

通富微电 (002156.SZ)

动态分析

并购整合业务扩张持续推进，未来前景可期

电子元器件 | 半导体 III

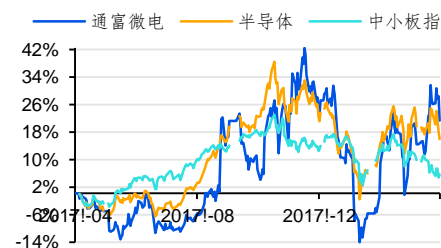
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2018-04-27) **12.61 元**

交易数据

总市值(百万元)	14,548.21
流通市值(百万元)	12,262.34
总股本(百万股)	1,153.70
流通股本(百万股)	972.43
12个月价格区间	8.80/14.89 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.38	16.41	17.06
绝对收益	10.23	7.59	22.43

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

通富微电：中期营收大幅增加，盈利能力改善值得期待 2017-08-27

通富微电：战略合作厦门海沧区政府投资 70 亿元建设高端先进封测产线，拓展公司业务规模 2017-06-27

通富微电：收购资产并表提升收入，整合推动未来业绩 2017-03-20

通富微电：规模扩张享全球产业转移红利，收购 AMD 封测资产打开未来成长空间 2017-02-06

通富微电：三季报并表带来收入大增，盈利能力有待整合 2016-10-29

投资要点

◆ **公司动态：**公司披露 2017 年年度报告，销售收入同比上升 42.0% 为 65.2 亿元，毛利率水平为 14.5%，同比下降 3.5 个百分点，归属上市公司股东净利润为 1.22 亿元，同比下降 32.5%，每股净利润 0.13 元，同比下降 31.6%。2017 年第四季度公司实现营业收入为 16.7 亿元，同比增长 20.6%，归属上市公司股东净利润为亏损 257 万元，同比转亏。2017 年度公司不分红、不送红股，不以资本公积金转增股本。公司披露 2018 年第一季度业绩报告，营业收入同比上升 13.4% 为 16.4 亿元，归属上市公司股东净利润为 3,663 万元，同比上升 1.7%。

◆ 点评：

➢ **并表及扩张带来营收大幅提升，安防市场依旧如火如荼：**公司 2017 年销售收入和净利润同比分别增长 31.2% 和 26.8%，在恐怖主义和极端主义事件持续发生的全球市场，安防行业依然保持着良好的市场需求，在国内市场，以新疆等地为核心安防视频监控系统的的需求也是推动了产业的快速扩张。公司作为全球市场的龙头企业之一，经营策略方面持续从渠道分销模式向项目分销的方式推进，开拓视频监控安防监控的国内外市场，同时在创新业务中以萤石为代表的业务部门也实现了盈利，使得公司在营收和盈利方面同步获得了有效的增长。

➢ **多项因素影响公司毛利率，管理效率提升费用率小幅下降：**公司 2017 年全年毛利率为 14.5%，同比下降 3.5 个百分点，苏通产业园、合肥产业园的产能处于爬坡期，AMD 资产的良率测算方式不同，使得毛利率有所下滑。而第四季度上游基板供应商的事故导致公司供给短缺，收入增长不及预期也是毛利率下降的原因。公司在管理效率方面持续有改善，管理费用率和销售费用率同比分别下降 1.8 和 0.1 个百分点，而汇率波动则导致了财务费用率同比上升 2.0 个百分点。

➢ **2018 年上半年保持稳点，全年收入预期仍然乐观：**公司披露 2018 年第一季度业绩报告，营业收入同比上升 13.5% 为 16.4 亿元，毛利率为 17.8%，同比上升 4.1 个百分点，归属上市公司股东净利润为 3,663 万元，同比上升 1.7%。另外，公司预计 2018 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润区间为 7,711 万元至 1.11 亿元，净利润变动幅度为 -10% 至 30%，2018 年的经营目标，计划实现销售收入总规模为 85.10 亿元，较 2017 年实绩增长 30.54%。从公司一季度的业绩看，毛利率在产能释放稳定的情况下获得有效的提升，尽管上半年的整体业绩增速预期不高，但是全年的收入规划依然保持较为乐观的预期，我们认为随着产能和良率提升后，公司的各产业基地将会进入到稳定的产出期，未来的增长值得期待。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.40、0.52 和 0.62 元。净资产收益率分别为 7.2%、8.8% 和 9.7%，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示:** 公司主要生产基地的产能及良率爬坡速度不及预期; 主要客户的终端销售需求不理想影响订单的规模。封装测试行业竞争加剧, 影响公司盈利能力;

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	4,591.7	6,519.3	8,493.6	10,045.1	11,281.2
同比增长(%)	97.8%	42.0%	30.3%	18.3%	12.3%
营业利润(百万元)	143.8	156.1	410.1	562.3	684.6
同比增长(%)	435.8%	8.6%	162.7%	37.1%	21.8%
净利润(百万元)	180.8	122.1	457.1	597.9	713.7
同比增长(%)	22.7%	-32.5%	274.3%	30.8%	19.4%
每股收益(元)	0.16	0.11	0.40	0.52	0.62
PE	80.5	119.1	31.8	24.3	20.4
PB	3.7	2.5	2.3	2.1	2.0

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 年并表带来营收大增，净利润受制多因素出现下滑.....	4
(二) 2017 年四季度受到上游供应短缺影响出现单季度亏损.....	6
二、经营状况分析.....	7
(一) AMD 业务增长理想，新客户开拓持续推进.....	7
(二) 国内外市场份额保持平稳.....	7
(三) 2018 年第一季度业绩.....	8
(四) 2018 年 1-6 月经营业绩的预计.....	8
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 13：2017 年主要生产基地的收入规模占比.....	7
图 14：2017 年主要客户的收入规模占比.....	7
图 15：过往 3 年市场细分收入.....	7
图 16：过往 3 年市场细分毛利率.....	7
表 1：收入及毛利率的业务分布.....	9

一、财务数据分析

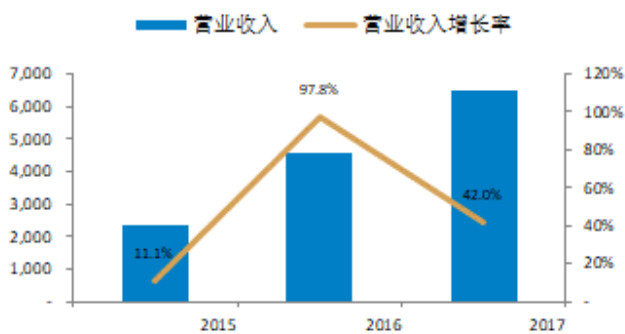
公司 2017 年销售收入同比上升 31.2% 达到 419.1 亿元，毛利率水平为 14.5%，同比下降 3.5 个百分点，归属母公司股东净利润为 1.22 亿元，同比下降 32.5%，每股净利润 0.13 元，同比下降 31.6%。公司在收购 AMD 槟城及苏州的资产后，通过定增进行产能的扩建，同时公司在南通苏通产业园、安徽合肥、厦门海沧等地推进新的产业基地的建设和渠道拓展，尽管短期影响 2017 年的利润水平，但是未来随着产业向大陆专业带来的红利，公司有望重回增长轨道。

（一）2017 年并表带来营收大增，净利润受制多因素出现下滑

公司 2017 年全年销售收入 65.2 亿元人民币，同比上升 42.0%，公司在实现 AMD 资产全年并表以及苏通产业园、合肥产业园生产基地建设完成后推动下游渠道的扩张，带来了客户订单的持续增长，进而显著提升收入水平。

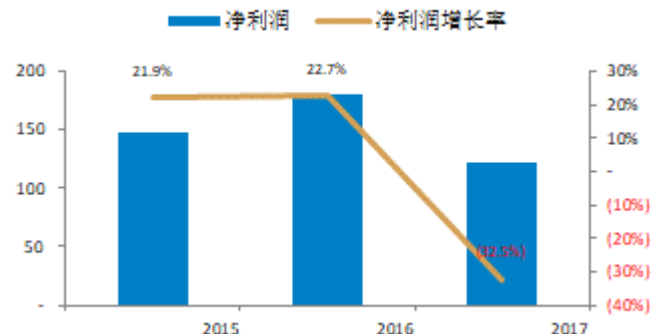
2017 年归属上市公司股东净利润为 1.22 亿元，同比下降 32.5%，每股净利润 0.13 元，同比下降 31.6%。公司净利润受制于新建的生产基地处于产能和良率的爬坡期，人民币汇率的不理想，以及上量产品的基板供应商由于意外事故，造成基板供应脱节等因素导致下滑。

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

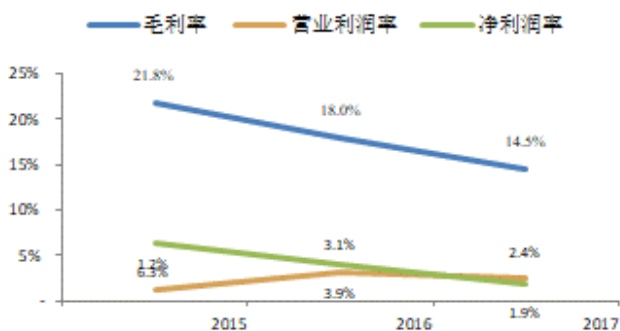
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

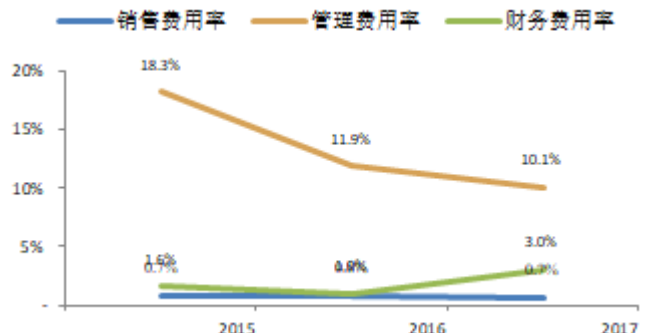
公司 2017 年全年毛利率为 14.5%，同比下降 3.5 个百分点，苏通产业园、合肥产业园的产能处于爬坡期，AMD 资产的良率测算方式不同，使得毛利率有所下滑。公司管理费用率和销售费用率同比分别下降 1.8 和 0.1 个百分点，财务费用率同比上升 2.0 个百分点。

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

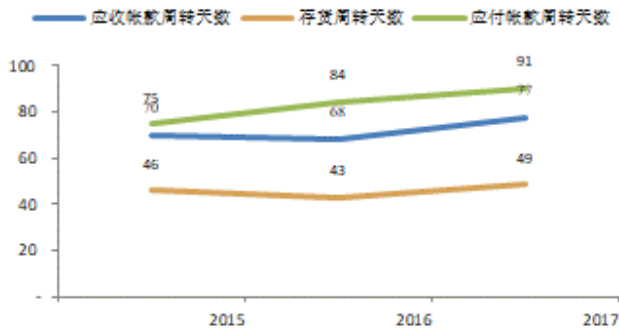
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

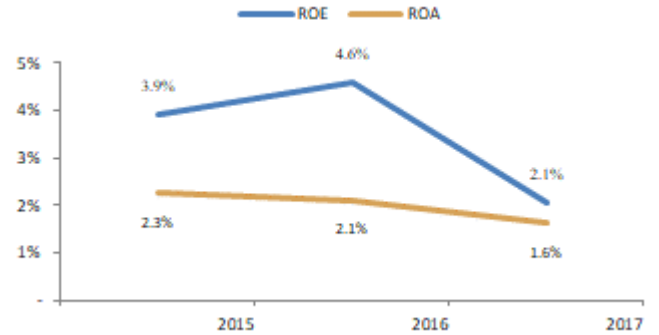
2017年公司应收账款周转天数为77天,存货周转天数为49天,应付账款周转天数为91天。公司2017年的ROE与ROA分别同比下降2.5和0.5个百分点,为2.1%和1.6%。

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

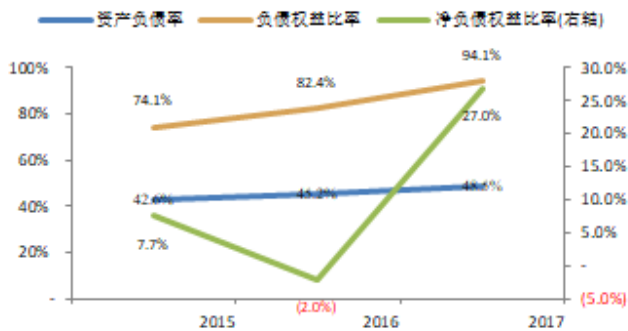
图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

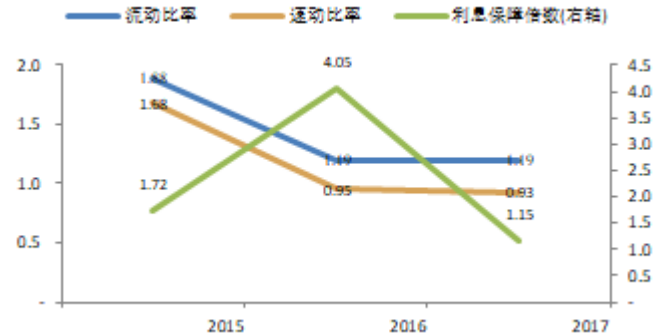
2017年公司的资产负债率为48.6%，同比上升2.4个百分点，负债权益比为94.1%，同比上升11.7个百分点，净负债权益比率为27.0%，同比上升29.0个百分点。

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



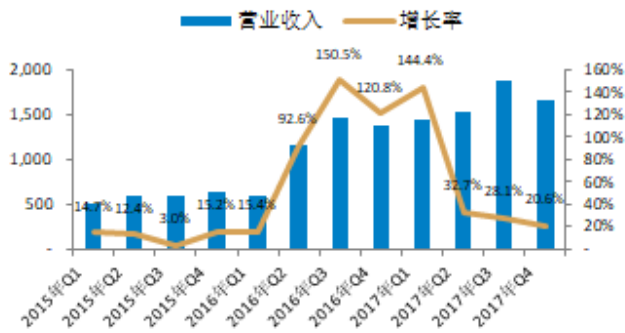
资料来源: Wind, 华金证券研究所

短期偿债能力方面,2017年流动比率、速动比率分别为1.49和0.93,同比基本持平,公司2017年利息保障倍数为1.15倍,同比下降。

（二）2017 年四季度受到上游供应短缺影响出现单季度亏损

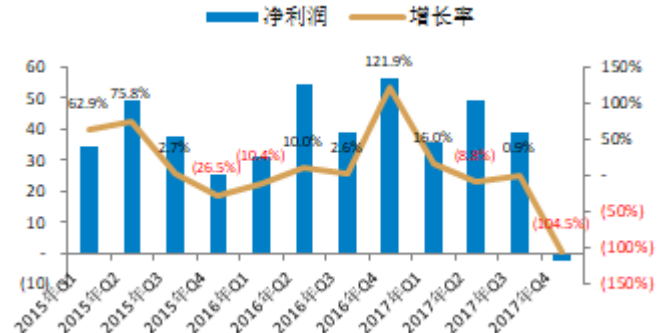
2017 年第四季度公司实现营业收入为 16.7 亿元，同比增长 20.6%，归属上市公司股东净利润为亏损 257 万元，同比转亏，四季度公司受制于上游基板厂商的事故导致供应短缺，进而影响公司在旺季的产能释放，使得盈利出现亏损。

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

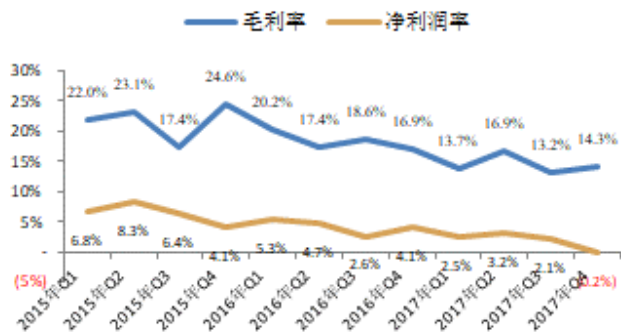
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

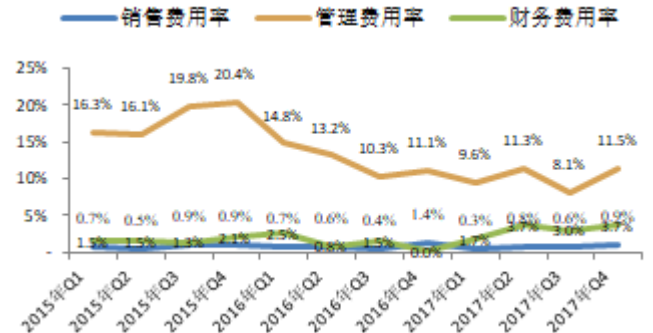
2017 年第四季度，公司毛利率水平为 14.3%，同比下降 2.6 个百分点，产能释放不足使得成本投入无法有效利用，进而使得毛利率出现了下滑。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 11.5%、0.9%、3.7%，分别同比上升 0.4、下降 0.5 和上升 3.7 个百分点。

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

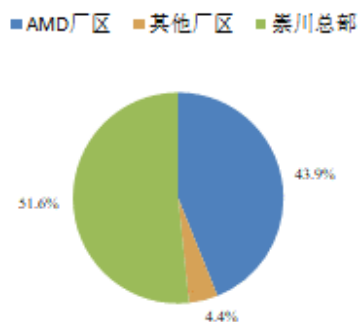
二、经营状况分析

公司在并购 AMD 后海外市场规模持续扩大，随着苏通产业园和合肥产业园的建设完成进入产能和良率的爬坡期，公司的国内收入规模也获得了有效的提升，盈利能力方面暂时仍然处于较低水平，但是未来在产能释放的情况下将会逐步恢复到正常水平。

（一）AMD 业务增长理想，新客户开拓持续推进

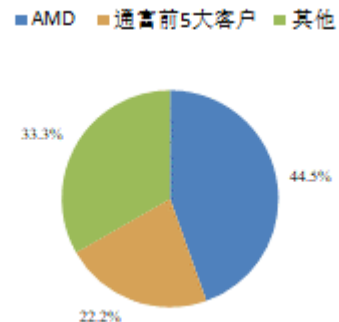
公司主营业务为集成电路的封装测试，主要生产基地包括南通崇川总部、南通苏通产业园、安徽合肥产业、通富超微苏州和通富超微槟城，可以看到的是，在完成了并购并表后，AMD 超微厂区的合计收入规模占到总收入的 43.9%，而崇川占比为 51.6%，其他厂区仍然处于爬坡期。

图 13: 2017 年主要生产基地的收入规模占比



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 14: 2017 年主要客户的收入规模占比



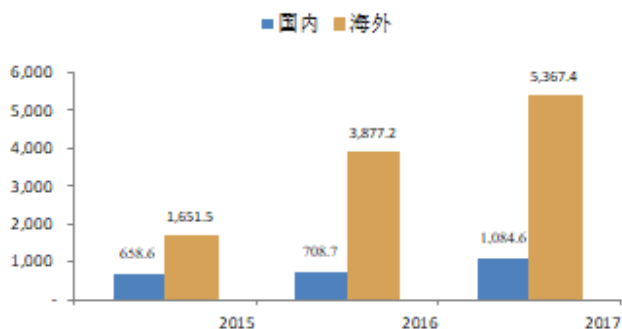
资料来源：公司年报，华金证券研究所

公司的主要客户中，AMD 的收入占比达到了 44.5%，而传统通富前 5 大客户占比达到 22.2%，其他客户的占比为 33.3%。公司积极开拓客户，2017 年新开发欧美客户 5 家、亚太客户 8 家、国内客户 6 家。

（二）国内外市场份额保持平稳

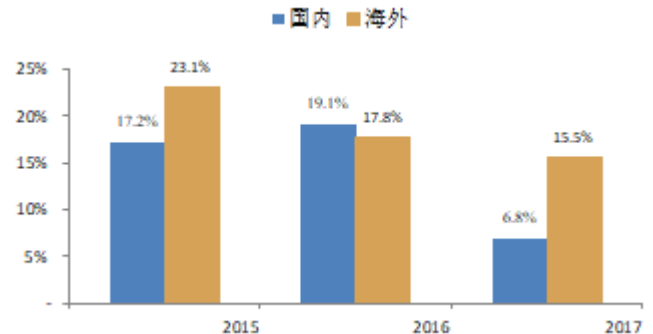
2017 年公司国内市场销售收入占总收入 16.8%，海外市场收入占比 83.2%，与 2016 年相比，国内外市场的占比基本保持稳定。

图 15: 过往 3 年市场细分收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16: 过往 3 年市场细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

2017 年公司国内市场的毛利率 6.8%，同比下降 12.3 个百分点，海外市场毛利率 15.5%，同比下降 2.3 个百分点，产能爬坡过程中毛利率受到较大影响。

（三）2018 年第一季度业绩

公司披露 2018 年第一季度业绩报告，营业收入同比上升 13.5% 为 16.4 亿元，毛利率为 17.8%，同比上升 4.1 个百分点，归属上市公司股东净利润为 3,663 万元，同比上升 1.7%。公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别上升 0.3、3.3 和 1.8 个百分点。

（四）2018 年 1-6 月经营业绩的预计

公司预计 2018 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润区间为 7,711 万元至 1.11 亿元，净利润变动幅度为 -10% 至 30%，公司认为当前经营情况预计 2018 年 1-6 月业绩较去年同期有所上升，但考虑汇率波动影响，对业绩变动幅度进行了保守估计。

公司年报披露 2018 年的经营目标，计划实现销售收入总规模为 85.10 亿元，较 2017 年实绩增长 30.54%。

三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.40、0.52 和 0.62 元。净资产收益率分别为 7.2%、8.8% 和 9.7%，给予买入-A 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

营业收入方面：1) AMD 基地的收入主要来自于产能扩建后获得 AMD 订单的规模上升，因此保持稳定的增速；2) 崇川总部 2018 年在市场环境较好的情况下有较大幅度的增长，而随着产能利用率达到高位，并且其他基地逐步投产，未来的增速将会放缓；3) 其他基地则由于产能良率爬升以及渠道扩张，收入规模将在未来 2 年内快速增长，而之后将会趋于稳健。

盈利能力方面：1) AMD 基地的毛利率有望随着良率提升而小幅提升；2) 崇川总部的毛利率将会随着产品结构调整小幅度下降；3) 其他基地的毛利率将会迅速爬升至正常水平，随后保持稳定。综合毛利率来看，2018 年将会得到回升，之后保持相对平稳。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	4,591.7	6,519.3	8,493.6	10,045.1	11,281.2
YoY	97.8%	42.0%	30.3%	18.3%	12.3%
AMD 厂区	1,739.9	2,955.4	3,502.8	4,192.0	5,025.5
其他厂区	26.6	299.3	818.7	1,278.1	1,466.9
崇川总部	2,850.4	3,476.4	4,345.5	4,780.0	5,019.0
内部抵消	(25.3)	(211.8)	(173.3)	(205.0)	(230.2)
毛利率	18.0%	14.5%	16.1%	16.5%	16.4%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司的研发投入持续增加使得管理费用率将会有所上升，而销售费用率方面则保持稳定，渠道扩张可以带来收入规模的基本同比上升，产能建设主要以设备投资为主。

四、风险提示

公司主要生产基地的产能及良率爬坡速度不及预期；

主要客户的终端销售需求不理想影响订单的规模。

封装测试行业竞争加剧，影响公司盈利能力；

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	4,591.7	6,519.3	8,493.6	10,045.1	11,281.2	年增长率					
减:营业成本	3,765.4	5,576.4	7,126.8	8,384.7	9,429.0	营业收入增长率	97.8%	42.0%	30.3%	18.3%	12.3%
营业税费	9.3	25.0	16.6	26.2	31.6	营业利润增长率	435.8%	8.6%	162.7%	37.1%	21.8%
销售费用	36.6	42.7	62.1	73.1	79.5	净利润增长率	22.7%	-32.5%	274.3%	30.8%	19.4%
管理费用	544.6	655.5	785.2	893.3	981.0	EBITDA 增长率	101.8%	32.5%	12.6%	18.9%	11.1%
财务费用	47.1	198.5	96.2	94.6	75.8	EBIT 增长率	197.4%	19.6%	121.8%	29.7%	15.8%
资产减值损失	44.3	-6.5	-1.8	12.0	1.2	NOPLAT 增长率	217.2%	112.2%	12.7%	29.7%	15.8%
加:公允价值变动收益	-	-	0.0	-0.0	0.0	投资资本增长率	67.6%	15.0%	-1.5%	0.8%	-7.0%
投资和汇兑收益	-0.5	2.1	1.7	1.1	1.6	净资产增长率	64.2%	1.9%	7.6%	7.1%	7.9%
营业利润	143.8	156.1	410.1	562.3	684.6	盈利能力					
加:营业外净收支	100.0	21.6	136.9	153.2	169.5	毛利率	18.0%	14.5%	16.1%	16.5%	16.4%
利润总额	243.8	177.8	547.0	715.5	854.1	营业利润率	3.1%	2.4%	4.8%	5.6%	6.1%
减:所得税	7.1	-19.4	68.4	89.4	106.8	净利润率	3.9%	1.9%	5.4%	6.0%	6.3%
净利润	180.8	122.1	457.1	597.9	713.7	EBITDA/营业收入	18.4%	17.2%	14.9%	14.9%	14.8%
						EBIT/营业收入	4.2%	3.5%	6.0%	6.5%	6.7%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	45.2%	48.5%	50.5%	49.1%	47.0%
货币资金	1,603.0	1,703.6	2,548.1	3,013.5	3,384.4	负债权益比	82.4%	94.1%	101.9%	96.4%	88.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.19	1.26	1.39	1.39
应收帐款	1,243.1	1,562.7	1,825.2	2,218.9	2,413.4	速动比率	0.95	0.93	1.00	1.12	1.11
应收票据	47.7	63.3	84.3	85.4	107.4	利息保障倍数	4.05	1.15	5.26	6.95	10.03
预付帐款	20.8	12.5	56.4	10.5	63.7	营运能力					
存货	781.8	975.3	1,241.3	1,324.6	1,605.1	固定资产周转天数	303	295	242	204	174
其他流动资产	245.2	119.8	338.6	234.5	231.0	流动营业资本周转天数	55	39	36	36	37
可供出售金融资产	28.8	27.9	27.9	27.9	27.9	流动资产周转天数	270	231	223	233	234
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	68	77	72	72	74
长期股权投资	9.2	41.3	41.3	41.3	41.3	存货周转天数	43	49	47	46	47
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	694	645	546	498	460
固定资产	5,026.7	5,665.4	5,744.9	5,631.9	5,251.8	投资资本周转天数	383	363	296	249	215
在建工程	653.0	517.9	308.9	204.5	204.5	费用率					
无形资产	285.3	266.6	240.0	213.3	186.6	销售费用率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	1,258.4	1,190.2	1,142.2	1,163.2	1,165.2	管理费用率	11.9%	10.1%	9.2%	8.9%	8.7%
资产总额	11,203.1	12,146.4	13,599.1	14,169.6	14,682.3	财务费用率	1.0%	3.0%	1.1%	0.9%	0.7%
短期债务	1,040.2	1,699.5	1,809.3	2,015.9	2,014.3	三费/营业收入	13.7%	13.8%	11.1%	10.6%	10.1%
应付帐款	1,694.5	1,644.6	2,442.3	2,469.8	3,055.9	投资回报率					
应付票据	-	-	154.1	39.7	58.0	ROE	4.6%	2.1%	7.2%	8.8%	9.7%
其他流动负债	581.0	385.7	439.5	444.5	466.7	ROA	2.1%	1.6%	3.5%	4.4%	5.1%
长期借款	301.0	771.8	828.3	646.4	-	ROIC	5.1%	6.4%	6.3%	8.3%	9.5%
其他非流动负债	1,444.8	1,386.6	1,189.0	1,340.1	1,305.3	分红指标					
负债总额	5,061.4	5,888.2	6,862.6	6,956.4	6,900.2	DPS(元)	-	-	-	0.13	0.15
少数股东权益	2,223.4	338.9	360.4	388.6	422.2	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%
股本	972.6	1,153.7	1,153.7	1,153.7	1,153.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.2%
留存收益	2,925.4	4,765.4	5,222.5	5,670.9	6,206.2						
股东权益	6,141.8	6,258.3	6,736.6	7,213.2	7,782.1						
						现金流量表					
							2016	2017	2018E	2019E	2020E
						净利润	236.7	197.2	457.1	597.9	713.7
						加:折旧和摊销	655.0	892.7	756.1	844.2	906.7
						资产减值准备	44.3	-6.5	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	0.0	-0.0	0.0
						财务费用	46.4	196.6	96.2	94.6	75.8
						投资损失	0.5	-2.1	-1.7	-1.1	-1.6
						少数股东损益	55.9	75.0	21.5	28.2	33.6
						营运资金的变动	980.3	-156.4	0.5	-317.5	82.6
						经营活动产生现金流量	784.8	1,009.7	1,329.8	1,246.2	1,810.8
						投资活动产生现金流量	-3,464.3	-1,649.8	-598.3	-598.9	-498.4
						融资活动产生现金流量	2,878.1	789.9	113.0	-181.9	-941.6
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.16	0.11	0.40	0.52	0.62
						BVPS(元)	3.40	5.13	5.53	5.92	6.38
						PE(X)	80.5	119.1	31.8	24.3	20.4
						PB(X)	3.7	2.5	2.3	2.1	2.0
						P/FCF	-7.4	105.3	18.8	23.9	28.1
						P/S	3.2	2.2	1.7	1.4	1.3
						EV/EBITDA	15.7	14.6	12.0	9.8	8.2
						CAGR(%)	38.3%	55.9%	48.1%	38.3%	55.9%
						PEG	2.1	2.1	0.7	0.6	0.4
						ROIC/WACC	0.5	0.7	0.7	0.9	1.0

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.huajinsec.com