

2018年03月27日

环旭电子 (601231.SH)

动态分析

从“调整”到“扩张”，微小化趋势推动公司再上台阶

投资要点

- ◆ **公司动态:** 公司披露 2017 年年度报告, 实现营业收入 297.06 亿元, 同比上升 23.86%。毛利率水平为 11.0%, 同比上升 0.3 个百分点, 归属上市公司股东净利润为 13.14 亿元, 同比增长 63.10%, 每股净利润 0.6 元, 同比提升 62.16%。2017 年第四季度公司实现营业收入为 95.17 亿元, 同比增长 26.9%, 归属上市公司股东净利润为 4.52 亿元, 同比上升 64.7%。2017 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.85 元 (含税), 不送红股, 不以公积金转增股本。
- ◆ **营收盈利创新高, 消费电子类产品大幅增长:** 公司 2017 年度实现营业收入 297.06 亿元, 同比上升 23.86%。公司全年合并营业收入创历史新高。消费电子类产品及通讯类产品对营收增长贡献较多, 通讯类产品销售收入为 135.02 亿元, 同比增长 11.7%。消费电子类产品导入新的产品应用, 营收达到 80.83 亿元, 同比大幅提升 82.5%。存储类、工业类和汽车电子类产品实现稳健增长。公司存储类产品抓住 SSD 快速扩张的契机, 增加新客户产品出货, 营收增长 26.9% 为 9.99 亿元。工业类恢复成长, 同比增长 23.4% 达到 21.02 亿元。汽车电子整体行业的景气度提升, 带动营收同比增长 17.1% 为 16.78 亿元。电脑类产品随整体行业景气成长放缓, 但公司的微小化技术符合市场的需求, 未来仍有机会持续增长。
- ◆ **毛利率稳中有升, 产品结构和获利结构持续改善:** 公司 2017 年归属上市公司股东净利润为 13.14 亿元, 同比增长 63.10%。公司盈利能力显著增强。全年毛利率为 11.0%, 同比提升 0.2 个百分点。公司经过产品组合的优化, 产品结构和毛利结构保持比较健康和稳定的结构, 毛利率稳中有升。
- ◆ **从“调整”到“扩张”, 微小化趋势推动公司再上台阶:** 公司将 2018 年定位为“扩张”的一年, 将为长期的成长着手布局一系列的策略投资, 微小化趋势在各领域的应用推动公司业绩再上台阶。苹果品牌效应和智能手表功能完善推动 Apple Watch 限销售量强劲增长, IDC 估计 2017 年 Q4 全球 Apple Watch 的出货量达 800 万台, 占全球智能手表出货量 61% 的份额。3 月 7 日中国联通 eSIM 一号双终端服务落地, 苹果手表 Apple Watch Series3 可在 6 个城市进行通话, 预计通信功能的实现将给 Apple Watch 带来更大的增长动力, 给公司带来向上动力。
- ◆ **投资建议:** 我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别 0.69、0.87 和 1.09 元。净资产收益率分别为 15.4%、17.1% 和 18.7%, 给予买入-A 建议。
- ◆ **风险提示:** 主要客户新终端产品出货量不及预期; 市场竞争加剧影响公司盈利能力; 产品线扩张速度不及预期。

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-A(维持)

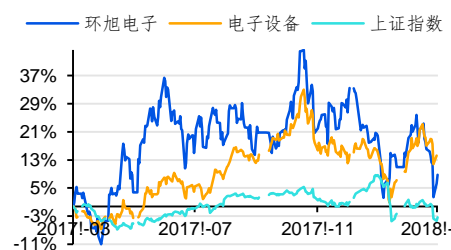
股价(2018-03-27)

12.86 元

交易数据

总市值 (百万元)	27,982.38
流通市值 (百万元)	27,982.38
总股本 (百万股)	2,175.92
流通股本 (百万股)	2,175.92
12 个月价格区间	10.53/17.50 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.29	-9.76	12.0
绝对收益	-4.6	-13.98	8.86

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号: S0910516110001

caijingyan@huajinsc.cn

021-20377068

报告联系人

陈韵谜

chenyunmi@huajinsc.cn

021-20377060

相关报告

环旭电子: 产品优化业绩增长, 内外拓展多业务并举 2017-09-01

环旭电子: 2016 年营收承压利润见涨, 未来内外拓展并举 2017-03-28

环旭电子: 2015 年业绩快报, 下半年逐步趋稳 2016-01-31

环旭电子: 第三季度收入持续增长, 盈利大幅回升 2015-10-29

环旭电子: 中报业绩受制于大客户进度, 未来重回增长可期 2015-08-25

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	23,983.9	29,705.7	34,957.9	40,153.9	46,223.8
同比增长(%)	12.5%	23.9%	17.7%	14.9%	15.1%
营业利润(百万元)	990.6	1,564.8	1,722.3	2,201.5	2,766.5
同比增长(%)	34.2%	58.0%	10.1%	27.8%	25.7%
净利润(百万元)	805.6	1,313.9	1,493.9	1,885.9	2,366.3
同比增长(%)	16.7%	63.1%	13.7%	26.2%	25.5%
每股收益(元)	0.37	0.60	0.69	0.87	1.09
PE	34.0	20.8	18.3	14.5	11.6
PB	3.6	3.2	2.8	2.5	2.2

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) 2017 年营收盈利创新高，盈利能力显著提高.....	4
(二) 2017 年四季度规模效应推动营收盈利增长	6
二、经营状况分析.....	7
(一) 消费电子类产品大幅增长，产品结构和获利结构持续改善	7
(三) 未来发展战略及生产计划：定位“扩张”，增加生产据点	7
三、盈利预测及投资建议.....	9
四、风险提示.....	10

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
表 1：收入及毛利率的业务分布	9

一、财务数据分析

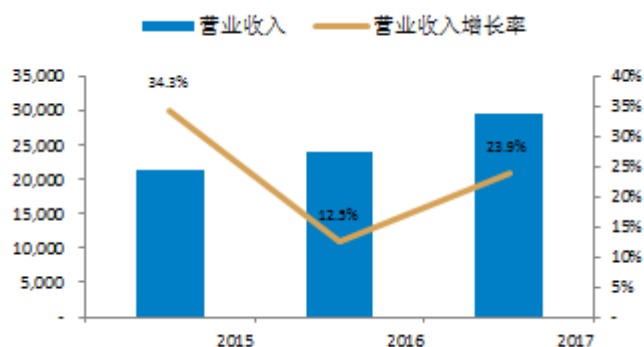
公司 2017 年度实现营业收入 297.06 亿元，同比上升 23.86%。毛利率水平为 11.0%，同比上升 0.3 个百分点，归属上市公司股东净利润为 13.14 亿元，同比增长 63.10%，每股净利润 0.6 元，同比提升 62.16%。2017 年公司在着重产品结构调整及获利结构改善的策略下，营收获利创下历史新高。公司在提高产能利用率的同时，调整扩展新的产品发展领域，努力扩展微小化产品及整合产品的应用市场，并使用外延式的扩张使公司的营业收入规模维持成长。同时公司持续强化生产效率并加强费用管控，盈利能力得到大幅提升。“微小化”产品的能力是公司在智能穿戴设备市场的竞争优势，藉由与日月光集团的整合力量，未来营业收入的成长可以期待。

（一）2017 年营收盈利创新高，盈利能力显著提高

公司 2017 年度实现营业收入 297.06 亿元，同比上升 23.86%。公司全年合并营业收入创历史新高，其中，消费电子类产品及通讯类产品对营收增长贡献较多，工业类、存储类及汽车电子类产品营收同比均有所增加。

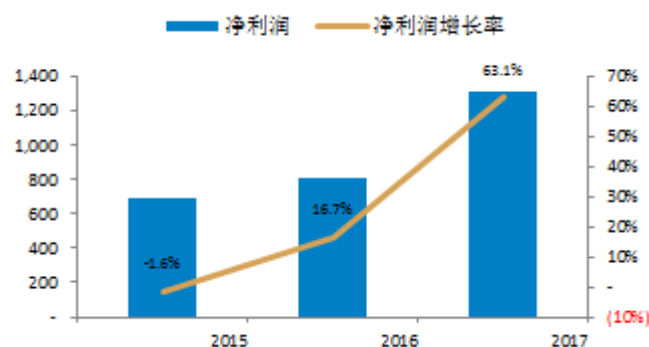
公司 2017 年归属上市公司股东净利润为 13.14 亿元，同比增长 63.10%。公司盈利能力显著增强，主要是因为公司持续着重产品结构调整和获利结构的改善，净利润增速优于营收增速。

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

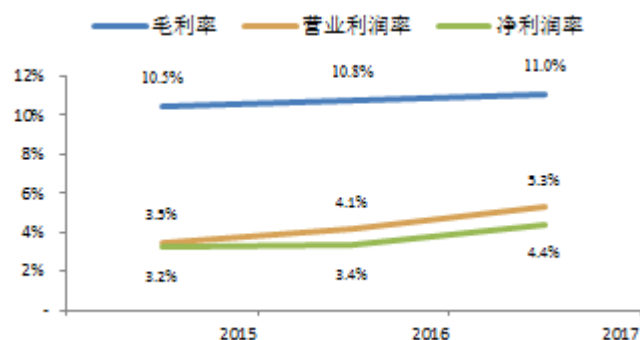


资料来源：Wind，华金证券研究所

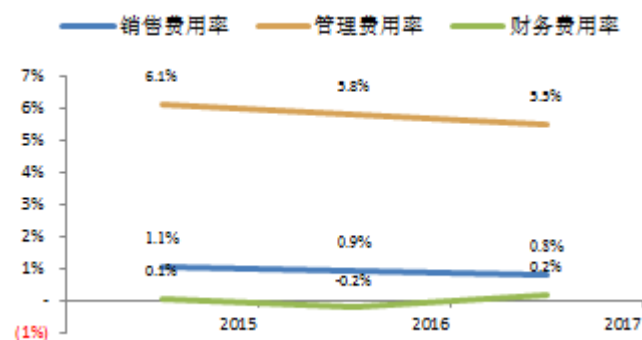
公司 2017 年全年毛利率为 11.0%，同比提升 0.2 个百分点。公司经过产品组合的优化，产品结构和毛利结构保持比较健康和稳定的结构，毛利率稳中有升。公司营业利润率和净利润率分别同比提升 1.2 和 1.0 个百分点为 5.3% 和 4.4%。费用率方面，公司管理费用率和销售费用率分别同比下滑 0.3 和 0.1 个百分点为 5.5% 和 0.8%，公司财务费用率同比上升 0.4 个百分点，主要是汇率变动致汇兑损失金额增加。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率

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

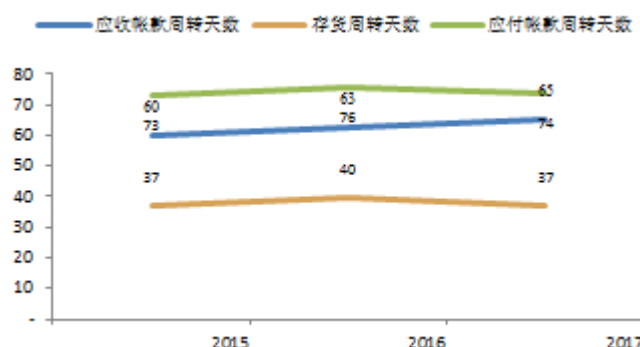


资料来源：Wind，华金证券研究所

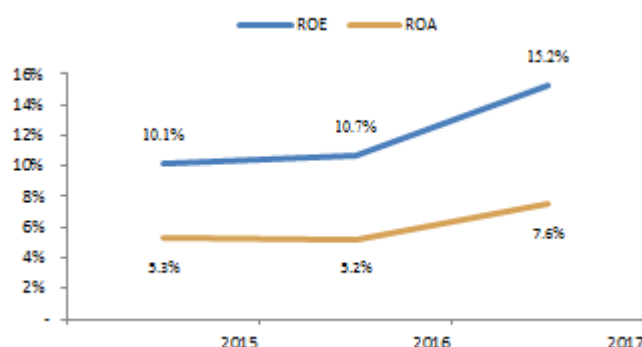
2017 年公司应收账款周转天数为 74 天，存货周转天数为 37 天，应付账款周转天数为 65 天。公司 2017 年的 ROE 与 ROA 均实现较大提升，分别同比上升 4.5 和 2.4 个百分点为 15.2% 和 7.6%。

图 5：过往 3 年运营效率

图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

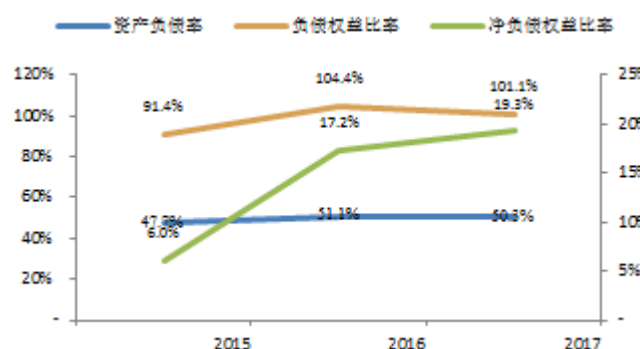


资料来源：Wind，华金证券研究所

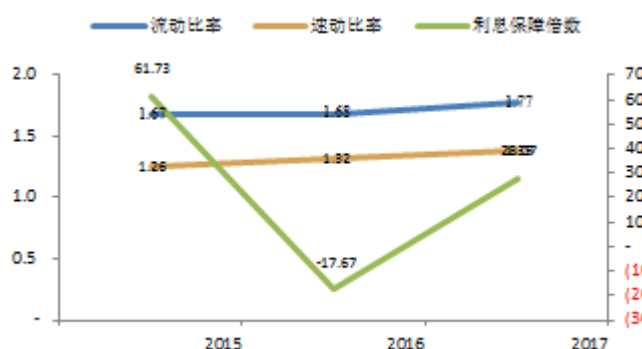
2017 年公司的资产负债率为 50.3%，同比下滑 0.8 个百分点，负债权益比为 101.1%，同比下滑 3.3 个百分点，净负债权益比率为 19.3%，同比上升 2.1 个百分点。

图 7：过往 3 年负债率

图 8：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所



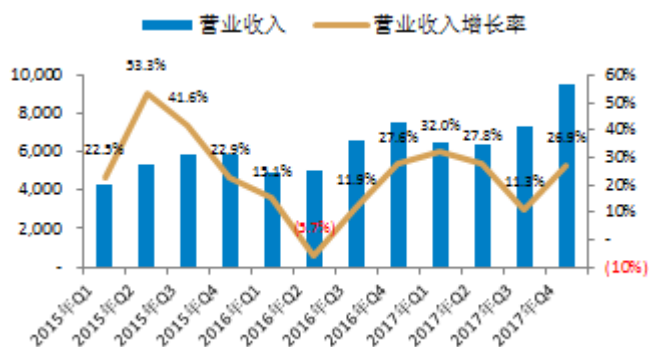
资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2017 年流动比率、速动比率分别为 1.79 和 1.39，利息保障倍数为 28.7 倍。

（二）2017 年四季度规模效应推动营收盈利增长

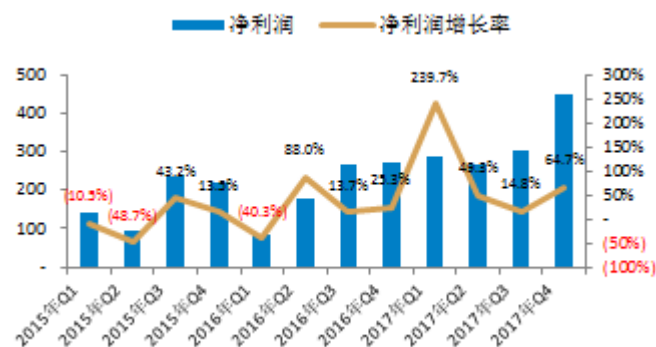
2017 年第四季度公司实现营业收入为 95.17 亿元，同比增长 26.9%，归属上市公司股东净利润为 4.52 亿元，同比上升 64.7%，四季度进入公司大客户出货旺季，产品出货较去年同期大幅增长，产生规模效应推动营收盈利增长。

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

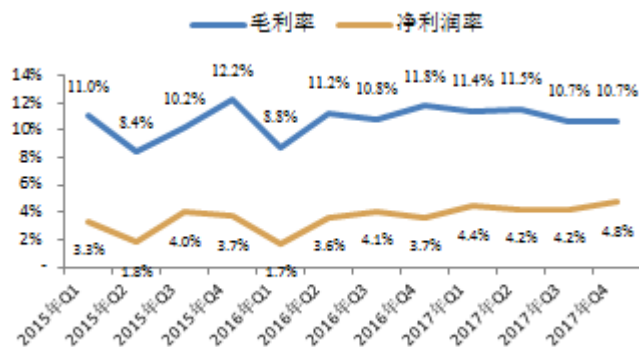
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

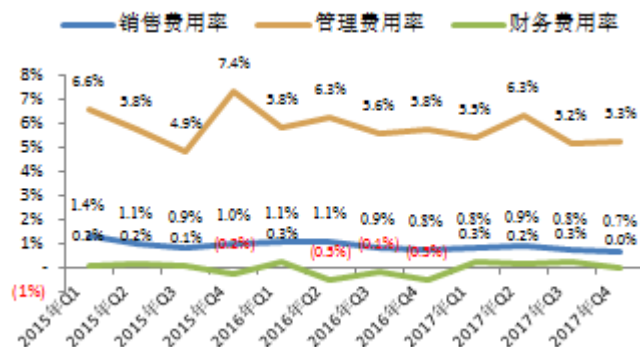
2017 年第四季度公司毛利率水平为 10.7%，同比下降 1.1 个百分点。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.7%、5.3%和 0.0%。

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

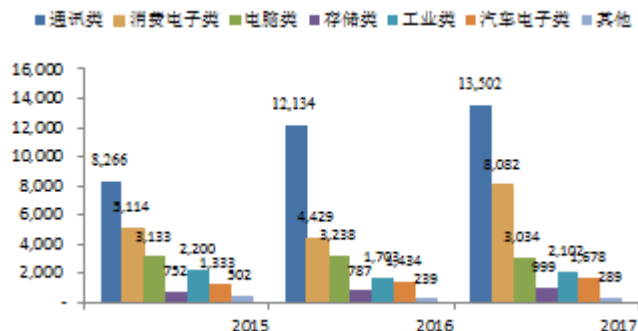
二、经营状况分析

2017 年公司全年合并营业收入创历史新高，作为全球无线通讯模组的领导厂商，通讯类产品营收成长 11.28%。消费电子类产品方面，公司在液晶面板控制板和背光源模块控制板的营收和获利维持了良好的成绩，微小化系统模组产品增长迅速，随着市场容量的扩大，营收规模及获利均有较大提升。电脑类产品方面，为追求成长，公司正调整产品组合，积极开发高技术、高附加价值的产品。存储类产品方面，公司的重要产品 SSD 营收和获利展望乐观。在工业类产品方面，公司成长显著优于市场平均水平。汽车电子类产品公司订单表现优良，公司在汽车电子领域的优势也将越来越突出。

（一）消费电子类产品大幅增长，产品结构和获利结构持续改善

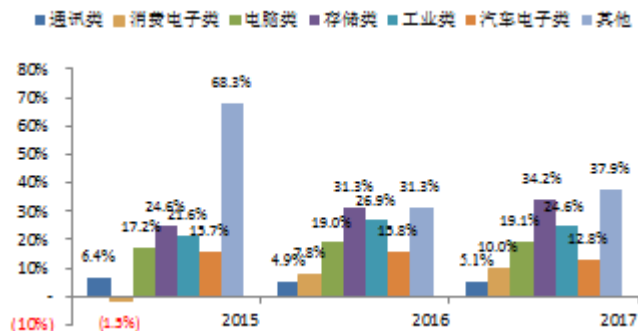
公司主要收入来源为通讯类和消费电子类产品，2017 年两项业务收入占比为 72.7%。公司作为全球无线通讯模组的领导厂商，2017 年通讯类产品销售收入为 135.02 亿元，同比增长 11.7%。消费电子类产品导入新的产品应用，营收达到 80.83 亿元，同比大幅提升 82.5%。存储类、工业类和汽车电子类产品实现稳健增长。公司存储类产品上抓住 SSD 快速扩张的契机，增加新客户产品出货，营收增长 26.9% 为 9.99 亿元。工业类恢复成长，同比增长 23.4% 达到 21.02 亿元。汽车电子整体行业的景气度提升，带动营收同比增长 17.1% 为 16.78 亿元。电脑类产品随整体行业景气成长放缓，2017 年营收 30.34 亿元，同比下滑 6.3%，但公司的微小化技术符合市场的需求，未来仍有机会持续增长。

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，公司通讯类产品毛利率为 5.1%，同比提升 0.2 个百分点。消费电子类产品毛利率提升 2.2 个百分点为 10.0%，主要是由于消费电子类产品出货较去年同期大幅增长，产生规模效应。电脑类产品毛利率略胜 0.1 个百分点为 19.1%，存储类产品为 34.2%，由于新客户及新产品的贡献提升 2.9 个百分点。工业类产品毛利率下降 2.3 个百分点为 24.6%，汽车电子类产品毛利率下降 3 个百分点为 12.8%。

（三）未来发展战略及生产计划：定位“扩张”，增加生产据点

2018 年公司策略目标是使营收及获利能持续稳定成长，同时更将 2018 年定位为 “扩张” (Expansion) 的一年，除了在现有的营运规模外，将为长期的成长着手布局一系列的策略投资，包括但不限于：为扩展新的业务领域与业界领先的科技公司成为伙伴进行战略合作、为了满足客户需求扩展新的生产据点、为了现有业务的增量及新的业务引进扩充现有的生产规模。公司对于外延的扩张也会积极的展开，秉持稳健的原则，持续寻找对公司长期策略发展有利的投资或兼并收购的可能项目。

在生产计划方面，公司未来高端的制造基地仍以上海为主，并以此扩充在华东地区的生产基地。上海张江厂区将为无线通讯模块、汽车电子产品以及微小化产品的主要生产基地，上海金桥厂区为微小化系统模组的主要生产基地。公司计划增加巴西的生产据点，并且视客户需求及未来的成长需求予以适当的对其他地区生产基地产能进行扩充。

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别 0.69、0.87 和 1.09 元。净资产收益率分别为 15.4%、17.1%和 18.7%，给予买入-A 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

收入方面，我们对于各产品分布做出如下假设：

- 公司作为全球无线通讯模组的领导厂商，智能设备的普及为通讯类产品打开成长空间；
- 消费电子类产品微小化系统模组产品在各领域需求上升，市场容量的扩大持续扩大；
- 电脑类产品跟随整体市场趋势；
- 存储类产品公司的重要产品 SSD 营收和获利展望乐观；
- 工业类产品公司保持稳健；
- 汽车电子类产品随汽车电子订单增长。

盈利能力方面，公司持续改善产品结构，对公司获利能力形成正面影响，推动公司的综合毛利率为稳中有升。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	23,963.7	29,687.2	34,936.1	40,128.9	46,195.0
YoY	12.5%	23.9%	17.7%	14.9%	15.1%
通讯类	12,134.0	13,502.4	14,384.1	16,045.5	17,898.8
消费电子类	4,428.8	8,082.5	11,149.8	13,491.2	16,324.4
电脑类	3,238.2	3,034.4	3,274.2	3,421.5	3,575.5
存储类	787.1	998.7	1,242.9	1,417.0	1,615.3
工业类	1,703.3	2,102.4	2,533.7	2,949.2	3,432.9
汽车电子类	1,433.6	1,678.0	2,027.4	2,448.1	2,956.0
其他	238.7	288.8	324.0	356.4	392.1
毛利率	10.7%	11.0%	11.2%	11.8%	12.0%
通讯类	4.9%	5.1%	5.0%	5.3%	5.5%
消费电子类	7.8%	10.0%	10.0%	11.0%	11.5%
电脑类	19.0%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%
存储类	31.3%	34.2%	35.0%	35.0%	30.0%
工业类	26.9%	24.6%	26.0%	26.0%	25.5%
汽车电子类	15.8%	12.8%	12.5%	15.0%	18.0%
其他	31.3%	37.9%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司各项费用保持相对稳定。

四、风险提示

主要客户新终端产品出货量不及预期；

市场竞争加剧影响公司盈利能力；

产品线扩张速度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	23,983.9	29,705.7	34,957.9	40,153.9	46,223.8	年增长率					
减:营业成本	21,398.2	26,428.5	31,054.8	35,429.6	40,669.5	营业收入增长率	12.5%	23.9%	17.7%	14.9%	15.1%
营业税费	35.2	35.0	43.9	52.3	57.6	营业利润增长率	34.2%	58.0%	10.1%	27.8%	25.7%
销售费用	223.7	240.1	304.3	349.5	392.8	净利润增长率	16.7%	63.1%	13.7%	26.2%	25.5%
管理费用	1,399.4	1,638.6	1,922.7	2,208.5	2,449.9	EBITDA 增长率	19.4%	40.2%	4.1%	23.6%	23.3%
财务费用	-53.1	56.8	-29.1	-34.2	-45.9	EBIT 增长率	25.0%	70.2%	6.1%	28.0%	25.5%
资产减值损失	-0.3	11.9	4.6	5.4	7.3	NOPLAT 增长率	9.7%	81.5%	5.7%	28.0%	25.5%
加:公允价值变动收益	-5.8	146.0	1.1	-0.7	0.1	投资资本增长率	8.7%	3.8%	-9.0%	22.6%	-9.3%
投资和汇兑收益	15.6	97.9	64.5	59.3	73.9	净资产增长率	10.7%	14.5%	12.3%	13.6%	15.0%
营业利润	990.6	1,564.8	1,722.3	2,201.5	2,766.5						
加:营业外净收支	16.8	-0.4	35.2	17.2	17.4	盈利能力					
利润总额	1,007.4	1,564.4	1,757.5	2,218.7	2,783.9	毛利率	10.8%	11.0%	11.2%	11.8%	12.0%
减:所得税	201.1	250.3	263.6	332.8	417.6	营业利润率	4.1%	5.3%	4.9%	5.5%	6.0%
净利润	805.6	1,313.9	1,493.9	1,885.9	2,366.3	净利润率	3.4%	4.4%	4.3%	4.7%	5.1%
						EBITDA/营业收入	6.0%	6.8%	6.0%	6.4%	6.9%
						EBIT/营业收入	3.9%	5.4%	4.8%	5.4%	5.9%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	51.1%	50.3%	51.4%	51.7%	49.2%
货币资金	4,755.9	5,046.0	6,991.6	8,030.8	9,244.8	负债权益比	104.4%	101.1%	105.7%	107.0%	96.9%
交易性金融资产	391.3	677.9	677.9	677.9	677.9	流动比率	1.68	1.77	1.79	1.83	1.95
应收帐款	4,795.4	5,941.9	6,228.5	7,934.0	8,433.9	速动比率	1.32	1.39	1.39	1.45	1.53
应收票据	27.5	64.2	28.6	75.5	52.9	利息保障倍数	-17.67	28.07	-58.23	-63.38	-59.30
预付帐款	11.9	23.5	10.8	27.8	20.1	营运能力					
存货	2,805.4	3,317.6	4,043.5	4,431.8	5,165.4	固定资产周转天数	29	20	14	10	7
其他流动资产	126.8	192.7	120.0	146.5	153.1	流动营业资本周转天数	18	20	19	21	21
可供出售金融资产	26.9	22.6	22.6	22.6	22.6	流动资产周转天数	174	171	172	177	176
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	63	65	63	63	64
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	40	37	38	38	37
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	213	199	192	192	186
固定资产	1,804.7	1,510.5	1,269.6	958.6	747.7	投资资本周转天数	46	40	33	30	28
在建工程	21.1	38.6	38.6	38.6	38.6						
无形资产	31.2	27.4	18.3	9.1	-	费用率					
其他非流动资产	606.8	500.6	500.5	451.8	399.8	销售费用率	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%
资产总额	15,404.8	17,363.4	19,950.3	22,805.0	24,956.6	管理费用率	5.8%	5.5%	5.5%	5.5%	5.3%
短期债务	1,373.4	939.5	1,475.3	1,874.2	1,034.0	财务费用率	-0.2%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
应付帐款	5,776.4	6,932.1	8,054.3	9,168.1	10,482.7	三费/营业收入	6.5%	6.5%	6.3%	6.3%	6.1%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	528.3	733.6	567.5	627.6	647.8	ROE	10.7%	15.2%	15.4%	17.1%	18.7%
长期借款	75.3	-	45.6	-	-	ROA	5.2%	7.6%	7.5%	8.3%	9.5%
其他非流动负债	114.2	125.3	108.7	116.0	116.7	ROIC	25.5%	42.5%	43.3%	60.9%	62.3%
负债总额	7,867.5	8,730.4	10,251.4	11,785.9	12,281.1	分红指标					
少数股东权益	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7	DPS(元)	0.12	-	0.21	0.26	0.33
股本	2,175.9	2,175.9	2,175.9	2,175.9	2,175.9	分红比率	31.9%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	5,374.8	6,475.6	7,521.3	8,841.4	10,497.8	股息收益率	0.9%	0.0%	1.6%	2.1%	2.6%
股东权益	7,537.2	8,633.0	9,698.9	11,019.0	12,675.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	806.3	1,314.1	1,493.9	1,885.9	2,366.3	EPS(元)	0.37	0.60	0.69	0.87	1.09
加:折旧和摊销	559.7	466.4	400.1	420.1	470.1	BVPS(元)	3.46	3.97	4.46	5.06	5.82
资产减值准备	-0.3	11.9	-	-	-	PE(X)	34.0	20.8	18.3	14.5	11.6
公允价值变动损失	5.8	-146.0	1.1	-0.7	0.1	PB(X)	3.6	3.2	2.8	2.5	2.2
财务费用	23.9	23.7	-29.1	-34.2	-45.9	P/FCF	24.3	40.0	11.5	17.6	14.6
投资损失	-15.6	-97.9	-64.5	-59.3	-73.9	P/S	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	0.7	0.2	-	-	-	EV/EBITDA	13.2	14.4	9.9	7.7	5.7
营运资金的变动	209.2	-266.3	47.1	-953.6	177.6	CAGR(%)	32.7%	21.7%	29.3%	32.7%	21.7%
经营活动产生现金流量	1,600.5	1,239.0	1,848.6	1,258.2	2,894.3	PEG	1.0	1.0	0.6	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-779.0	-153.0	-85.5	-40.7	-176.1	ROIC/WACC	2.5	4.2	4.3	6.1	6.2
融资活动产生现金流量	-258.1	-717.0	182.6	-178.3	-1,504.2						

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