

2019年03月19日

集友股份 (603429.SH)

动态分析

烟用接装纸量价齐升，烟标 19 年有望高增长

投资要点

公司发布 2018 年年度报告，2018 年公司实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 96.00%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 16.39%。其中 2018Q4 单季度营收 1.70 亿元，同比增长 133.21%；归母净利润 0.40 亿元，同比增长 39.97%。

◆ **2018 年新增烟标业务，营收增速快速增长：**公司 2018 年由于新建烟标生产线投产以及与 2018 年 2 月收购的大风科技实现全面融合，全年业绩保持快速增长，2018 年全年实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 96.00%；归母净利润 1.15 亿元，同比增长 16.39%。2018 年整体业务结构发生较大变化，2018 年烟用接装纸、烟标主要业务营收占比分别为 64.65%、34.29%；毛利率分别为 54.70%、33.12%。由于低毛利率烟标产品营收占比的快速上升，公司毛利率、净利率同比有所下滑，2018 年毛利率为 47.26%，同比下降 8.29 个百分点；净利率为 25.61%，同比下降 16.79 个百分点。

◆ **烟用接装纸实现量价齐升，保持稳定增长：**公司定位中高档烟用接装纸，主要客户包括云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草等多家省级中烟公司，2018 年在卷烟行业稳步向上以及产品结构升级背景下，烟用接装纸业务实现量价齐升，2018 年烟用接装纸单价及销售量为 62.37 元/千克、4,751.56 吨，同比上升了 12.51%、15.26%；2018 年烟用接装纸销售收入 2.96 亿元，同比增长 29.69%。2019 年预计在行业稳步发展以及产品结构不断升级的背景下，该业务或将保持稳定增长。

◆ **烟标 2019 年有望高增长，着手布局新型烟草领域：**烟标业务是未来三年重点推进的卷烟包装材料产品，2018 年由于新建烟标生产线投产以及与 2018 年 2 月收购的大风科技实现全面融合，并成为安徽中烟、陕西中烟、云南中烟的烟标供应商，烟标业务销售快速增长，2018 年公司烟标业务销售收入 1.57 亿元，占营业收入比例为 34.29%，但对比同行业劲嘉股份、东风股份 2017 年烟标业务分别 23.75 亿元、25.09 亿元的销售收入，公司烟标业务规模较小，毛利率相对同行业也处于较低水平。2019 年随着生产线的不断投产、与大风科技的融合以及依托公司在传统烟用接装纸方面的客户资源，2019 年烟标业务有望快速放量，毛利率也有望提升。此外，公司积极布局新型烟草领域，2018 年 11 月，公司与昆明旭光科技有限公司签订合资协议，共同投资设立集友广誉，集友广誉将作为公司重要的新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究和资源集成与整合平台，为烟草行业提供整体技术解决方案，提供整线技术集成和相关技术服务，推动新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 0.99、1.34、1.79 元，净资产收益率分别为 24.5%、26.6、28.3%。公司逐步布局烟标业务，2019 年烟标业务有望保持快速增长，首次覆盖给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**烟标业务拓展不及预期风险；客户集中度较高风险；主要原材料价格波动风险。

轻工制造 | 造纸 III

投资评级

增持-A(首次)

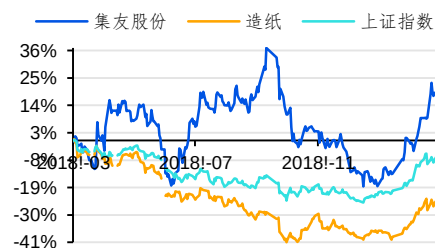
股价(2019-03-18)

30.70 元

交易数据

总市值(百万元)	5,845.28
流通市值(百万元)	2,995.71
总股本(百万股)	190.40
流通股本(百万股)	97.58
12 个月价格区间	20.03/43.29 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.0	5.13	22.56
绝对收益	16.42	25.31	17.26

分析师

叶中正

SAC 执业证书编号

0755-83224377

 号 :
S0910516080001

yezhongzheng@h

uajinsc.cn

报告联系人

杨维维

yangweiwei@huaji

0755-83231652

nsc.cn

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	233.9	458.4	725.6	991.0	1,288.3
同比增长(%)	24.9%	96.0%	58.3%	36.6%	30.0%
营业利润(百万元)	108.6	136.4	223.6	300.1	403.0
同比增长(%)	80.3%	25.6%	64.0%	34.2%	34.3%
净利润(百万元)	99.2	115.4	189.0	254.2	341.6
同比增长(%)	87.8%	16.4%	63.8%	34.5%	34.4%
每股收益(元)	0.52	0.61	0.99	1.34	1.79
PE	59.8	51.4	31.4	23.3	17.4
PB	11.2	9.6	7.7	6.2	4.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、年报业绩点评：2018 年新增烟标业务，营收增速快速增长	4
二、烟用接装纸实现量价齐升，烟标 19 年有望快速放量	6
（一）卷烟行业稳步向上发展，产品结构不断优化	6
（二）烟用接装纸实现量价齐升，保持稳定增长	7
（三）烟标 2019 年有望高增长，着手布局新型烟草领域	7
三、盈利预测与估值	8
（一）盈利预测	8
（二）可比公司估值	8
四、风险提示	9

图表目录

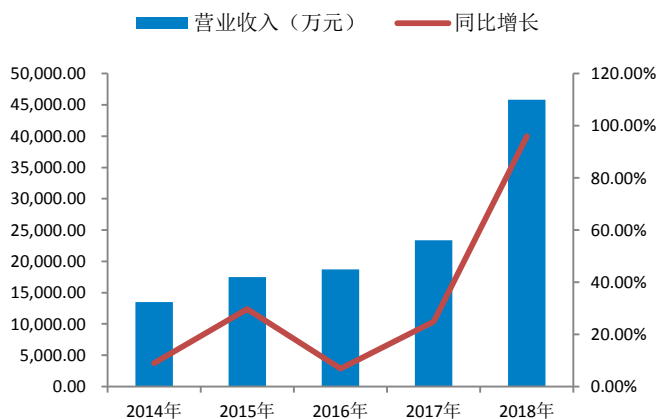
图 1：营业收入及同比增长	4
图 2：归母净利润及同比增长	4
图 3：分季度营业收入及同比增长	4
图 4：分季度归母净利润及同比增长	4
图 5：业务结构	5
图 6：主要业务毛利率	5
图 7：毛利率及净利率	5
图 8：期间费用率	5
图 9：分季度毛利率及净利率	6
图 10：分季度期间费用率	6
图 11：卷烟产销量（单位：万箱）	6
图 12：卷烟工商库存（单位：万箱）	6
图 13：卷烟销量结构	7
图 14：单箱卷烟销售收入（单位：元）	7
图 15：烟用接装纸营业收入及同比增长	7
图 16：烟用接装纸销售量及单价	7
图 17：公司及可比公司烟标业务收入（单位：万元）	8
图 18：公司及可比公司烟标业务毛利率	8
表 1：烟标业务重要项目	8
表 2：可比公司估值	9

一、年报业绩点评：2018 年新增烟标业务，营收增速快速增长

公司自成立以来就定位于烟用接装纸的研发、生产和销售，是国内较早烟用接装纸专业生产厂商之一。经过近 20 年的发展，公司已成为烟用接装纸行业的优势企业。为实现“成为国内一流的以烟草包装材料为主导产品的专业包装印刷类企业”的战略目标以及顺应行业创新，公司在传统烟用接装纸业务基础上，逐步布局烟标业务以及探索新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究。

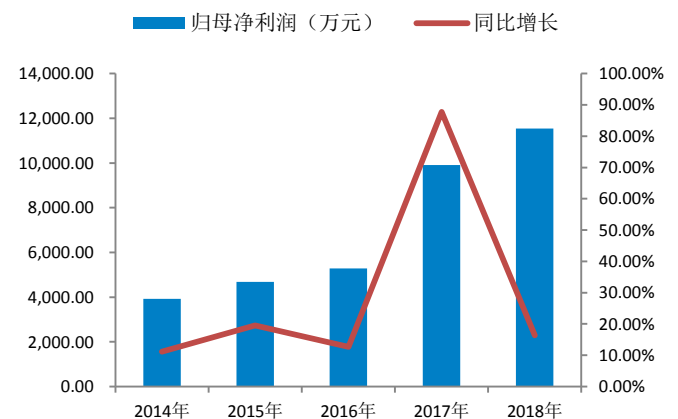
2018 年公司接装纸销售增加以及新增烟标业务，业绩保持快速增长，2018 年全年实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 96.00%；归母净利润 1.15 亿元，同比增长 16.39%。其中 2018Q4 单季度营收 1.70 亿元，同比增长 133.21%；归母净利润 0.40 亿元，同比增长 39.97%。

图 1：营业收入及同比增长



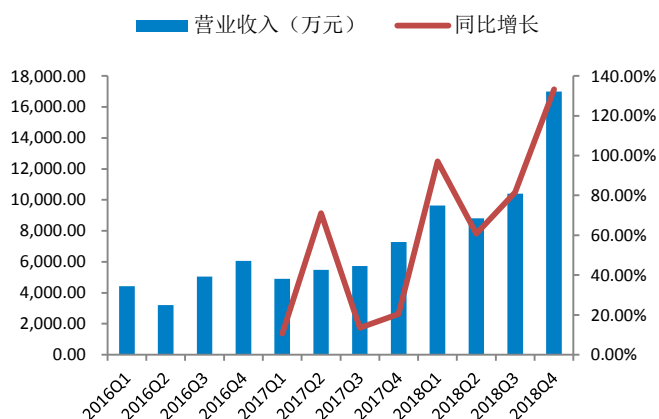
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：归母净利润及同比增长



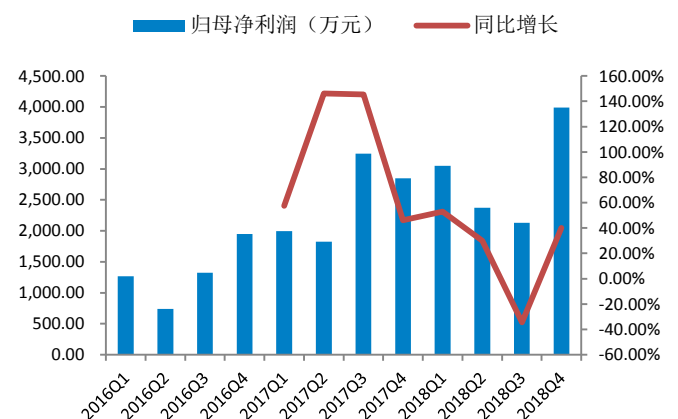
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：分季度营业收入及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

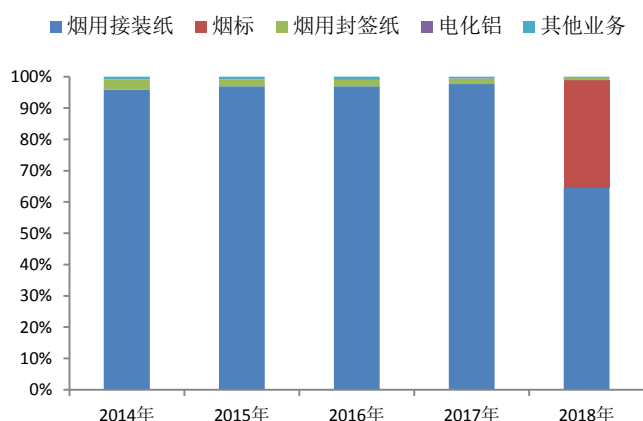
图 4：分季度归母净利润及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

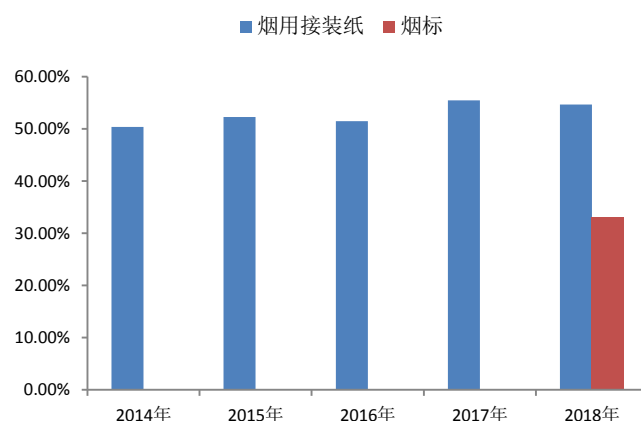
公司 2018 年由于新建烟标生产线投产以及与 2018 年 2 月收购的大风科技实现全面融合，公司烟标业务销售快速增长，整体业务结构发生较大变化，2018 年烟用接装纸、烟标主要业务营收占比分别为 64.65%、34.29%；毛利率分别为 54.70%、33.12%。

图 5：业务结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

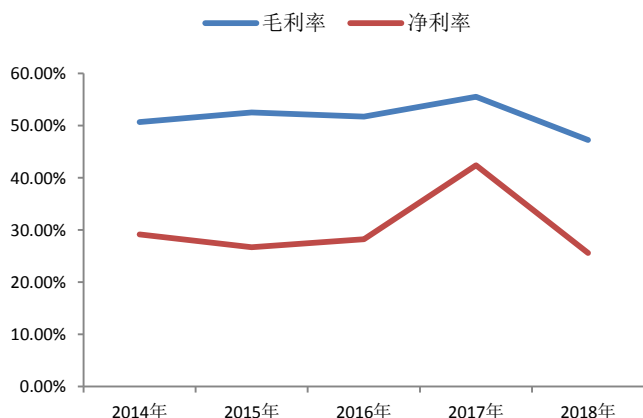
图 6：主要业务毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

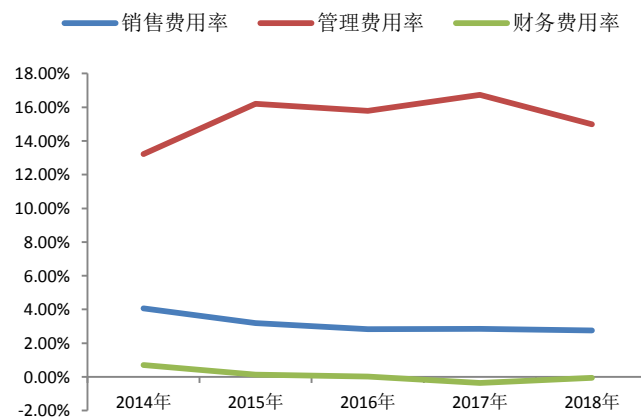
由于低毛利率烟标产品营收占比的快速上升，公司毛利率、净利率同比有所下滑，2018 年度整体毛利率为 47.26%，同比下降 8.29 个百分点，其中 2018Q4 毛利率为 45.52%，同比下降 12.70 个百分点；2018 年度公司整体净利率为 25.61%，同比降低 16.79 个百分点，其中 2018Q4 净利率为 23.63%，同比下降了 15.49 个百分点。期间费用方面，2018 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.76%、14.98%、-0.06%，同比分别变动-0.09、-1.76、0.30 个百分点，其中 2018Q4 以上费用率的分别为 3.17%、7.75%、-0.09%，同比分别变动了 0.99、-6.50、-0.05 个百分点。公司管理费用率下滑主要为营收增速明显高于管理费用增速。

图 7：毛利率及净利率



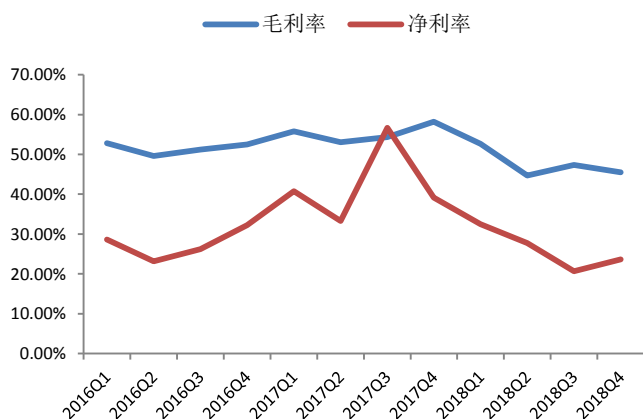
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：期间费用率



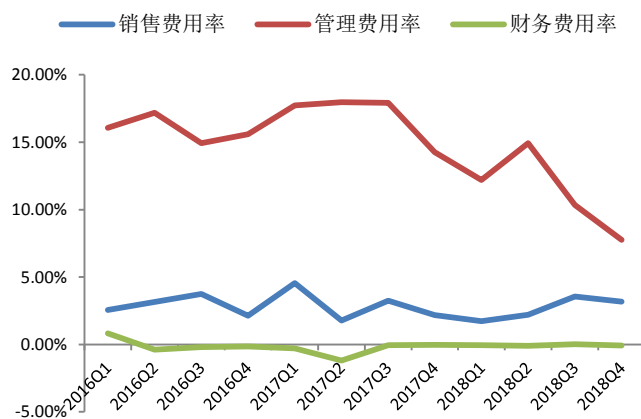
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：分季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：分季度期间费用率



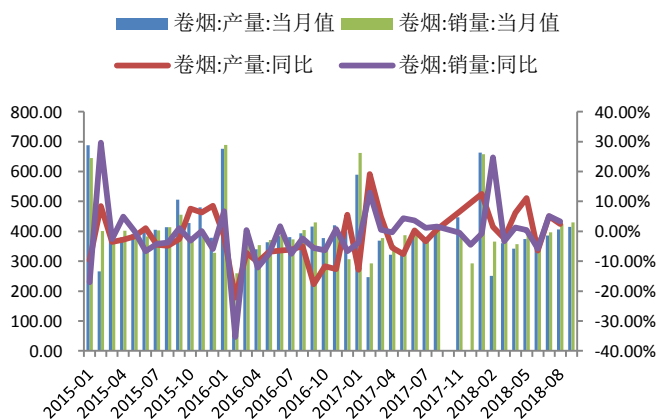
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、烟用接装纸实现量价齐升，烟标 19 年有望快速放量

（一）卷烟行业稳步向上发展，产品结构不断优化

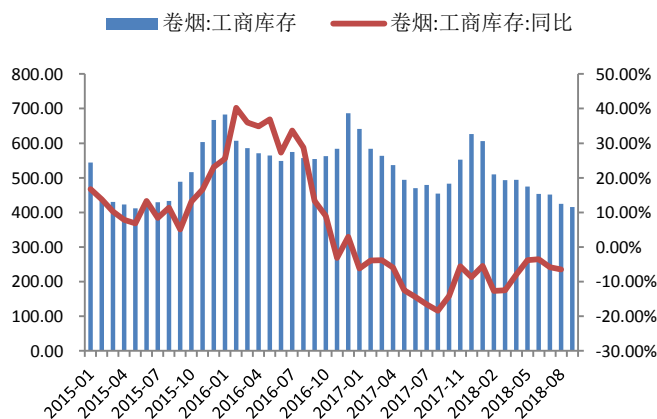
下游卷烟行业 2016 年以来，烟草去库存被列入烟草工作重点，经过近两年多的工作，烟草工商库存逐步下降，从 2016 年 1 月的 683.19 万箱下降到 2018 年 9 月的 415.45 万箱，从历史看，目前工商库存也为 2015 年以来低点。随着库存压力的逐步消除，叠加下游需求的回暖，卷烟产销量也呈现大幅反弹态势，2018 年 7 月卷烟产销量分别为 385.97 万箱、396.44 万箱，同比增长 5.00%、5.13%，行业发展稳步向上。

图 11：卷烟产销量（单位：万箱）



资料来源：Wind，华金证券研究所

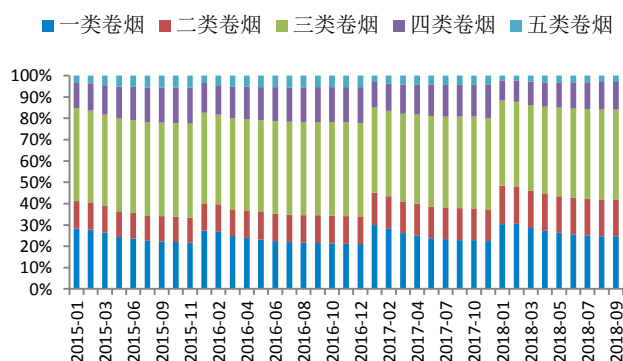
图 12：卷烟工商库存（单位：万箱）



资料来源：Wind，华金证券研究所

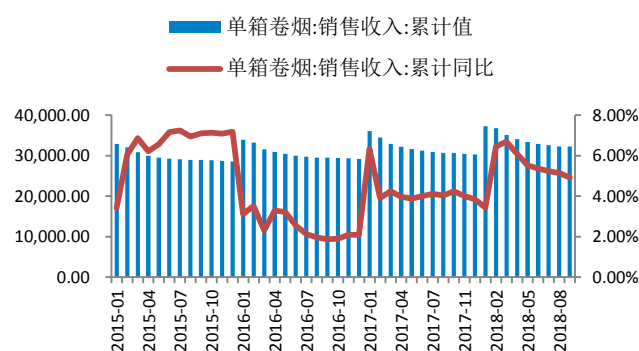
卷烟产品结构不断优化，一、二类卷烟等高档烟销量占比逐渐上升，三、四及五类卷烟销量占比逐渐下降，消费结构逐渐从中低端卷烟向高端卷烟转变，单箱卷烟销售收入也从 2015 年 9 月的 2.89 万元上升到 2018 年 9 月的 3.23 万元。2019 年全国烟草行业工作会议指出，2019 年重点推动行业发展从“数量追赶”转向“质量追赶”，发展重点从“规模扩张”转向“结构优化”，烟草行业结构继续升级，中高档卷烟对上游包装等需求或将显著高于烟草行业平均增长。

图 13：卷烟销量结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：单箱卷烟销售收入（单位：元）

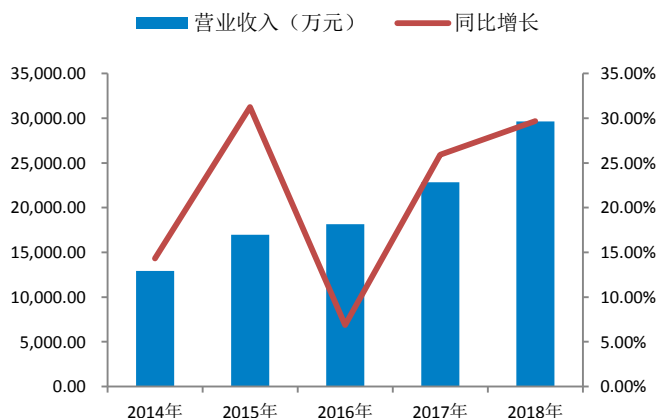


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）烟用接装纸实现量价齐升，保持稳定增长

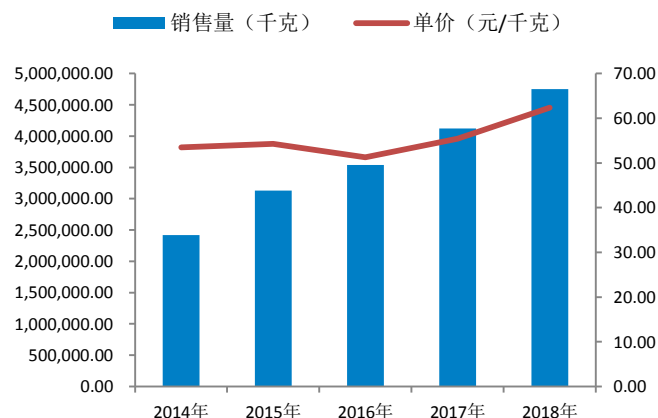
公司定位中高档烟用接装纸，主要客户包括云南中烟、安徽中烟、陕西中烟、四川中烟、河北中烟、福建中烟、江西中烟、甘肃烟草等多家省级中烟公司，2018年在卷烟行业稳步向上以及产品结构升级背景下，烟用接装纸业务实现量价齐升，2018年烟用接装纸单价及销售量为62.37元/千克、4,751.56吨，同比上升了12.51%、15.26%；销售收入增速较上年同期也有所提升，2018年烟用接装纸销售收入2.96亿元，同比增长29.69%。2019年预计在行业稳步发展以及产品结构不断升级的背景下，公司该业务或将保持稳定增长。

图 15：烟用接装纸营业收入及同比增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：烟用接装纸销售量及单价



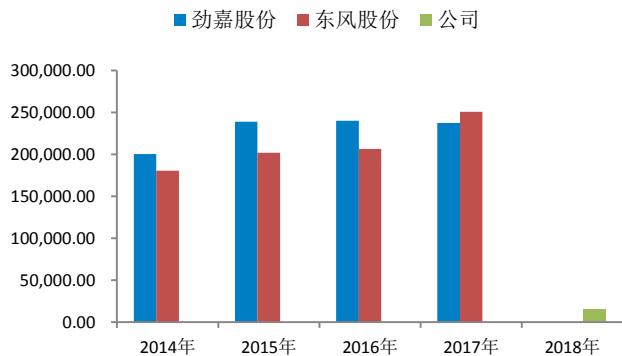
资料来源：公司公告金证券研究所

（三）烟标 2019 年有望高增长，着手布局新型烟草领域

公司 2017 年 6 月开始进入烟标领域，烟标业务是未来三年重点推进的卷烟包装材料产品。2018 年由于新建烟标生产线投产以及与 2018 年 2 月收购的大风科技实现全面融合，并成为安徽中烟、陕西中烟、云南中烟的烟标供应商。公司烟标业务销售快速增长，2018 年公司烟标业务销售收入 1.57 亿元，占营业收入比例为 34.29%，成为又一盈利增长点。

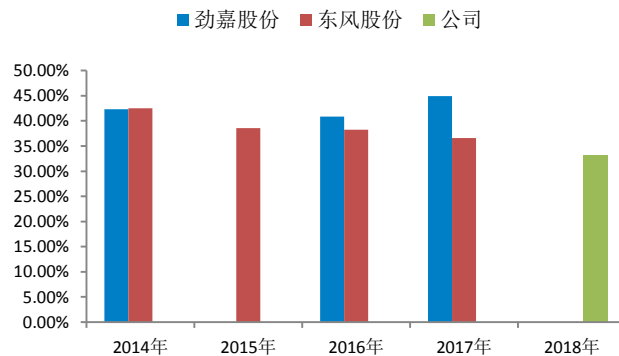
对比同行业劲嘉股份、东风股份 2017 年烟标业务分别 23.75 亿元、25.09 亿元的销售收入，公司 2018 年烟标销售收入仍处于较低水平，由于规模相对较小，2018 年公司烟标业务毛利率相对同行业处于较低水平，2018 年公司烟标业务毛利率为 33.12%，对比同行业公司 2017 年毛利率，仍有较大的提升空间。2019 年随着生产线的不断投产以及大风科技的融合以及依托公司在传统烟用接装纸方面的客户资源，2019 年烟标业务有望快速放量，提高公司的盈利能力。

图 17：公司及可比公司烟标业务收入（单位：万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：公司及可比公司烟标业务毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1：烟标业务重要项目

项目名称	预算数（万元）	截至 2018 年底工程进度	资金来源
烟标生产线建设项目	18,825.38	68.05%	募投资金/自有资金
年产 100 万大箱的烟标生产线建设项目	45,732.50	11.53%	自有资金
大风科技烟标生产线技术改造项目	12,434.00	16.68%	自有资金

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2018 年，公司顺应烟草行业创新驱动战略，着手布局新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究，2018 年 11 月，公司与昆明旭光科技有限公司签订合资协议，共同投资设立集友广誉。2019 年 1 月集友广誉设立，集友广誉将作为公司重要的新型烟草相关新技术、新工艺、新装备的研究和资源集成与整合平台，为烟草行业提供整体技术解决方案，提供整线技术集成和相关技术服务，推动新型烟草工艺技术和装备创新和技术推广应用。

三、盈利预测与估值

（一）盈利预测

公司传统优势业务烟用接装纸业务预计保持稳定增长，未来三年公司重点推进烟标业务，烟标业务有望保持快速增长。我们预测公司 2019 年至 2021 年营业收入分别为 7.26、9.91、12.88 亿元，净利润分别为 1.89、2.54、3.39 亿元。

（二）可比公司估值

表 2：可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值（亿元）	PE			EPS		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
002191.SZ	劲嘉股份	10.44	152.93	26.62	17.48	14.73	0.49	0.60	0.71
601515.SH	东风股份	10.55	117.32	15.69	16.41	14.74	0.67	0.64	0.72
				21.16	16.95	14.74	0.58	0.62	0.72
603429.SH	集友股份	30.70	58.45	50.65	30.93	22.99	0.61	0.99	1.34

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：数据截止 2019 年 3 月 18 日

我们认为，公司在烟用接装纸业务稳定发展的基础上，逐步布局烟标业务，2019 年烟标业务有望保持快速增长，首次覆盖给予“增持-A”建议。

四、风险提示

- （1）烟标业务拓展不及预期风险。
- （2）客户集中度较高风险。
- （3）主要原材料价格波动风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	233.9	458.4	725.6	991.0	1,288.3	年增长率					
减:营业成本	104.0	241.7	396.7	548.6	715.9	营业收入增长率	24.9%	96.0%	58.3%	36.6%	30.0%
营业税费	4.9	6.3	12.3	17.1	20.6	营业利润增长率	80.3%	25.6%	64.0%	34.2%	34.3%
销售费用	6.7	12.7	20.4	27.8	36.0	净利润增长率	87.8%	16.4%	63.8%	34.5%	34.4%
管理费用	39.2	39.5	52.8	67.5	80.3	EBITDA 增长率	34.6%	88.4%	39.5%	37.0%	29.6%
财务费用	-0.8	-0.3	11.5	29.3	29.8	EBIT 增长率	39.9%	88.9%	47.6%	40.1%	31.4%
资产减值损失	2.0	3.2	12.0	5.7	7.0	NOPLAT 增长率	73.9%	32.4%	69.0%	40.0%	32.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	314.3%	11.5%	6.0%	55.2%	-61.9%
投资和汇兑收益	7.1	4.3	3.8	5.1	4.4	净资产增长率	161.6%	19.4%	23.8%	23.8%	26.0%
营业利润	108.6	136.4	223.6	300.1	403.0	盈利能力					
加:营业外净收支	11.2	-1.0	-1.0	1.3	-0.2	毛利率	55.6%	47.3%	45.3%	44.6%	44.4%
利润总额	119.8	135.3	222.6	301.5	402.7	营业利润率	46.4%	29.7%	30.8%	30.3%	31.3%
减:所得税	20.6	17.9	33.7	45.8	58.5	净利率	42.4%	25.2%	26.0%	25.7%	26.5%
净利润	99.2	115.4	189.0	254.2	341.6	EBITDA/营业收入	41.5%	39.8%	35.1%	35.2%	35.1%
						EBIT/营业收入	36.1%	34.7%	32.4%	33.2%	33.6%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	29.6%	38.3%	49.3%	52.6%	44.0%
货币资金	48.5	114.7	181.4	247.8	827.0	负债权益比	42.1%	62.2%	97.1%	110.8%	78.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.15	1.15	1.23	1.30	1.70
应收账款	67.2	147.5	30.2	287.1	87.3	速动比率	1.92	0.83	1.16	1.06	1.62
应收票据	1.9	9.1	11.1	16.4	17.7	利息保障倍数	-99.81	-580.81	20.53	11.23	14.50
预付账款	0.7	1.5	16.1	6.8	11.8	营运能力					
存货	49.2	117.3	50.7	253.6	73.7	固定资产周转天数	220	212	212	163	120
其他流动资产	286.4	36.2	540.0	540.0	540.0	流动营业资本周转天数	139	64	14	83	32
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	465	346	312	396	406
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	74	84	44	58	52
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	68	65	42	55	46
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	830	701	640	651	587
固定资产	142.7	397.1	457.6	439.2	420.8	投资资本周转天数	457	397	273	262	169
在建工程	133.0	98.6	19.7	-	-	费用率					
无形资产	21.4	35.3	34.1	32.8	31.6	销售费用率	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	4.8	72.7	208.8	208.4	162.5	管理费用率	16.7%	8.6%	7.3%	6.8%	6.2%
资产总额	755.6	1,030.0	1,549.7	2,032.1	2,172.3	财务费用率	-0.4%	-0.1%	1.6%	3.0%	2.3%
短期债务	-	28.4	62.3	263.2	-	三费/营业收入	19.2%	11.3%	11.7%	12.6%	11.3%
应付账款	73.3	199.2	207.7	383.2	387.5	投资回报率					
应付票据	125.2	111.1	335.0	328.5	461.8	ROE	18.6%	18.6%	24.5%	26.6%	28.3%
其他流动负债	12.1	33.5	68.7	61.5	64.6	ROA	13.1%	11.4%	12.2%	12.6%	15.8%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	77.2%	24.7%	37.4%	49.4%	42.1%
其他非流动负债	13.2	22.6	90.0	41.9	51.5	分红指标					
负债总额	223.8	394.8	763.6	1,078.3	965.4	DPS(元)	0.14	0.20	0.20	0.36	0.48
少数股东权益	-	15.1	15.1	16.6	19.2	分红比率	27.4%	33.0%	20.1%	26.9%	26.7%
股本	136.0	190.4	190.4	190.4	190.4	股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	1.2%	1.5%
留存收益	395.9	429.7	580.6	766.5	1,017.1						
股东权益	531.9	635.2	786.1	973.5	1,226.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	99.2	117.4	189.0	254.2	341.6	EPS(元)	0.52	0.61	0.99	1.34	1.79
加:折旧和摊销	13.1	23.6	19.6	19.6	19.6	BVPS(元)	2.79	3.26	4.05	5.03	6.34
资产减值准备	2.0	3.2	-	-	-	PE(X)	59.8	51.4	31.4	23.3	17.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.2	9.6	7.7	6.2	4.9
财务费用	-	-	11.5	29.3	29.8	P/FCF	-22.5	66.8	24.6	38.9	9.5
投资损失	-7.1	-4.3	-3.8	-5.1	-4.4	P/S	25.4	12.9	8.2	6.0	4.6
少数股东损益	-	2.0	-	1.5	2.6	EV/EBITDA	43.2	32.0	22.5	16.8	11.2
营运资金的变动	-315.2	248.8	-187.7	-331.6	569.7	CAGR(%)	37.1%	43.1%	53.0%	37.1%	43.1%
经营活动产生现金流量	99.5	115.5	28.6	-32.1	959.0	PEG	1.6	1.2	0.6	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	-333.0	-50.1	3.8	5.1	4.4	ROIC/WACC	7.4	2.4	3.6	4.8	4.1
融资活动产生现金流量	205.9	1.0	34.3	93.4	-384.2						

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