘉事唯众，合计收入 10.61 亿元，同比上升 75.19%，合计净利润 1,514 万元，同比上升 54.67%。我们认为公司全国心内科医疗器械销售平台基本搭建完成，未来医疗器械的批发销售有望维持较高的增长速度，盈利能力逐步增强。
- ◆ **率先布局社区医院药品配送，有望享受分级诊疗红利：**公司率先从事社区医院的药品配送，2006 年公司就取得了海淀区、石景山区、门头沟区的社区医院药品配送业务资质，2012 年北京启动第二轮基本药物招标及选定配送商时，公司取得海淀区、通州区等 8 区的配送资质。同时，公司积极把握北京“阳光采购”给社区医疗终端带来的机遇，加强上下游业务互动，探讨并实现了社区药品供应链服务延伸合作。我们认为随着分级诊疗的逐步推进，未来向基层社区医院引流是趋势，社区医院的药品需求未来逐渐放量，公司拥有基层社区医院的配送资质，有望在分级诊疗大背景下占得先机。
- ◆ **京外地区业务进展顺利，未来业绩放量可期：**(1) 2015 年公司发布定增方案，拟建设医疗器械配送网络平台（一期），截至目前，位于广州、安徽、上海、四川的四大医疗器械物流基地均已投入使用并获得收入，其中安徽物流 2017 年上半年实

医药 | 医药流通 III

增持-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

41 元

股价(2017-08-09)

36.87 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,236.91
流通市值 (百万元)	9,192.35
总股本 (百万股)	250.53
流通股本 (百万股)	249.32
12 个月价格区间	35.20/45.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.55	-16.88	-3.12
绝对收益	-1.13	-8.32	-1.42

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20377088

报告联系人

郑巧
zhengqiao@huajinsec.cn
021-20377052

相关报告

实现营业收入 3,126 万元，实现净利润 199 万元，率先实现盈利。北京区域外四大医疗器械物流基地投入使用，可以进一步拓展公司的医疗器械批发配送业务，同时也可以促进公司第三方物流的发展。（2）公司成功收购西南地区大型医药物流企业蓉锦公司 51% 股权，同时还与四川投促局签订《战略合作框架协议》，拟设立西南总部和建设物流中心，目标 5 年内实现销售收入 50 亿元人民币，我们认为西南地区未来有望成为公司一大重要的业绩支撑点。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.19、1.52 和 1.87 元，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 41 元，相当于 2017 年 34.5 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**京外地区业务开展不达预期，毛利率下降风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	8,199.8	10,971.6	14,400.2	18,354.5	22,790.8
同比增长(%)	47.2%	33.8%	31.3%	27.5%	24.2%
营业利润(百万元)	399.1	545.3	637.3	877.7	1,076.2
同比增长(%)	-1.8%	36.6%	16.9%	37.7%	22.6%
净利润(百万元)	173.0	223.1	297.3	381.4	468.4
同比增长(%)	-24.2%	29.0%	33.2%	28.3%	22.8%
每股收益(元)	0.69	0.89	1.19	1.52	1.87
PE	53.4	41.4	31.1	24.2	19.7
PB	6.5	4.7	4.2	3.7	3.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、业绩符合预期，批发业务快速增长.....	4
二、器械渠道整合先行者，打造高端耗材销售网络.....	6
三、率先布局社区医院药品配送，有望享受分级诊疗红利.....	8
四、京外地区业务进展顺利，未来业绩放量可期.....	8
五、盈利预测.....	8
六、风险提示.....	8

图表目录

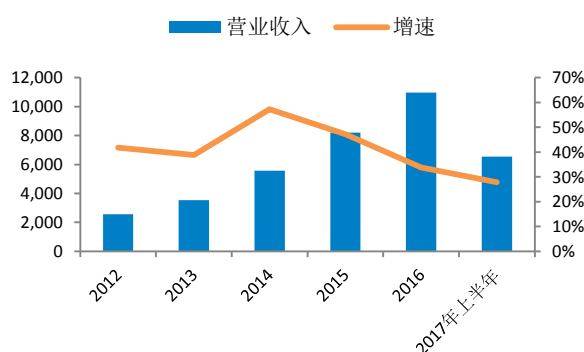
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）.....	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）.....	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）.....	4
图 5：公司营业收入分产品情况（单位：百万元，%）.....	5
图 6：2017 年上半年营业收入分产品占比情况（单位：%）.....	5
图 7：公司营业收入分地区情况（单位：百万元，%）.....	5
图 8：2017 年上半年公司营业收入分地区占比情况（单位：%）.....	5
图 9：公司历年毛利率分产品情况（单位：%）.....	6
图 10：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）.....	6
图 11：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）.....	6
图 12：公司历年期间费用率情况（单位：%）.....	6
表 1：公司高端耗材渠道商收购整合情况.....	7

事件：公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 65.35 亿元，同比上升 27.84%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比上升 23.13%。

一、业绩符合预期，批发业务快速增长

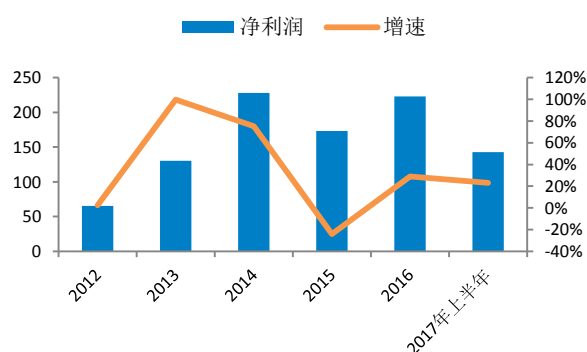
公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 65.35 亿元，同比上升 27.84%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比上升 23.13%。其中 2017 年 Q2 单季实现营业收入 35.05 亿元，同比上升 30.38%，实现归母净利润 7,175 万元，同比上升 16.63%。业绩基本符合预期。

图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）



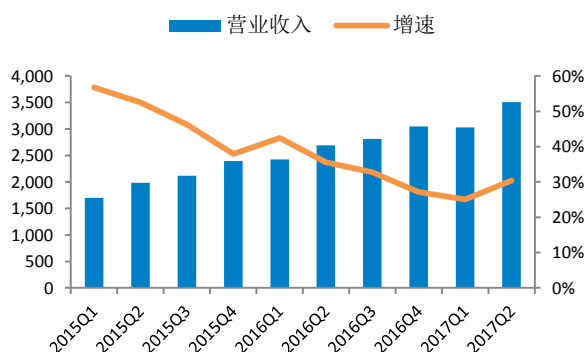
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）



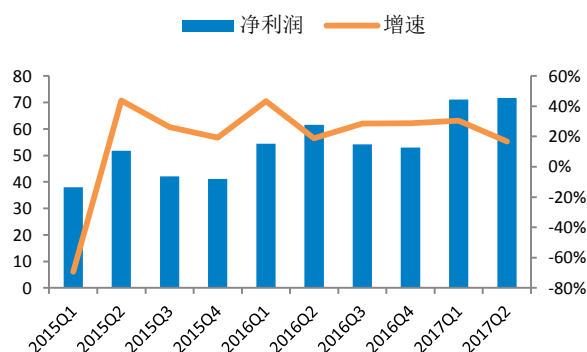
资料来源：wind，华金证券研究所

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

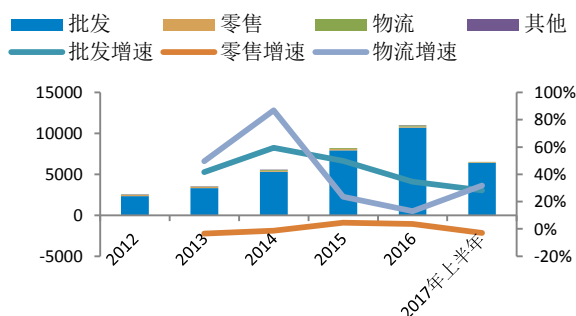
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

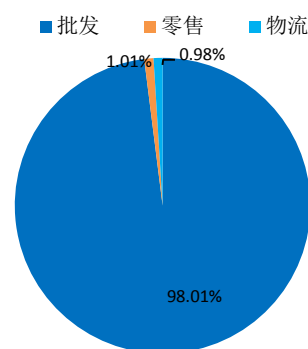
分产品看，医药批发业务仍然是公司收入的最主要来源。2017 年上半年公司医药批发业务实现营收 64.06 亿元，同比上升 28.22%，占比 98.01%；医药零售实现营业收入 6,630 万元，同比下降 3.00%，占比 1.01%；医药物流实现营业收入 6,402 万元，同比上升 31.74%，占比 0.98%。

图 5：公司营业收入分产品情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

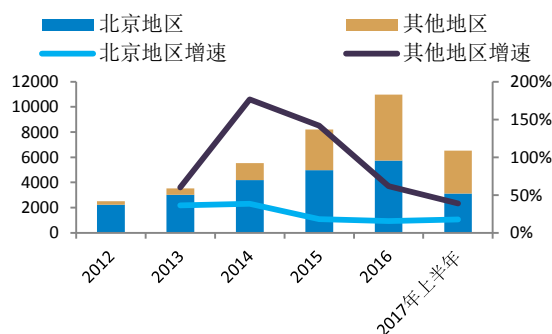
图 6：2017 年上半年营业收入分产品占比情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

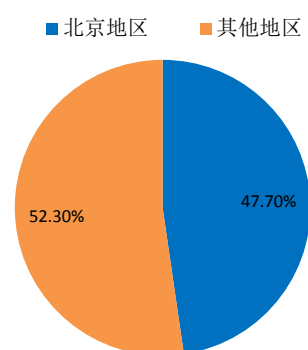
分地区看，公司近几年北京以外地区发展迅速，2017 年上半年北京地区实现营业收入 31.18 亿元，同比上升 17.72%，占比 47.70%；其他地区实现营业收入 34.18 亿元，同比上升 38.72%，占比 52.30%。北京以外地区的占比已经超过北京地区。

图 7：公司营业收入分地区情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

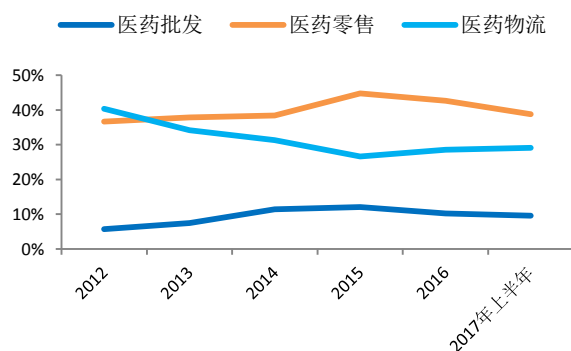
图 8：2017 年上半年公司营业收入分地区占比情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

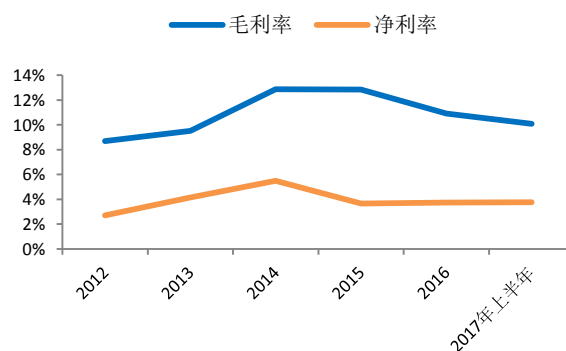
毛利率方面，公司 2017 年上半年毛利率 10.09%，同比下降 1.1PCT，主要由于毛利率水平较低的药品批发业务和器械批发业务的快速增长拉低了公司整体毛利水平。公司净利率水平整体稳定，2017 年上半年净利率 3.77%，同比下降 0.02PCT。

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

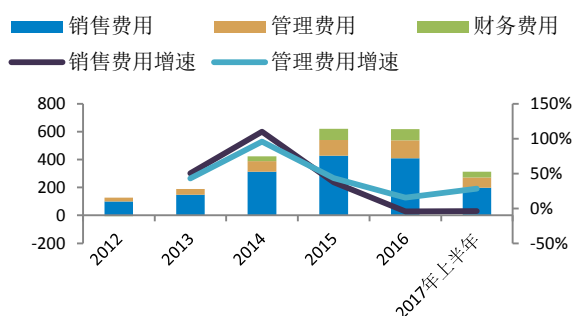
图 10：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

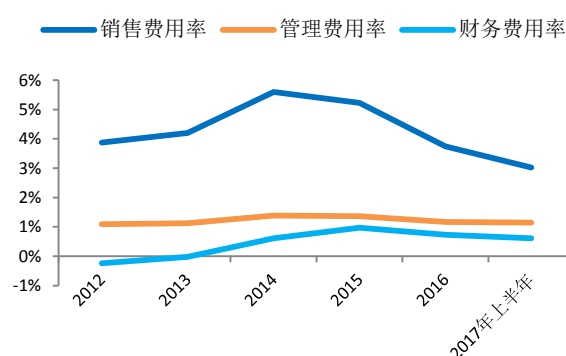
期间费用方面，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.02%(-0.99PCT)、1.15% (+0PCT) 和 0.61% (-0.19PCT)，公司期间费用控制良好。

图 11：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 12：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、器械渠道整合先行者，打造高端耗材销售网络

公司从 2011 年成立控股子公司嘉事盛世进军医疗器械销售之后，2013-2015 年间公司通过收购的方式控股了 15 家高端耗材渠道商，业务覆盖全国 30 个省份，渠道整合走在行业前列，公司整合的大都是心内科的高端器械，代理的都是强生、雅培、美敦力等大型器械企业的产品，相比低端耗材，公司代理的高端耗材的降价压力较小。目前公司共有 14 家高端耗材销售子公司，2017 年销售收入合计达 27.54 亿元，同比上升 22.21%，净利润合计 1.62 亿元，同比上升 16.18%；公司另有两家器械销售平台公司嘉事润和嘉事唯众，合计收入 10.61 亿元，同比上升 75.19%，合计净利润 1,514 万元，同比上升 54.67%。我们认为公司全国心内科医疗器械销售平台基本搭建完成，未来医疗器械的批发销售有望维持较高的增长速度，盈利能力逐步增强。

表 1：公司高端耗材渠道商收购整合情况

序号	时间	公司	地区	销售产品	2016 年上半年		2017 年上半年	
					营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)
1	2013 年	嘉事嘉成	武汉、上海、长沙	心内科高值耗材，品牌主要包括圣犹达、雅培、波科、百多力、美国 GE 等。	73.30	4.61	78.71	4.96
2	2013 年	嘉事康元	深圳、南京	心内科高值耗材，品牌主要包括美敦力、波科、强生等。	222.99	11.01	308.99	14.66
3	2013 年	嘉事明伦	上海、广州	心内科高值耗材，品牌主要包括强生、美敦力、乐普等。	224.86	13.94	266.66	10.20
4	2014 年	金康瑞源	北京	心内科高值耗材的经销，品牌主要包括雅培、美敦力、波科等。	57.54	3.94	62.64	4.42
5	2014 年	嘉事爱格	北京、上海	心内科高值耗材的经销，品牌主要包括雅培、美敦力、波科、强生、心诺普等。	92.91	5.02	100.35	6.49
6	2014 年	嘉事吉健	广州、上海、北京	高值耗材。	239.80	14.30	219.93	14.56
7	2014 年	嘉事百洲	广州、上海	高值耗材。	144.87	8.63	157.31	9.48
8	2014 年	嘉事杰博	浙江	心内科高值耗材，品牌主要包括美敦力、圣犹达、雅培等。	243.50	11.07	277.69	12.93
9	2014 年	嘉事嘉意	上海	心内科高值耗材和外周血管介入耗材，品牌主要包括雅培、戈尔、百多力、美敦力、圣犹达等。	210.66	12.63	349.00	18.73
10	2014 年	嘉事怡核	广州、上海	高值耗材。	111.20	6.48	132.57	7.05
11	2014 年	嘉事臻跃	重庆、北京、上海、成都、云南	经销雅培、美敦力、山东吉威、百多力、微创等医疗器械公司生产的心内科产品。	74.90	4.78	66.61	3.99
12	2014 年	嘉事馨顺和	四川、上海	雅培、圣犹达、麦瑞通、波科、微创等医疗器械公司生产的心内科产品。	132.61	9.59	202.50	14.87
13	2014 年	嘉事谊诚	安徽	心内科高值耗材，品牌主要包括美敦力、雅培、圣犹达等。	201.59	19.89	292.17	21.20

14	2015 年	嘉事国润	上海(平台公司)	医用耗材, 品牌主要包括强生、康蒂思等。	302.84	3.69	638.87	6.96
15	2015 年	嘉事唯众	北京(平台公司)	心内科高值耗材, 品牌主要包括美敦力、雅培、微创、先瑞达等。	303.02	6.10	422.53	8.18

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

三、率先布局社区医院药品配送, 有望享受分级诊疗红利

公司率先从事社区医院的药品配送, 2006 年公司就取得了海淀区、石景山区、门头沟区的社区医院药品配送业务资质, 2012 年北京启动第二轮基本药物招标及选定配送商时, 公司取得海淀区、通州区等 8 区的配送资质。同时, 公司积极把握北京“阳光采购”给社区医疗终端带来的机遇, 加强上下游业务互动, 探讨并实现了社区药品供应链服务延伸合作。我们认为随着分级诊疗的逐步推进, 未来向基层社区医院引流是趋势, 社区医院的药品需求未来逐渐放量, 公司拥有基层社区医院的配送资质, 有望在分级诊疗大背景下占得先机。

四、京外地区业务进展顺利, 未来业绩放量可期

公司积极开拓北京地区以外区域的商业活动。2015 年公司发布定增方案, 拟建设医疗器械配送网络平台(一期), 截至目前, 位于广州、安徽、上海、四川的四大医疗器械物流基地均已投入使用并获得收入, 其中安徽物流 2017 年上半年实现营业收入 3,126 万元, 实现净利润 199 万元, 率先实现盈利。北京区域外四大医疗器械物流基地投入使用, 可以进一步拓展公司的医疗器械批发配送业务, 同时也可促进公司第三方物流的发展。

公司成功收购西南地区大型医药物流企业蓉锦公司 51% 股权, 有效开展四川省的药品配送业务, 加强公司与西南各省供应商的合作深度。同时公司还与四川投促局签订《战略合作框架协议》, 拟设立西南总部和建设物流中心, 目标 5 年内实现销售收入 50 亿元人民币, 我们认为西南地区未来有望成为公司一大重要的业绩支撑点。

五、盈利预测

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.19、1.52 和 1.87 元, 给予增持-A 建议, 6 个月目标价为 41 元, 相当于 2017 年 34.5 倍的市盈率。

六、风险提示

京外地区业务开展不达预期, 毛利率下降风险。

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	8,199.8	10,971.6	14,400.2	18,354.5	22,790.8	年增长率					
减:营业成本	7,146.7	9,774.4	12,828.9	16,351.7	20,303.9	营业收入增长率	47.2%	33.8%	31.3%	27.5%	24.2%
营业税费	22.9	24.9	36.4	46.4	55.7	营业利润增长率	-1.8%	36.6%	16.9%	37.7%	22.6%
销售费用	428.6	410.2	662.4	743.4	934.4	净利润增长率	-24.2%	29.0%	33.2%	28.3%	22.8%
管理费用	111.2	128.3	188.1	234.4	285.1	EBITDA 增长率	9.0%	29.7%	14.3%	35.3%	23.6%
财务费用	79.7	80.6	82.7	106.1	146.4	EBIT 增长率	8.7%	30.7%	15.0%	36.7%	24.3%
资产减值损失	13.2	9.8	12.3	11.8	11.3	NOPLAT 增长率	8.9%	29.8%	15.5%	36.6%	24.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.6%	20.5%	2.6%	32.4%	21.1%
投资和汇兑收益	1.6	1.9	47.8	17.1	22.3	净资产增长率	31.5%	33.3%	14.1%	16.9%	18.1%
营业利润	399.1	545.3	637.3	877.7	1,076.2						
加:营业外净收支	4.0	7.0	5.0	5.3	5.7	盈利能力					
利润总额	403.0	552.2	642.3	883.0	1,082.0	毛利率	12.8%	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
减:所得税	101.7	142.2	163.5	225.0	276.6	营业利润率	4.9%	5.0%	4.4%	4.8%	4.7%
净利润	173.0	223.1	297.3	381.4	468.4	净利润率	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
						EBITDA/营业收入	6.1%	6.0%	5.2%	5.5%	5.5%
						EBIT/营业收入	5.8%	5.7%	5.0%	5.4%	5.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	62.6%	60.2%	65.3%	65.9%	67.4%
货币资金	537.2	796.0	1,152.0	1,468.4	1,823.3	负债权益比	167.3%	151.4%	188.0%	193.3%	206.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.32	1.43	1.38	1.55	1.59
应收帐款	3,194.2	4,127.7	5,491.3	6,815.1	8,422.9	速动比率	1.07	1.17	1.11	1.28	1.28
应收票据	22.6	32.2	40.1	51.5	62.5	利息保障倍数	6.01	7.77	8.71	9.27	8.35
预付帐款	104.8	138.9	217.2	291.6	275.5	营运能力					
存货	940.8	1,181.0	1,699.4	1,843.4	2,611.8	固定资产周转天数	14	11	9	6	5
其他流动资产	81.5	79.2	65.2	75.3	73.2	流动营业资本周转天数	77	82	72	70	75
可供出售金融资产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	流动资产周转天数	186	184	188	188	188
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	122	120	120	121	120
长期股权投资	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	存货周转天数	35	35	36	35	35
投资性房地产	8.1	7.8	7.8	7.8	7.8	总资产周转天数	229	218	213	207	203
固定资产	337.9	353.0	330.2	307.4	284.6	投资资本周转天数	116	110	93	86	87
在建工程	37.4	-	-	-	-						
无形资产	42.2	38.2	34.0	29.8	25.6	费用率					
其他非流动资产	577.7	622.9	609.6	592.5	578.5	销售费用率	5.2%	3.7%	4.6%	4.1%	4.1%
资产总额	5,886.9	7,379.6	9,649.3	11,485.3	14,168.3	管理费用率	1.4%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
短期债务	1,503.0	1,696.6	1,720.0	1,919.6	2,163.1	财务费用率	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
应付帐款	2,033.2	2,349.8	4,415.1	4,396.6	5,854.3	三费/营业收入	7.6%	5.6%	6.5%	5.9%	6.0%
应付票据	56.5	196.7	47.6	315.7	138.9	投资回报率					
其他流动负债	91.9	195.0	113.9	177.4	184.6	ROE	12.1%	11.3%	13.4%	15.2%	16.3%
长期借款	-	-	-	757.3	1,200.0	ROA	5.1%	5.6%	5.0%	5.7%	5.7%
其他非流动负债	0.2	6.2	2.1	2.8	3.7	ROIC	16.1%	15.2%	14.6%	19.4%	18.2%
负债总额	3,684.8	4,444.3	6,298.8	7,569.5	9,544.7	分红指标					
少数股东权益	770.7	954.1	1,135.7	1,412.3	1,749.3	DPS(元)	0.24	0.15	0.25	0.37	0.39
股本	240.0	250.5	250.5	250.5	250.5	分红比率	34.7%	16.8%	21.4%	24.3%	20.8%
留存收益	1,191.3	1,730.6	1,964.3	2,253.0	2,623.8	股息收益率	0.6%	0.4%	0.7%	1.0%	1.1%
股东权益	2,202.1	2,935.2	3,350.5	3,915.8	4,623.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	173.0	223.1	297.3	381.4	468.4	EPS(元)	0.69	0.89	1.19	1.52	1.87
加:折旧和摊销	33.6	40.5	27.0	27.0	27.0	BVPS(元)	5.71	7.91	8.84	9.99	11.47
资产减值准备	13.2	9.8	-	-	-	PE(X)	53.4	41.4	31.1	24.2	19.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	4.7	4.2	3.7	3.2
财务费用	78.6	81.0	82.7	106.1	146.4	P/FCF	-43.4	-44.0	41.1	80.1	91.0
投资损失	-1.6	-1.9	-47.8	-17.1	-22.3	P/S	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	128.4	186.9	181.6	276.6	337.0	EV/EBITDA	20.8	16.7	14.5	11.6	9.9
营运资金的变动	-735.5	-423.1	-109.5	-1,232.2	-1,066.7	CAGR(%)	29.7%	25.2%	16.0%	29.7%	25.2%
经营活动产生现金流量	-310.3	116.3	431.2	-458.1	-110.1	PEG	1.8	1.6	1.9	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-197.9	-173.4	47.8	17.1	22.3	ROIC/WACC	1.7	1.6	1.5	2.1	1.9
融资活动产生现金流量	606.9	315.9	-123.0	757.3	442.7						

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

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