

2019 年 03 月 25 日

公司研究•证券研究报告

华立股份 (603038.SH)

2018Q4 业绩增速提升, 饰板业务实现快速突破

投资要点

- ◆ 事件: 2018 年公司实现营业收入 7.54 亿元, 同比增长 16.09%; 实现归母净利润 0.83 亿元, 同比下降 8.72%。其中, 2018Q4 单季度实现营业收入 2.28 亿元, 同比增长 18.76%; 实现归母净利润 0.26 亿元, 同比增长 38.05%。公司拟以 2018 年度利润分配方案实施时的总股本为基数, 每 10 股转增 4 股派 3.20 元。
- ◆ 全年稳健增长, 2018Q4 业绩增速提升, 经营现金流持续较好表现: 公司主要客户为板式家具制造业、室内装修和装饰业, 主要客户包括欧派家居、索菲亚、好莱客等定制家具领先企业。2018 年, 公司全年度实现营业收入 7.54 亿元, 同比增长 16.09%, 营业收入继续保持逐年稳定增长。受原材料价格上涨及技改等因素影响, 2018 全年公司实现归母净利润 0.83 亿元, 同比下滑 8.72%。2018Q4 单季度随着原材料价格上涨逐步减缓及技改产生的积极影响, 业绩增速明显提升, 2018Q4 单季度营业收入 2.28 亿元, 同比增长 18.76%; 归母净利润 0.26 亿元, 同比增长 38.05%。在下游行业稳定增长以及公司稳健的经营策略下, 2018 年, 公司经营现金流保持较好表现, 全年经营活动产生的现金流量净额 1.1 亿元, 同比增长 67.83%。
- ◆ 两大生产基地逐步投产, 传统优势饰边业务稳步发展: 2018 年封边、异形装饰材料实现销售收入分别为 6.12 亿元、0.86 亿元, 同比增长 6.98%、22.86%, 占营业收入的比重分别为 81.18%、11.41%。2018 年由于浙江华富立和四川华富立两大子公司生产基地逐步投产, 全年封边装饰材料产品实现销量 18.91 亿米, 同比增长 10.42%; 异形装饰材料产品实现销量 0.45 亿米, 同比增长 12.17%。2019 年随着东莞厂区扩建项目达到预定可使用状态, 公司产能、产销量或将进一步提升。2018 年封边、异型装饰材料产品单价分别为 0.32、1.92 元/米, 同比分别为下降 3.11%、上升 9.52%。由于原材料价格的上升、封边装饰材料产品价格略有下降, 异型装饰材料价格有所提升, 公司封边、异型装饰材料毛利率分别为 27.49%、27.89%, 同比分别下降了 2.86 个百分点、上升了 0.94 个百分点。
- ◆ 从边到板, 饰板业务实现快速突破: 2018 年公司收购东莞上为 70% 股权, 实现从边到板的拓展, 市场空间扩大。下半年推出以 OSB 板为基材的“华立美合板”, 主要面向办公、酒店、商业空间墙面快装装饰板领域以及高端定制家具市场。公司也已完成与珠海、中山、肇庆、湛江、佛山、广州、东莞、惠州、深圳、香港等多个城市的装饰板材主要经销商的签约工作。2018 年饰板业务实现快速突破, 全年饰板业务销售收入 3024.49 万元, 毛利率为 16.36%。2019 年在团队建设、经销商渠道网络开发建设、服务配套能力等方面将持续推进, 饰板业务有望得以快速发展。
- ◆ 投资建议: 我们预测公司 2019 至 2021 年每股收益分别为 1.01、1.25 和 1.46 元, 净资产收益率分别为 8.7%、10.0% 和 10.8%。公司是封边装饰材料龙头, 经营稳健, 持续分红, 业务从边向板拓展, 市场空间逐步扩大。未来将继续挖掘在新材料和大家居领域新机遇, 逐步实现公司产业链延伸发展, 维持“买入-B”建议。
- ◆ 风险提示: 地产调控风险、饰板业务拓展不及预期风险、原材料价格波动风险。

动态分析

建材 | 新型建材及非金属新材料 III

投资评级 买入-B(维持)

股价(2019-03-22) 21.17 元

交易数据

总市值 (百万元)	1,989.95
流通市值 (百万元)	795.92
总股本 (百万股)	94.00
流通股本 (百万股)	37.60
12 个月价格区间	15.53/40.94 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.77	-1.52	-17.1
绝对收益	19.47	21.32	-18.64

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

华立股份: 装饰复合材料行业龙头, 产能扩张助业绩腾飞 2017-03-23

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	649.6	754.2	922.7	1,076.9	1,227.3
同比增长(%)	15.5%	16.1%	22.3%	16.7%	14.0%
营业利润(百万元)	107.9	95.2	111.2	138.1	159.7
同比增长(%)	-4.3%	-11.8%	16.8%	24.2%	15.6%
净利润(百万元)	90.9	83.0	94.7	117.9	136.9
同比增长(%)	-8.2%	-8.7%	14.1%	24.5%	16.1%
每股收益(元)	0.97	0.88	1.01	1.25	1.46
PE	20.5	22.4	19.7	15.8	13.6
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5

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：全年稳健增长，2018Q4 业绩增速提升	4
二、饰边业务稳步发展，饰板业务快速突破	5
(一) 两大生产基地逐步投产，传统优势饰边业务稳步发展	5
(二) 从边到板，饰板业务实现快速突破	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：饰边业务收入及同比增长	6
图 6：饰边业务毛利率变动	6
图 7：封边装饰材料销售量及单价	6
图 8：异型装饰材料销售量及单价	6
图 9：期货收盘价（活跃合约）：PVC（单位：元/吨）	6
图 10：国内人造板行业产量（单位：万立方米）	7
图 11：美合板与其他主要人造饰面板性能对比	7
 表 1：可比公司估值	8

一、年报业绩点评：全年稳健增长，2018Q4 业绩增速提升

公司成立于 1995 年，是国内专业从事家具及室内装饰复合材料研发、设计、生产和销售的高新技术企业，产品主要包括家具封边装饰复合材料、异型装饰复合材料及装饰面材等，产品主要应用于板式家具的封边、表面装饰、室内结构及功能性装饰领域等，是国内目前产品种类和品类比较齐全的家具装饰复合材料专业生产企业。

公司主要客户为板式家具制造业、室内装修和装饰业，主要客户包括欧派家居、索菲亚、好莱客等定制家具领先企业。2018 年，公司全年度实现营业收入 7.54 亿元，同比增长 16.09%，营业收入继续保持逐年稳定增长。受原材料价格上涨及技改等因素影响，2018 全年公司实现归母净利润 0.83 亿元，同比下滑 8.72%。2018Q4 单季度随着原材料价格上涨逐步减缓及技改产生的积极影响，业绩增速明显提升，2018Q4 单季度营业收入 2.28 亿元，同比增长 18.76%；归母净利润 0.26 亿元，同比增长 38.05%。在下游行业稳定增长以及公司稳健的经营策略下，2018 年，公司经营现金流保持较好的表现，全年经营活动产生的现金流量净额 1.1 亿元，同比增长 67.83%，经营活动现金流表现好于归母净利润。

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

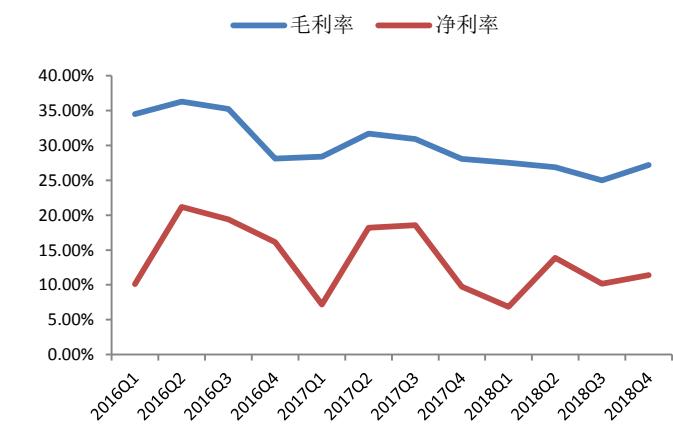


资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2018 年度整体毛利率为 26.58%，同比下降 3.30 个百分点，其中 2018Q4 毛利率为 27.20%，同比下降 0.86 个百分点；2018 年度公司整体净利率为 10.99%，同比降低 3.00 个百分点，其中 2018Q4 净利率为 11.39%，同比下降 1.63 个百分点。毛利率、净利率均较去年同期有所下滑，主要是由于毛利率较低的板材装饰材料营收占比上升以及主要原材料采购价格同比上升。

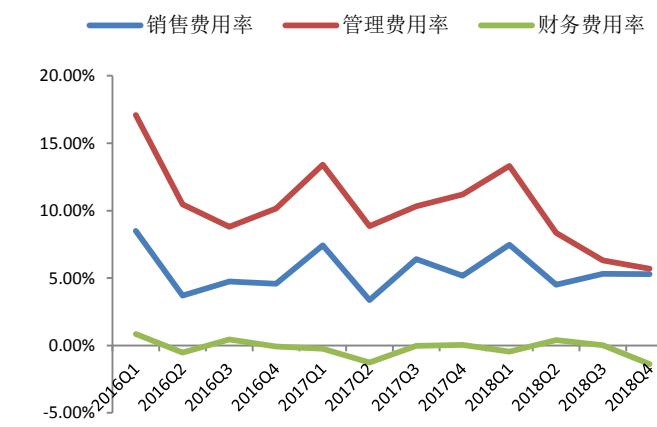
期间费用方面，2018 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.45%、9.97%、-0.38%，同比分别变动了 +0.09、-0.71、+0.01 个百分点，其中 2018Q4 以上费用率的分别为 5.29%、5.68%、-1.39%，同比分别变动了 +0.12、-5.53、-1.43 个百分点，Q4 管理费用率同比下降较多，主要是办公费用及聘请中介机构费用减少以及研发费用单独列入报表等影响。全年来看，公司期间费用率保持相对平稳水平。

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、饰边业务稳步发展，饰板业务快速突破

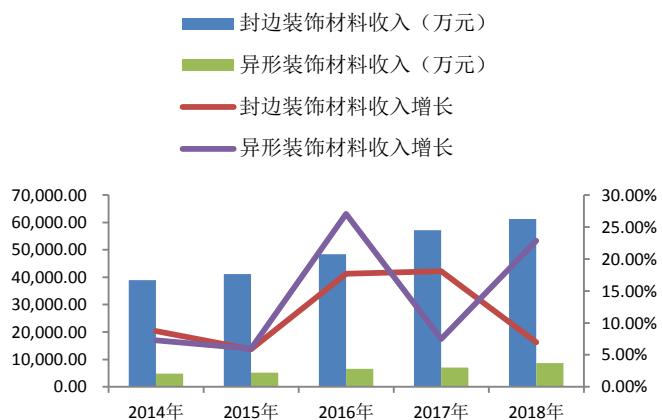
(一) 两大生产基地逐步投产，传统优势饰边业务稳步发展

公司主要收入来源于饰边业务，主要客户为下游家具制造企业，主要客户包括欧派家居、索菲亚、好莱客等定制家具领先企业。在下游家具制造行业需求稳步增长的背景下，公司传统优势饰边业务保持稳步增长，2018年公司封边装饰材料、异形装饰材料实现销售收入分别为6.12亿元、0.86亿元，同比增长6.98%、22.86%，占营业收入的比重分别为81.18%、11.41%。

从销售量来看，2018年由于浙江华富立和四川华富立两大子公司生产基地逐步投产，全年封边装饰材料产品实现销量18.91亿米，同比增长10.42%；异形装饰材料产品实现销量0.45亿米，同比增长12.17%。2019年随着东莞厂区扩建项目达到预定可使用状态，公司产能、产销量或将进一步提升。

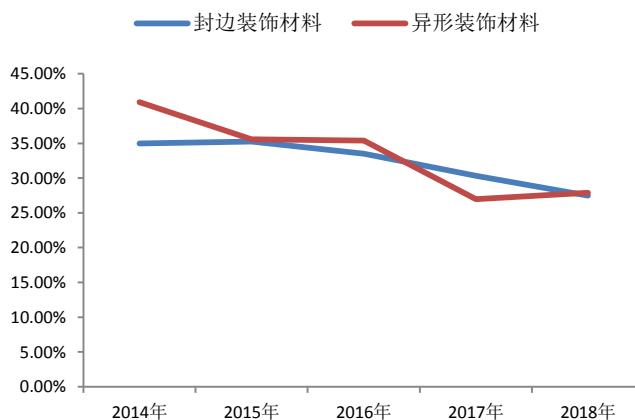
从单价来看，2018年封边装饰材料产品、异型装饰材料产品单价分别为0.32、1.92元/米，同比分别为下降3.11%、上升9.52%。由于原材料价格的上升、封边装饰材料产品价格略有下降，异型装饰材料价格有所提升，公司封边、异型装饰材料毛利率分别为27.49%、27.89%，同比分别下降了2.86个百分点、上升了0.94个百分点。2019年以来PVC期货价格波动较为稳定，原材料上涨压力或将逐步缓解，产品毛利率或将稳定或有所上升。

图 5：饰边业务收入及同比增长



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 6：饰边业务毛利率变动



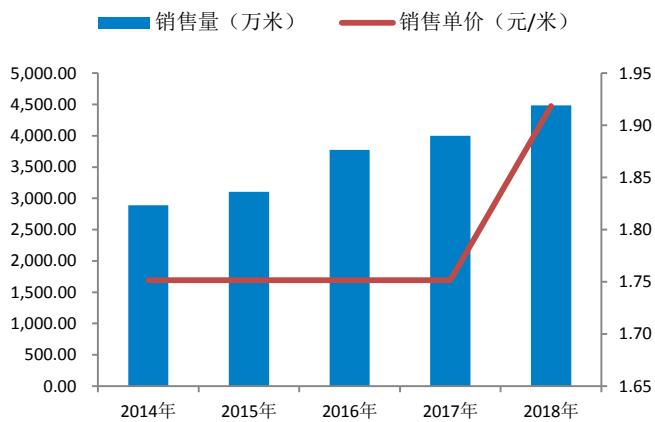
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 7：封边装饰材料销售量及单价



资料来源：公司公告, 华金证券研究所

图 8：异型装饰材料销售量及单价



资料来源：公司公告, 华金证券研究所

图 9：期货收盘价（活跃合约）：PVC（单位：元/吨）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

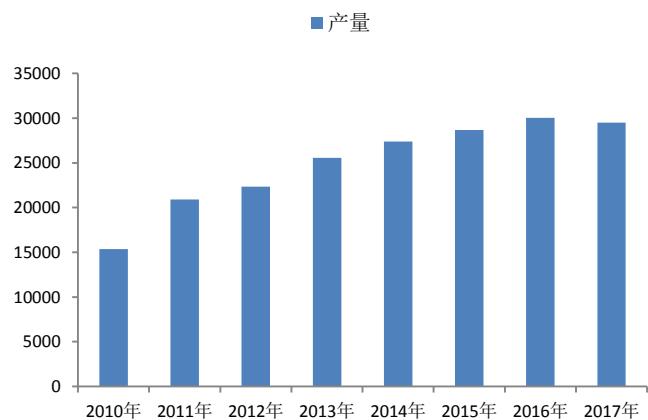
（二）从边到板，饰板业务实现快速突破

2018 年公司收购东莞上为实业有限公司 70% 的股权，东莞上为主要从事压贴饰面板材的生产和销售，其子公司深圳上为主要从事墙面快装饰面板的开发设计、销售、安装服务等，收购后公司业务从饰边业务延伸到饰板业务，实现从边到板的拓展。据中国木业年鉴披露，2017 年我国人造板产量达 29,485.87 万立方米，公司从饰边延伸到饰板，市场空间增大。

随着消费逐渐升级，客户逐渐倾向于更加环保的高端板材，为了顺应消费趋势，2018 年下半年公司针对家具及室内装修行业对环保无醛和设计美观的双重要求，与子公司东莞上为合力推出了以 OSB 板为基材的“华立美合板”产品系列，主要面向办公、酒店、商业空间墙面快装装饰板领域以及高端定制家具市场。公司通过子公司东莞上为也已完成与珠海、中山、肇庆、湛江、佛山、广州、东莞、惠州、深圳、香港等多个城市的装饰板材主要经销商的签约工作，并逐步实现渠道的销售，推动饰板业务快速发展。2018 年公司全年饰板业务销售收入 3024.49 万元，销售量为 110.57 万张，毛利率为 16.36%。

2019 年将继续推动华立美合板业务的快速发展，在团队建设、经销商渠道网络开发建设、设计师平台推广、分子公司服务配套能力等方面继续推进，未来随着饰板业务有望得以快速发展。

图 10：国内人造板行业产量（单位：万立方米）



资料来源：中国木业年鉴，华金证券研究所

图 11：美合板与其他主要人造板性能对比

美合板与其他主要人造板性能对比							
美合板综合了各种面板材的优点于一身，是市场上的一款装饰材料之一。							
人造板种类	密度	静曲强度/MPa	吸水膨胀率	边缘强度	抗弯强度	阻燃性	稳定性
美合板		★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
生态板		***	****	*****	***	*****	
刨花板		★★★★★	★★★★	★★★	★★★	★★★	★★★
中纤板		★★★★★	★★★★	***	***	***	***

资料来源：公司资料，华金证券研究所

三、盈利预测与估值

（一）盈利预测

2018 年公司收购东莞上为，实现从饰边业务向饰板业务的延伸，未来随着公司饰边饰板业务协同发展，我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入分别为 9.23、10.77、12.27 亿元，净利润分别为 0.95、1.18、1.37 亿元。

（二）可比公司估值

表 1：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新价 (元)	总市值 (亿元)	2017 年					
				PE(TTM)	PB(MRQ)	总收入 (亿元)	收入同比增长 (%)	净利润(亿 元)	净利润同比 增长(%)
002043.SZ	兔宝宝	7.09	54.93	16.84	3.12	41.03	54.18	3.65	40.43
300234.SZ	开尔新材	9.01	26.09	-36.87	2.63	3.49	-2.85	-0.06	-121.39
300163.SZ	先锋新材	4.05	19.20	-8.20	3.57	6.83	-9.93	-0.28	-141.15
平均值				-9.41	3.11	17.12		1.10	
603038.SH	华立股份	19.80	18.61	22.43	1.84	6.45	15.59	0.91	-8.17

资料来源：Wind，华金证券研究所 注：数据日期为截至 2019 年 3 月 29 日

我们认为，公司封边材料龙头企业，经营稳健，持续分红。2018 年逐步从边向板拓展，市场空间也逐步扩大。未来公司将继续挖掘在新材料和大家居领域的新的产业机遇，通过自建、投资和战略合作等多种方式，逐步实现公司在产业链的延伸发展，维持“买入-B”建议。

四、风险提示

(1) 房地产行业调控风险。公司下游应用领域主要是板式家具、室内装修行业，受国内房地产行业调控以及全球经济波动影响。

(2) 饰板业务拓展不及预期风险。公司 2018 年布局快装产品，丰富公司产品线，拓宽公司成长空间，未来若该业务拓展不及预期，可能会影响公司业绩增长。

(3) 原材料价格波动风险。公司主要原材料为 PVC 粉、助剂、胶粘剂等，原材料成本占生产成本比重近四分之三，若原材料价格波动较大，对公司生产成本、毛利率产生较大影响。

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	649.6	754.2	922.7	1,076.9	1,227.3	年增长率					
减:营业成本	455.5	553.7	686.6	805.5	921.7	营业收入增长率	15.5%	16.1%	22.3%	16.7%	14.0%
营业税费	5.0	6.2	7.5	8.6	10.0	营业利润增长率	-4.3%	-11.8%	16.8%	24.2%	15.6%
销售费用	34.8	41.1	48.5	53.8	58.9	净利润增长率	-8.2%	-8.7%	14.1%	24.5%	16.1%
管理费用	69.4	44.4	82.5	90.2	95.7	EBITDA增长率	-4.2%	18.3%	-8.1%	22.7%	15.2%
财务费用	-2.5	-2.9	-2.3	-3.0	-2.3	EBIT增长率	-9.9%	18.6%	-10.0%	24.0%	16.5%
资产减值损失	3.5	4.0	3.2	3.6	3.6	NOPLAT增长率	-6.5%	-9.9%	15.6%	24.5%	17.0%
加:公允价值变动收益	-7.6	-0.1	-5.6	-	-0.0	投资资本增长率	83.6%	14.5%	0.5%	7.3%	-4.4%
投资和汇兑收益	28.2	16.4	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	77.5%	9.0%	7.7%	7.7%	8.0%
营业利润	107.9	95.2	111.2	138.1	159.7	盈利能力					
加:营业外净收支	0.2	0.6	0.5	0.4	0.5	毛利率	29.9%	26.6%	25.6%	25.2%	24.9%
利润总额	108.1	95.8	111.7	138.5	160.2	营业利润率	16.6%	12.6%	12.0%	12.8%	13.0%
减:所得税	17.2	12.9	17.0	20.6	23.3	净利润率	14.0%	11.0%	10.3%	11.0%	11.2%
净利润	90.9	83.0	94.7	117.9	136.9	EBITDA/营业收入	20.2%	20.6%	15.4%	16.2%	16.4%
						EBIT/营业收入	15.7%	16.1%	11.8%	12.5%	12.8%
资产负债表					偿债能力						
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	17.9%	19.0%	20.6%	19.7%	20.9%
货币资金	311.4	169.8	269.0	302.9	423.4	负债权益比	21.8%	23.5%	26.0%	24.5%	26.4%
交易性金融资产	25.2	105.6	100.0	100.0	100.0	流动比率	4.11	3.52	3.21	3.51	3.46
应收帐款	93.0	130.1	141.0	173.6	187.2	速动比率	3.45	3.04	2.65	2.91	2.89
应收票据	3.1	22.2	2.4	25.9	9.4	利息保障倍数	-40.72	-41.92	-48.27	-45.02	-69.30
预付帐款	26.5	29.3	47.8	42.3	57.5	营运能力					
存货	111.1	96.9	151.0	164.3	182.3	固定资产周转天数	137	141	128	112	101
其他流动资产	124.8	155.6	156.0	156.0	156.0	流动营业资本周转天数	70	101	90	86	82
可供出售金融资产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	流动资产周转天数	320	335	308	306	305
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	52	53	53	53	53
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	55	50	48	53	51
投资性房地产	27.3	16.4	16.4	16.4	16.4	总资产周转天数	530	575	518	479	455
固定资产	260.4	328.6	326.4	346.4	343.9	投资资本周转天数	251	300	263	234	208
在建工程	68.3	26.1	36.9	9.4	-	费用率					
无形资产	83.1	95.1	92.9	90.7	88.4	销售费用率	5.4%	5.4%	5.3%	5.0%	4.8%
其他非流动资产	10.1	87.6	48.5	50.3	57.4	管理费用率	10.7%	5.9%	8.9%	8.4%	7.8%
资产总额	1,145.1	1,264.3	1,389.4	1,479.2	1,622.9	财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	15.6%	11.0%	13.9%	13.1%	12.4%
应付帐款	82.9	65.0	140.9	98.7	166.9	投资回报率					
应付票据	54.2	87.6	84.0	135.2	103.9	ROE	9.7%	8.2%	8.7%	10.0%	10.8%
其他流动负债	31.9	48.8	45.2	40.8	51.8	ROA	7.9%	6.6%	6.8%	8.0%	8.4%
长期借款	20.9	21.3	-	-	-	ROIC	27.8%	13.6%	13.7%	17.0%	18.6%
其他非流动负债	15.3	17.6	16.2	16.4	16.7	分红指标					
负债总额	205.3	240.3	286.4	291.1	339.3	DPS(元)	0.20	0.32	0.27	0.35	0.44
少数股东权益	-	12.0	12.0	12.0	12.0	分红比率	20.7%	36.3%	26.6%	27.8%	30.2%
股本	67.2	94.0	94.0	94.0	94.0	股息收益率	1.0%	1.6%	1.4%	1.8%	2.2%
留存收益	884.8	927.4	997.0	1,082.1	1,177.6						
股东权益	939.8	1,024.1	1,103.0	1,188.1	1,283.7						

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	90.9	82.9	94.7	117.9	136.9	EPS(元)	0.97	0.88	1.01	1.25	1.46
加:折旧和摊销	29.5	35.3	33.6	39.8	44.1	BVPS(元)	10.00	10.77	11.61	12.51	13.53
资产减值准备	3.5	4.0	-	-	-	PE(X)	20.5	22.4	19.7	15.8	13.6
公允价值变动损失	7.6	0.1	-5.6	-	-0.0	PB(X)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5
财务费用	3.7	1.8	-2.3	-3.0	-2.3	P/FCF	-9.6	-997.9	26.5	27.1	11.0
投资损失	-28.2	-16.4	-20.0	-20.0	-20.0	P/S	2.9	2.5	2.0	1.7	1.5
少数股东损益	-	-0.1	-	-	-	EV/EBITDA	7.5	9.8	10.1	8.1	6.4
营运资金的变动	-131.0	-73.5	42.4	-61.0	10.9	CAGR(%)	9.1%	18.2%	-1.5%	9.1%	18.2%
经营活动产生现金流量	65.2	109.4	142.8	73.7	169.6	PEG	2.3	1.2	-13.4	1.7	0.7
投资活动产生现金流量	-262.7	-236.2	-8.9	-10.0	-10.0	ROIC/WACC	2.6	1.3	1.3	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	301.4	-20.2	-34.8	-29.8	-39.1						

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