

2017年09月22日

太平鸟 (603877.SH)

动态分析

携手阿里，新零售战略合作促线上线下齐发展

事件

近日，太平鸟与阿里巴巴达成战略合作意向，拟在品牌建设、大数据运用、线上线下全渠道运营等方面开展新零售战略合作。此次与阿里巴巴开启双百亿计划，预计公司2017年全年线上零售额达30亿元，到2020年，目标实现线上零售额破百亿，线上线下零售额达双百亿。

◆ **拟启动新零售战略合作，线上线下渠道贯通：**公司街店、百货商场、购物中心、电商渠道“四轮驱动”稳定前行，继续拓宽优质渠道，布局城市核心商圈和新兴渠道。上半年购物中心店较去年同期增加265家，零售额同比增长17%。公司电商渠道快速拓展，2014年至2016年年均复合增长率达51%。此次与阿里巴巴达成战略合作意向，将带来大数据优化与流量扣点优惠，助力公司电商渠道持续快速发展，配合公司“云仓”系统，有望打通总仓与各门店的仓储销售信息，实现新零售模式的线上线下全线贯通。根据战略合作目标，公司2017年线上零售额有望达30亿元，至2020年，目标实现线下零售破百亿，线上线下零售双百亿。

◆ **上半年男女装个位数增长，童装、MG以及线上快速放量：**分产品看，男、女装个位数增长，乐町稳步增长，童装、MG快速增长。上半年女装、男装分别实现收入10.68亿(+7.36%)、9.49亿(+7.56%)，女装产品调整逐步结束，下半年业绩有望提振；乐町品牌收入4.05亿(+18.74%)；童装和MG品牌收入2.81亿(+49.81%)、6949.9万(+117.13%)，放量明显，该两块将是推动公司未来业绩增长的重要驱动力；另外线上销售额达到6.69亿，同比增加46.46%。门店情况来看，上半年新开直营店加盟店联营店分别为113\406\6，关闭店数109\315\181，合计净关店80家。上半年呈现净关店主要系公司推行战略优化调整销售模式，推行联营转加盟；随着渠道优化完成，下半年开店数量有望增多。截止期末，公司拥有门店数量4199家，同比增加4.53%。

存货跌价计提大幅增加导致上半年业绩承压，17年Q4有望改善：2017年H1营收实现两位数增长，基本符合预期，Q1、Q2营收分别同比增加11.47%、14.20%，增长趋势向好；归母净利润下滑34.36%，主要系过季存货产生的存货跌价准备大幅增加导致，上半年存货跌价损失1.73亿，较去年同期的8614万增加8699万。由于2015年公司渠道调整，导致当年存货大幅增加，计提洪峰出现在16年H2、17年H1，但公司通过控制存货总量、借助智能商品管理，截止期末公司存货账面余额20.29亿，与期初20.18亿基本持平，但当季及过季一年以内的库存商品账面余额由期初的13.76亿元下降到本期末的10.60亿，存货结构改善明显。

◆ **股权激励+大股东增持，看好公司未来发展：**7月5日公司发布限制性股权激励计划，拟向412名人员授予股票988.37万股，占公司总股本2.08%。本次限制性股票分三年解锁，解锁比例分别为30%、30%、40%，业绩考核要求2017-2019年公司净利润分别不低于4.5亿、6.5亿、8.5亿，业绩考核增速分别为5%（相对2016年）、44%、31%，高业绩增速彰显管理层对公司未来发展的信心；另外8月14日公司公告称实际控制人张江平、控股股东及全资子公司鹏源资产计划在未来6个月

纺织服装 | 休闲快时尚 III

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

35元

股价(2017-09-21)

28.81元

交易数据

总市值(百万元)

13,855.66

流通市值(百万元)

1,584.55

总股本(百万股)

480.93

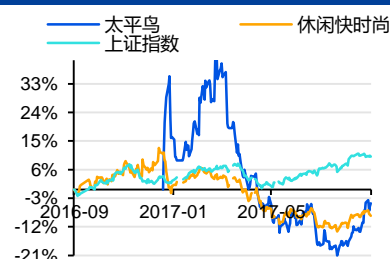
流通股本(百万股)

55.00

12个月价格区间

23.50/44.80元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.03	-1.55	-10.97
绝对收益	14.19	4.84	

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

报告联系人

齐莉娜
qilina@huajinsc.cn
021-20377037

相关报告

太平鸟：品牌外延空间较大、股权激励业绩目标高 2017-07-28

太平鸟：股权激励提升团队积极性，高业绩标准彰显信心 2017-07-05

太平鸟：终端门店维持较快增速，存货消化拖累净利润 2017-05-17

太平鸟：毛利率继续提升，费用上升拖累净利润 2017-04-19

内增持公司股份，累计增持金额不低于 5000 万，大股东增持进一步彰显信心。

◆ **投资建议：**公司品牌力较优、梯度良好，看好未来男装、童装的发展空间，拟与阿里巴巴进行战略合作有望为公司带来电商渠道的高速增长，新零售模式预计也将带动线下销售增长，我们预计公司 2017 年至 2019 年 EPS 为 0.94、1.38 和 1.74 元 维持买入-A 评级，6 个月目标价 35 元 相当于 2017-2019 年 37 倍、25 倍、和 20 倍的动态 PE。

◆ **风险提示：**1.行业消费复苏低于预期；2.公司终端销售低于预期；3.公司外延开店低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5,903.3	6,320.4	6,884.0	7,938.6	9,107.7
同比增长(%)	18.1%	7.1%	8.9%	15.3%	14.7%
营业利润(百万元)	637.7	439.7	585.5	863.9	1,087.5
同比增长(%)	4.9%	-31.0%	33.2%	47.6%	25.9%
净利润(百万元)	535.9	427.5	452.4	664.5	834.7
同比增长(%)	22.7%	-20.2%	5.8%	46.9%	25.6%
每股收益(元)	1.11	0.89	0.94	1.38	1.74
PE	25.9	32.4	30.6	20.9	16.6
PB	7.8	6.9	6.1	5.3	4.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、新零售战略合作或将带动业绩突破.....	4
(一)“四轮驱动” 稳定前行，电商渠道高速增长	4
(二)拟启动新零售战略合作，线上线下渠道贯通	5
二、上半年业绩承压，童装MG线上增速亮眼	6
(一) 存货跌价计提大幅增加导致上半年业绩承压，17 年 Q4 有望改善	6
(二) 男女装个位数增长，童装、MG 以及线上快速放量	6
(三) 股权激励+大股东增持，看好公司未来发展	7
三、投资建议	8
三、风险提示	8

图表目录

图 1：四渠道零售额图（亿元）	4
图 2：四渠道零售额占比图	4
图 3：线上线下营收及毛利率图（亿元）	4
图 4：线下各渠道营收图（亿元）	4
图 5：新零售拉式供应链示意图	5
图 6：战略合作意向线上零售额目标图（亿元）	5
图 7：战略合作意向线下零售额目标图（亿元）	5
图 8：季度营收及同比增长图（亿元）	6
图 9：季度净利及同比增长图（亿元）	6
图 10：分产品营收图（亿元）	7
图 11：2017H1 分产品营收占比图	7
图 12：线下各渠道门店数量图（家）	7
图 13：2017H1 各品牌门店占比图	7
图 14：公司未来净利润目标图（亿元）	8

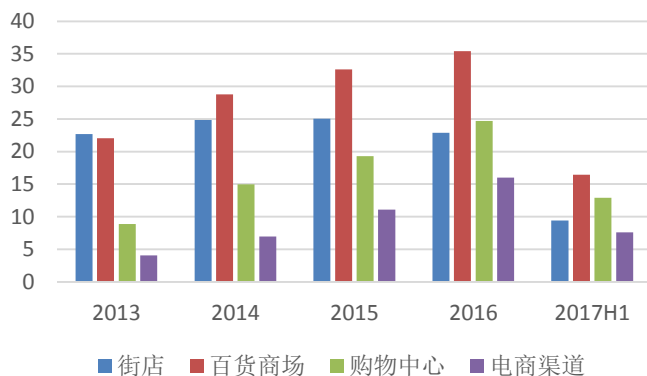
一、新零售战略合作或将带动业绩突破

2017年9月21日，太平鸟与阿里巴巴达成战略合作意向，拟在品牌建设、大数据运用、线上线下全渠道运营等方面开展新零售战略合作。此次与阿里巴巴开启双百亿计划，预计公司2017年全年线上零售额达30亿元，到2020年，目标实现线上零售额破百亿，线上线下零售额达双百亿。

（一）“四轮驱动” 稳定前行，电商渠道高速增长

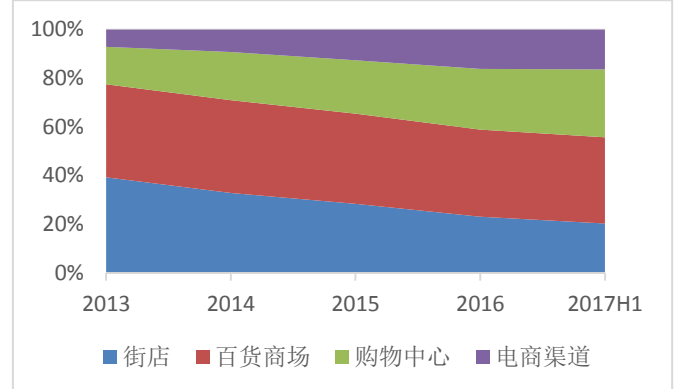
公司街店、百货商场、购物中心、电商渠道“四轮驱动”稳定前行，继续拓宽优质渠道，布局城市核心商圈和新兴渠道。上半年购物中心店共计1255家，较去年同期增加265家，零售额同比增长17%，占比由2014年的20%提升至28%。公司电商渠道快速拓展，2014年至2016年年均复合增长率达51%，占比也由2014年的9%提升至16%。

图1：四渠道零售额图（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

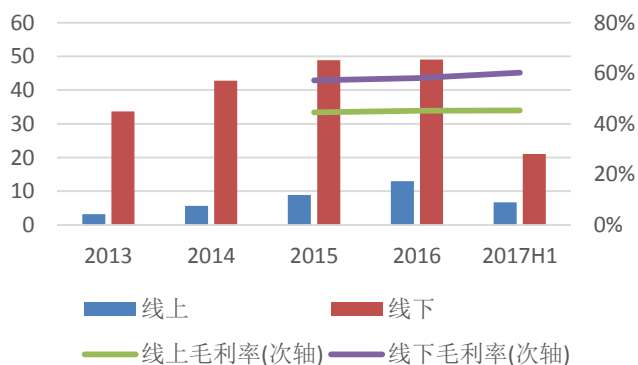
图2：四渠道零售额占比图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

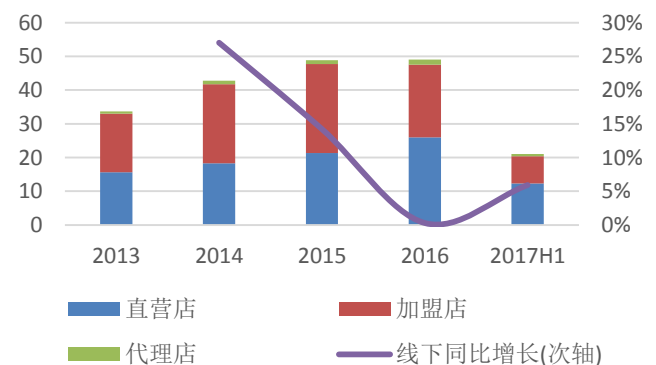
分渠道看，公司线上销售、线下销售营收均继续增长，其中，线上销售增长速度明显快于线下销售，2016年，公司线下销售放缓，但在今年上半年回暖。而随着网购消费的继续快速增长，太平鸟线上销售渠道在2016年与2017上半年均保持了46%的同比增长率与超过40%的毛利率。

图3：线上线下营收及毛利率图（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图4：线下各渠道营收图（亿元）



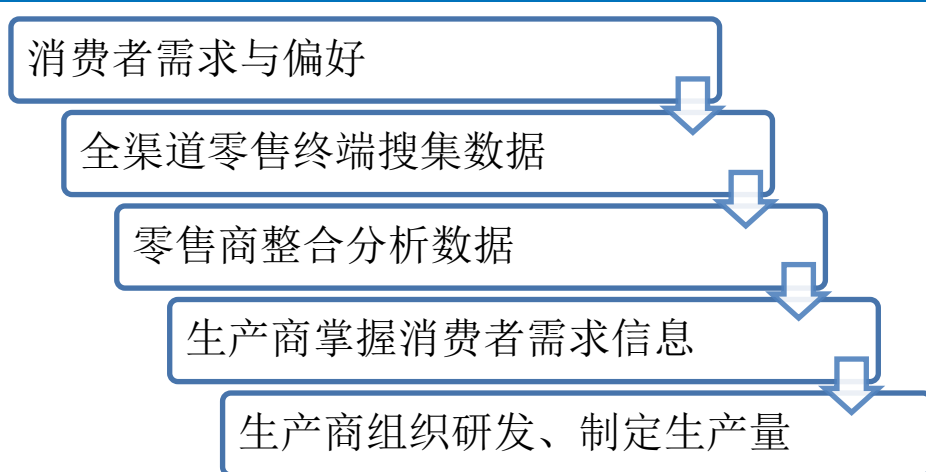
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）拟启动新零售战略合作，线上线下渠道贯通

此次与阿里巴巴达成战略合作意向，或将促进公司业务与互联网的全面融合，并在在电子商务领域、大数据领域、广告推广领域取得阿里巴巴的优质资源，助力公司电商渠道的持续快速发展。配合公司“云仓”系统，有望打通总仓与各门店的仓储销售信息，实现新零售模式的线上线下全链贯通。

新零售模式是消费发展的下一个环节，是互联网大数据对消费与流通的升级，通过对反映消费者需求、偏好的数据的分析，驱动零售商与生产商的生产销售活动。公司与阿里巴巴合作，将助力公司在新形势下取得优势。通过新零售模式的全面贯通，公司有望实现线上带动线下，线下支撑线上的模式，或将带动业绩突破。

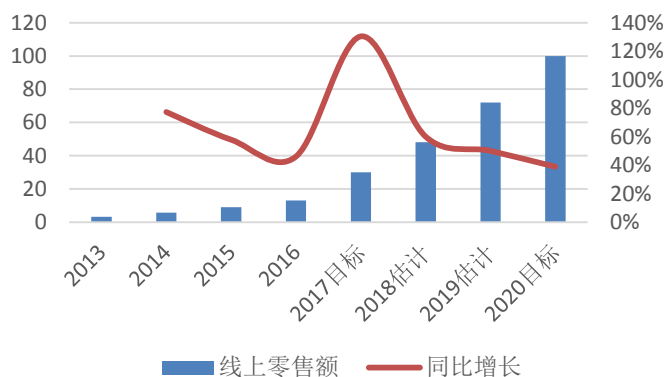
图 5：新零售拉式供应链示意图



资料来源：商务部流通产业促进中心，华金证券研究所

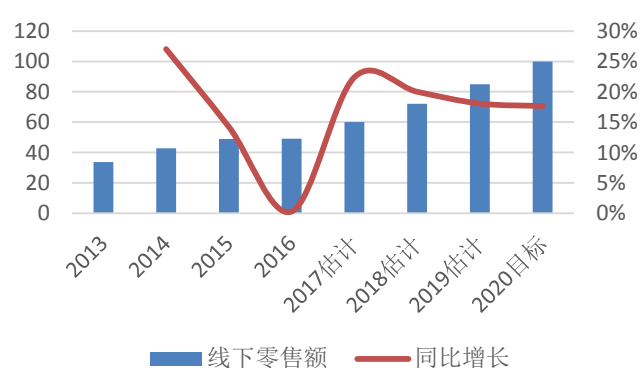
根据战略合作目标，公司 2017 年线上零售额有望达 30 亿元，至 2020 年，目标实现线下零售破百亿，线上线下零售双百亿。据此测算，2017 至 2020 年线上、线下零售额年复合增长率将分别达 66.5%与 19.5%。

图 6：战略合作意向线上零售额目标图（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：战略合作意向线下零售额目标图（亿元）



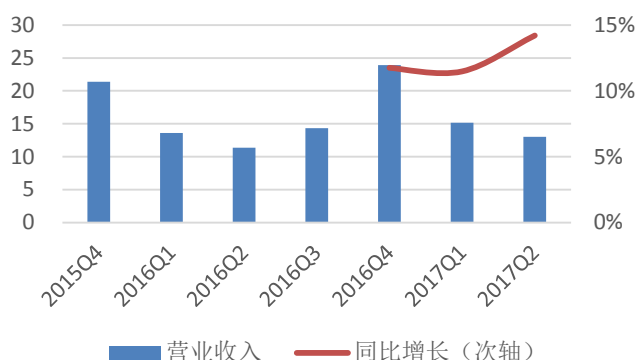
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、上半年业绩承压，童装\MG\线上增速亮眼

（一）存货跌价计提大幅增加导致上半年业绩承压，17 年 Q4 有望改善

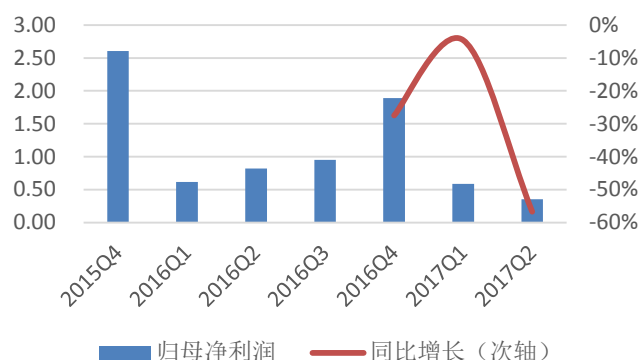
2017 年 H1 营收实现两位数增长，基本符合预期，Q1、Q2 营收分别同比增加 11.47%、14.20%，增长趋势向好；归母净利润下滑 34.36%，主要系过季存货产生的存货跌价准备大幅增加导致，上半年存货跌价损失 1.73 亿，较去年同期的 8614 万增加 8699 万。由于 2015 年公司渠道调整，导致当年存货大幅增加，计提高峰出现在 16 年 H2、17 年 H1，但公司通过控制存货总量、借助智能商品管理，截止期末公司存货账面余额 20.29 亿，与期初 20.18 亿基本持平，但当季及过季一年以内的库存商品账面余额由期初的 13.76 亿元下降到本期期末的 10.60 亿，存货结构改善明显。

图 8：季度营收及同比增长图（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：季度净利及同比增长图（亿元）

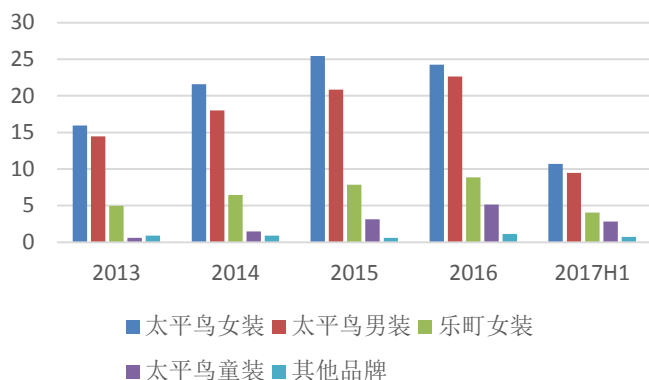


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）男女装个位数增长，童装、MG 以及线上快速放量

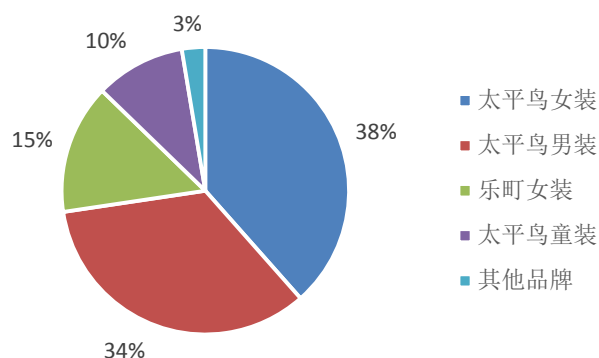
分产品看，男、女装个位数增长，乐町稳步增长，童装、MG 快速增长。上半年女装、男装分别实现收入 10.68 亿(+7.36%)、9.49 亿(+7.56%)，女装产品调整逐步结束，下半年业绩有望提振；乐町品牌收入 4.05 亿(+18.74%)；童装和 MG 品牌收入 2.81 亿(+49.81%)、6949.9 万(+117.13%)，放量明显，该两块将是推动公司未来业绩增长的重要驱动力；另外线上销售额达到 6.69 亿，同比增加 46.46%。

图 10：分产品营收图（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

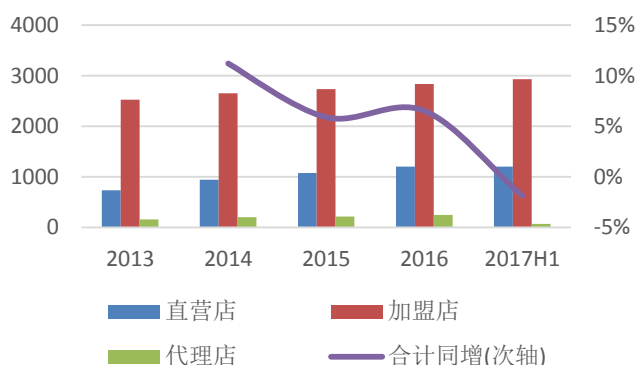
图 11：2017H1 分产品营收占比图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

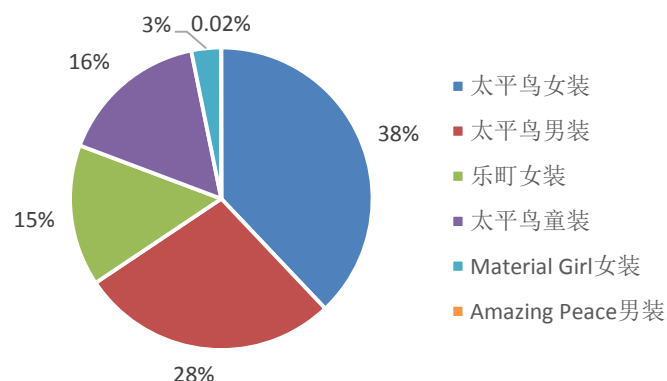
门店情况来看，上半年新开直营店加盟店联营店分别为 113\406\6，关闭店数 109\315\181，合计净关店 80 家。上半年呈现净关店主要系公司推行战略优化调整销售模式，推行联营转加盟；随着渠道优化完成，下半年开店数量有望增多。截止期末，公司拥有门店数量 4199 家，同比增加 4.53%。

图 12：线下各渠道门店数量图（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：2017H1 各品牌门店占比图

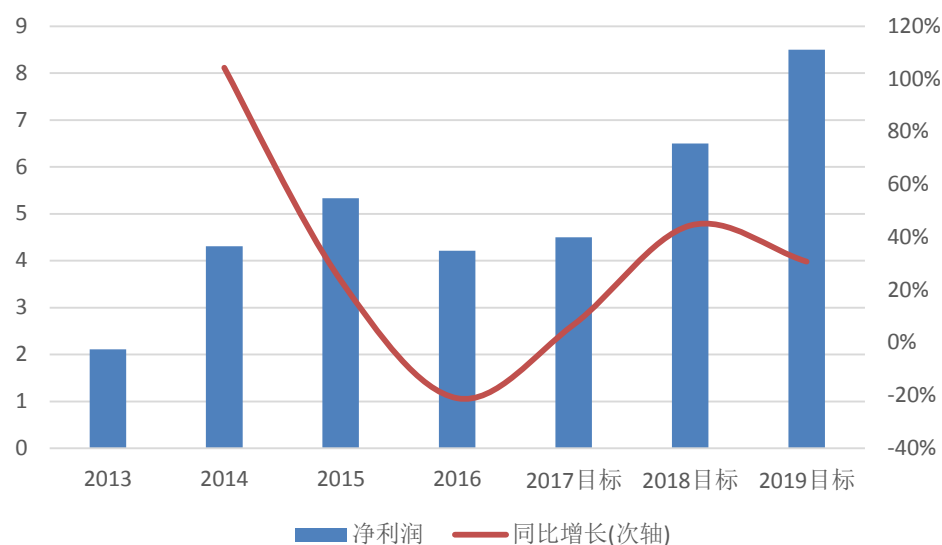


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）股权激励+大股东增持，看好公司未来发展

7 月 5 日公司发布限制性股权激励计划，拟向 412 名人员授予股票 988.37 万股，占公司总股本 2.08%。本次限制性股票分三年解锁，解锁比例分别为 30%、30%、40%，业绩考核要求 2017-2019 年公司净利润分别不低于 4.5 亿、6.5 亿、8.5 亿，业绩考核增速分别为 5%(相对 2016 年)、44%、31%，高业绩增速彰显管理层对公司未来发展的信心；另外 8 月 14 日公司公告称实际控制人张江平、控股股东及全资子公司鹏源资产计划在未来 6 个月内增持公司股份，累计增持金额不低于 5000 万，大股东增持进一步彰显信心。

图 14：公司未来净利润目标图（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、投资建议

公司品牌力较优、梯度良好，看好未来男装、童装的发展空间，拟与阿里巴巴进行战略合作有望为公司带来电商渠道的高速增长，新零售模式预计也将带动线下销售增长，我们预计公司 2017 年至 2019 年 EPS 为 0.94、1.38 和 1.74 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价 35 元，相当于 2017-2019 年 37 倍、25 倍、和 20 倍的动态 PE。

三、风险提示

行业消费复苏低于预期；公司终端销售低于预期；公司外延开店低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,903.3	6,320.4	6,884.0	7,938.6	9,107.7	年增长率					
减:营业成本	2,701.5	2,847.4	3,097.8	3,532.7	4,052.9	营业收入增长率	18.1%	7.1%	8.9%	15.3%	14.7%
营业税费	50.9	55.3	62.0	71.4	82.0	营业利润增长率	4.9%	-31.0%	33.2%	47.6%	25.9%
销售费用	1,852.7	2,202.1	2,375.0	2,738.8	3,096.6	净利润增长率	22.7%	-20.2%	5.8%	46.9%	25.6%
管理费用	463.7	513.2	585.1	635.1	728.6	EBITDA 增长率	9.8%	-25.3%	31.2%	41.7%	21.0%
财务费用	28.1	36.8	53.6	56.7	45.1	EBIT 增长率	6.1%	-28.4%	34.1%	44.0%	23.0%
资产减值损失	167.8	223.9	225.0	140.0	115.0	NOPLAT 增长率	14.6%	-23.8%	28.6%	44.0%	23.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	87.0%	-8.7%	73.3%	-4.7%	4.2%
投资和汇兑收益	-1.0	-1.9	100.0	100.0	100.0	净资产增长率	25.0%	11.9%	14.1%	14.2%	15.7%
营业利润	637.7	439.7	585.5	863.9	1,087.5	盈利能力					
加:营业外净收支	87.8	98.9	8.8	8.9	9.0	毛利率	54.2%	54.9%	55.0%	55.5%	55.5%
利润总额	725.6	538.7	594.3	872.9	1,096.5	营业利润率	10.8%	7.0%	8.5%	10.9%	11.9%
减:所得税	192.5	117.3	148.6	218.2	274.1	净利润率	9.1%	6.8%	6.6%	8.4%	9.2%
净利润	535.9	427.5	452.4	664.5	834.7	EBITDA/营业收入	12.5%	8.7%	10.5%	12.9%	13.6%
						EBIT/营业收入	11.3%	7.5%	9.3%	11.6%	12.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	56.8%	58.0%	59.4%	57.4%	53.6%
货币资金	703.7	1,110.4	1,376.8	1,587.7	1,821.5	负债权益比	131.6%	138.3%	146.3%	134.6%	115.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.51	1.48	1.62	1.49	1.63
应收帐款	466.4	477.0	479.1	623.5	641.4	速动比率	0.75	0.80	0.99	0.94	1.03
应收票据	0.1	0.8	0.3	0.7	0.6	利息保障倍数	23.70	12.94	11.92	16.24	25.13
预付帐款	244.1	272.9	277.8	350.2	370.3	营运能力					
存货	1,508.7	1,621.1	1,734.9	1,896.0	2,044.4	固定资产周转天数	29	26	23	21	18
其他流动资产	76.7	40.1	618.5	616.5	618.5	流动营业资本周转天数	12	22	37	47	42
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	167	186	209	217	209
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	25	27	25	25	25
长期股权投资	33.0	31.1	31.1	31.1	31.1	存货周转天数	78	89	88	82	78
投资性房地产	11.9	11.1	11.1	11.1	11.1	总资产周转天数	229	251	269	264	247
固定资产	479.7	446.0	425.7	483.4	410.7	投资资本周转天数	51	60	72	77	67
在建工程	22.0	52.7	109.7	31.9	61.9	费用率					
无形资产	215.7	212.3	200.5	188.8	177.0	销售费用率	31.4%	34.8%	34.5%	34.5%	34.0%
其他非流动资产	341.1	449.6	310.2	245.0	254.2	管理费用率	7.9%	8.1%	8.5%	8.0%	8.0%
资产总额	4,103.1	4,725.2	5,575.6	6,065.9	6,442.7	财务费用率	0.5%	0.6%	0.8%	0.7%	0.5%
短期债务	120.0	340.0	739.6	931.9	840.9	三费/营业收入	39.7%	43.5%	43.8%	43.2%	42.5%
应付帐款	1,131.0	1,271.1	1,258.7	1,626.3	1,683.6	投资回报率					
应付票据	-	10.0	0.9	11.5	2.7	ROE	30.1%	21.4%	19.8%	25.4%	27.5%
其他流动负债	730.8	759.3	778.9	828.5	840.5	ROA	13.0%	8.9%	8.0%	10.8%	12.8%
长期借款	275.0	272.2	453.0	-	-	ROIC	83.2%	33.9%	47.8%	39.7%	51.2%
其他非流动负债	74.5	89.4	80.9	81.6	83.9	分红指标					
负债总额	2,331.3	2,742.0	3,312.0	3,479.9	3,451.7	DPS(元)	0.44	0.44	0.47	0.69	0.87
少数股东权益	-7.2	-13.5	-20.1	-30.0	-42.3	分红比率	39.2%	49.1%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	420.0	420.0	480.9	480.9	480.9	股息收益率	1.5%	1.5%	1.6%	2.4%	3.0%
留存收益	1,359.1	1,576.7	1,802.8	2,135.1	2,552.4						
股东权益	1,771.9	1,983.2	2,263.6	2,586.0	2,991.1						
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	533.0	421.3	452.4	664.5	834.7	EPS(元)	1.11	0.89	0.94	1.38	1.74
加:折旧和摊销	154.4	174.3	82.2	101.8	104.4	BVPS(元)	3.70	4.15	4.75	5.44	6.31
资产减值准备	167.8	223.9	-	-	-	PE(X)	25.9	32.4	30.6	20.9	16.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.8	6.9	6.1	5.3	4.6
财务费用	21.4	28.8	53.6	56.7	45.1	P/FCF	81.7	18.7	46.7	28.5	20.5
投资损失	1.0	1.9	-100.0	-100.0	-100.0	P/S	2.3	2.2	2.0	1.7	1.5
少数股东损益	-2.9	-6.2	-6.7	-9.8	-12.3	EV/EBITDA	15.5	20.2	18.5	12.6	10.1
营运资金的变动	-676.0	-177.6	-571.5	115.4	-132.7	CAGR(%)	7.1%	25.0%	1.1%	7.1%	25.0%
经营活动产生现金流量	237.0	630.2	-90.0	828.5	739.2	PEG	3.6	1.3	26.7	2.9	0.7
投资活动产生现金流量	-267.9	-212.5	-5.0	31.9	48.0	ROIC/WACC	8.3	3.4	4.8	4.0	5.1
融资活动产生现金流量	-65.4	-21.3	361.4	-649.5	-553.4						

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

王冯声明，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、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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn