

2018年08月27日

好莱客 (603898.SH)

动态分析

大家居融合起步，同店价量齐升

投资要点

公司发布 2018 年半年度报告，2018 年上半年公司实现营业收入 90,270.49 万元，同比增长 25.69%；实现归母净利润 18,112.40 万元，同比增长 67.15%。其中，2018Q2 单季度实现营业收入 55,819.25 万元，同比增长 22.68%；实现归母净利润 14,559.89 万元，同比增长 76.07%。

◆ **业绩稳步增长，毛利率、净利率同比提升：**通过对全屋套餐横向、纵向做全新优化升级从而使得同店价量齐升以及稳步推进建设传统经销商渠道和开拓新两手渠道获取流量等措施，上半年销售收入增长良好。归母净利润同比增速快于营业收入同比增速，主要原因是公司毛利率的提升以及政府补助、理财产品收益的增加。剔除政府补助、理财产品收益的影响，公司上半年扣非后归母净利润实现 12,726.67 万元，同比增长 30.36%。公司上半年整体毛利率为 39.28%，同比上升了 0.99 个百分点；净利率为 20.06%，同比上升了 4.97 个百分点，主要由于公司持续推进降本减负，通过信息化技术提升、生产工艺及布局优化措施，积极优化改善后端运营效率，提升板材利用率、人均效能、优化订单流装速度，其次，公司通过集中议价及采购，招标管理等措施有效控制原材料采购价格等。

◆ **传统渠道建设稳步推进，新零售渠道拓展初见成效：**公司继续推进门店布点加密和渠道下沉，上半年净增加经销门店超过 140 家，截至 6 月底，公司经销商数量约 1100 个，经销商门店数接近 1700 家（含装修）；对省会城市经销商优化调整接近尾声，经销商优化带来的业绩提升效益开始逐渐释放，上半年 A 类城市经销商收入同比增长约 40%。新零售渠道拓展初见成效，上半年公司天猫店整体流量排名大幅攀升，转化率持续提升；有效实施社群营销模式，组建多个目标楼盘社群，已成为公司主要的引流新模式之一；公司原创“住家有道”IP，在电商、自媒体、垂直平台、问答社区等多渠道进行有质量的内容分发，提高了公司产品营销力。

◆ **从单品到全屋配套，同店价量齐升：**目前公司主要收入仍来源于整体衣柜及配套家具产品，上半年公司整体衣柜及配套家具产品实现销售收入 88,124.05 万元，同比增长 24.99%，占总营业收入比例 97.62%。公司对全屋套餐横向、纵向做全新优化升级，延伸全屋套餐系列，其中两大原态套餐夯实原态产品占比，轻奢及欧式套餐锁定中高端消费群体，有效提高公司客单值，上半年公司订单平均客单值提升超过 10%。2017 年启动定制橱柜和定制木门项目，定制橱柜产品上半年实现销售收入 192.79 万元，橱柜事业部已接收来自全国 200 个经销商的上样申请，样品覆盖率有望在下半年进一步提升，同时公司 13 套橱柜新品已开发完毕，下半年将由批量新品面世；定制木门业务稳步推进，目前开发了平口门和 T 型门两大门型，平口门共 97 款，T 型门共 24 款，护墙板 56 款，有望成为未来重要增长点之一。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2018 至 2020 年每股收益分别为 1.51、1.89 和 2.38 元，净资产收益率分别为 19.4%、20.7% 和 22.0%，给予买入-B 建议。

◆ **风险提示：**房地产调控风险；市场竞争加剧风险；经营季节性波动的风险。

轻工制造 | 其他轻工 III

投资评级

买入-B(首次)

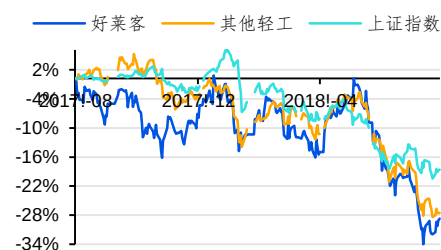
股价(2018-08-24)

22.19 元

交易数据

总市值（百万元）	7,106.64
流通市值（百万元）	2,409.72
总股本（百万股）	320.26
流通股本（百万股）	108.59
12 个月价格区间	20.09/32.47 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.47	-13.08	-11.43
绝对收益	-11.77	-26.2	-29.51

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号：S0910516080001

yezhongzheng@huajinsc.cn

0755-83224377

报告联系人

杨维维

yangweiwei@huajinsc.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)	1,433.0	1,863.2	2,419.2	3,083.7	3,893.6
同比增长(%)	32.4%	30.0%	29.8%	27.5%	26.3%
营业利润(百万元)	288.5	410.7	567.0	706.4	892.0
同比增长(%)	54.1%	42.4%	38.0%	24.6%	26.3%
净利润(百万元)	252.3	348.0	485.3	604.8	761.6
同比增长(%)	55.3%	37.9%	39.5%	24.6%	25.9%
每股收益(元)	0.79	1.09	1.51	1.89	2.38
PE	28.0	20.3	14.6	11.7	9.3
PB	6.1	3.4	2.8	2.4	2.0

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：业绩稳步增长，毛利率、净利率同比提升.....	4
二、门店布点加密渠道下沉，从单品到全屋配套品类不断丰富.....	5
（一）传统渠道建设稳步推进，新零售渠道拓展初见成效.....	5
（二）从单品到全屋配套，同店价量齐升.....	6
三、盈利预测与估值.....	7
（一）盈利预测.....	7
（二）可比公司估值.....	7
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：营业收入按销售渠道细分.....	6
图 6：营业收入按区域细分.....	6
图 7：营业收入按品类细分.....	7
图 8：毛利率按品类细分.....	7
表 1：分业务盈利预测.....	7
表 2：可比公司估值.....	8

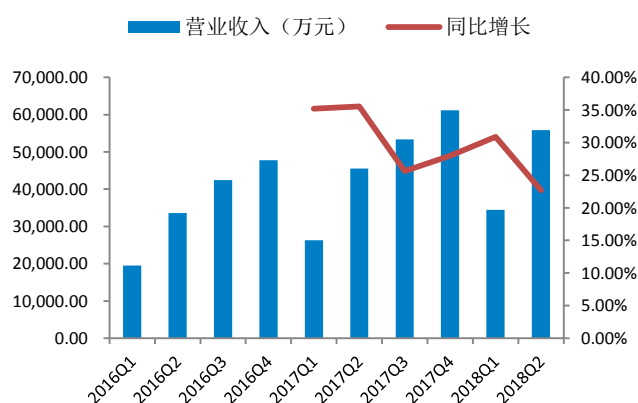
一、中报业绩点评：业绩稳步增长，毛利率、净利率同比提升

公司主要从事板式全屋定制家居及其配套家具的设计、研发、生产和销售，为消费者提供全屋定制家居的整体解决方案，满足消费者在全屋定制的设计、空间利用、功能等多方面的综合需求。

公司通过对全屋套餐横向、纵向做全新优化升级从而使得同店价量齐升以及稳步推进建设传统经销商渠道和开拓新两手渠道获取流量等措施，上半年实现营业收入 90,270.49 万元，同比增长 25.69%，其中第二季度单季度实现营业收入 55,819.25 万元，同比增长 22.68%。

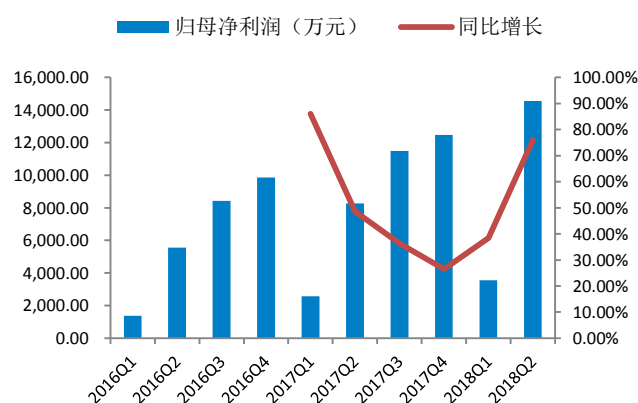
上半年实现归母净利润 18,112.40 万元，同比增长 67.15%，其中第二季度单季度实现归母净利润 14,559.89 万元，同比增长 76.07%。归母净利润同比增速快于营业收入同比增速，主要原因是公司毛利率的提升以及政府补助、理财产品收益的增加。剔除政府补助、理财产品收益的影响，公司上半年扣非后归母净利润实现 12,726.67 万元，同比增长 30.36%，其中第二季度扣非后归母净利润实现 9,914.92 万元，同比增长 27.85%。

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

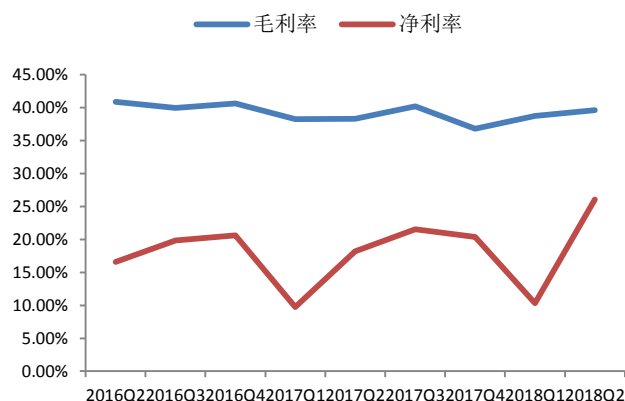
图 2：分季度归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

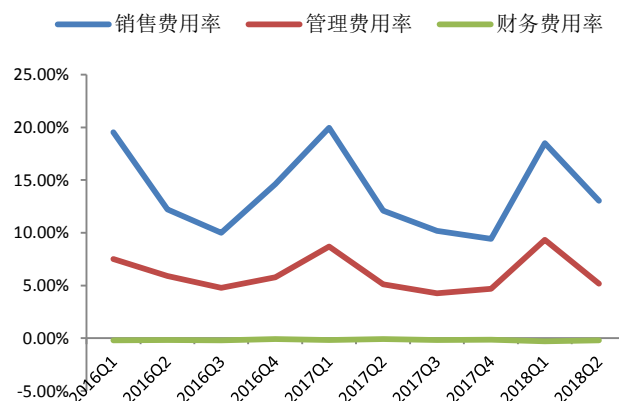
公司 2018 年上半年整体毛利率为 39.28%，同比上升了 0.99 个百分点，其中第二季度整体毛利率为 39.62%，同比上升了 1.32 个百分点。从净利率来看，2018 年上半年公司整体净利率为 20.06%，同比上升了 4.97 个百分点，其中第二季度净利率为 26.08%，同比上升了 7.91 个百分点。毛利率、净利率的上升，主要是公司持续推进降本减负，通过信息化技术提升、生产工艺及布局优化措施，积极优化改善后端运营效率，提升板材利用率、人均效能、优化订单流装速度，其次，公司通过集中议价及采购，招标管理等措施有效控制原材料采购价格等。从经营费用方面，上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 15.13%、6.75%、-0.23%，分别同比上升了 0.16 个百分点、上升了 0.33 个百分点以及下降了 0.11 个百分点，其中第二季度的分别为 13.05%、5.16%、-0.20%，分别同比上升了 0.96 个百分点、上升了 0.06 个百分点以及下降了 0.11 个百分点。销售费用率及管理费用率略有所上升，也很好地反映了公司在扩张阶段成本管控能力较好。财务费用率有所下降，主要是利息收入增加所致。

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、门店布点加密渠道下沉，从单品到全屋配套品类不断丰富

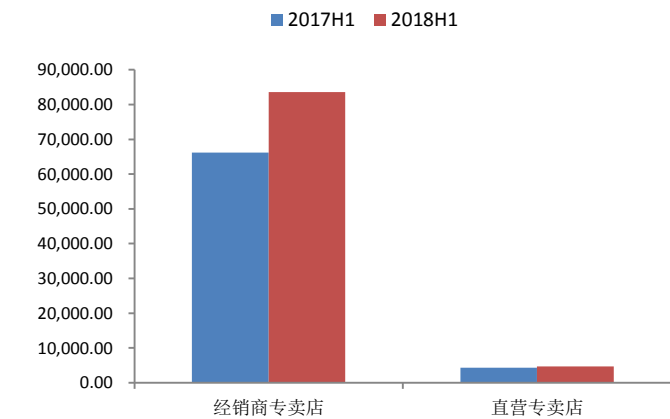
（一）传统渠道建设稳步推进，新零售渠道拓展初见成效

公司主要采用经销商专卖店模式，继续推进门店布点加密和渠道下沉，上半年净增加经销门店超过 140 家，截至 6 月底，公司经销商数量约 1100 个，经销商门店数接近 1700 家（含装修）；其次，公司对省会城市经销商优化调整接近尾声，经销商优化带来的业绩提升效益开始逐渐释放，上半年 A 类城市经销商收入同比增长约 40%；此外，公司与红星美凯龙、居然之家全面开展更深度的战略合作，协助主要城市的经销商店面位置优化，推进存量店面的形象翻新工作，店面资源全面优化。通过以上措施，上半年公司经销商专卖店实现销售收入 83,580.83 万元，同比增长 26.29%，占总营业收入的 92.59%。直营专卖店收入稳健增长，上半年实现销售收入 4,736 万元，同比增长 9.51%，占总营业收入的 5.25%。

公司新零售渠道拓展初见成效，上半年公司天猫店整体流量排名大幅攀升，转化率持续提升；其次有效实施社群营销模式，组建多个目标楼盘社群，并形成标准且灵活的活动方案，已成为公司主要的引流新模式之一；公司原创“住家有道”IP，在电商、自媒体、垂直平台、问答社区等多渠道进行有质量的内容分发，通过创意、口碑、制作以及互联网精准投放的结合，提高了公司产品营销力。

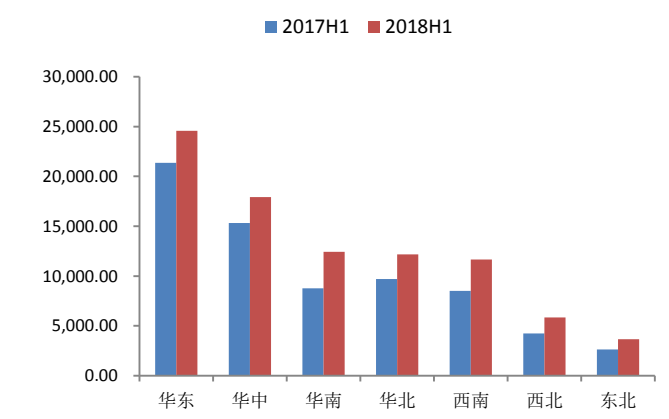
分区域来看，公司各大销售区域业绩均实现增长，其中主要市场华东、华中分别实现销售收入分别 24,583.77、17,926.27 万元，分别同比增长 15.13%、17.06%，占总营业收入比重分别为 27.23%、19.86%。在夯实主要市场之外，公司对华南区域重点城市的店面进行升级建设、积极开拓营销渠道，华南区域营收同比上升 42.03%；东北、西北、西南区域积极开拓渠道，抢占空白市场，加大市场的投放，上半年以上区域营收占比均同比增长在 30%以上。

图 5：营业收入按销售渠道细分



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：营业收入按区域细分



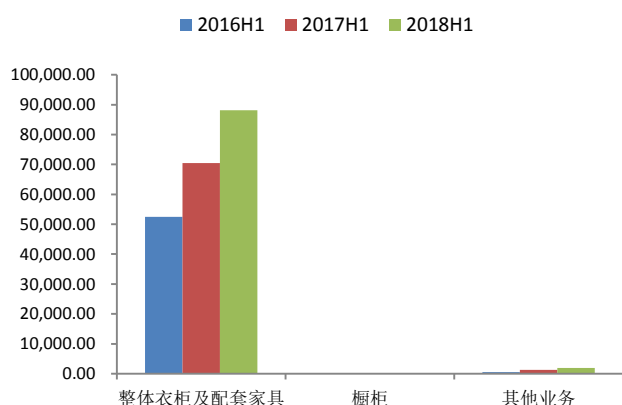
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）从单品到全屋配套，同店价量齐升

目前公司主要收入仍来源于整体衣柜及配套家具产品，上半年公司整体衣柜及配套家具产品实现销售收入 88,124.05 万元，同比增长 24.99%，占总营业收入比例 97.62%。公司 2017 年以前产品主要是衣柜产品，2017 年启动定制橱柜和定制木门项目，产品品类不断丰富。橱柜及木门与现有衣柜业务通过大家居事业部有效整合、相互引流，形成一体化展示和销售方案。上半年橱柜和木门等新产品进展比较顺利，定制橱柜产品实现销售收入 192.79 万元，并且橱柜事业部已接收来自全国 200 个经销商的上样申请，样品覆盖率有望在下半年进一步提升，同时，公司 13 套橱柜新品已开发完毕，下半年将由批量新品面世；定制木门产品，公司目前开发了平口门和 T 型门两大门型，平口门共 97 款，T 型门共 24 款，护墙板 56 款，定制木门业务稳步推进，将有望成为未来重要增长点之一。

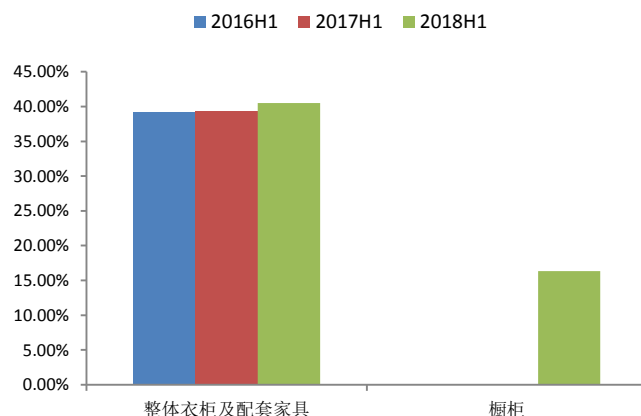
从毛利率来看，2018 年上半年主要产品整体衣柜及配套家具产品毛利率为 40.50%，近三年呈现上升的态势，较 2017 年半年度上升了 1.22 个百分点，较 2016 年半年度上升了 1.28 个百分点，主要原因是上半年公司对全屋套餐横向、纵向做全新优化升级，延伸全屋套餐系列，其中两大原态套餐夯实原态产品占比，轻奢及欧式套餐锁定中高端消费群体，有效提高公司客单值，上半年公司订单平均客单值提升超过 10%。在提升客单值的同时，公司实行“准投入、多渠道、强曝光、大覆盖”的营销策略，策划了包括春节开门红预售、315 全国百城联动、426 世界无醛日全明星抖音推广、616 原态公益等一系列活动，单店获客量稳健提升。上半年橱柜业务开始实现收入，但规模较小，毛利率相对较低，上半年公司橱柜业务毛利率为 16.36%。

图 7：营业收入按品类细分



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按品类细分



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

公司上半年整体衣柜及配套家具业务实现 25% 的营收增长，衣柜业务预计将持续稳定增长，新增业务橱柜和木门业务通过大家居事业部与衣柜业务相互整合、相互引流，形成一体化展示和销售方案，预计全年业绩表现较好。工程大宗业务规模较小，全年对业绩贡献度预计较低。

根据以上假设，我们预测公司 2018 年至 2020 年营业收入分别为 24.19、30.84、38.94 亿元，毛利率分别为 39.99%、39.91%、39.74%。

表 1：分业务盈利预测

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E
营业收入（万元）	108,198.21	143,302.82	186,324.76	241,921.16	308,373.03	389,359.10
整体衣柜及配套家具	106,421.55	141,640.23	183,136.93	228,921.16	281,573.03	343,519.10
橱柜				4,000.00	10,000.00	18,000.00
木门				6,000.00	13,800.00	24,840.00
其他业务	1,776.66	1,662.59	3,187.83	3,000.00	3,000.00	3,000.00
毛利率	38.17%	39.98%	38.34%	39.99%	39.91%	39.74%
整体衣柜及配套家具	37.78%	39.65%	39.63%	40.00%	40.00%	40.00%
橱柜				35.00%	38.00%	38.00%
木门				33.00%	35.00%	35.00%
其他业务	61.07%	68.36%		60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 可比公司估值

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	99.85	419.65	32.28	24.57	19.23	3.21	4.06	5.18
002572.SZ	索菲亚	24.9	229.93	25.36	18.8	14.08	0.98	1.32	1.77
300616.SZ	尚品宅配	87.88	174.62	45.95	32.98	24.00	3.71	2.66	3.66
603801.SH	志邦股份	33.51	53.62	22.89	17.05	12.84	1.67	1.97	2.61
603180.SH	金牌厨柜	65.28	44.06	26.43	20.21	15.64	2.78	3.23	4.17
002853.SZ	皮阿诺	18.71	29.06	28.22	20.98	16.85	0.67	0.89	1.11
	平均值			30.19	22.43	17.11			
603898.SH	好莱客	22.19	71.07	20.3	14.6	11.7	1.09	1.51	1.89

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：Wind 一致预期，数据日期为截至 2018 年 8 月 24 日

我们认为，公司衣柜业务稳定发展，新增橱柜和木门业务与衣柜一体化展示和销售，相互引流较好，客单价或将稳定提升，给予买入-B 建议。

四、风险提示

(1) 房地产调控风险。定制家居行业受下游房地产市场的影响较大，若房地产调控导致对软体家具需求下降，对公司生产经营将会带来不利影响。

(2) 市场竞争加剧风险。我国定制家居行业竞争日趋激烈，部分与定制家居行业具有关联性的家装企业、地板企业逐渐向定制家居行业渗透，市场竞争将进一步加剧，对公司业绩可能会产生一定影响。

(3) 经营季节性波动的风险。家具行业主要与国内居民的房屋装饰装修的季节性密切相关，存在季节性波动的风险。

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	1,433.0	1,863.2	2,419.2	3,083.7	3,893.6	年增长率					
减:营业成本	860.1	1,148.9	1,451.7	1,853.1	2,346.2	营业收入增长率	32.4%	30.0%	29.8%	27.5%	26.3%
营业税费	16.5	21.8	27.8	35.7	45.1	营业利润增长率	54.1%	42.4%	38.0%	24.6%	26.3%
销售费用	191.3	219.4	274.7	339.2	409.4	净利润增长率	55.3%	37.9%	39.5%	24.6%	25.9%
管理费用	82.4	97.4	134.7	170.0	211.7	EBITDA 增长率	51.7%	37.0%	39.3%	25.8%	26.3%
财务费用	-2.2	-2.6	-2.7	-2.5	-2.1	EBIT 增长率	54.7%	38.8%	42.0%	24.7%	26.4%
资产减值损失	3.3	1.0	1.0	1.8	1.3	NOPLAT 增长率	55.6%	42.4%	38.1%	24.9%	26.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	155.2%	76.4%	-33.3%	-39.1%	-15.6%
投资和汇兑收益	6.8	22.6	35.0	20.0	10.0	净资产增长率	22.2%	77.7%	21.6%	16.9%	18.2%
营业利润	288.5	410.7	567.0	706.4	892.0	盈利能力					
加:营业外净收支	6.5	-3.2	1.8	1.7	0.1	毛利率	40.0%	38.3%	40.0%	39.9%	39.7%
利润总额	295.0	407.5	568.8	708.1	892.1	营业利润率	20.1%	22.0%	23.4%	22.9%	22.9%
减:所得税	42.7	59.5	83.5	103.3	130.5	净利润率	17.6%	18.7%	20.1%	19.6%	19.6%
净利润	252.3	348.0	485.3	604.8	761.6	EBITDA/营业收入	22.3%	23.5%	25.2%	24.9%	24.9%
						EBIT/营业收入	20.0%	21.3%	23.3%	22.8%	22.9%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	26.3%	18.1%	19.4%	20.2%	20.6%
货币资金	256.5	475.5	1,445.9	2,282.8	2,913.4	负债权益比	35.7%	22.1%	24.0%	25.3%	26.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.15	3.63	3.64	3.74	3.87
应收账款	8.8	13.3	22.6	17.4	34.1	速动比率	2.02	3.51	3.48	3.62	3.71
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-130.58	-154.73	-210.16	-278.76	-425.11
预付账款	20.1	8.2	27.5	21.1	37.9	营运能力					
存货	51.8	51.4	91.8	87.7	135.4	固定资产周转天数	110	91	75	71	70
其他流动资产	547.8	1,051.7	543.0	300.0	300.0	流动营业资本周转天数	8	87	58	-12	-31
可供出售金融资产	0.7	-	-	-	-	流动资产周转天数	185	240	278	282	283
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	2	2	3	2	2
长期股权投资	10.2	15.2	15.2	15.2	15.2	存货周转天数	11	10	11	10	10
投资性房地产	-	-	-1.3	-2.5	-3.8	总资产周转天数	343	395	418	395	371
固定资产	465.0	480.3	526.5	695.5	825.6	投资资本周转天数	152	232	190	96	53
在建工程	93.1	284.3	315.4	146.2	-	费用率					
无形资产	85.2	83.4	81.0	78.7	76.3	销售费用率	13.4%	11.8%	11.4%	11.0%	10.5%
其他非流动资产	33.0	51.2	37.0	24.2	24.8	管理费用率	5.7%	5.2%	5.6%	5.5%	5.4%
资产总额	1,572.0	2,514.3	3,104.7	3,666.2	4,359.0	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	18.9%	16.9%	16.8%	16.4%	15.9%
应付账款	249.7	271.0	284.9	482.5	495.3	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	21.8%	16.9%	19.4%	20.7%	22.0%
其他流动负债	162.3	170.3	301.0	242.1	389.5	ROA	16.0%	13.8%	15.6%	16.5%	17.5%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	71.9%	40.1%	31.4%	58.8%	122.1%
其他非流动负债	1.4	14.3	15.0	15.0	14.8	分红指标					
负债总额	413.4	455.6	600.9	739.6	899.6	DPS(元)	0.24	0.32	0.46	0.57	0.71
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	30.2%	29.8%	30.3%	30.1%	30.0%
股本	299.9	318.1	320.3	320.3	320.3	股息收益率	1.1%	1.5%	2.1%	2.6%	3.2%
留存收益	941.4	1,806.9	2,183.4	2,606.3	3,139.0						
股东权益	1,158.7	2,058.7	2,503.8	2,926.6	3,459.4						
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	252.3	348.0	485.3	604.8	761.6	EPS(元)	0.79	1.09	1.51	1.89	2.38
加:折旧和摊销	38.6	50.0	45.0	62.6	78.4	BVPS(元)	3.62	6.43	7.82	9.14	10.80
资产减值准备	3.3	1.0	-	-	-	PE(X)	28.0	20.3	14.6	11.7	9.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.1	3.4	2.8	2.4	2.0
财务费用	-	0.2	-2.7	-2.5	-2.1	P/FCF	-25.6	-22.4	7.1	7.0	8.2
投资损失	-6.8	-22.6	-35.0	-20.0	-10.0	P/S	4.9	3.8	2.9	2.3	1.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	19.8	14.8	9.2	6.2	4.3
营运资金的变动	-391.4	-447.3	599.1	410.2	78.2	CAGR(%)	33.8%	29.8%	44.0%	33.8%	29.8%
经营活动产生现金流量	365.0	403.4	1,091.7	1,055.1	906.1	PEG	0.8	0.7	0.3	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-672.9	-715.5	-83.7	-38.7	-48.7	ROIC/WACC	6.9	3.8	3.0	5.6	11.6
融资活动产生现金流量	31.5	531.2	-37.6	-179.4	-226.7						

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.huajinsc.cn