

2018年07月31日

美克家居 (600337.SH)

动态分析

上半年业绩增长良好，未来加速市场开拓

投资要点

7月30日，公司发布2018年半年度报告，2018年上半年公司实现营业收入25.26亿元，同比增长40.50%；实现归母净利润2.06亿元，同比增长35.51%。其中，2018Q2单季度实现营业收入15.12亿元，同比增长46.37%；实现归母净利润1.43亿元，同比增长37.50%。

◆ **上半年营收、净利润增长良好，费用率略有上升：**2018年以来，公司将“增长”作为唯一核心目标，上半年营收、净利润增长良好。上半年公司一方面在上海新增1家直营店，并且与腾讯开展深度合作，进行数字化精准营销，门店引流效果较好等措施实现内生性增长，其次，公司年初收购在美国拥有超过70年历史的个性化沙发定制制造商Rowe公司以及越南高端实木家具和装饰品制造商M.U.S.T.公司，丰富了公司在实木家具和软体家具两方面的供应，进一步拓展国外销售市场。期间费用方面，2018年上半年加大营销力度，增加人工、广告、资产使用费等投入，并且随着并购项目Rowe公司和M.U.S.T.公司本期纳入合并报表范围导致2018年上半年销售费用率、管理费用率水平略有上升。

◆ **直营业务仍是主要收入来源，加盟业务增长潜力较大：**公司主要收入仍来源于直营业务，2018年上半年直营业务实现销售收入15.99亿元，同比增长30.72%，占总营业收入比例为63.30%；批发业务上半年实现营业收入6.15亿元，同比增长44.32%，占总营业收入比例为24.36%。值得注意的是，2018年上半年加盟业务实现营业收入2.80亿元，同比增长119.52%，占总营业收入比例为11.09%，加盟业务尽管目前基数较小，但随着新开门店的不断增加，未来增长潜力较大。从毛利率来看，直营业务毛利率较高，2018年上半年毛利率为65.10%，同比下滑4.78个百分点；加盟业务毛利率为36.20%，同比下滑2.20个百分点；批发业务毛利率为47.58%，同比上升16.62个百分点。

◆ **下半年加速市场开拓，助力全年收入增长：**公司下半年将加速市场拓展，自营品牌美克美家预计全年将新增15家门店、12家设计工作室；其次，将继续面向优质市场，在武汉开立美克美家+美克家居品牌馆。加盟品牌A.R.T.将继续布局国内空白城市，下半年预计新增门店36家；A.R.T.西区将新增门店84家，完成直营城市网络布局。在销售渠道方面，公司将持续加强与腾讯合作，进行智慧零售和精准营销，提升门店获客能力。市场加速开拓以及精准营销，助力全年收入增长。

◆ **投资建议：**我们预测公司2018至2020年每股收益分别为0.27、0.36和0.45元。净资产收益率分别为9.6%、12.0%和14.1%。公司通过多品牌差异化战略经营模式以及市场开拓加速，管理优化等措施，在新中产阶级以上的优质市场中具有较高的知名度和美誉度，给予买入-A建议。

◆ **风险提示：**新开门店数不及预期；房地产销售不及预期风险。

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

买入-A(首次)

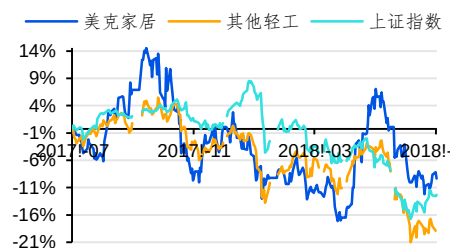
股价(2018-07-31)

5.37元

交易数据

总市值(百万元)	9,532.03
流通市值(百万元)	7,835.26
总股本(百万股)	1,775.05
流通股本(百万股)	1,459.08
12个月价格区间	4.82/7.05元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.27	16.62	3.97
绝对收益	-5.25	9.95	-7.62

分析师

叶中正

SAC执业证书编号：S0910516080001

yezhongzheng@huajinsec.cn

0755-83224377

报告联系人

杨维维

yangweiwei@huajinsec.cn

0755-83231652

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	3,466.5	4,179.4	5,526.8	6,989.2	8,729.8
同比增长(%)	21.3%	20.6%	32.2%	26.5%	24.9%
营业利润(百万元)	392.0	445.9	594.0	786.1	981.5
同比增长(%)	5.3%	13.7%	33.2%	32.3%	24.9%
净利润(百万元)	330.8	365.4	484.7	641.5	801.6
同比增长(%)	10.0%	10.4%	32.6%	32.4%	25.0%
每股收益(元)	0.19	0.21	0.27	0.36	0.45
PE	29.2	26.4	19.9	15.1	12.0
PB	3.0	2.0	1.9	1.8	1.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、上半年营收、净利润增长良好，费用率略有上升	4
二、直营业务仍是主要收入来源，加盟业务增长潜力较大	5
（一）直营业务仍是主要收入来源，加盟业务增长潜力大	5
（二）下半年加速市场开拓，助力全年收入增长	5
三、盈利预测与估值	6
（一）盈利预测	6
（二）可比公司估值	6
四、风险提示	7

图表目录

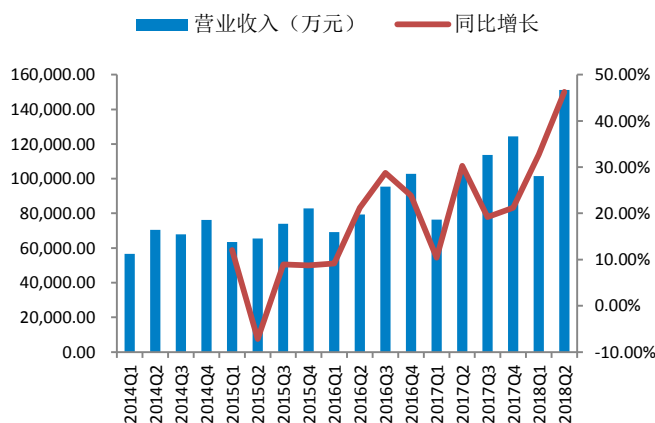
图 1：分季度营业收入及同比增长	4
图 2：分季度归母净利润及同比增长	4
图 3：分季度毛利率及净利率	5
图 4：分季度期间费用率	5
图 5：营业收入按渠道细分	5
图 6：毛利率按渠道细分	5
表 1：业务拆分	6
表 2：可比公司估值	7

一、上半年营收、净利润增长良好，费用率略有上升

公司主营实木、沙发、食品、餐桌、橱柜等家居产品的生产和销售，拥有遍布国内近 100 个城市，超过 200 家门店布局，旗下有 8 个渠道品牌，10 个制造能力领先的中高端家居制造工厂，3 家配送中心以及以创新为驱动和引领风尚的设计中心。公司旗下 8 个渠道品牌，分别为美克美家、A.R.T.、A.R.T.西区、YVY、恣在家 Zest Home 及美克美家子品牌 Rehome 以及国外品牌 Jonathan Charles 和 Rowe。其次，公司于 2001 年获得美国伊森艾伦公司品牌特许经营权在国内美克美家店面渠道独家销售。公司多品牌经营模式，致力于为客户打造高品位、一站式生活方式，经过多年的发展，公司在新中产阶级以上的优质市场中具有较高的知名度和美誉度。

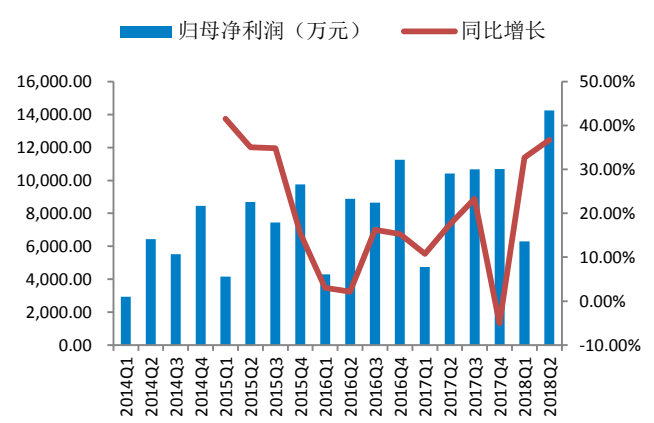
2018 年以来，公司将“增长”作为唯一核心目标。上半年公司一方面在上海新增 1 家直营店，并且与腾讯开展深度合作，进行数字化精准营销，门店引流效果较好等措施实现内生性增长，其次，公司年初收购在美国拥有超过 70 年历史的个性化沙发定制制造商 Rowe 公司以及越南高端实木家具和装饰品制造商 M.U.S.T.公司，丰富了公司在实木家具和软体家具两方面的供应，进一步拓展国外销售市场。上半年公司实现营业收入 25.26 亿元，同比增长 40.50%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比增长 35.51%。其中，2018Q2 单季度实现营业收入 15.12 亿元，同比增长 46.37%；实现归母净利润 1.43 亿元，同比增长 37.50%。

图 1：分季度营业收入及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：分季度归母净利润及同比增长

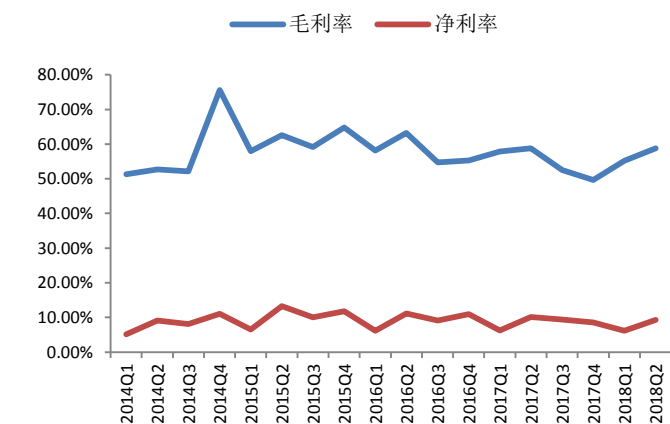


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2018 年上半年销售毛利率为 57.35%，同比下滑 1.05 个百分点，其中二季度销售毛利率为 58.78%，与上年同期持平；上半年销售净利率为 8.01%，同比下滑 0.43 个百分点，其中二季度销售净利率为 9.27%，同比下滑 0.82 个百分点。公司进入 2018 年以来，围绕销售收入的提升，销售结构有所调整，并且受到外部原材料、商品价格、以及公司对销售费用和管理费用投入等因素的影响，成本端较上年同比增加，导致上半年毛利率、净利率有所下滑。

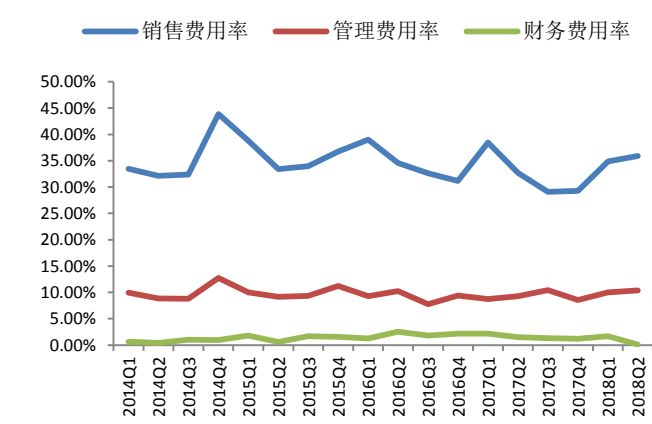
期间费用方面，2018 年上半年销售费用、管理费用、财务费用占营业收入比例分别为 35.49%、10.22%、0.70%，其中第二季度占比分别为 35.93%、10.37%、0.07%。公司 2018 年上半年加大营销力度，增加人工、广告、资产使用费等投入，并且随着并购项目 Rowe 公司和 M.U.S.T.公司本期纳入合并报表范围导致 2018 年上半年销售费用率、管理费用率水平分别同比上升 0.33、1.20 个百分点。而受汇率波动的影响，汇兑净损失减少导致 2018 年上半年财务费用率同比下滑了 1.07 个百分点。

图 3：分季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：分季度期间费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

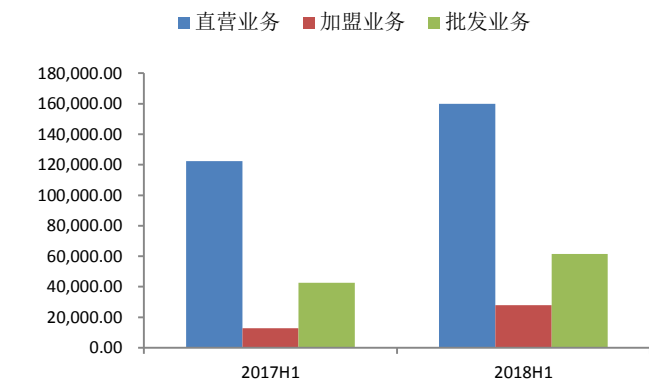
二、直营业务仍是主要收入来源，加盟业务增长潜力较大

（一）直营业务仍是主要收入来源，加盟业务增长潜力大

分渠道来看，公司主要收入来源于直营业务，2018 年上半年直营业务实现销售收入 15.99 亿元，同比增长 30.72%，占总营业收入比例为 63.30%。加盟业务由于基数较小，增长迅速，2018 年上半年加盟业务实现营业收入 2.80 亿元，同比增长 119.52%，占总营业收入比例为 11.09%，未来增长潜力较大。批发业务上半年实现营业收入 6.15 亿元，同比增长 44.32%，占总营业收入比例为 24.36%。

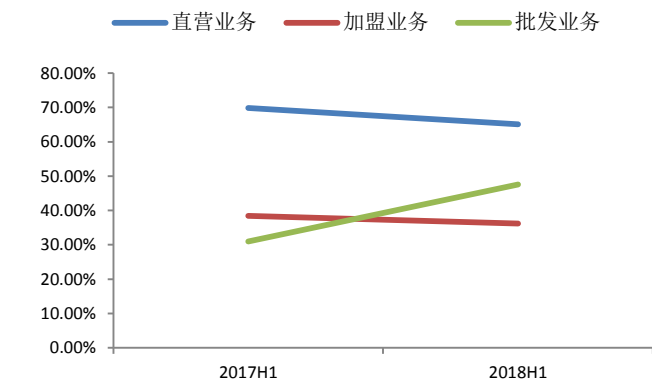
从毛利率来看，直营业务毛利率较高，2018 年上半年毛利率为 65.10%，同比下滑 4.78 个百分点；加盟业务毛利率为 36.20%，同比下滑 2.20 个百分点；批发业务毛利率为 47.58%，同比上升 16.62 个百分点。

图 5：营业收入按渠道细分



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按渠道细分



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）下半年加速市场开拓，助力全年收入增长

公司 8 大渠道品牌中主要品牌美克美家主要是直营连锁模式进行销售,3 月成都 10000 平米美克美家+美克家居品牌馆开启; A.R.T.以及 A.R.T.西区以加盟为主,直营为辅,上半年快速推进新城市开拓,截至半年度末, A.R.T.共有直营店 8 家,加盟店 117 家; A.R.T.西区共有直营店 4 家,加盟店 31 家; 恣在家 Zest Home 采取线上以主站和天猫店为主要门户,线下门店和行业合作渠道并行的多渠道销售模式; Rehome、yvy 主要以高端购物中心销售为主。

公司下半年将加速市场拓展,高质量、快速、低成本开店,预计全年将新增 15 家美克美家门店、12 家设计工作室。其次,将继续面向优质市场,在武汉开立美克美家+美克家居品牌馆。加盟品牌 A.R.T.将继续布局国内空白城市,下半年预计新增门店 36 家; A.R.T.西区将新增门店 84 家,完成直营城市网络布局。在销售渠道方面,公司将持续加强与腾讯合作,进行智慧零售和精准营销,提升门店获客能力。市场加速开拓以及精准营销,助力全年收入增长。

三、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

基于以上分析,我们做出如下假设:

在营业收入方面,公司 2018 年全面进入以增长作为核心目标的下半场,市场开拓或将加速,新开门店顺利布局,助力全年收入增长。

在毛利率方面,预计公司受到在外部原料、汇率波动等因素的影响下,成本端预计将有所上升,毛利率将呈现下降趋势。由于公司销售结构的调整以及采取精准营销等模式,预计毛利率下降幅度较小。

根据以上假设,我们预测公司 2018 年至 2020 年营业收入分别为 55.27、69.89、87.30 亿元,毛利率分别为 53.05%、52.48%、51.84%。

表 1: 业务拆分

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E
营业收入(万元)	271,377.14	285,881.98	346,651.24	417,941.82	552,676.98	698,919.58	872,982.42
零售商品	185,271.95	220,767.60	281,050.00	335,594.07	446,340.11	571,315.34	719,857.33
批发商品	63,273.19	61,284.91	61,347.40	75,195.66	97,754.36	117,305.23	140,766.28
出口产品	19,068.08	551.01					
其他业务	3,763.92	3,278.46	4,253.84	7,152.09	8,582.51	10,299.01	12,358.81
毛利率	58.69%	61.28%	57.53%	54.18%	53.05%	52.48%	51.84%
零售商品	71.49%	70.05%	63.91%	59.45%	58.00%	57.00%	56.00%
批发商品	34.58%	31.06%	28.44%	30.33%	30.00%	30.00%	30.00%
出口产品	16.16%	8.76%					
其他业务	49.72%	44.73%	55.93%	57.64%	58.00%	58.00%	58.00%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 可比公司估值

根据申万三级行业分类，公司属于家具行业，我们选取同行业上市公司作为可比公司进行估值分析，具体如下：

表 2：可比公司估值

股票代码	股票简称	收盘价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E
603833.SH	欧派家居	114.16	479.80	36.90	28.07	21.67	3.21	4.07	5.27
002572.SZ	索菲亚	29.66	273.89	30.20	22.37	16.72	0.98	1.33	1.77
300616.SZ	尚品宅配	104.38	207.41	54.57	38.27	27.46	3.71	2.73	3.80
603898.SH	好莱客	23.90	76.56	22.00	16.52	12.69	1.15	1.45	1.88
603801.SH	志邦股份	41.31	66.10	28.22	20.95	15.75	1.67	1.97	2.62
603180.SH	金牌厨柜	82.27	55.53	33.30	24.57	17.69	2.78	3.35	4.65
603326.SH	我乐家居	10.64	24.05	28.71	20.86	15.59	0.60	0.51	0.68
603816.SH	顾家家居	66.28	283.77	34.50	26.59	20.27	1.99	2.49	3.27
600978.SH	宜华生活	6.68	99.06	13.16	10.77	8.72	0.51	0.62	0.77
000910.SZ	大亚圣象	14.23	78.99	11.98	9.56	7.97	1.22	1.49	1.78
603008.SH	喜临门	18.40	72.65	25.62	19.61	14.70	0.74	0.94	1.25
603818.SH	曲美家居	9.99	49.10	19.99	15.22	11.90	0.51	0.66	0.84
603313.SH	梦百合	17.80	42.72	27.41	25.67	19.20	0.65	0.69	0.93
603208.SH	江山欧派	26.59	21.49	15.62	12.00	8.59	1.78	2.22	3.09
平均值				27.30	20.79	15.64			
600337.SH	美克家居	5.44	96.56	26.4	20.2	15.2	0.27	0.36	0.45

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：数据日期为截至 2018 年 7 月 30 日

我们认为，公司多品牌差异化战略经营模式，覆盖客户群体较广，在新中产阶级以上的优质市场中具有较高的知名度和美誉度，给予买入-A 建议。

四、风险提示

(1) 多品牌新开门店不及预期。公司拥有众多品牌，若各品牌开店速度不及预期，公司业绩增长存在相应不确定性。

(2) 房地产销售不及预期风险。床垫产品属于地产后周期产品，若地产销售不及预期，或将影响公司业绩。

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	3,466.5	4,179.4	5,526.8	6,989.2	8,729.8	年增长率					
减:营业成本	1,472.0	1,914.9	2,595.0	3,321.0	4,204.6	营业收入增长率	21.3%	20.6%	32.2%	26.5%	24.9%
营业税费	39.5	71.5	70.6	96.1	126.9	营业利润增长率	5.3%	13.7%	33.2%	32.3%	24.9%
销售费用	1,175.8	1,327.3	1,684.5	2,073.7	2,535.5	净利润增长率	10.0%	10.4%	32.6%	32.4%	25.0%
管理费用	315.8	387.0	522.6	648.2	814.5	EBITDA 增长率	8.5%	10.8%	30.2%	25.2%	19.5%
财务费用	68.3	61.9	64.2	69.4	71.6	EBIT 增长率	11.5%	5.1%	36.1%	30.0%	23.1%
资产减值损失	4.8	7.0	8.0	6.6	7.2	NOPLAT 增长率	16.6%	8.2%	29.4%	30.0%	23.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.0%	2.9%	24.5%	11.9%	2.0%
投资和汇兑收益	1.7	12.0	12.0	12.0	12.0	净资产增长率	4.9%	53.9%	2.6%	5.7%	6.5%
营业利润	392.0	445.9	594.0	786.1	981.5	盈利能力					
加:营业外净收支	4.9	0.9	-	-	0.3	毛利率	57.5%	54.2%	53.0%	52.5%	51.8%
利润总额	397.0	446.9	594.0	786.1	981.8	营业利润率	11.3%	10.7%	10.7%	11.2%	11.2%
减:所得税	66.2	81.5	109.3	144.6	180.1	净利率	9.5%	8.7%	8.8%	9.2%	9.2%
净利润	330.8	365.4	484.7	641.5	801.6	EBITDA/营业收入	16.3%	15.0%	14.8%	14.6%	14.0%
						EBIT/营业收入	13.3%	11.6%	11.9%	12.2%	12.1%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	37.7%	28.8%	44.5%	46.4%	50.4%
货币资金	392.5	1,794.4	2,376.5	3,005.4	3,753.8	负债权益比	60.5%	40.4%	80.0%	86.5%	101.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.59	3.23	1.95	1.95	1.81
应收账款	187.4	306.7	334.2	450.0	558.0	速动比率	0.64	2.06	1.13	1.08	1.08
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	6.74	7.82	10.25	12.33	14.70
预付账款	231.4	251.2	676.0	375.5	922.2	营运能力					
存货	1,657.0	1,536.6	2,788.4	3,458.8	3,851.0	固定资产周转天数	134	121	93	74	56
其他流动资产	293.2	338.2	401.5	420.0	410.7	流动营业资本周转天数	138	121	122	139	130
可供出售金融资产	-	70.5	95.0	100.0	88.5	流动资产周转天数	280	301	352	368	355
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	18	21	21	20	21
长期股权投资	8.4	-	-	-	-	存货周转天数	176	138	141	161	151
投资性房地产	21.2	20.8	20.2	19.7	19.2	总资产周转天数	517	520	522	492	443
固定资产	1,405.4	1,402.9	1,441.7	1,420.3	1,314.0	投资资本周转天数	338	301	259	241	206
在建工程	156.0	219.8	107.9	27.6	-	费用率					
无形资产	443.6	499.6	464.5	429.4	394.2	销售费用率	33.9%	31.8%	30.5%	29.7%	29.0%
其他非流动资产	346.5	484.1	407.0	272.0	183.9	管理费用率	9.1%	9.3%	9.5%	9.3%	9.3%
资产总额	5,142.7	6,924.8	9,112.9	9,978.6	11,495.6	财务费用率	2.0%	1.5%	1.2%	1.0%	0.8%
短期债务	514.4	110.8	1,326.0	2,054.6	2,597.1	三费/营业收入	45.0%	42.5%	41.1%	39.9%	39.2%
应付账款	306.0	329.6	636.8	666.2	871.0	投资回报率					
应付票据	116.5	33.4	245.7	116.2	297.0	ROE	10.3%	7.4%	9.6%	12.0%	14.1%
其他流动负债	798.4	834.9	1,158.3	1,108.0	1,473.2	ROA	6.4%	5.3%	5.3%	6.4%	7.0%
长期借款	148.6	630.6	630.6	630.6	506.0	ROIC	12.5%	12.1%	15.2%	15.8%	17.4%
其他非流动负债	54.1	53.6	53.9	53.9	53.8	分红指标					
负债总额	1,938.2	1,993.0	4,051.3	4,629.4	5,798.1	DPS(元)	0.11	0.11	0.15	0.20	0.25
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	58.5%	54.4%	55.0%	56.0%	55.1%
股本	645.0	1,806.1	1,775.1	1,775.1	1,775.1	股息收益率	2.0%	2.1%	2.8%	3.7%	4.6%
留存收益	2,554.2	3,171.9	3,286.5	3,574.0	3,922.4						
股东权益	3,204.5	4,931.8	5,061.6	5,349.1	5,697.5						
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	330.8	365.4	484.7	641.5	801.6	EPS(元)	0.19	0.21	0.27	0.36	0.45
加:折旧和摊销	182.5	236.6	158.2	166.9	169.0	BVPS(元)	1.81	2.78	2.85	3.01	3.21
资产减值准备	4.8	7.0	-	-	-	PE(X)	29.2	26.4	19.9	15.1	12.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.0	1.9	1.8	1.7
财务费用	38.5	49.1	64.2	69.4	71.6	P/FCF	59.4	39.0	11.1	11.3	8.8
投资损失	-1.7	-12.0	-12.0	-12.0	-12.0	P/S	2.8	2.3	1.7	1.4	1.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	6.6	13.5	11.0	9.0	7.4
营运资金的变动	-223.2	-64.8	-867.6	-528.4	-181.2	CAGR(%)	24.7%	29.9%	17.3%	24.7%	29.9%
经营活动产生现金流量	587.7	684.5	-172.6	337.3	849.1	PEG	1.2	0.9	1.2	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-566.6	-593.2	-76.8	-22.4	24.0	ROIC/WACC	1.4	1.3	1.6	1.7	1.9
融资活动产生现金流量	-63.5	1,300.0	831.5	314.0	-124.6						

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

叶中正声明，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