

2018 年 08 月 23 日

歌力思 (603808.SH)

动态分析

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-08-22)

16.95 元

交易数据

总市值(百万元) 5,712.20

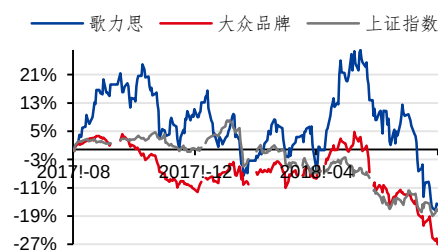
流通市值(百万元) 5,591.01

总股本(百万股) 337.00

流通股本(百万股) 329.85

12 个月价格区间 16.23/26.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.97	-14.14	0.89
绝对收益	-23.02	-29.69	-16.6

分析师

王冯

SAC 执业证书编号: S0910516120001

wangfeng@hua.jinsec.cn

021-20377089

报告联系人

吴雨舟

wuyuzhou@hua.jinsec.cn

021-20377061

相关报告

歌力思：主品牌稳步回暖，多品牌全年并表助力业绩提升 2018-04-27

歌力思：三季度收入维持快速增长，多品牌共同发展 2017-10-31

歌力思：并购&主品牌回暖带动营收增长，四季度超预期 2017-05-02

歌力思：并购稳步推进，打造中国多品牌高级时装集团 2016-12-16

多品牌稳步发展推升营收，费用及减值损失控制提振利润

事件

8 月 22 日，公司发布 2018 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 10.81 亿元，较上年同期增加 39.15%；归属于上市公司股东的净利润 1.61 亿元，较上年同期增加 32.28%。EPS 为 0.48 元。

其中第二季度公司营业收入 5.07 亿元，同比增长 15.77%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 31.39%。

投资要点

◆ **多品牌稳步发展推升营收，费用控制及减值损失提振利润：**上半年，公司实现营业收入 10.81 亿元，同比增长 39.15%；归属于上市公司股东的净利润 1.61 亿元，同比增长 32.28%。EPS 为 0.48 元。分季度看，前两季度公司营收分别增长 69.28%、15.77%，归母净利分别增长 33.18%、31.39%。我们认为，今年上半年营业收入的增长，主要源于主品牌 ELLASAY 的内生增长、Ed Hardy 的外延增长，以及 IRO 的一季度并表，其中分别占比约 45%、25%的 ELLASAY、Ed Hardy 上半年营收增长分别为 14.87%、26.42%。若剔除 IRO 及 VIVIENNE TAM 并表因素，上半年公司实现营收增长约 22.82%。而上半年的利润增长，是在营收增长的基础上，费用控制良好，资产减值损失降低，净利率水平高于去年同期水平所致。

◆ **主品牌增长稳健，Ed Hardy 实现较快增长：**分品牌看，主品牌 ELLASAY 上半年门店数量持续调整，内生增长推动营收稳步扩张：截止 2018Q2，占比约 45%的 ELLASAY 合计门店数量 312 家，较去年末的 322 家减少 3.1%。内生增长带动上半年 ELLASAY 品牌实现 14.87%的营收增长，报表店均收入达 143 万元，较去年同期提升 18.92%。公司称，报告期内，ELLASAY 品牌月店均销售额同比增长 10.30%；其中，直营店月店均销售额同比增长 14.72%。直营店同期同店单店销售收入同比增长 8.49%。

Ed Hardy 外延增长稳步，上半年增速亮眼：截止上半年，占比约 25%的 Ed Hardy 共计门店 165 家，较去年末的 148 家增长 11.5%，较去年二季度末的 125 家提升 32%。外延增长带动上半年业绩提升，占营收约 25%的 Ed Hardy 实现了 26.42%的营收增长，而报表店均收入同比减少 4.23%至 150 万元。

IRO 一季度并表推升业绩，二季度增速有所放缓：IRO 为公司 17 年 4 月并表的法国轻奢设计师品牌，今年一季度并表推升上半年业绩。截止上半年，占比约 25%的 IRO 共计直营店 36 家，较去年末的 33 家提升 9.1%，较去年同期的 21 家提升 71.4%。而从可比的二季度看，IRO 二季度实现营收同比增长 0.73%至 9782 万元。

LAUREL 上半年实现双位数增长，VIVIENNE TAM 仍在培育：今年上半年，占营收约 5%的 LAUREL 品牌实现营收增长 26.82%，其中一、二季度分别增长 49.24%、8.37%。而 VIVIENNE TAM 去年 8 月并表，上半年营收占比约为 0.27%，仍处于培育阶段。

◆ **直营分销均保持双位数增长，分销增速仍高于直营增速：**分业态看，今年上半年，

公司直营分销占比约为 57:43, 分别保持 24.62%、59.25% 的双位数营收增速, 且分销店的营收增速高于直营店营收增速。而分季度看, 两季度直营店营收分别增长 46.83%、7.87%, 分销店营收增速分别为 103.41%、23.67%, 二季度受宏观经济因素影响, 营收增速均有所放缓。

费用控制较好, 净利率略有下滑, 存货占比持续改善: 盈利能力方面, 上半年公司毛利率有所降低, 费用控制良好减缓净利率下滑幅度: 上半年, 公司销售毛利率同比下降 3.43pct 至 68.71%, 销售费用率同比降低 1.95pct 至 31.47%, 管理费用率降低 0.98pct 至 14.50%, 财务费用率提升 2.13pct 至 -0.15%。而上半年资产减值损失占营收比例同比减少 1.39pct 至 0.61%。因此, 整体期间费用率、资产减值损失占比降低减缓净利率下滑幅度, 上半年销售净利率仅下降 0.66pct 至 17.13%。存货方面, 上半年公司存货规模较去年末仅增加 8.48%, 存货占营收比例约 42.43%, 较去年同期的 48.94% 减少 6.51pct。公司存货的持续改善, 为未来业绩增长奠定基础。

◆ **投资建议:** 歌力思是我国中高端女装龙头之一, 多品牌保持稳步发展推升公司营收, 二季度消费增速略有下行时公司稳健增长, 因此预计下半年公司在部分品牌拓店推动下仍能实现较快业绩增速。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.12、1.35 和 1.62 元。净资产收益率分别为 15.0%、16.1% 和 17.0%, 目前股价约为 2018 年对应 EPS 的 15 倍, 维持买入-A 建议。

◆ **风险提示:** 公司门店外延或不及预期; 行业销售增速放缓或致同店增长下滑; 品牌间协同效果或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,132.1	2,053.0	2,481.1	3,013.2	3,637.5
同比增长(%)	35.5%	81.4%	20.8%	21.4%	20.7%
营业利润(百万元)	255.3	486.9	589.7	713.3	855.1
同比增长(%)	22.4%	90.7%	21.1%	21.0%	19.9%
净利润(百万元)	198.0	302.3	376.3	455.4	546.0
同比增长(%)	23.8%	52.7%	24.5%	21.0%	19.9%
每股收益(元)	0.59	0.90	1.12	1.35	1.62
PE	28.9	18.9	15.2	12.5	10.5
PB	3.3	2.8	2.3	2.0	1.8

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、多品牌稳步发展推升营收，费用控制及减值损失提振利润	4
二、主品牌增长稳健，Ed Hardy 实现较快增长	5
三、直营分销均保持双位数增长，分销增速仍高于直营增速	7
四、费用控制较好，净利率略有下滑，存货占比持续改善	7
五、盈利预测	8
六、风险提示	8

图表目录

图 1：歌力思营业收入及其增长	4
图 2：歌力思归母净利润及其增长	4
图 3：歌力思分季度营业收入及其增长	4
图 4：歌力思分季度归母净利润及其增长	4
图 5：歌力思销售毛利率情况	5
图 6：歌力思销售净利率情况	5
图 7：歌力思分品牌营业收入（百万元）	6
图 8：歌力思分品牌营业收入增速	6
图 9：歌力思分业态营业收入（百万元）	7
图 10：歌力思分业态营业收入增速	7
图 11：歌力思分渠道营业收入（百万元）	7
图 12：歌力思分渠道营业收入增速	7
图 13：歌力思期间费用情况	8
图 14：歌力思存货及其占比情况	8
图 15：歌力思分季度资产减值损失情况	8
表 1：歌力思各品牌经营数据情况（百万元）	6

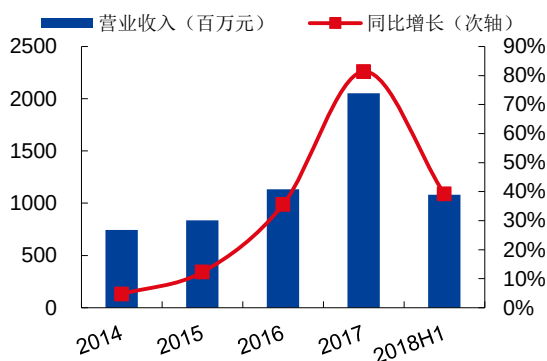
一、多品牌稳步发展推升营收，费用控制及减值损失提振利润

8月22日，公司发布2018年半年报，报告期内，公司实现营业收入10.81亿元，较上年同期增加39.15%；归属于上市公司股东的净利润1.61亿元，较上年同期增加32.28%。EPS为0.48元。

其中第二季度公司营业收入5.07亿元，同比增长15.77%，实现归母净利润0.81亿元，同比增长31.39%。

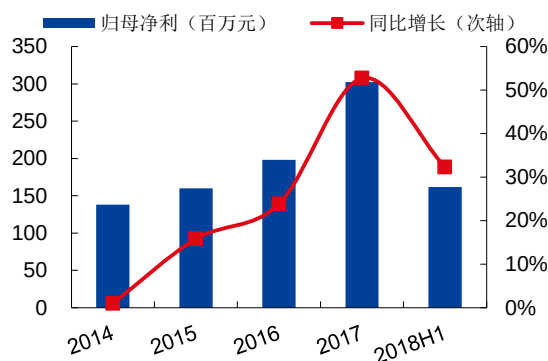
我们认为，今年上半年营业收入的增长，主要源于主品牌 ELLASAY 的内生增长、Ed Hardy 的外延增长，以及 IRO 的一季度并表，其中分别占比约 45%、25% 的 ELLASAY、Ed Hardy 上半年营收增长分别为 14.87%、26.42%。若剔除 IRO 及 VIVIENNE TAM 并表因素，上半年公司实现营收增长约 22.82%，高于 Wind 一致预期水平。而上半年的利润增长，是在营收增长的基础上，费用控制良好，资产减值损失降低，净利率水平高于去年同期水平所致。

图 1：歌力思营业收入及其增长



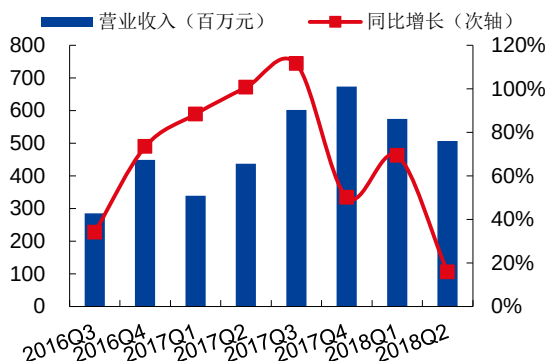
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：歌力思归母净利润及其增长



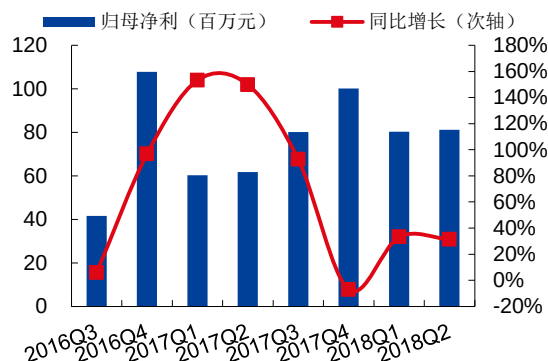
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：歌力思分季度营业收入及其增长



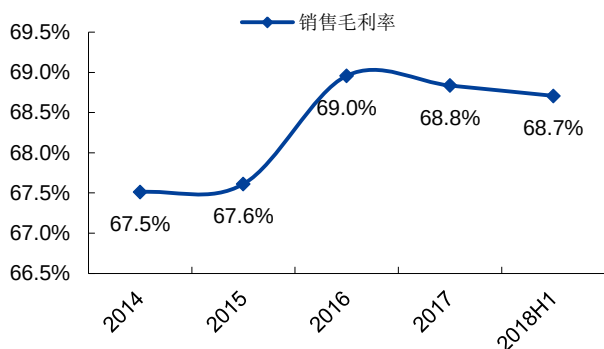
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：歌力思分季度归母净利润及其增长



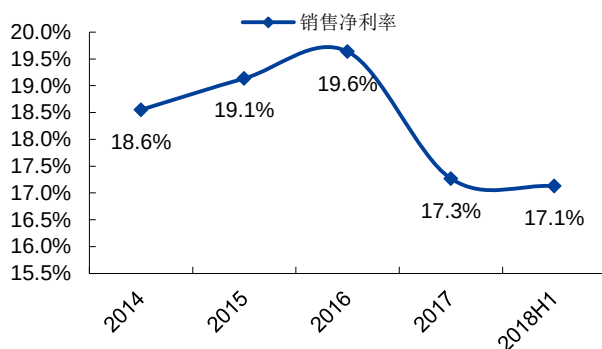
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：歌力思销售毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：歌力思销售净利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、主品牌增长稳健，Ed Hardy 实现较快增长

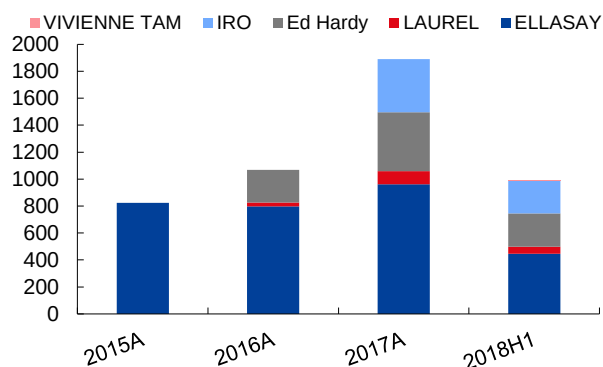
分品牌看，主品牌 ELLASAY 上半年门店数量持续调整，内生增长推动营收稳步扩张：截止 2018Q2，占比约 45%的 ELLASAY 合计门店数量 312 家，较去年末的 322 家减少 3.1%。内生增长带动上半年 ELLASAY 品牌实现 14.87%的营收增长，报表店均收入达 143 万元，较去年同期提升 18.92%。公司称，报告期内，ELLASAY 品牌月店均销售额同比增长 10.30%；其中，直营店月店均销售额同比增长 14.72%。直营店同期同店单店销售收入同比增长 8.49%。

Ed Hardy 外延增长稳步，上半年增速亮眼：截止上半年，占比约 25%的 Ed Hardy 共计门店 165 家，较去年末的 148 家增长 11.5%，较去年二季度末的 125 家提升 32%。外延增长带动上半年业绩提升，占营收约 25%的 Ed Hardy 实现了 26.42%的营收增长，而报表店均收入同比减少 4.23%至 150 万元。

IRO 一季度并表推升业绩，二季度增速有所放缓：IRO 为公司 17 年 4 月并表的法国轻奢设计师品牌，今年一季度并表推升上半年业绩。截止上半年，占比约 25%的 IRO 共计直营店 36 家，较去年末的 33 家提升 9.1%，较去年同期的 21 家提升 71.4%。而从可比的二季度看，IRO 二季度实现营收同比增长 0.73%至 9782 万元。

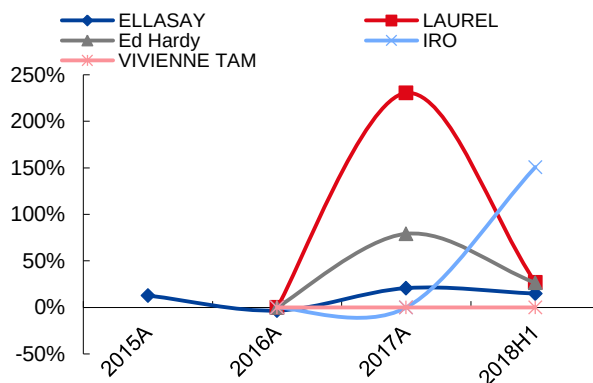
LAUREL 上半年实现双位数增长，VIVIENNE TAM 仍在培育：今年上半年，占营收约 5%的 LAUREL 品牌实现营收增长 26.82%，其中一、二季度分别增长 49.24%、8.37%。而 VIVIENNE TAM 去年 8 月并表，上半年营收占比约为 0.27%，仍处于培育阶段。

图 7：歌力思分品牌营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：歌力思分品牌营业收入增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 1：歌力思各品牌经营数据情况（百万元）

品牌情况（分季度）	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
ELLASAY	202.37	185.95	259.13	314.55	238.00	208.06
YOY	13.85%	14.13%	44.93%	13.51%	17.60%	11.89%
毛利率	73.69%	73.46%	70.86%	69.43%	70.91%	71.81%
店均收入	0.61	0.58	0.79	0.98	0.75	0.67
YOY	19.72%	25.08%	58.22%	20.20%	22.04%	15.84%
占比	64.31%	45.66%	45.44%	52.59%	45.00%	44.99%
LAUREL	18.60	22.61	22.35	34.19	27.75	24.50
YOY		502.40%	122.22%	116.84%	49.24%	8.37%
毛利率	79.73%	79.33%	85.43%	78.59%	82.30%	83.58%
店均收入	0.98	0.98	0.77	1.14	0.93	0.70
YOY		57.15%	-38.70%	22.88%	-5.48%	-28.78%
占比	5.91%	5.55%	3.92%	5.72%	5.25%	5.30%
Ed Hardy	93.71	101.57	119.06	121.73	116.66	130.20
YOY		107.52%	36.55%	13.47%	24.49%	28.19%
毛利率	71.58%	74.83%	68.41%	71.29%	72.45%	72.70%
店均收入	0.79	0.81	0.87	0.82	0.77	0.79
YOY		56.06%	6.65%	-11.06%	-1.89%	-2.88%
占比	29.78%	24.94%	20.88%	20.35%	22.06%	28.15%
IRO		97.12	169.72	127.69	145.73	97.82
YOY						0.73%
毛利率		65.42%	62.81%	56.68%	58.17%	69.55%
店均收入		4.62	5.85	3.87	4.05	2.72
YOY						-41.24%
占比		23.85%	29.76%	21.35%	27.55%	21.15%
VIVienne TAM					0.79	1.88
YOY						
毛利率					54.11%	72.65%
店均收入						
YOY						
占比					0.15%	0.41%
合计	314.68	407.24	570.25	598.17	528.94	462.47

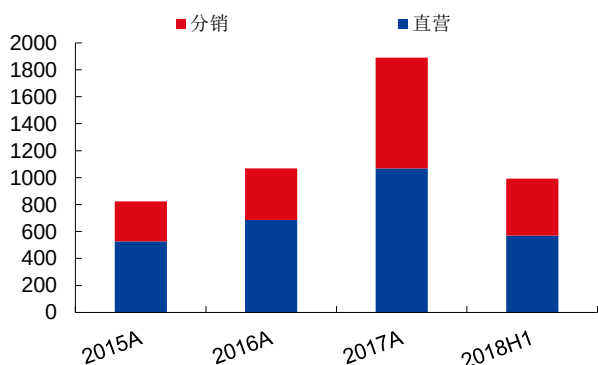
品牌情况（分季度）	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
YOY	77.04%	88.86%	106.58%	49.48%	68.09%	13.56%
毛利率	73.42%	72.21%	68.52%	67.61%	68.31%	72.21%
店均收入	0.67	0.83	1.09	1.12	0.99	0.84
YOY	31.64%	74.27%	86.79%	32.93%	46.76%	1.40%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、直营分销均保持双位数增长，分销增速仍高于直营增速

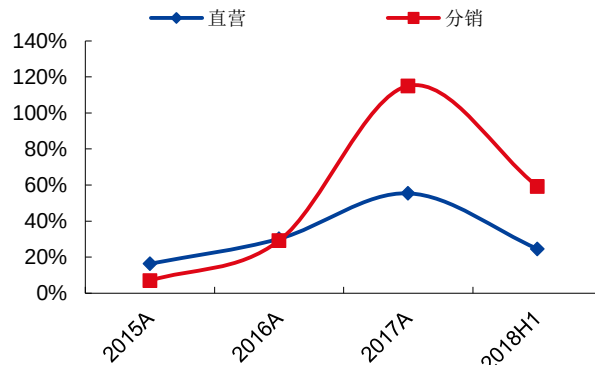
分业态看，直营分销均保持双位数增长，分销增速仍高于直营增速：今年上半年，公司直营分销占比约为 57：43，分别保持 24.62%、59.25% 的双位数营收增速，且分销店的营收增速高于直营店营收增速。而分季度看，两季度直营店营收分别增长 46.83%、7.87%，分销店营收增速分别为 103.41%、23.67%，二季度受宏观经济因素影响，营收增速均有所放缓。

图 9：歌力思分业态营业收入（百万元）



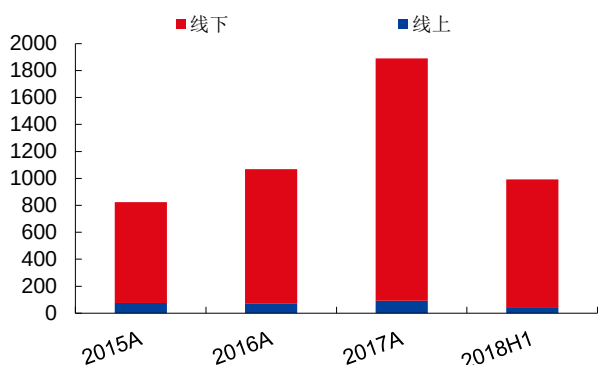
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：歌力思分业态营业收入增速



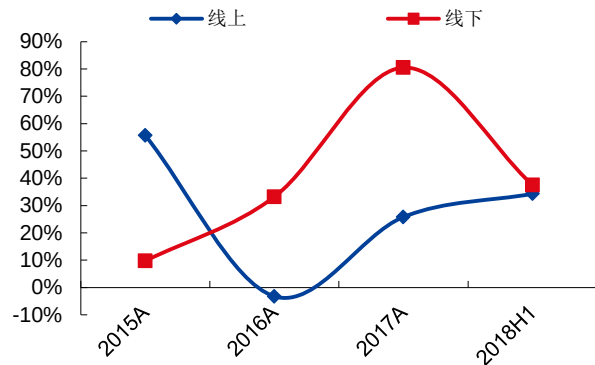
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：歌力思分渠道营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：歌力思分渠道营业收入增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

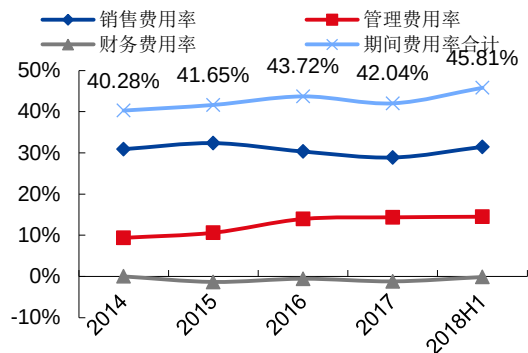
四、费用控制较好，净利率略有下滑，存货占比持续改善

盈利能力方面，上半年公司毛利率有所降低，费用控制良好减缓净利率下滑幅度：上半年，公司销售毛利率同比下降 3.43pct 至 68.71%，销售费用率同比降低 1.95pct 至 31.47%，管理费

用率降低 0.98pct 至 14.50%，财务费用率提升 2.13pct 至 -0.15%。而上半年资产减值损失占营收比例同比减少 1.39pct 至 0.61%。因此，整体期间费用率、资产减值损失占比降低减缓净利率下滑幅度，上半年销售净利率仅下降 0.66pct 至 17.13%。

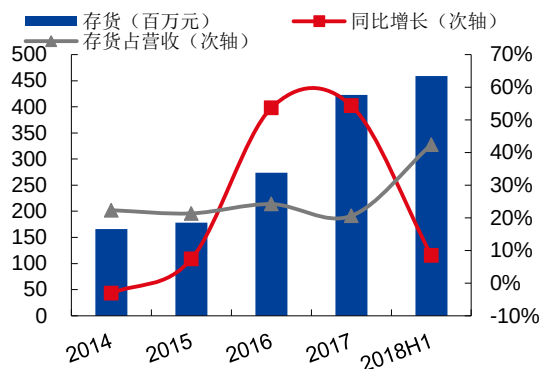
存货方面，上半年存货环比增速放缓，占营收比例继续改善：上半年公司存货规模较去年末仅增加 8.48%，存货占营收比例约 42.43%，较去年同期的 48.94% 减少 6.51pct。公司存货的持续改善，为未来业绩增长奠定基础。

图 13：歌力思期间费用情况



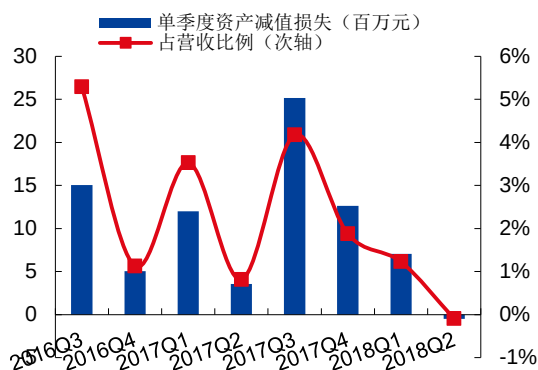
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：歌力思存货及其占比情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：歌力思分季度资产减值损失情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

五、盈利预测

歌力思是我国中高端女装龙头之一，多品牌保持稳步发展推升公司营收，二季度消费增速略有下行时公司稳健增长，因此预计下半年公司在部分品牌拓店推动下仍能实现较快业绩增速。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 1.12、1.35 和 1.62 元。净资产收益率分别为 15.0%、16.1% 和 17.0%，目前股价约为 2018 年对应 EPS 的 15 倍，维持买入-A 建议。

六、风险提示

公司门店外延或不及预期；行业销售增速放缓或致同店增长下滑；品牌间协同效果或不及预期。

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	1,132.1	2,053.0	2,481.1	3,013.2	3,637.5	年增长率					
减: 营业成本	351.4	639.8	781.3	956.0	1,159.3	营业收入增长率	35.5%	81.4%	20.8%	21.4%	20.7%
营业税费	18.6	25.1	22.3	27.1	32.7	营业利润增长率	22.4%	90.7%	21.1%	21.0%	19.9%
销售费用	343.3	593.0	694.7	843.7	1,018.5	净利润增长率	23.8%	52.7%	24.5%	21.0%	19.9%
管理费用	158.0	294.7	367.2	445.9	538.3	EBITDA 增长率	28.0%	72.9%	29.8%	18.9%	18.8%
财务费用	-6.3	-24.6	-4.1	-11.8	-15.8	EBIT 增长率	26.1%	77.9%	32.2%	19.8%	19.6%
资产减值损失	25.7	53.3	45.1	54.8	66.2	NOPLAT 增长率	40.7%	66.3%	28.1%	19.8%	19.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	354.4%	21.1%	4.7%	4.8%	0.5%
投资和汇兑收益	13.8	-4.1	15.2	16.0	16.8	净资产增长率	19.6%	31.6%	21.3%	13.8%	14.5%
营业利润	255.3	486.9	589.7	713.3	855.1	盈利能力					
加: 营业外净收支	13.2	-8.8	-1.3	-1.4	-1.4	毛利率	69.0%	68.8%	68.5%	68.3%	68.1%
利润总额	268.4	478.0	588.4	712.0	853.6	营业利润率	22.5%	23.7%	23.8%	23.7%	23.5%
减: 所得税	46.1	123.5	147.1	178.0	213.4	净利润率	17.5%	14.7%	15.2%	15.1%	15.0%
净利润	198.0	302.3	376.3	455.4	546.0	EBITDA/营业收入	24.9%	23.8%	25.5%	25.0%	24.6%
						EBIT/营业收入	22.0%	21.6%	23.6%	23.3%	23.1%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	29.6%	33.2%	27.2%	29.3%	27.4%
货币资金	498.2	769.1	1,004.6	1,351.1	1,814.2	负债权益比	42.1%	49.8%	37.5%	41.5%	37.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.69	1.83	2.29	2.32	2.62
应收帐款	404.4	390.0	549.0	693.8	734.4	速动比率	1.30	1.37	1.84	1.83	2.16
应收票据	-	7.1	1.4	3.2	4.2	利息保障倍数	-39.45	-17.98	-142.85	-59.56	-53.03
预付帐款	10.9	15.0	16.5	23.2	24.0	营运能力					
存货	274.1	423.0	401.7	580.9	578.4	固定资产周转天数	67	37	31	25	20
其他流动资产	20.1	86.4	90.7	95.2	100.0	流动营业资本周转天数	18	22	20	22	20
可供出售金融资产	-	35.0	36.8	38.6	40.5	流动资产周转天数	411	254	272	287	297
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	85	70	68	74	71
长期股权投资	385.2	138.3	138.3	138.3	138.3	存货周转天数	72	61	60	59	57
投资性房地产	81.6	86.1	86.1	86.1	86.1	总资产周转天数	705	538	547	515	487
固定资产	206.9	212.2	208.5	202.7	194.8	投资资本周转天数	245	245	227	196	167
在建工程	-	-	-	-	-	费用率					
无形资产	219.0	702.2	731.4	759.5	786.7	销售费用率	30.3%	28.9%	28.0%	28.0%	28.0%
其他非流动资产	469.3	701.5	706.4	680.4	685.8	管理费用率	14.0%	14.4%	14.8%	14.8%	14.8%
资产总额	2,569.5	3,565.9	3,971.3	4,653.1	5,187.4	财务费用率	-0.6%	-1.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
短期债务	146.1	113.1	-	-	-	三费/营业收入	43.7%	42.0%	42.6%	42.4%	42.4%
应付帐款	341.2	481.8	494.5	722.6	755.0	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	11.4%	14.6%	15.0%	16.1%	17.0%
其他流动负债	228.4	327.3	407.6	462.0	485.7	ROA	8.7%	9.9%	11.1%	11.5%	12.3%
长期借款	-	80.9	-	-	-	ROIC	74.1%	27.1%	28.7%	32.8%	37.5%
其他非流动负债	44.9	181.9	180.0	180.0	180.0	分红指标					
负债总额	760.6	1,185.0	1,082.1	1,364.7	1,420.7	DPS(元)	0.20	0.26	0.34	0.41	0.49
少数股东权益	71.1	309.5	374.5	453.1	547.4	分红比率	33.4%	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	248.5	337.3	337.0	337.0	337.0	股息收益率	1.2%	1.5%	2.0%	2.4%	2.9%
留存收益	1,560.9	1,912.5	2,177.7	2,498.3	2,882.4						
股东权益	1,808.9	2,380.9	2,889.2	3,288.4	3,766.8						
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	222.3	354.5	376.3	455.4	546.0	EPS(元)	0.59	0.90	1.12	1.35	1.62
加: 折旧和摊销	54.9	79.5	47.6	51.6	55.7	BVPS(元)	5.16	6.15	7.46	8.41	9.55
资产减值准备	25.7	53.3	-	-	-	PE(X)	28.9	18.9	15.2	12.5	10.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	2.8	2.3	2.0	1.8
财务费用	5.4	1.8	-4.1	-11.8	-15.8	P/FCF	-8.9	68.4	51.8	15.1	10.6
投资损失	-13.8	4.1	-15.2	-16.0	-16.8	P/S	5.0	2.8	2.3	1.9	1.6
少数股东损益	24.4	52.2	65.0	78.6	94.3	EV/EBITDA	13.2	10.6	7.6	6.0	4.7
营运资金的变动	-150.6	101.4	-51.6	-28.5	5.9	CAGR(%)	33.9%	21.8%	40.3%	33.9%	21.8%
经营活动产生现金流量	101.2	460.5	418.0	529.3	669.2	PEG	0.9	0.9	0.4	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-764.7	-228.0	-59.5	-59.8	-60.1	ROIC/WACC	7.1	2.6	2.7	3.1	3.6
融资活动产生现金流量	6.8	24.4	-123.0	-123.0	-146.0						

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

王冯声明，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.cn