

2019年04月14日

地素时尚 (603587.SH)

动态分析

内生外延带动营收稳健增长，资产减值损失冲减推升利润增速

事件

公司披露年报及一季报，2018年实现营收21.00亿元，同比增长7.94%，实现净利润5.74亿元，同比增长19.59%，基本每股收益1.55元，拟每10股派息10元（含税）。

2019年Q1，公司实现营收5.84亿元，同比增长13.53%，实现净利润1.95亿元，同比增长32.58%。

投资要点

◆ **营业收入稳步增长，资产减值损失冲减推升利润增速：**2018年公司营业收入稳步增长，增速接近8%。各品牌均价提升、线下渠道扩张以及线上快速增长，推动公司在整体服装终端零售增速放缓背景下保持稳健的增速。

全年归母净利增长近20%，主要源于2017年公司出现房屋买卖纠纷，确认资产减值损失1亿元，形成低基数，并于2018年部分冲减，推升2018年利润增速。若不考虑2017年影响，2016年至2018年公司归母净利年复合增速约5%。

2019年Q1，公司在暖冬背景下取得14%的营收增长，线上线下、内生外延均表现良好。归母净利增速33%，明显高于营收增速，主要源于收到与经营相关的政府补助，去年该政府补助于二季度确认，季度错位推升利润增速。

◆ **内生外延推动各品牌营收稳健增长：**分品牌看，2018年DA、DM、DZ、RZ品牌占营收比例分别约59%、8%、32%、1%，各品牌分别实现营收增长约7%、15%、7%、242%。其中，均价提升推动2018年DA、DZ品牌稳健增长以及DM较快增长；RZ品牌营收较小，仍处于培育期。

分渠道看，2018年公司线上、线下分别取得营收占比12%、88%，分别实现营收增长31%与5%，公司服装在线上渠道具有较强竞争力。渠道扩张及均价提升保证线下增长。2018年末公司门店数量增长2.3%至1062家，以DA、DZ品牌为主，DA、DM、DZ品牌门店数量分别占比58%、5%、36%。全年DA、DM、DZ、RA品牌门店数量分别变动-0.2%、15%、4%、30%，渠道扩张推动线下营收增长。

◆ **资产减值冲减推升净利率：**盈利能力方面，2018年，市场竞争加剧使公司更多地参加商场促销等活动，毛利率同比降低0.94pct至73.90%。店铺租金增加使销售费用率增加2.37pct至33.68%，男装研发费用增加以及咨询、折旧费用提升使管理及研发费用占应收比例提升0.85pct至8.75%，财务费用保持-1.41%，整体期间费用率提升3.39pct至41.02%。2017年大幅存货清理使2018年库龄结构良好，叠加2017年资产减值高基数及2018年二季度的冲回，资产减值损失占营收降低8.72pct至-2.05%。最终公司净利率提升2.66pct至27.33%。

存货方面，2018年末，公司存货同比增加1.16%，占营收比例由2017年的13.09%

纺织服装 | 服装及服饰制品 III

投资评级 增持-A(首次)

股价(2019-04-12) 28.22元

交易数据

总市值(百万元)	11,316.22
流通市值(百万元)	1,721.42
总股本(百万股)	401.00
流通股本(百万股)	61.00
12个月价格区间	18.53/47.95元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.27	-4.67	-0.94
绝对收益	13.61	20.19	

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

降至 12.27%，整体规模控制良好。现金流方面，2018 年公司经营活动现金流量净额增长 4.2%至 5.85 亿元，其中经营活动现金流入增长 5.8%至 25.5 亿元，流出增长 6.2%至 19.7 亿元，现金流态势良好。

◆ **女装市场持续较快增长，地素占据市场领先地位：**女装是我国服装市场的主要品类，2017 年女装市场规模达 9232 亿元，2017 至 2021 年年复合增速有望近 4.4%，高于男装增速。公司在我国中高端女装市场中具有较强竞争力，2015 年主品牌市占率排名第三。公司时尚度及设计风格受到消费者认可，奠定公司竞争力基础。公司有望凭借市场地位，通过渠道优化及品类延伸保持稳健的业绩增长。此外，女装消费量弹性较高，国内经济复苏或将推升女装公司业绩增速。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.63、1.81 和 2.01 元。净资产收益率分别为 18.4%、17.9%和 17.5%，目前公司 PE（2019E）约为 17 倍。给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**市场竞争使毛利率承压；品牌宣传投入等提升销售费用；国内服装零售额增速放缓。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,945.9	2,100.5	2,398.7	2,703.6	3,003.4
同比增长(%)	7.2%	7.9%	14.2%	12.7%	11.1%
营业利润(百万元)	565.5	724.5	822.8	917.9	1,022.1
同比增长(%)	-14.2%	28.1%	13.6%	11.6%	11.4%
净利润(百万元)	480.1	574.1	652.5	725.6	805.6
同比增长(%)	-8.1%	19.6%	13.7%	11.2%	11.0%
每股收益(元)	1.20	1.43	1.63	1.81	2.01
PE	23.6	19.7	17.3	15.6	14.0
PB	8.5	3.7	3.2	2.8	2.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、内生外延推动营业收入稳健增长	4
（一）营业收入稳步增长，资产减值损失冲减推升利润增速	4
（二）内生外延推动各品牌各渠道营收稳健增长	5
（三）市场竞争使毛利率下降，资产减值冲回推升净利率	6
二、女装市场持续较快增长，地素占据市场领先地位	7
三、盈利预测	8
四、风险提示	8

图表目录

图 1：地素时尚营业收入	4
图 2：地素时尚归母净利润	4
图 3：地素时尚分季度营业收入	4
图 4：地素时尚分季度归母净利润	4
图 5：地素时尚分品牌营业收入（百万元）	5
图 6：地素时尚分渠道营业收入（百万元）	5
图 7：地素时尚分品牌门店数量（家）	6
图 8：地素时尚利润率情况	6
图 9：地素时尚费用率情况	6
图 10：地素时尚存货及营收占比	7
图 11：地素时尚资产减值及营收占比	7
图 12：地素时尚现金流情况	7
图 13：2014 年我国中高端女装市场格局	8
图 14：1980 年前后日本家庭女装部分品类消费量情况	8
表 1：地素时尚营业收入预测表	8

一、内生外延推动营业收入稳健增长

公司披露年报及一季报，2018 年实现营收 21.00 亿元，同比增长 7.94%，实现净利润 5.74 亿元，同比增长 19.59%，基本每股收益 1.55 元，拟每 10 股派息 10 元。

2019 年 Q1，公司实现营收 5.84 亿元，同比增长 13.53%，实现净利润 1.95 亿元，同比增长 32.58%。

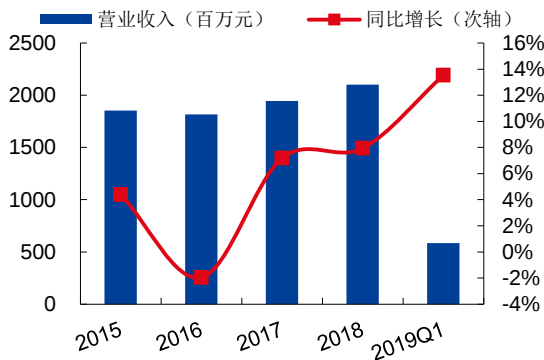
（一）营业收入稳步增长，资产减值损失冲减推升利润增速

2018 年公司营业收入稳步增长，增速接近 8%。各品牌均价提升、线下渠道扩张以及线上快速增长，推动公司在整体服装终端零售增速放缓背景下保持稳健的增速。

全年归母净利增长近 20%，主要源于 2017 年公司出现房屋买卖纠纷，确认资产减值损失 1 亿元，形成低基数。该资产减值损失于 2018 年部分冲减，推升 2018 年利润增速。若不考虑 2017 年影响，2016 年至 2018 年公司归母净利年复合增速约 5%。

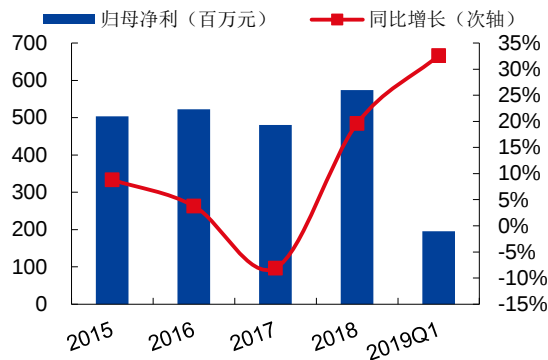
2019 年 Q1，公司在暖冬背景下取得 14% 的营收增长，线上线下、内生外延均表现良好。归母净利增速 33%，明显高于营收增速，主要源于收到与经营相关的政府补助 4676 万元，去年该政府补助于二季度确认，季度错位使营业外收入推升利润总额增速约 24%。

图 1：地素时尚营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：地素时尚归母净利



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：地素时尚分季度营业收入

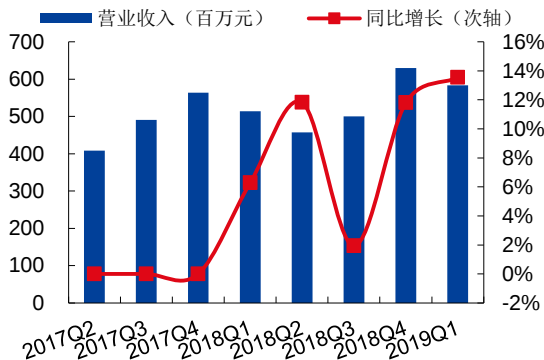
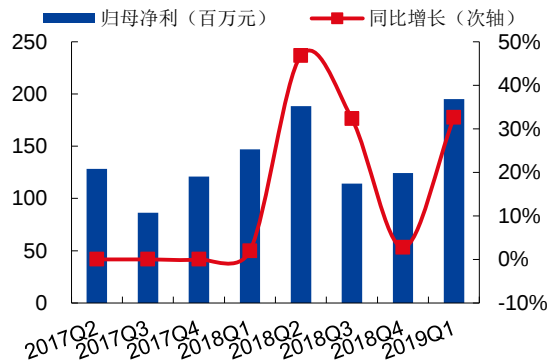


图 4：地素时尚分季度归母净利



资料来源: Wind, 华金证券研究所

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 内生外延推动各品牌各渠道营收稳健增长

自成立以来,公司已拥有 DAZZLE(简称 DA)、DIAMOND DAZZLE(简称 DM)、d'zzit(简称 DZ)、RAZZLE(简称 RA)四大品牌构建品牌矩阵,其中 DA、DM、DZ 品牌分别对应 25~40 岁中高端女装、30~45 岁高端女装、18~35 岁中端潮流女装,RA 品牌布局 25~40 岁个性化男装。凭借较好的时尚度和设计风格,公司品牌矩阵对女装市场形成多维度渗透,并取得较好的竞争优势。

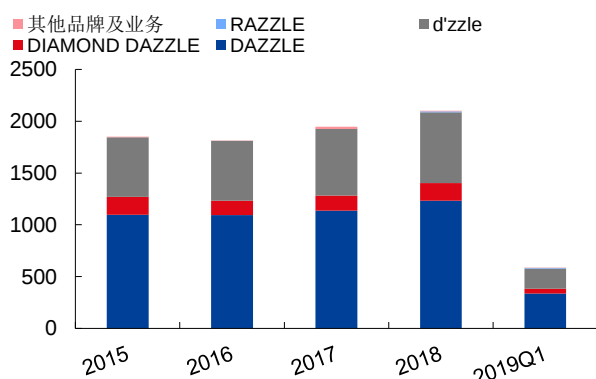
分渠道看,2018 年公司线上、线下分别取得营收占比 12%、88%。公司主要立足中高端女装,线下渠道保持较高占比。该年度公司线上渠道实现营收增长 31%,高于实物商品网上零售增速,公司服装在线上渠道具有较强竞争力。

线下渠道取得营收增长约 5%,渠道扩张及均价提升保证内生外延齐增长。公司 2018 年门店数量增长 2.3%至 1062 家,以 DA、DZ 品牌为主,DA、DM、DZ 品牌门店数量分别占比 58%、5%、36%。全年 DA、DM、DZ、RA 品牌门店数量分别变动-0.2%、15%、4%、30%,渠道扩张推动线下营收增长。

分品牌看,2018 年公司 DA、DM、DZ、RZ 品牌占营收比例分别约 59%、8%、32%、1%,中高端女装主品牌 DA 以及潮流品牌 DZ 为公司营收支柱。2018 年各品牌分别实现营收增长约 7%、15%、7%、242%。其中,均价提升推动 2018 年 DA、DZ 品牌稳健增长,DA、DZ 品牌销量分别增长 1%、0%,均价提升 6%、7%;较低均价基数推动 DM 品牌较快增长,DM 品牌 2017 年进行较大力度促销,2018 年均价回升,推动品牌营收增长;RZ 品牌营收较小,仍处于培育期。

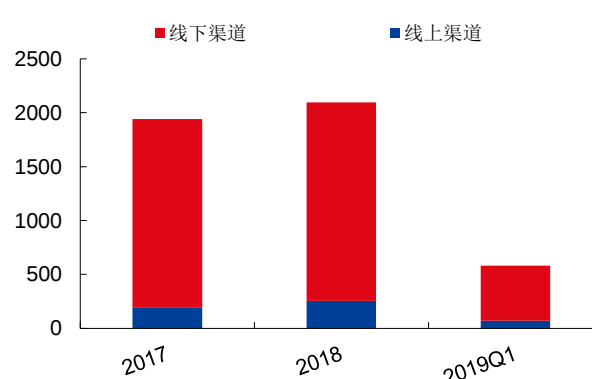
2018 年服装零售增速放缓,市场竞争较为激烈,各品牌毛利率均有所降低。2019 年一季度,渠道扩张及内生增长推动 DA、DM、DZ、RA 品牌取得 13%、15%、15%、0%的营收增速,除 RA 品牌外,各品牌毛利率实现同比微升。

图 5: 地素时尚分品牌营业收入(百万元)



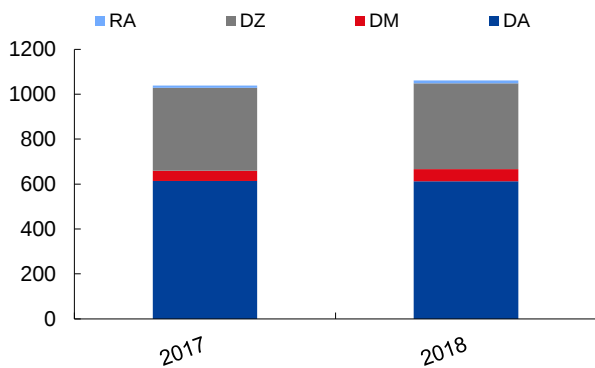
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 地素时尚分渠道营业收入(百万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 7：地素时尚分品牌门店数量（家）

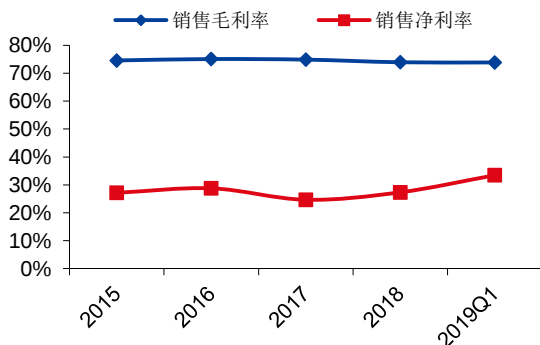


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）市场竞争使毛利率下降，资产减值冲减推升净利率

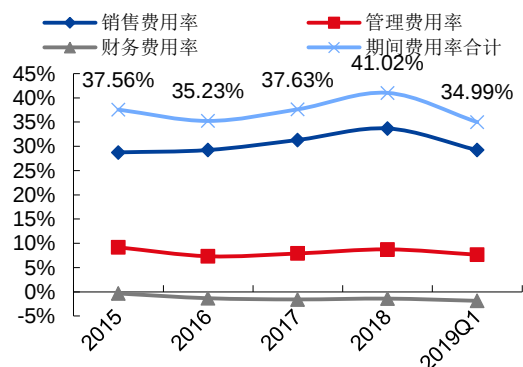
盈利能力方面，2018 年，市场竞争加剧使公司更多地参加商场促销等活动，毛利率同比降低 0.94pct 至 73.90%。店铺租金增加使销售费用率增加 2.37pct 至 33.68%，男装研发费用增加以及咨询、折旧费用提升使管理及研发费用占应收比例提升 0.85pct 至 8.75%，财务费用保持 -1.41%，整体期间费用率提升 3.39pct 至 41.02%。2017 年大幅存货清理使 2018 年库龄结构良好，叠加 2017 年资产减值高基数及 2018 年第二季度的冲回，资产减值损失占营收降低 8.72pct 至 -2.05%。最终公司净利率提升 2.66pct 至 27.33%。

图 8：地素时尚利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：地素时尚费用率情况



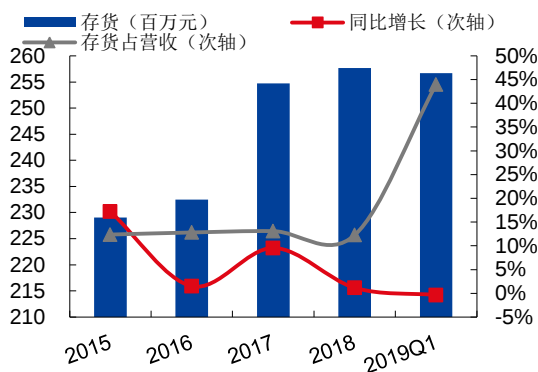
资料来源：Wind，华金证券研究所

存货方面，2018 年末，公司存货同比增加 1.16%，占营收比例由 2017 年的 13.09% 降至 12.27%，整体规模控制良好。分库龄看，1 年以内、1 至 2 年、2 至 3 年、3 年以上库存商品账面金额占比分别约 56%、28%、11%、5%，1 年以内库存商品占比同比下降 3pct，整体库存风险较为可控。

资产减值方面，2017 年公司计提 1 亿元的房屋买卖纠纷的坏账损失。2018 年二季度上述坏账损失中 7538 万元冲回，推升净利润。

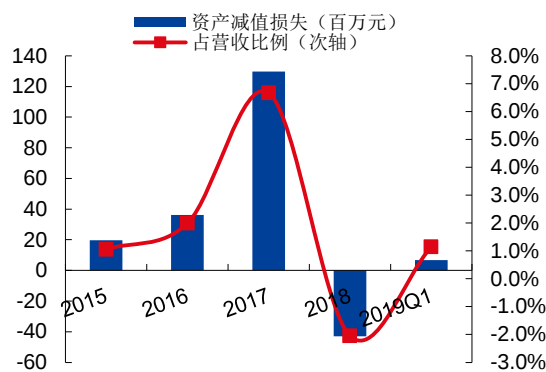
现金流方面，2018 年公司经营活动现金流量净额增长 4.2% 至 5.85 亿元，其中经营活动现金流入增长 5.8% 至 25.5 亿元，流出增长 6.2% 至 19.7 亿元，现金流态势良好。

图 10：地素时尚存货及营收占比



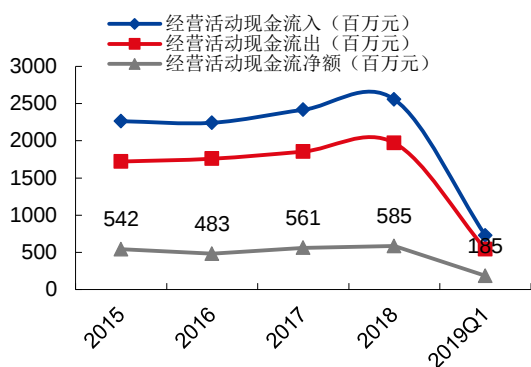
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：地素时尚资产减值及营收占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：地素时尚现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

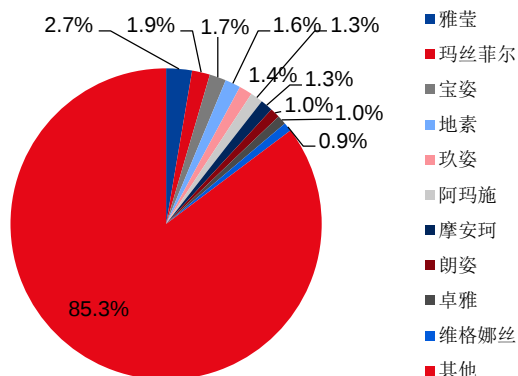
二、女装市场持续较快增长，地素占据市场领先地位

女装是我国服装市场的主要品类，持续占据超过 50% 的市场份额。Euromonitor 数据显示，2017 年女装市场规模达 9232 亿元，同比增长 5.7%，到 2021 年，女装市场市场规模有望接近 1.1 万亿元，年复合增速约 4.4%，增速较男装更高。

地素时尚在我国中高端女装市场中具有较强竞争力，2014 年 DAZZLE 品牌占据约 1.6% 的市场份额，排名第四，2015 年排名更进一步，达第三。公司时尚度及设计风格受到消费者认可，奠定公司竞争力基础。公司有望凭借市场地位，保持稳健的业绩增长。

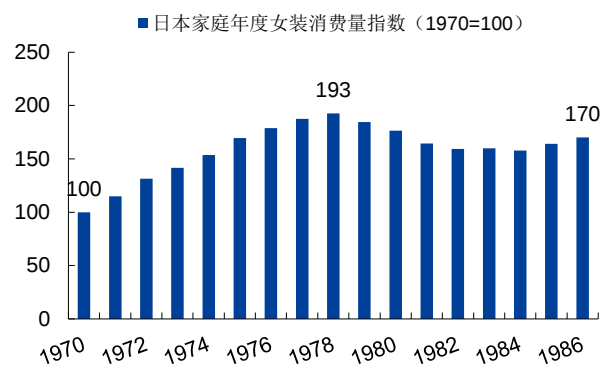
日本 1980 年前后经济情况显示，女装消费量随经济增速明显波动。女装消费量弹性较高，国内经济复苏或将推升女装公司业绩增速。

图 13：2014 年我国中高端女装市场格局



资料来源：人大经济论坛，华金证券研究所

图 14：1980 年前后日本家庭女装部分品类消费量情况



资料来源：日本总务省，华金证券研究所

注：由该时段内口径统一的数据推算

三、盈利预测

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.63、1.81 和 2.01 元。净资产收益率分别为 18.4%、17.9%和 17.5%，目前公司 PE（2019E）约为 17 倍。给予“增持-A”建议。

表 1：地素时尚营业收入预测表

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
DAZZLE	营业收入	1093.82	1135.55	1231.61	1391.72	1558.73	1714.60
	增长率	-0.33%	3.81%	8.46%	13.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	75.24%	75.06%	74.17%	74.80%	75.00%	74.80%
DIAMOND DAZZLE	营业收入	138.54	148.24	170.14	195.66	221.09	247.62
	增长率	-20.00%	7.00%	14.77%	15.00%	13.00%	12.00%
	毛利率	81.89%	80.91%	78.89%	79.50%	79.50%	79.50%
d'zzle	营业收入	577.73	640.41	684.48	787.15	889.48	996.22
	增长率	0.79%	10.85%	6.88%	15.00%	13.00%	12.00%
	毛利率	73.40%	73.30%	72.47%	72.80%	72.80%	72.80%
RAZZLE	营业收入		2.69	9.21	18.42	27.63	37.30
	增长率			241.75%	100.00%	50.00%	35.00%
	毛利率		77.47%	77.12%	76.50%	76.20%	76.00%
其他品牌及业务	营业收入	5.41	19.02	5.02	5.77	6.64	7.63
	增长率	-33.10%	251.31%	-73.60%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	39.59%	66.14%	27.18%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入	1815.50	1945.91	2100.45	2398.72	2703.56	3003.37
	增长率	-1.96%	7.18%	7.94%	14.20%	12.71%	11.09%
	毛利率	75.06%	74.84%	73.90%	74.43%	74.55%	74.43%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、风险提示

市场竞争使毛利率承压；品牌宣传投入等提升销售费用；国内服装零售额增速放缓。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,945.9	2,100.5	2,398.7	2,703.6	3,003.4
减: 营业成本	489.5	548.2	613.3	688.2	768.1
营业税费	28.8	26.7	30.5	34.4	38.2
销售费用	609.3	707.4	762.8	851.6	940.1
管理费用	153.7	125.6	196.7	224.4	252.3
财务费用	-30.6	-29.6	-27.8	-32.9	-38.4
资产减值损失	129.8	-43.0	0.4	20.0	21.0
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	15.7	-	-	-
营业利润	565.5	724.5	822.8	917.9	1,022.1
加: 营业外净收支	78.5	44.9	47.2	49.6	52.0
利润总额	643.9	769.5	870.0	967.5	1,074.2
减: 所得税	163.9	195.3	217.5	241.9	268.5
净利润	480.1	574.1	652.5	725.6	805.6

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	905.1	2,530.3	3,029.2	3,552.0	4,130.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	121.8	58.7	141.2	84.1	166.2
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	150.8	58.6	145.9	83.5	172.5
存货	254.7	257.7	287.5	343.3	339.4
其他流动资产	2.2	70.4	73.9	77.6	81.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	187.8	384.3	431.6	447.2	447.0
在建工程	31.9	117.7	58.9	29.4	14.7
无形资产	12.1	9.1	6.6	4.0	1.4
其他非流动资产	93.2	82.0	51.8	51.1	53.5
资产总额	1,759.6	3,568.8	4,226.5	4,672.3	5,407.1
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	85.4	81.9	136.2	108.5	164.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	318.4	376.9	522.2	486.5	600.0
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	22.7	22.1	23.2	24.3	25.5
负债总额	426.5	480.8	681.5	619.3	790.2
少数股东权益	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
股本	340.0	401.0	401.0	401.0	401.0
留存收益	991.5	2,685.7	3,142.5	3,650.4	4,214.4
股东权益	1,333.1	3,087.9	3,545.0	4,052.9	4,616.9

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	480.1	574.1	652.5	725.6	805.6
加: 折旧和摊销	42.4	57.4	20.2	22.8	24.3
资产减值准备	129.8	-43.0	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.9	-2.4	-27.8	-32.9	-38.4
投资损失	-	-15.7	-	-	-
少数股东损益	0.0	0.0	-	-	-
营运资金的变动	-157.8	-11.8	27.6	-1.5	-2.7
经营活动产生现金流量	561.3	584.7	672.6	714.0	788.8
投资活动产生现金流量	-277.5	-142.6	-6.1	-6.4	-6.7
融资活动产生现金流量	-40.3	1,181.1	-167.7	-184.8	-203.3

财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	7.2%	7.9%	14.2%	12.7%	11.1%
营业利润增长率	-14.2%	28.1%	13.6%	11.6%	11.4%
净利润增长率	-8.1%	19.6%	13.7%	11.2%	11.0%
EBITDA 增长率	-15.1%	40.4%	5.3%	11.3%	11.0%
EBIT 增长率	-15.8%	40.5%	5.8%	11.3%	11.2%
NOPLAT 增长率	-15.9%	30.0%	15.0%	11.3%	11.2%
投资资本增长率	407.6%	42.1%	-2.4%	-3.0%	-3.8%
净资产增长率	68.9%	131.6%	14.8%	14.3%	13.9%
盈利能力					
毛利率	74.8%	73.9%	74.4%	74.5%	74.4%
营业利润率	29.1%	34.5%	34.3%	34.0%	34.0%
净利润率	24.7%	27.3%	27.2%	26.8%	26.8%
EBITDA/营业收入	28.3%	36.9%	34.0%	33.6%	33.6%
EBIT/营业收入	27.5%	35.8%	33.1%	32.7%	32.8%
偿债能力					
资产负债率	24.2%	13.5%	16.1%	13.3%	14.6%
负债权益比	32.0%	15.6%	19.2%	15.3%	17.1%
流动比率	3.55	6.49	5.59	6.96	6.40
速动比率	2.92	5.92	5.15	6.38	5.95
利息保障倍数	-17.46	-25.39	-28.60	-26.89	-25.61
营运能力					
固定资产周转天数	36	49	61	59	54
流动营业资本周转天数	1	10	-2	-1	-1
流动资产周转天数	230	378	499	521	541
应收帐款周转天数	21	15	15	15	15
存货周转天数	45	44	41	42	41
总资产周转天数	285	457	585	592	604
投资资本周转天数	37	69	71	61	53
费用率					
销售费用率	31.3%	33.7%	31.8%	31.5%	31.3%
管理费用率	7.9%	6.0%	8.2%	8.3%	8.4%
财务费用率	-1.6%	-1.4%	-1.2%	-1.2%	-1.3%
三费/营业收入	37.6%	38.3%	38.8%	38.6%	38.4%
投资回报率					
ROE	36.1%	18.6%	18.4%	17.9%	17.5%
ROA	27.3%	16.1%	15.4%	15.5%	14.9%
ROIC	604.7%	154.9%	125.4%	143.1%	164.0%
分红指标					
DPS(元)	-	1.00	0.49	0.54	0.60
分红比率	0.0%	69.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.0%	3.5%	1.7%	1.9%	2.1%

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.20	1.43	1.63	1.81	2.01
BVPS(元)	3.32	7.70	8.84	10.10	11.51
PE(X)	23.6	19.7	17.3	15.6	14.0
PB(X)	8.5	3.7	3.2	2.8	2.5
P/FCF	53.6	26.1	17.0	15.3	13.8
P/S	5.8	5.4	4.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	15.6	11.2	10.1	8.5	7.1
CAGR(%)	14.8%	12.0%	7.7%	14.8%	12.0%
PEG	1.6	1.6	2.3	1.1	1.2
ROIC/WACC	57.6	14.8	11.9	13.6	15.6

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