

2018年03月29日

中集集团 (000039.SZ)

动态分析

价值显著被低估，能化与产城业务存弹性

投资要点

- ◆ **公司营收与净利润大幅增长：**公司2017年实现营业收入763亿元，同比上升49.28%；实现归母净利润25.09亿元，同比上升364.97%；实现扣非后归母净利润13.67亿元，同比上升167.31%；公司综合毛利率18.36%，相对上年略降0.48pct。受益于2017年全球集装箱航运业复苏，航运企业营运状况改善，集装箱市场需求出现了恢复性增长，集装箱制造业务的销量、收入和盈利均实现大幅回升；此外得益于国家治超政策，明显提振了公司道路运输车辆业务。
- ◆ **受益于全球贸易复苏，集装箱业务快速回升：**受全球贸易持续复苏及2016年基数较低的影响，公司2017年集装箱业务收入达250.47亿元，同比大幅增长126.32%；实现净利润为14.63亿元，同比增长302.52%；集装箱业务毛利率为15.58%，同比上年10.64%大幅增长。其中普通干货集装箱收入同比增长211.33%。根据WTO发布的全球贸易景气指数，今年2月该指数为102.3，高于100的趋势水平，较2017年11月的数值高0.1。特别是订单和货运指标增势强劲，显示全球贸易在未来几个月将继续保持在长期趋势水平之上。
- ◆ **能化装备受益于天然气改革和油价维持较高位：**2017年，公司能源化工及液态食品装备业务实现营业收入118.46亿元，同比上升26.65%；净利润4.74亿元，同比2016扭亏为盈（2016年亏损8.93亿元）。旗下中集安瑞科三大业务收入均有不同程度增长。我国政府围绕天然气利用、定价机制、基础设施建设与运营管理等方面密集出台与落地实施了一系列政策。在愈加严格的环保政策要求下，中国开启大规模的“煤改气”工程，激发了国内市场对于天然气需求的大幅增长，也带动了LNG储运装备需求的增长。中集安瑞科终止收购SOE，并在2016-2017年计提大幅减值拨备，该影响因素已在2017年消除。而纵观国际油价在2016年触底回升后基本稳定在50美元（ICE布油）上方，天然气作为石油替代燃料的吸引力逐步恢复，天然气储运装备的市场需求逐步得到回升。我们判断，今年能化装备业务业绩存在弹性。
- ◆ **国内治超海外复苏，道路车辆业务全面增长：**公司道路运输车辆业务在2017年继续实现全面增长，全年累计销售16.30万台，同比增长32.41%；实现销售收入为195.21亿元，同比增长32.84%；实现净利润为10.18亿元，同比增长32.78%，收入和净利润的增长主要得益于我国市场的良好业绩，欧洲和北美市场收入好于预期以及新兴市场局部地区市场回暖等因素。国内环保、治超政策持续严格，道路运输车辆轻量化产品替换趋势明显，运输类半挂车替换需求增长得到明显的释放。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司2018-2020年营业收入分别为892亿元、1014亿元、1147亿元；归母净利润分别为31.86亿元、37.38亿元、42.48亿元；按当前股价及盈利预测，2018年PE为15倍，维持“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**中美贸易摩擦如越演愈烈，将导致全球经济复苏缓慢，集装箱等业务将受到影响；天然气改革推进缓慢；原材料价格上涨导致成本压力加大等。

机械 | 起重运输设备 III

投资评级

买入-A(维持)

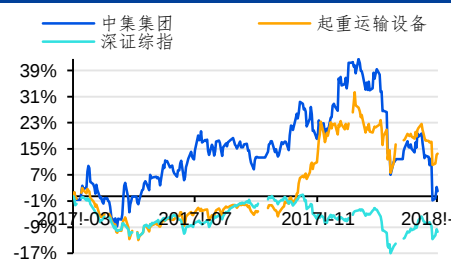
股价(2018-03-28)

16.47元

交易数据

总市值（百万元）	49,157.95
流通市值（百万元）	20,877.70
总股本（百万股）	2,984.70
流通股本（百万股）	1,267.62
12个月价格区间	14.43/23.36元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.32	-21.26	13.49
绝对收益	-13.13	-24.83	2.33

分析师

 张仲杰
 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsc.cn
 021-20377099

报告联系人

 范益民
 fanyimin@huajinsc.cn
 021-20377169

相关报告

- 中集集团：三季报超预期，上调盈利预测 2017-10-31
- 中集集团：周期板块表现靓丽，成长板块蓄势可期 2017-09-11
- 中集集团：收购南通太平洋，构筑完整LNG产业链 2017-07-07
- 中集集团：成长历久，价值弥新 2017-05-12

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	51,111.7	76,299.9	89,203.1	101,385.1	114,719.0
同比增长(%)	-12.9%	49.3%	16.9%	13.7%	13.2%
营业利润(百万元)	800.5	4,171.7	4,907.1	5,778.2	6,702.2
同比增长(%)	-72.8%	421.1%	17.6%	17.8%	16.0%
净利润(百万元)	539.7	2,509.2	3,186.4	3,738.3	4,247.9
同比增长(%)	-72.7%	365.0%	27.0%	17.3%	13.6%
每股收益(元)	0.18	0.84	1.07	1.25	1.42
PE	91.1	19.6	15.4	13.1	11.6
PB	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、	公司营收与净利润大幅增长.....	4
二、	受益于全球贸易复苏，集装箱业务快速回升.....	4
三、	能化装备受益于天然气改革和油价维持较高位.....	5
四、	国内治超海外复苏，道路车辆业务全面增长.....	6
五、	盈利预测及投资建议	7
六、	风险提示	7

图表目录

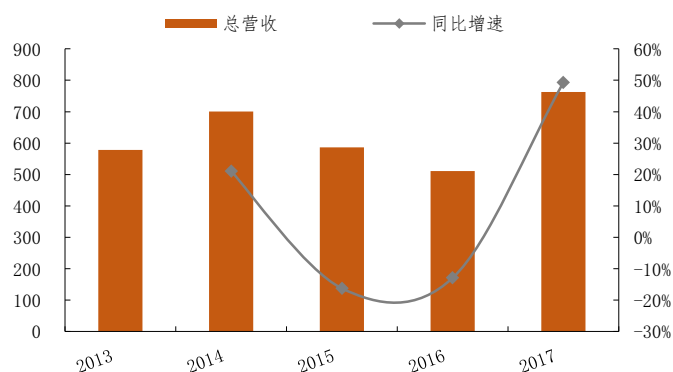
图 1：公司营业收入及同比增速（亿元；%）	4
图 2：公司归母净利润及同比增速（亿元；%）	4
图 3：公司集装箱业务营业收入与增速（亿元；%）	5
图 4：公司集装箱业务毛利率（%）	5
图 5：全球贸易景气指数（WTOI）	5
图 6：波罗的海干散货指数（BDI）	5
图 7：公司能源化工业务营业收入与增速（亿元；%）	6
图 8：公司能源化工业务毛利率（%）	6
图 9：公司道路运输车辆业务营业收入与增速（亿元；%）	7
图 10：公司道路运输车辆业务毛利率（%）	7

一、公司营收与净利润大幅增长

2017 年,公司实现营业收入 763 亿元,同比上升 49.28%;实现归母净利润 25.09 亿元,同比上升 364.97%;实现扣非后归母净利润 13.67 亿元,同比上升 167.31%;公司综合毛利率 18.36%,相对上年略降 0.48pct。

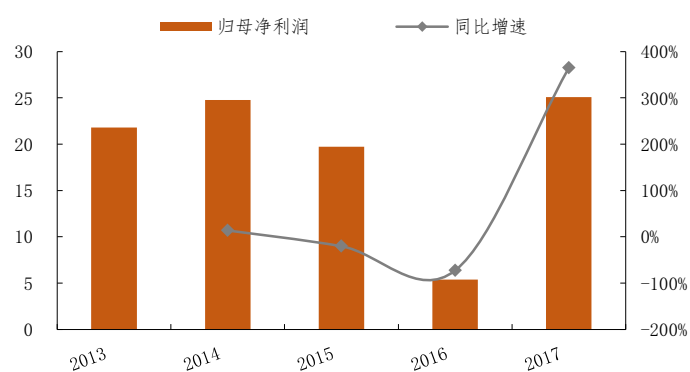
受益于 2017 年全球集装箱航运业复苏,航运企业营运状况改善,集装箱市场需求出现了恢复性增长,集装箱制造业务的销量、收入和盈利均实现大幅回升。集装箱业务收入达 250.47 亿元,同比增长 126.32%;此外得益于国家治超政策,明显提振了公司道路运输车辆业务,该业务 2017 年收入 195.20 亿元,同比增长 32.84%。

图 1: 公司营业收入及同比增速 (亿元; %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: 公司归母净利润及同比增速 (亿元; %)



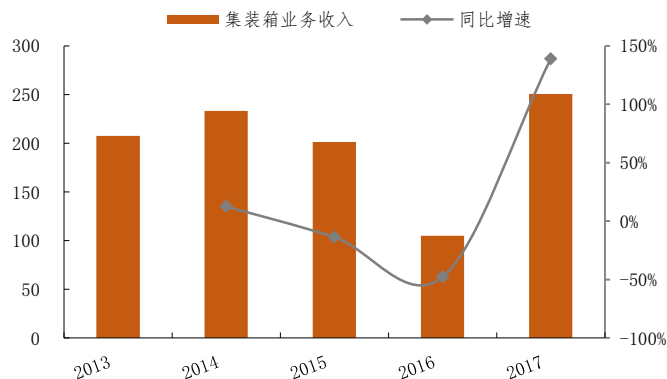
资料来源: Wind, 华金证券研究所

二、受益于全球贸易复苏,集装箱业务快速回升

受全球贸易持续复苏及 2016 年基数较低的影响,公司 2017 年集装箱业务收入达 250.47 亿元,同比大幅增长 126.32%;实现净利润为 14.63 亿元,同比增长 302.52%;集装箱业务毛利率为 15.58%,同比上年 10.64%大幅增长。

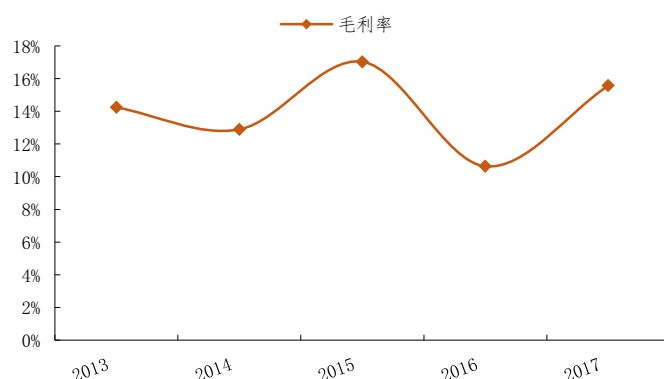
按 TEU 量,普通干货集装箱累计销售 130.89 万 TEU,同比增长 122.87%;冷藏集装箱累计销售 10.91 万 TEU,同比增长 36.89%。按收入,普通干货集装箱实现销售收入 177.19 亿元,同比增长 211.33%;冷藏集装箱实现销售收入 32.74 亿元,同比增长 46.46%;特种箱实现销售收入 48.08 亿元,同比增长 35.30%。

图 3：公司集装箱业务营业收入与增速（亿元；%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

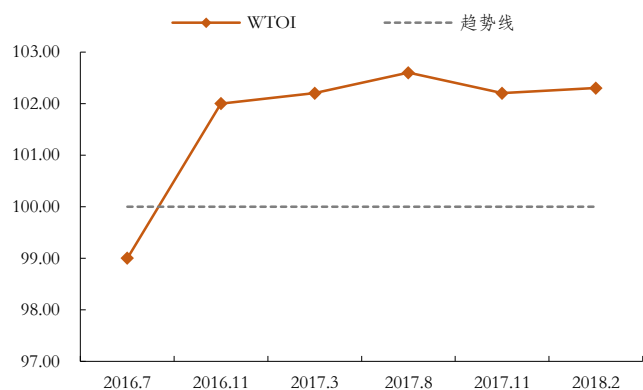
图 4：公司集装箱业务毛利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

根据 WTO 发布的全球贸易景气指数，今年 2 月该指数为 102.3，高于 100 的趋势水平，较 2017 年 11 月的数值高 0.1。特别是订单和货运指标增势强劲，显示全球贸易在未来几个月将继续保持在长期趋势水平之上。集装箱吞吐量指数和国际航空货运量指数分别为 104.3 和 103.2，均高于趋势水平，说明国际货物运输较为活跃。

图 5：全球贸易景气指数（WTOI）



资料来源：WTO，华金证券研究所

图 6：波罗的海干散货指数（BDI）



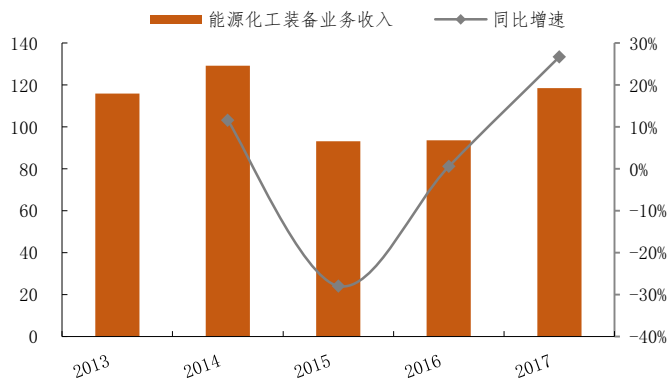
资料来源：Wind，华金证券研究所

另据克拉克森最新预测，2017 年全球集装箱贸易增速可达 5.0%，预计 2018 年仍将维持此增速。随着欧美经济继续复苏、全球大宗商品市场逐步好转，资源需求改善以及政府的基础设施项目增加，市场有望恢复增长，这将有利于公司集装箱制造业务维持在较好水平。

三、能化装备受益于天然气改革和油价维持较高位

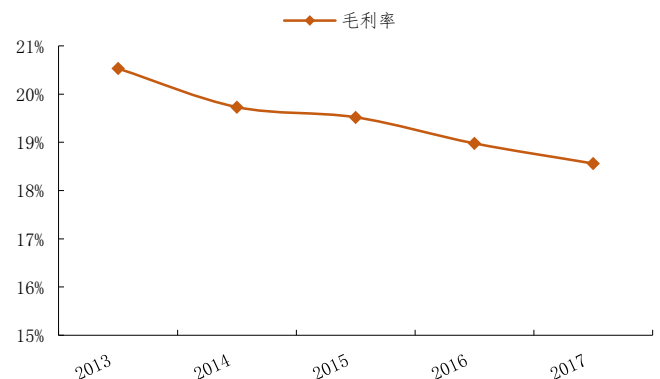
2017 年，公司能源化工及液态食品装备业务实现营业收入 118.46 亿元，同比上升 26.65%；净利润 4.74 亿元，同比 2016 扭亏为盈（2016 年亏损 8.93 亿元）。旗下中集安瑞科三大业务中，能源装备业务实现营业收入 49.59 亿元，同比上升 53.01%；化工装备业务实现营业收入 30.26 亿元，同比上升 22.41%；液态食品装备业务实现营业收入 26.86 亿元，同比上升 19.11%。

图 7：公司能源化工业务营业收入与增速（亿元；%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：公司能源化工业务毛利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

能源局 2016 年发布的《能源发展“十三五”规划》提出了天然气于 2020 年将占主要能源消费 10% 的目标，而这一比重在 2015 年为 5.9%。我国政府围绕天然气利用、定价机制、基础设施建设与运营管理等方面密集出台与落地实施了一系列政策，特别是 2017 年 7 月国家发展改革委等十三部委联合印发《加快推进天然气利用的意见》，明确加快推进天然气在城镇燃气、工业燃料、燃气发电、交通运输等领域的利用，国内天然气消费重回高速增长轨道。

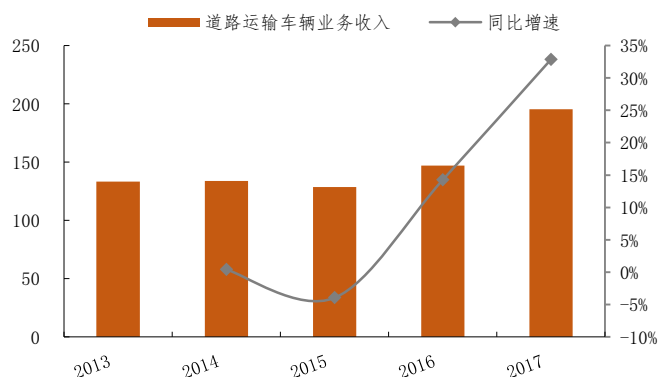
同时，在愈加严格的环保政策要求下，中国开启大规模的“煤改气”工程，激发了国内市场对于天然气需求的大幅增长，也带动了 LNG 储运装备需求的增长。此外，中国危险品运输相关条例规管也日趋完善，国家鼓励开展多式联运，建设物流基建、设立多式联运示范性项目、鼓励建设多式联运枢纽场站，有助于加强罐式集装箱在中国物流行业的渗透率。

中集安瑞科终止收购 SOE，并在 2016-2017 年计提大幅减值拨备，该影响因素已在 2017 年消除。而纵观国际油价在 2016 年触底回升后基本稳定在 50 美元（ICE 布油）上方；而今年以来，油价都在 60 美元上方，天然气作为石油替代燃料的吸引力逐步恢复，天然气储运装备的市场需求逐步得到回升。我们判断，今年能化装备业务业绩存在弹性。

四、国内治超海外复苏，道路车辆业务全面增长

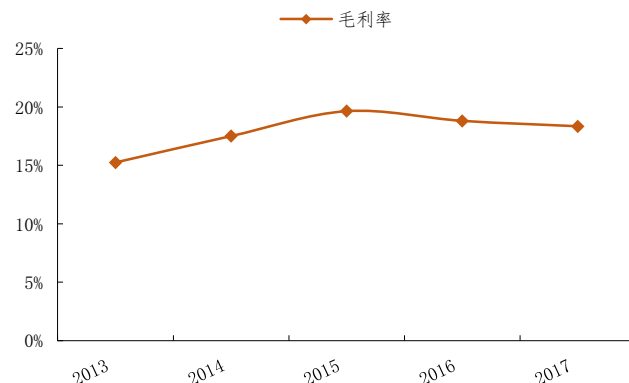
公司道路运输车辆业务在 2017 年继续实现全面增长，全年累计销售 16.30 万台，同比增长 32.41%；实现销售收入为 195.21 亿元，同比增长 32.84%；实现净利润为 10.18 亿元，同比增长 32.78%，收入和净利润的增长主要得益于我国市场的良好业绩，欧洲和北美市场收入好于预期以及新兴市场局部地区市场回暖等因素。

图 9：公司道路运输车辆业务营业收入与增速（亿元；%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：公司道路运输车辆业务毛利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

我国在 2016 年出台强制性标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》（GB1589-2016）；国内环保、治超政策持续严格，道路运输车辆轻量化产品替换趋势明显，运输类半挂车替换需求增长得到明显的释放。2017 年，国内半挂车实现销售 6.6 万台，销量及盈利大幅增长，建筑类产品集体复苏，主力车型如普通自卸车、混凝土搅拌运输车、粉罐车均实现快速增长。中集车辆生产了超过 12 万台的各类半挂车、产销量继续名列世界第一；骨架车和液罐车等品类继续保持全球领先地位。

另外在海外市场，北美市场在厢式车、冷藏车下滑情况下，公司通过在北美工厂全面深化东莞灯塔化制造管理体系的应用，提升效率、品质及产品盈利性，实现稳定盈利；新兴市场通过追逐细分市场和细分产品，把握了越南建筑类产品爆发契机实现业绩回升，同时澳洲重塑，MLI 重组后聚焦罐车主业，较去年同期大幅减亏；欧洲市场继续保持 SDC 业务稳固发展和 LAG 业务增长，聚焦核心产品快速总装成功实现转型，增强盈利能力，实现可持续性发展。

五、盈利预测及投资建议

公司贡献利润较大的业务主要为集装箱、道路运输车辆、能源化工设备、金融。我们判断，2018 年虽存在中美贸易摩擦的不确定因素，但总体全球贸易回暖的趋势不变，公司集装箱业务将维持高位并有一定的增速；欧洲和北美的经济复苏，以及国内持续的基建投资，公司道路运输车辆业务将步入稳定增长的轨道；能源化工设备业务得益于我国的确定性的加快天然气发展战略，以及油价维持较高位水平，天然气消费或重回高速增长轨道，公司该业务存在业绩弹性；海工业务将随着底部温和复苏，将持续减亏。

综合以上，我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 892 亿元、1014 亿元、1147 亿元；归母净利润分别为 31.86 亿元、37.38 亿元、42.48 亿元；按当前股价及我们的盈利预测，2018 年 PE 为 15 倍，维持“买入-A”评级。

六、风险提示

中美贸易摩擦如越演愈烈，将导致全球经济复苏缓慢，集装箱等业务将受到影响；天然气改革推进缓慢；原材料价格上涨导致成本压力加大等。

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	51,111.7	76,299.9	89,203.1	101,385.1	114,719.0	年增长率					
减:营业成本	41,482.0	62,292.7	72,851.5	82,917.8	94,025.6	营业收入增长率	-12.9%	49.3%	16.9%	13.7%	13.2%
营业税费	503.1	516.7	624.4	709.7	803.0	营业利润增长率	-72.8%	421.1%	17.6%	17.8%	16.0%
销售费用	2,157.0	2,926.7	3,300.5	3,700.6	4,129.9	净利润增长率	-72.7%	365.0%	27.0%	17.3%	13.6%
管理费用	4,208.6	5,482.1	6,244.2	6,995.6	7,686.2	EBITDA 增长率	-33.3%	99.5%	18.6%	15.6%	13.7%
财务费用	719.1	1,446.3	867.5	833.3	872.1	EBIT 增长率	-57.5%	231.1%	14.8%	14.5%	14.6%
资产减值损失	2,089.6	671.3	450.0	500.0	550.0	NOPLAT 增长率	-74.1%	513.3%	7.6%	14.5%	14.6%
加:公允价值变动收益	613.9	111.3	-57.9	-	-	投资资本增长率	12.3%	2.7%	20.6%	-14.4%	27.7%
投资和汇兑收益	234.4	510.4	100.0	50.0	50.0	净资产增长率	10.3%	10.5%	1.8%	8.1%	8.7%
营业利润	800.5	4,171.7	4,907.1	5,778.2	6,702.2						
加:营业外净收支	901.5	237.6	380.0	450.0	530.0	盈利能力					
利润总额	1,702.1	4,409.2	5,287.1	6,228.2	7,232.2	毛利率	18.8%	18.4%	18.3%	18.2%	18.0%
减:所得税	967.1	1,250.8	1,321.8	1,557.1	1,808.0	营业利润率	1.6%	5.5%	5.5%	5.7%	5.8%
净利润	539.7	2,509.2	3,186.4	3,738.3	4,247.9	净利润率	1.1%	3.3%	3.6%	3.7%	3.7%
						EBITDA/营业收入	7.0%	9.4%	9.5%	9.7%	9.7%
						EBIT/营业收入	3.0%	6.6%	6.5%	6.5%	6.6%
						偿债能力					
						资产负债率	68.6%	66.9%	71.9%	66.1%	71.0%
						负债权益比	218.4%	202.1%	256.2%	195.1%	245.4%
						流动比率	1.15	1.15	1.18	1.05	1.19
						速动比率	0.78	0.77	0.74	0.72	0.73
						利息保障倍数	2.11	3.48	6.66	7.93	8.68
						营运能力					
						固定资产周转天数	155	106	103	105	99
						流动营业资本周转天数	100	78	97	92	98
						流动资产周转天数	341	265	290	273	279
						应收账款周转天数	123	107	115	111	113
						存货周转天数	119	87	103	95	99
						总资产周转天数	815	602	580	527	500
						投资资本周转天数	437	314	300	268	249
						费用率					
						销售费用率	4.2%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%
						管理费用率	8.2%	7.2%	7.0%	6.9%	6.7%
						财务费用率	1.4%	1.9%	1.0%	0.8%	0.8%
						三费/营业收入	13.9%	12.9%	11.7%	11.4%	11.1%
						投资回报率					
						ROE	1.8%	7.7%	9.8%	10.7%	11.2%
						ROA	0.6%	2.4%	2.5%	3.3%	3.0%
						ROIC	1.1%	6.1%	6.4%	6.1%	8.2%
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	0.27	0.32	0.38	0.43
						分红比率	33.1%	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.4%	1.6%	1.9%	2.3%	2.6%
资产负债表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,326.0	5,596.3	7,136.2	8,110.8	9,177.5	EPS(元)	0.18	0.84	1.07	1.25	1.42
交易性金融资产	141.2	194.9	140.0	140.0	140.0	BVPS(元)	9.81	10.88	10.87	11.75	12.74
应收帐款	20,874.0	24,656.5	32,321.4	30,307.9	41,763.2	PE(X)	91.1	19.6	15.4	13.1	11.6
应收票据	1,536.2	1,376.9	2,861.7	1,482.4	3,700.8	PB(X)	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
预付帐款	2,166.0	2,147.7	5,165.8	1,867.2	6,840.0	P/FCF	34.9	-22.7	12.0	28.8	30.0
存货	17,409.5	19,258.3	31,886.3	21,623.8	41,720.2	P/S	1.0	0.6	0.6	0.5	0.4
其他流动资产	4,899.2	5,771.4	5,335.3	5,553.3	5,444.3	EV/EBITDA	23.8	11.7	11.5	8.5	9.0
可供出售金融资产	442.7	441.6	440.0	440.0	440.0	CAGR(%)	85.2%	19.8%	20.4%	85.2%	19.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	1.1	1.0	0.8	0.2	0.6
长期股权投资	2,162.2	2,398.5	2,498.5	2,598.5	2,698.5	ROIC/WACC	0.2	1.0	1.1	1.0	1.4
投资性房地产	1,752.6	1,679.2	2,179.2	2,679.2	3,179.2						
固定资产	22,037.3	22,941.0	28,046.2	30,966.7	32,179.2						
在建工程	22,769.2	22,194.6	16,936.2	12,905.3	9,733.7						
无形资产	4,654.8	4,711.2	4,745.2	4,750.5	4,727.1						
其他非流动资产	17,444.0	17,236.3	17,022.9	16,871.5	16,790.4						
资产总额	124,614.7	130,604.4	156,715.0	140,297.1	178,534.2						
短期债务	15,729.8	15,317.3	25,420.0	25,628.7	33,929.5						
应付帐款	15,315.0	19,070.9	26,934.4	22,132.1	35,376.0						
应付票据	1,551.6	1,785.5	3,064.2	1,916.6	4,037.0						
其他流动负债	13,652.8	15,248.1	16,246.2	16,055.4	18,124.6						
长期借款	27,023.2	24,140.2	31,035.7	18,000.0	27,420.1						
其他非流动负债	12,207.5	11,805.0	10,019.8	9,019.8	7,952.7						
负债总额	85,480.0	87,366.9	112,720.3	92,752.7	126,840.0						
少数股东权益	9,848.8	10,776.5	11,555.4	12,488.3	13,664.6						
股本	2,978.6	2,982.9	2,984.7	2,984.7	2,984.7						
留存收益	23,901.0	27,225.7	29,454.6	32,071.4	35,044.9						
股东权益	39,134.8	43,237.4	43,994.7	47,544.4	51,694.2						
现金流量表											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E						
净利润	735.0	3,158.4	3,186.4	3,738.3	4,247.9						
加:折旧和摊销	2,191.8	2,343.3	2,719.2	3,205.1	3,582.5						
资产减值准备	2,089.6	671.3	-	-	-						
公允价值变动损失	-613.9	-111.3	-57.9	-	-						
财务费用	1,798.0	1,666.5	867.5	833.3	872.1						
投资损失	-234.4	-510.4	-100.0	-50.0	-50.0						
少数股东损益	195.3	649.2	778.9	932.9	1,176.3						
营运资金的变动	-122.0	-3,373.2	-13,760.3	10,576.1	-21,251.1						
经营活动产生现金流量	2,341.6	4,275.4	-6,366.2	19,235.6	-11,422.4						
投资活动产生现金流量	-6,854.7	-1,580.1	-2,702.4	-2,643.1	-2,003.4						
融资活动产生现金流量	7,511.0	-3,537.2	10,608.5	-15,617.9	14,492.5						

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.huajinsc.cn