

2018年08月07日

中顺洁柔 (002511.SZ)

动态分析

中报业绩符合预期，产品结构优化+销售渠道下沉+产能扩张助力全年增长

投资要点

8月6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258,606.21万元，同比增长21.80%；实现归母净利润19,978.52万元，同比增长27.73%，增速在公司之前预计增速区间上限。其中，2018Q2单季度实现营业收入136,127.12万元，同比增长24.78%；实现归母净利润10,122.48万元，同比增长24.77%。

◆ **业绩持续增长，紧缩促销力度费用率下降：**2018年上半年公司在国际浆价大幅上涨、国内生活用纸行业供需失衡加剧，市场竞争愈发激烈的背景下，公司通过持续优化产品结构，加速重点品类以及新品的推广，完善渠道建设等措施，实现了较高的营收增长。上半年归母净利润增速略高于营业收入增速，主要是公司及时收减促销力度，销售费用率及管理费用率下降，有效应对浆价上涨对公司利润端的压缩。公司预计2018年1-9月归母净利润变动区间为2.84-3.21亿元，同比增长15-30%。

◆ **产品结构持续优化，新品“新棉初白”开售大捷：**2018年上半年，公司持续优化产品结构，继续加大对Face系列、Lotion系列、自然木等重点品类销售力度，提高各销售渠道的占有率。2018年上半年，公司成品类产品销售收入252,402.11万元，同比增长21.92%，占总营业收入比例为97.60%。在新产品方面，7月23日推出新品“新棉初白”棉花柔巾，品牌定位高端，产品面向母婴尤其是新生儿、女性消费人群。根据公司公众号，新棉初白首发销售成交近650万，开售大捷。公司不断优化产品结构、新品销售增长，成品类产品销售额预计将保持良好的增长。

◆ **四大渠道齐头并进，国内市场是主要收入来源：**目前已经形成了KA、GT、AFH、EC四大渠道齐头并进的发展模式，上半年公司持续加强四大渠道的建设，销售网点不断下沉，为公司业绩的增长提供持续的驱动力，目前公司产品销往中国大陆以及香港、澳门、俄罗斯、巴基斯坦等国家或地区，其中中国大陆市场是主要的收入来源，上半年中国大陆销售收入253,519.50万元，同比增长22.58%，占总营业收入比例97.57%。

◆ **湖北新增高档生活用纸项目基地启动建设，助力华东市场增长：**公司经过多年的发展，形成全国性生产布局方式，截至2017年年末，公司产能达到65万吨/年。2018年3月，湖北基地新增高档生活用纸项目基地正式启动建设，一期预计新增产能10万吨，项目完工投产后，将满足华东市场需求增长，成为公司未来又一利润增长点。

◆ **投资建议：**我们预测公司2018至2020年每股收益分别为0.35、0.45和0.59元。净资产收益率分别为12.9%、14.9%和16.8%，考虑到公司是国内生活用纸行业内第一梯队成员，给予买入-A建议。

◆ **风险提示：**纸浆价格大幅波动风险；汇率波动的风险；新产品推广不达预期；新市场开拓不及预期。

轻工制造 | 造纸 III

投资评级

买入-A(首次)

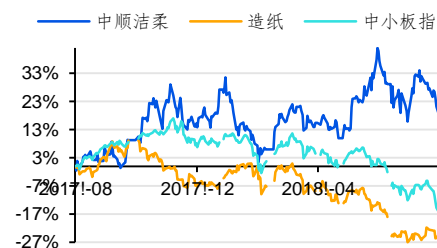
股价(2018-08-06)

8.79元

交易数据

总市值(百万元)	11,318.79
流通市值(百万元)	11,046.45
总股本(百万股)	1,287.69
流通股本(百万股)	1,256.71
12个月价格区间	8.66/17.45元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.7	22.48	33.46
绝对收益	-1.24	3.78	17.3

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)	3,809.3	4,638.3	5,690.1	6,878.5	8,361.3
同比增长(%)	28.7%	21.8%	22.7%	20.9%	21.6%
营业利润(百万元)	324.1	414.4	559.5	732.1	959.7
同比增长(%)	224.5%	27.9%	35.0%	30.8%	31.1%
净利润(百万元)	260.4	349.1	444.0	581.1	759.2
同比增长(%)	195.3%	34.0%	27.2%	30.9%	30.6%
每股收益(元)	0.20	0.27	0.35	0.45	0.59
PE	43.5	32.4	25.5	19.5	14.9
PB	4.2	3.7	3.3	2.9	2.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、中报业绩点评：业绩持续增长，缩紧促销力度费用率下降.....	4
二、产品结构优化+销售渠道下沉+产能扩张，三季度预计稳定增长.....	5
（一）产品结构持续优化，新品“新棉初白”开售大捷	5
（二）四大渠道齐头并进，国内市场是主要收入来源.....	6
（三）湖北新增高档生活用纸项目基地启动建设，助力华东市场增长	7
（四）公司预计前三季度归母净利润同比增长 15-30%.....	7
三、盈利预测与估值.....	7
（一）盈利预测.....	7
（二）可比公司估值.....	8
四、风险提示.....	8

图表目录

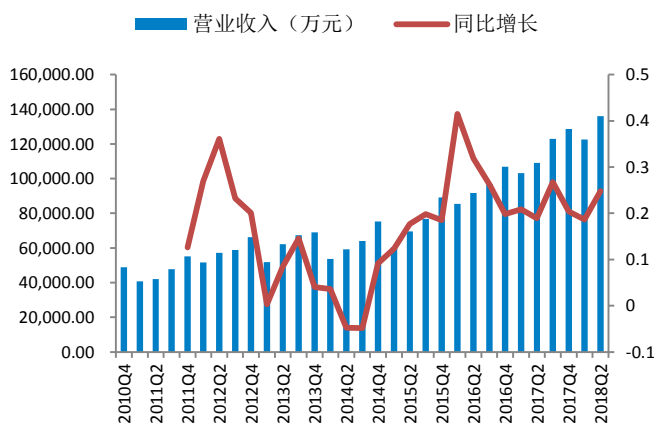
图 1：分季度营业收入及同比增长	4
图 2：分季度归母净利润及同比增长.....	4
图 3：分季度毛利率及净利率.....	5
图 4：分季度期间费用率.....	5
图 5：营业收入按产品细分（单位：万元）	6
图 6：新品“新棉初白”开售大捷.....	6
图 7：国际浆价变动（单位：美元/吨）	6
图 8：毛利率按产品细分.....	6
图 9：营业收入按地区细分（单位：万元）	7
图 10：毛利率按地区细分.....	7
表 1：业务拆分.....	8
表 2：可比公司估值.....	8

一、中报业绩点评：业绩持续增长，缩紧促销力度费用率下降

公司主要生产和销售高端生活用纸系列产品，是国内生活用纸行业内第一梯队成员，品牌定位为高端生活，品味洁柔，目前拥有“洁柔”、“太阳”两大品牌，产品品类覆盖卷纸、无芯卷纸、抽纸、纸手帕、湿巾等五大类。

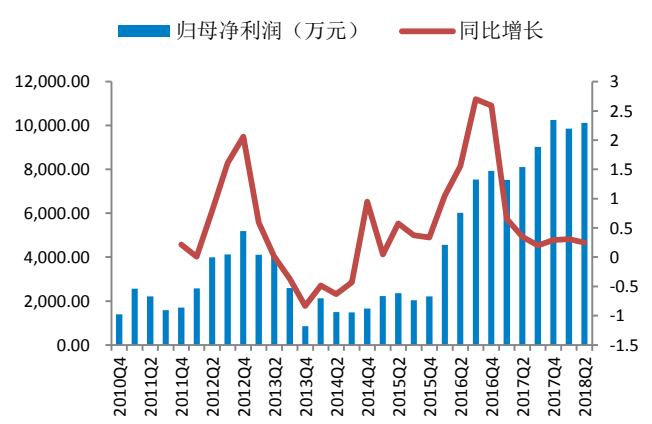
2018年上半年公司实现营业收入258,606.21万元，同比增长21.80%，其中第二季度实现营业收入136,127.12万元，同比增长24.78%。在国际浆价大幅上涨、国内生活用纸行业供需失衡加剧，市场竞争愈发激烈的背景下，公司通过持续优化产品结构，加速重点品类以及新品的推广，完善渠道建设等措施，实现了较高的营收增长。公司2018年上半年实现归母净利润19,978.52万元，同比增长27.73%，其中第二季度实现归母净利润10,122.48万元，同比增长24.77%，归母净利润增速在公司之前预计15-30%增长区间上限，符合公司预期。上半年归母净利润增速略高于营业收入增速，主要是公司及时收减促销力度，销售费用率及管理费用率下降，有效应对浆价上涨对公司利润端的压缩。

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

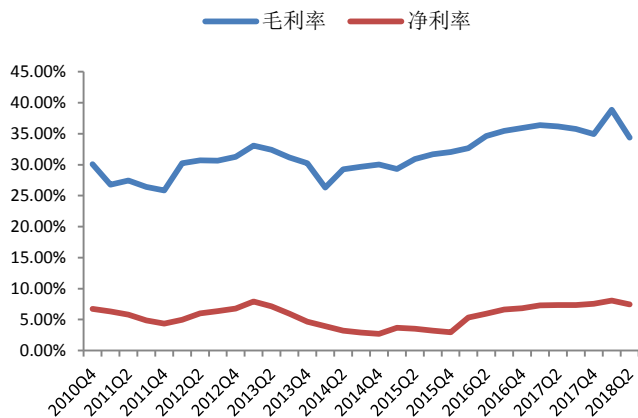
图 2：分季度归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

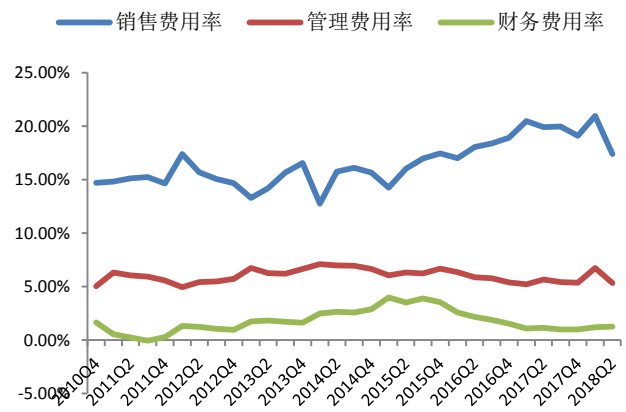
公司2018年上半年整体毛利率为36.49%，同比上升0.33个百分点，其中第二季度的受国家浆价上升以及市场竞争加剧的影响，毛利率为34.38%，同比下降1.78个百分点。而从净利率来看，2018年上半年公司整体净利率为7.73%，同比上升0.36个百分点，其中第二季度净利率为5.34%，同比略下降了0.32个百分点，主要得益于管理层及时实施缩紧促销力度以及产品提价措施。经营费用方面，上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率比分别为19.09%、6.01%、1.25%，其中第二季度的分别为17.39%、5.34%、1.27%，公司缩紧促销力度，产品提价，加大对Face、Lotion和自然木等重点品类的销售力度等使得营收增加是销售和管理费用率水平下降的主要原因，而公司财务费用率水平略有上升主要是由于借款利息增加所致。

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、产品结构优化+销售渠道下沉+产能扩张，三季度预计稳定增长

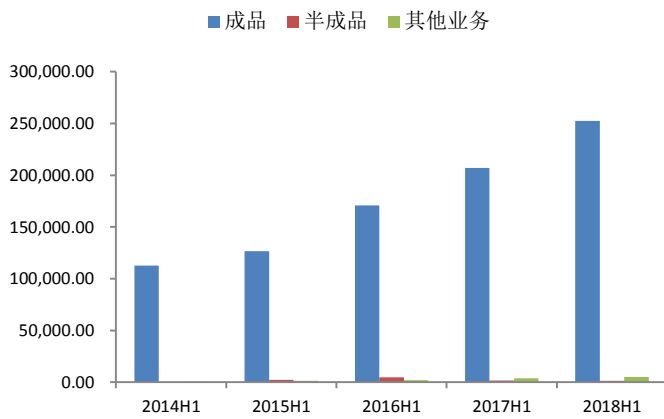
(一) 产品结构持续优化，新品“新棉初白” 开售大捷

公司产品品牌定位：高端生活、品味洁柔，拥有洁柔、太阳两大品牌，目前主要以洁柔品牌系列产品销售为主。

2018 年上半年，公司不断优化产品结构，继续加大对高端、高毛利率 Face 系列、Lotion 系列、自然木等重点品类销售力度，提高各销售渠道的占有率。2018 年上半年，公司成品类产品销售收入 252,402.11 万元，同比增长 21.92%，占总营业收入比例为 97.60%；半成品类产品销售收入 1,273.98 万元，同比下降 18.47%，占总营业收入比例为 0.49%；其他收入为 4,930.12 万元，同比增长 32.02%，占总营业收入比例为 1.91%。

在新产品方面，公司为适应市场需求，上半年加大对新产品的研发投入，上半年公司研发投入 5,885.94 万元，同比增长 214.78%。7 月 23 日推出新品“新棉初白”棉花柔巾。“新棉初白”棉花柔巾采用 100%新棉花，品牌定位高端，该产品干湿两用，产品面向母婴尤其是新生儿、女性消费人群。根据公司公众号，新棉初白首发销售成交近 650 万，开售大捷。公司不断优化产品结构以及对新品“新棉初白”销售投入的增加，“新棉初白”有望成为公司又一爆款，成品类产品销售收入预计将保持良好的增长。

图 5: 营业收入按产品细分 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

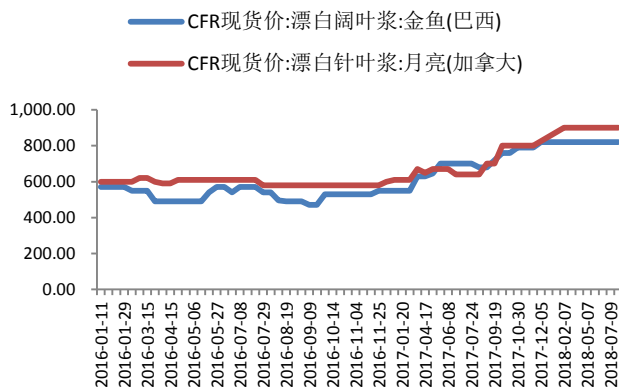
图 6: 新品“新棉初白”开售大捷



资料来源: 公司公众号, 华金证券研究所

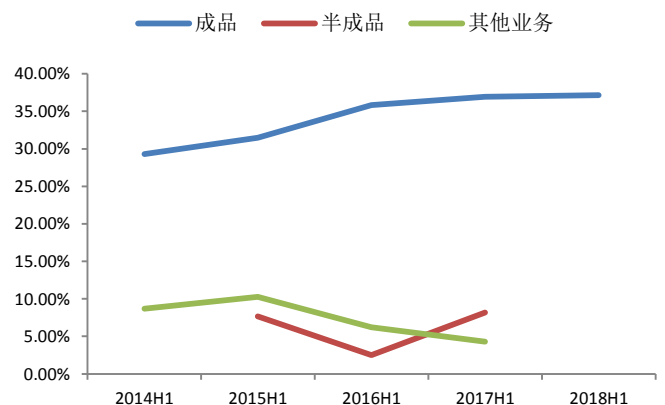
从毛利率来看, 上半年国家浆价上涨, 以漂白阔叶浆为例, 2018 年年初价格在 550 美元/吨, 二季度末价格上涨至 700 美元/吨, 涨幅在 27% 左右, 公司成本端承压, 公司通过及时收紧促销力度, 并对产品进行提价以及加大对 Face、Lotion 和自然木等重点品类产品的销售力度等措施, 有效消除原材料价格上涨带来的成本压力, 上半年成品类产品毛利率为 37.15%, 同比上升了 0.20 个百分点。

图 7: 国际浆价变动 (单位: 美元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 毛利率按产品细分

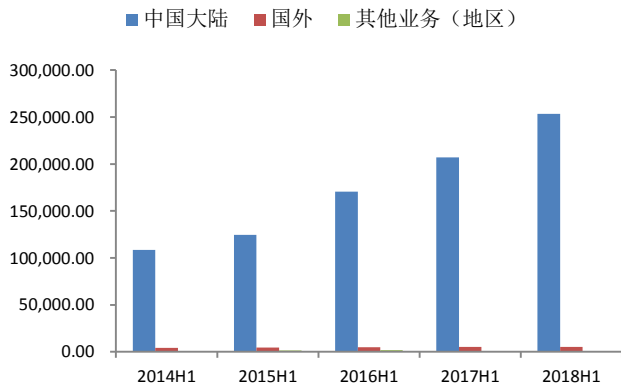


资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 四大渠道齐头并进, 国内市场是主要收入来源

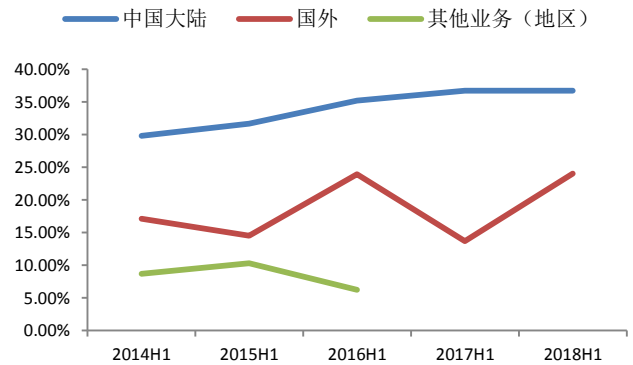
公司多年来不断完善销售渠道, 目前已经形成了 KA、GT、AFH、EC 四大渠道齐头并进的发展模式, 上半年公司持续加强四大渠道的建设, 销售网点不断下沉, 为公司业绩的增长提供持续的驱动力, 目前公司产品销往中国大陆以及香港、澳门、俄罗斯、巴基斯坦等国家或地区, 其中中国大陆市场是公司主要的收入来源, 2018 年上半年公司在大陆销售收入 253,519.50 万元, 同比增长 22.58%, 占总营业收入比例 97.57%。国外市场方面销售相对稳定, 上半年国外市场实现销售收入 5,086.71 万元, 同比下滑 1.38%, 占总营业收入比例为 2.43%。在毛利率方面, 国内市场毛利率明显高于国外市场, 上半年国内外市场毛利率分别为 36.74%、24.03%。

图 9: 营业收入按地区细分 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 毛利率按地区细分



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 湖北新增高档生活用纸项目基地启动建设, 助力华东市场增长

公司经过多年的发展, 依托子公司江门中顺、江门洁柔、云浮中顺、四川中顺、浙江中顺、湖北中顺和唐山分公司, 形成了华东、华南、华西、华北和华中等地的全国性生产布局方式, 有效降低运输成本。截至 2017 年年末, 公司产能达到 65 万吨/年。2018 年 3 月, 公司打造智能新工厂, 湖北基地新增高档生活用纸项目基地正式启动建设, 一期预计新增产能 10 万吨, 项目完工投产后, 将满足华东市场需求增长, 助力华东市场销售收入的增长, 成为公司未来又一利润增长点。随着公司产能的不断扩建, 公司整体实力有望进一步提升。

(四) 公司预计前三季度归母净利润同比增长 15-30%

公司预计 2018 年 1-9 月归母净利润变动区间为 28,359.46-32,058.52 万元, 同比增长 15-30%, 中期业绩增速处于预计归母净利润增速变动区间。

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:

公司通过产品结构的优化、销售渠道下沉以及产能扩张等措施, 成品类产品有望保持稳定的增长。在毛利率方面, 在浆价上涨, 公司成本端承压, 通过缩紧促销力度以及产品提价、加大对高毛利率产品推广等措施, 整体毛利率预计保持上升趋势。

根据以上假设, 我们预测公司 2018 年至 2020 年营业收入分别为 56.90、68.78、83.61 亿元, 毛利率分别为 35.39%、35.87%、36.33%。

表 1: 业务拆分

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E
营业收入 (万元)	252,178.02	295,897.67	380,934.91	463,834.96	569,005.53	687,847.85	836,128.53
非卷纸类	127,145.55	155,102.92	203,967.71	266,261.52	348,802.59	446,467.32	571,478.17
卷纸	117,932.86	133,236.55	164,791.32	184,526.88	206,670.11	227,337.12	250,070.83
半成品	5,512.72	4,948.74	7,787.29	3,321.08	3,321.08	3,321.08	3,321.08
其他业务	1,586.89	2,609.46	4,388.59	9,725.48	10,211.75	10,722.34	11,258.46
毛利率	30.04%	32.03%	35.92%	34.92%	35.39%	35.87%	36.33%
非卷纸类	36.76%	37.92%	41.91%	40.18%	40.20%	40.20%	40.20%
卷纸	24.40%	26.70%	30.90%	29.11%	29.11%	29.11%	29.11%
半成品	3.79%	3.78%	2.73%	6.78%	6.50%	6.50%	6.50%
其他业务	1.94%	7.46%	4.64%	10.95%	7.68%	7.76%	8.80%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 可比公司估值

公司是 A 股唯一一家生活用纸行业企业, 我们选取同属于生活用纸第一梯队成员, 在港股上市的恒安国际、维达国际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	最新价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS		
				17A	18E	19E	17A	18E	19E
1044.HK	恒安国际	68.70	723.44	18.26	18.05	16.63	3.61	3.81	4.13
3331.HK	维达国际	14.06	146.60	27.04	20.56	18.18	0.50	0.68	0.77
	平均值			22.65	19.31	17.41			
002511.SZ	中顺洁柔	8.79	113.19	32.4	25.5	19.5	0.27	0.35	0.45

资料来源: Wind, 华金证券研究所 注: 恒安国际、维达国际最新价以及 EPS 以港币为单位, 其他数据均为人民币为单位, 数据日期为截至 2018 年 8 月 6 日

我们认为, 公司是 A 股唯一一家生活用纸行业企业且是国内生活用纸行业内第一梯队成员, 标的具有一定的稀缺性。公司定位高端产品, 产品结构不断优化, 并且随着公司销售渠道逐步完善, 公司业绩未来有望保持良好增长, 给予买入-A 建议。

四、风险提示

(1) 纸浆价格大幅波动风险。公司主要原材料为纸浆, 生产耗用的纸浆成本占公司生产成本的 50-60%, 如纸浆价格发生大幅波动, 公司成本端压力较大。

(2) 汇率波动风险。公司进口机器设备和纸浆、产品海外销售主要采用港币、美元、欧元作为结算货币, 公司面临一定的汇率波动风险。

(3) 新产品销售不达预期。7 月 23 日推出的新品“新棉初白”棉花柔巾产品存在销售不及预期风险。

(4) 新市场开拓不及预期。公司目前国内开发城市有 1200 多个，尚有较多空白城市需要拓展，存在空白区域的拓展不及预期风险。

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	3,809.3	4,638.3	5,690.1	6,878.5	8,361.3	年增长率					
减:营业成本	2,441.2	3,018.6	3,676.2	4,411.4	5,323.9	营业收入增长率	28.7%	21.8%	22.7%	20.9%	21.6%
营业税费	34.5	39.0	49.7	60.1	72.2	营业利润增长率	224.5%	27.9%	35.0%	30.8%	31.1%
销售费用	721.2	886.1	1,061.1	1,267.2	1,520.6	净利润增长率	195.3%	34.0%	27.2%	30.9%	30.6%
管理费用	205.2	248.5	302.7	368.3	446.8	EBITDA 增长率	51.5%	12.5%	25.6%	23.5%	24.4%
财务费用	59.2	46.7	42.7	41.4	40.0	EBIT 增长率	87.5%	16.4%	35.0%	28.4%	29.3%
资产减值损失	25.9	5.7	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	94.4%	28.2%	23.8%	28.4%	29.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-19.1%	34.0%	-6.1%	-8.4%	8.3%
投资和汇兑收益	1.9	5.8	12.0	12.0	12.0	净资产增长率	10.8%	12.9%	13.1%	13.5%	15.5%
营业利润	324.1	414.4	559.5	732.1	959.7	盈利能力					
加:营业外净收支	10.7	6.9	5.8	7.8	6.8	毛利率	35.9%	34.9%	35.4%	35.9%	36.3%
利润总额	334.8	421.3	565.3	739.8	966.6	营业利润率	8.5%	8.9%	9.8%	10.6%	11.5%
减:所得税	74.4	72.3	121.3	158.8	207.4	净利润率	6.8%	7.5%	7.8%	8.4%	9.1%
净利润	260.4	349.1	444.0	581.1	759.2	EBITDA/营业收入	14.4%	13.3%	13.6%	13.9%	14.2%
						EBIT/营业收入	10.1%	9.6%	10.6%	11.2%	12.0%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	40.2%	47.4%	40.4%	37.7%	35.0%
货币资金	959.3	1,085.7	1,308.7	1,582.1	1,923.1	负债权益比	67.4%	90.3%	67.8%	60.6%	53.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.15	1.17	1.34	1.57	1.86
应收帐款	547.4	606.9	865.1	895.2	1,232.7	速动比率	1.72	0.96	1.05	1.16	1.50
应收票据	1.3	9.4	44.2	14.5	30.0	利息保障倍数	6.48	9.54	14.10	18.69	25.01
预付帐款	47.2	47.0	50.7	73.3	79.0	营运能力					
存货	421.2	546.9	678.5	976.0	850.3	固定资产周转天数	210	175	147	122	98
其他流动资产	97.7	718.2	140.0	140.0	332.7	流动营业资本周转天数	39	34	41	27	25
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	194	197	193	177	175
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	47	45	47	46	46
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	54	38	39	43	39
投资性房地产	22.1	36.8	35.4	34.1	32.8	总资产周转天数	428	400	366	316	285
固定资产	2,176.9	2,321.2	2,340.8	2,319.7	2,235.8	投资资本周转天数	262	225	204	157	128
在建工程	8.5	197.6	99.1	29.8	16.0	费用率					
无形资产	137.9	126.6	122.7	118.7	114.8	销售费用率	18.9%	19.1%	18.6%	18.4%	18.2%
其他非流动资产	93.0	95.5	94.1	94.1	94.4	管理费用率	5.4%	5.4%	5.3%	5.4%	5.3%
资产总额	4,512.5	5,791.8	5,779.4	6,277.5	6,941.7	财务费用率	1.6%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%
短期债务	30.0	518.4	1,105.5	661.6	630.5	三费/营业收入	25.9%	25.5%	24.7%	24.4%	24.0%
应付帐款	700.1	1,009.5	972.1	1,422.4	1,502.5	投资回报率					
应付票据	25.8	-	29.6	13.7	33.2	ROE	9.7%	11.5%	12.9%	14.9%	16.8%
其他流动负债	207.3	1,044.5	194.1	243.5	230.5	ROA	5.8%	6.0%	7.7%	9.3%	10.9%
长期借款	-	150.0	-	-	-	ROIC	9.7%	15.4%	14.2%	19.5%	27.5%
其他非流动负债	852.9	25.5	35.0	28.3	29.6	分红指标					
负债总额	1,816.1	2,747.9	2,336.2	2,369.4	2,426.3	DPS(元)	0.04	0.06	0.07	0.09	0.12
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	19.4%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	505.3	757.5	1,286.7	1,286.7	1,286.7	股息收益率	0.4%	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%
留存收益	2,270.0	2,339.4	2,156.5	2,621.4	3,228.7						
股东权益	2,696.4	3,043.9	3,443.2	3,908.1	4,515.4						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.20	0.27	0.35	0.45	0.59
现金流量表						BVPS(元)	2.09	2.36	2.68	3.04	3.51
净利润	260.4	349.1	444.0	581.1	759.2	PE(X)	43.5	32.4	25.5	19.5	14.9
加:折旧和摊销	165.3	171.2	172.9	184.3	191.7	PB(X)	4.2	3.7	3.3	2.9	2.5
资产减值准备	25.9	5.7	-	-	-	P/FCF	36.2	78.1	42.7	29.1	23.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	3.0	2.4	2.0	1.6	1.4
财务费用	47.3	69.2	42.7	41.4	40.0	EV/EBITDA	7.7	11.2	14.2	10.7	8.3
投资损失	-1.9	-5.8	-12.0	-12.0	-12.0	CAGR(%)	30.7%	29.6%	71.4%	30.7%	29.6%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.4	1.1	0.4	0.6	0.5
营运资金的变动	477.8	-630.6	121.3	168.5	-338.4	ROIC/WACC	1.0	1.6	1.4	2.0	2.8
经营活动产生现金流量	928.9	585.4	769.0	963.2	640.5						
投资活动产生现金流量	-130.7	-982.8	-76.7	-76.7	-76.7						
融资活动产生现金流量	-462.5	550.2	-469.3	-613.2	-222.7						

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.huajinsec.com