

2019年04月21日

三环集团 (300408.SZ)

动态分析

元件材料抓住机遇扩张，高性价比产品期待未来

电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级

买入-B(下调)

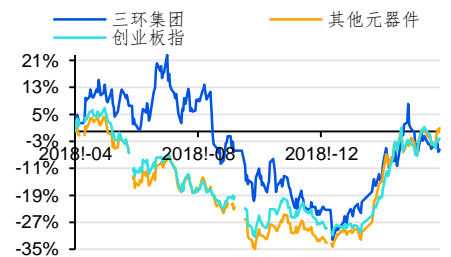
股价(2019-04-19)

20.85 元

交易数据

总市值 (百万元)	36,344.95
流通市值 (百万元)	34,428.71
总股本 (百万股)	1,743.16
流通股本 (百万股)	1,651.26
12个月价格区间	14.52/27.19 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.9	-9.55	-7.18
绝对收益	-7.25	25.6	-9.31

分析师

蔡景彦

 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

相关报告

- 三环集团：二季度延续高增速，期待陶瓷产品多点发力 2018-09-02
- 三环集团：营收盈利继续向上，陶瓷外观件贡献成长动力 2018-04-26
- 三环集团：上半年业绩承压，陶瓷外观件值得期待 2017-09-04
- 三环集团：2016年业绩稳健推进，新产品拓展值得期待 2017-04-25
- 三环集团：全年业绩稳健成长，外观件带来新的增长亮点 2017-03-01

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 37.5 亿元，同比上升 19.8%，毛利率水平为 54.2%，同比上升 5.6 个百分点，归属母公司净利润 13.2 亿元，同比上升 21.7%，每股净利润 0.76 元，同比上升 20.6%。第四季度公司实现营业收入为 9.14 亿元，同比下降 10.1%，归属上市公司股东净利润为 3.87 亿元，同比上升 0.7%。2018 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。
- ◆ **产品市场填补海外供应不足，市场份额增加驱动规模成长：**公司 2018 年全年销售收入同比提升 19.8% 达到 37.5 亿元，收入规模的主要成长驱动因素来源于于电子元件材料市场的供不应求，海外供应商产能不足，给予国内优质品牌厂商以迅速扩大市场份额的机会。公司作为国内具备竞争实力的厂商，充分受益于行业市场的成长性而带来业务规模的大幅度扩大。通信产品方面主要是光通信的连接件业务也保持了稳定的增长趋势，而半导体业务则出现了小幅度的波动。
- ◆ **毛利率稳健回升，费用率维持稳定可控：**2018 年公司的毛利率同比上升 5.6 个百分点为 54.2%，细分市场来看，电子元件材料尽管毛利率有小幅度下降，但是仍然较其他产品的毛利率略高，因此收入规模大幅提升的过程中，对于公司的整体毛利率也有着积极的作用。其他产品则基本保持了平稳。费用率方面可以看到的是，公司在研发和管理费用率方面有所增加，在产品线持续拓展和人员规模提升的情况下，公司的费用投入也相应增加，但是整体而言依然处于可控范围。
- ◆ **2019 年业务拓展研发持续推进，高性价比依旧是主要方向：**对于 2019 年及未来业务的发展战略上，继续贯彻实施“量产一代、储备一代、研发一代、调研一代”的创新驱动循环发展战略。产品方面，公司在陶瓷外观件上继续增加轻薄化和强度的性能，同时提升工艺水平并降低成本。MLCC 等元件材料继续完善供应体系，在市场份额拓展中实现稳步的推进，半导体材料也是以提升性价比为主，同时关注材料供应开发打造公司竞争力。根据公司 2019 年第一季度业绩预告显示，2019 年第一季度预计归属上市公司股东净利润同比下降 15%~0%，盈利 2.14~2.51 亿元，公司预计受整个电子产品行业需求放缓影响，半导体部件及电子元件材料产品销售金额跟随下滑。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.89、1.04 和 1.14 元。净资产收益率分别为 18.2%、17.5% 和 16.1%，调整评级至买入-B 建议。我们对于公司在产品市场的竞争力保持乐观，然而行业市场中电子元件材料市场已经回归理性，而通讯市场的显著成长仍然需要 5G 的投资，因此不确定性增加。
- ◆ **风险提示：**主要产品市场供给增加带来市场竞争加剧；通讯市场需求增速不及预期影响公司产品出货量；业务拓展及产品创新的效果不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3,129.8	3,750.1	4,304.1	5,032.2	5,571.1
同比增长(%)	8.4%	19.8%	14.8%	16.9%	10.7%
营业利润(百万元)	1,258.0	1,545.4	1,817.7	2,122.9	2,323.0
同比增长(%)	7.5%	22.8%	17.6%	16.8%	9.4%
净利润(百万元)	1,083.4	1,318.7	1,555.8	1,816.3	1,985.6
同比增长(%)	2.3%	21.7%	18.0%	16.7%	9.3%
每股收益(元)	0.62	0.76	0.89	1.04	1.14
PE	33.6	27.6	23.4	20.0	18.3
PB	6.1	5.2	4.2	3.5	2.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2018 年营收利润保持稳定成长	4
(二) 2018 年四季度市场需求不振, 营收下行利润持平.....	5
二、经营状况分析.....	7
(一) 电子元件材料迅速扩张, 半导体材料毛利率回升	7
(二) 海外市场成长显著, 盈利能力均有上升	7
(三) 未来发展战略及经营计划: 拓展新品新市场, 内生外延并举.....	8
(四) 2019 年第一季度业绩预告: 同比增速-15% ~ 0%	8
三、盈利预测及投资建议	9
四、风险提示	10

图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动	4
图 5: 过往 3 年运营效率	5
图 6: 过往 3 年主要回报率	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率	6
图 13: 过往 3 年产品细分收入	7
图 14: 过往 3 年产品细分毛利率	7
图 15: 过往 3 年市场细分收入	7
图 16: 过往 3 年市场细分毛利率	7
表 1: 收入及毛利率的业务分布	9

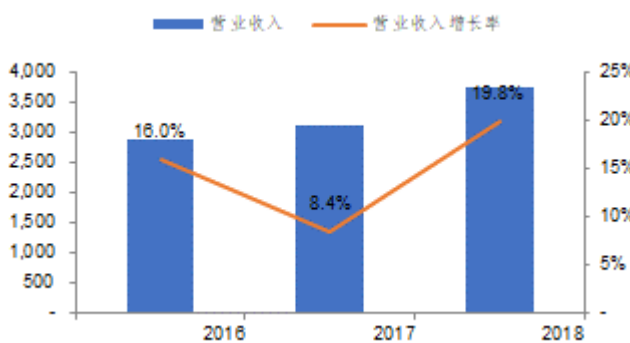
一、财务数据分析

公司 2018 年销售收入同比上升 37.5 亿元，同比上升 19.8%，毛利率水平为 54.2%，同比上升 5.6 个百分点，归属母公司净利润 13.2 亿元，同比上升 21.7%，每股净利润 0.76 元，同比上升 20.6%。公司主要从事电子陶瓷类电子元件及其基础材料供应商，产品应用于于电子、通信、消费类电子产品、工业用电子设备和新能源等领域。凭借技术能力和品牌竞争力，公司在 2018 年市场份额中获得了拓展，实现了稳定的成长。

（一）2018 年营收利润保持稳定成长

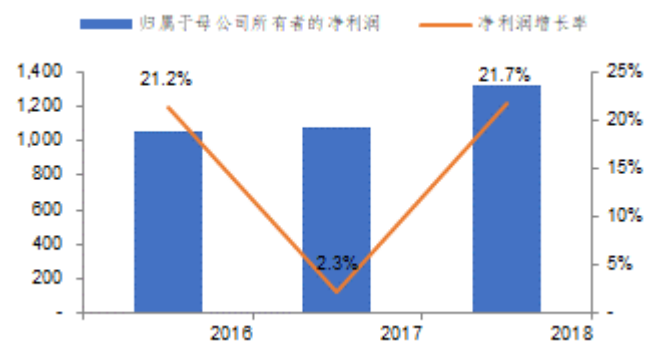
公司 2018 年全年销售收入 37.5 亿元，同比上升 19.8%。公司主要从事电子陶瓷类电子元件及其基础材料供应商，产品应用于于电子、通信、消费类电子产品、工业用电子设备和新能源等领域。在 2018 年公司凭借技术能力和品牌竞争力在电子材料中获得了有效的份额拓展。2018 年归属上市公司股东净利润为 13.2 亿元，同比上升 21.7%，每股净利润 0.76 元，同比上升 20.6%，利润增速基本与收入增速保持一致。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

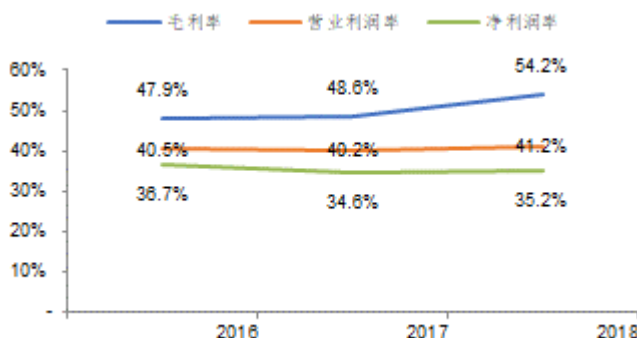
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

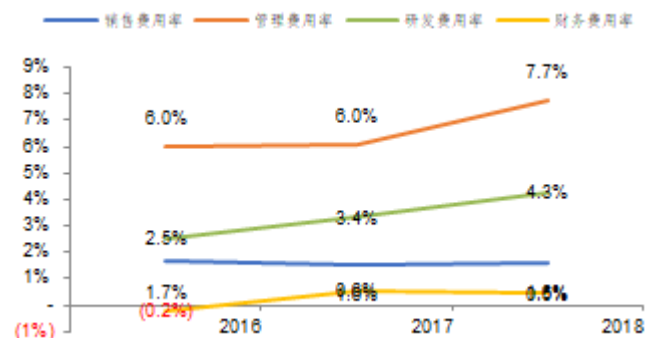
公司 2018 年全年毛利率上升 5.6 个百分点为 54.2%，营业利润率和净利润率均同比上升 1.0 和 0.6 个百分点为 41.2%和 35.2%。公司产品市场的需求扩张以及在生产经营中的有效管控，盈利能力指标方面均实现了稳步的小幅提升。费用率方面研发费用率和管理费用率在业务扩张中也有持续的提升，销售和财务费用率保持稳定。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

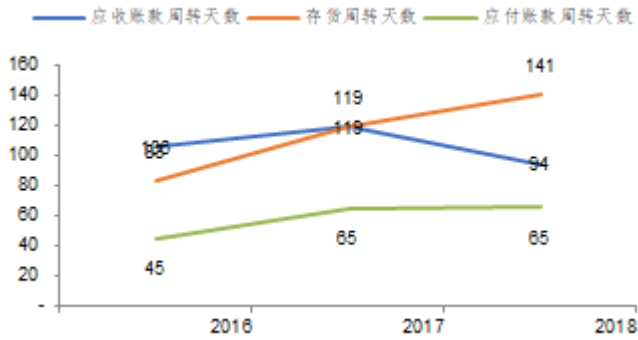
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

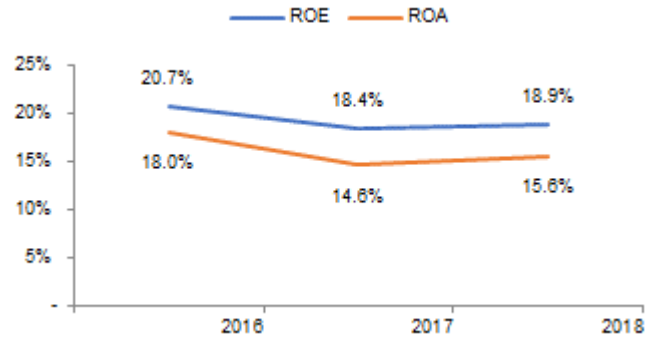
2018 年公司应收账款周转天数为 94 天，应付账款周转天数为 65 天，存货周转天数为 143 天，除了存货较高以外，其他周转率基本维持平稳下行。公司 2018 年的 ROE 同比上升 0.5 个百分点为 18.9%，ROA 同比上升 1.0 个百分点为 15.6%。2018 年随着净利润稳步成长，公司的回报率水平也小幅提升。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

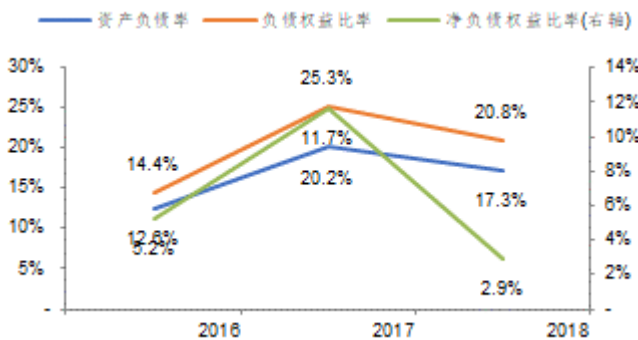
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

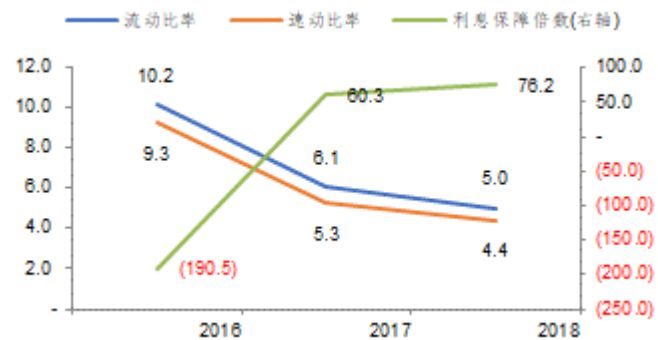
2018 年公司的资产负债率为 17.3%，同比下降 2.9 个百分点，负权益比为 20.8%，同比下降 4.5 个百分点，净负权益比率为 2.9%，同比下降 8.8 个百分点，公司整体的负债率有所下降，杠杆水平稳定可控。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



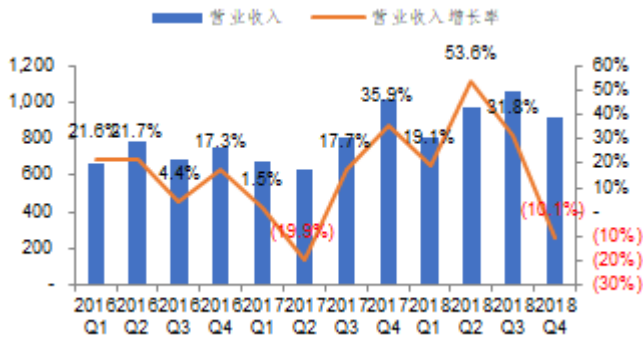
资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2018 年流动比率、速动比率分别为 5.0 和 4.0，同比分别小幅下降 1.1 和 0.9，公司 2018 年利息保障倍数为 76.2，维持高位。

（二）2018 年四季度市场需求不振，营收下行利润持平

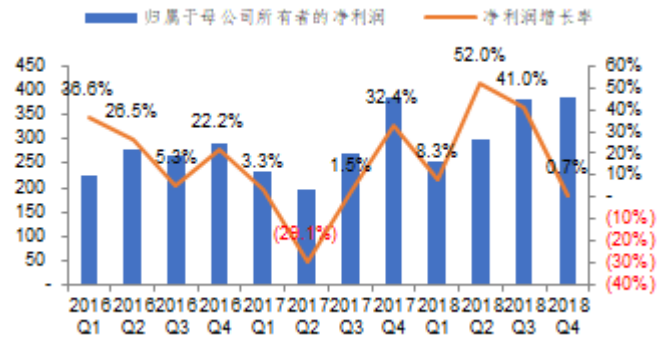
2018 年第四季度公司实现营业收入为 9.14 亿元，同比下降 10.1%，归属上市公司股东净利润为 3.87 亿元，同比上升 0.7%。第四季度行业下游市场的需求有所放缓，整体市场环境变差，电子元器件产品价格由于库存的影响而出现了下行，公司的收入规模和利润增速显著低于全年整体，尤其是收入出现了下降。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

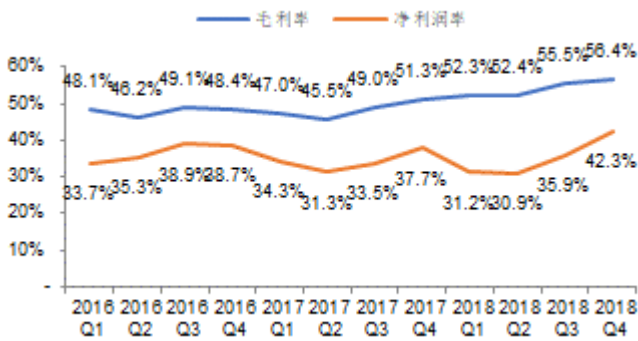
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

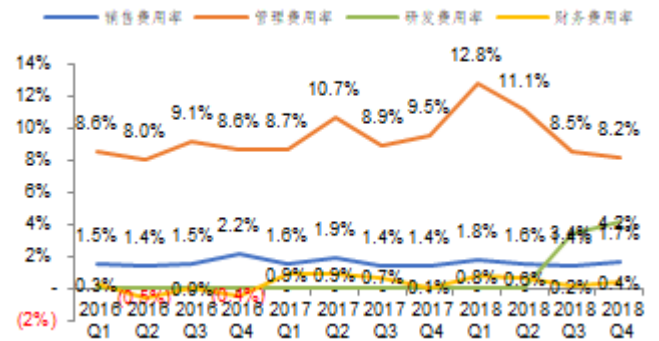
2018 年第四季度，公司毛利率水平为 56.4%，同比上升 5.1 个百分点，尽管需求不及预期，但是公司的成本管控较为理想，使得毛利率有所提升。从费用率看，公司在研发费用和管理费用的投入在业务扩张的过程中仍然持续，但整体费用率可控，按照可比口径销售费用率、管理费用率（综合研发费用率）、财务费用率分别为 1.7%、12.4%和 0.4%。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

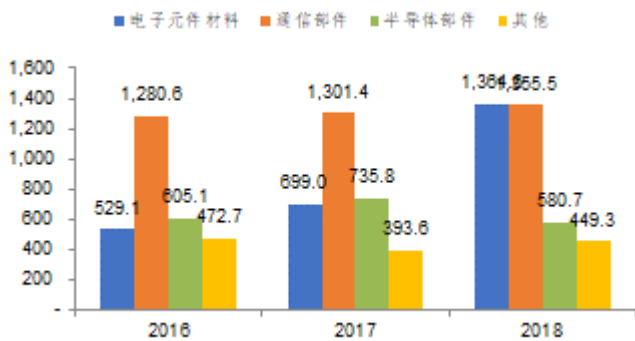
二、经营状况分析

2018 年公司在产品收入结构中电子元件材料产品大幅度增加，并且市场需求扩张和国外产能供给不足，公司在技术能力和品牌效应上的竞争力获得了市场的份额提升，毛利率按产品分部则基本维持平稳。按市场看，公司的海外业务增速高于国内，毛利率则均呈现出良好的上升趋势。

（一）电子元件材料迅速扩张，半导体材料毛利率回升

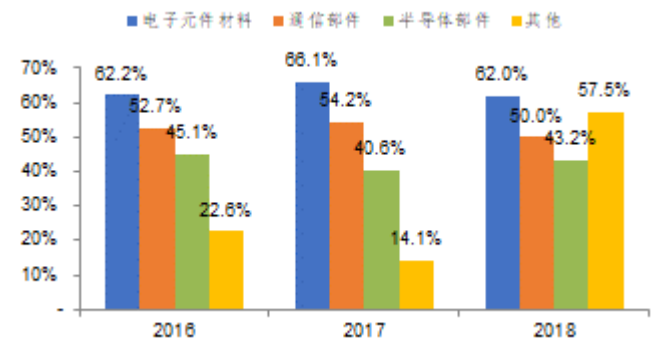
2018 年的产品分布看，公司产品品类中电子元件材料的增速达到了 95.2%，占比也达到了 36.4%，成为贡献业绩成长的核心因素。传统产品通信部件维持了业务规模的稳定，而半导体部件则出现了下滑。公司凭借在电子元件及材料上对于国外同类产品产能不足的替代，获得了有效的市场份额扩展，进而取得收入的增长。

图 13: 过往 3 年产品细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 过往 3 年产品细分毛利率



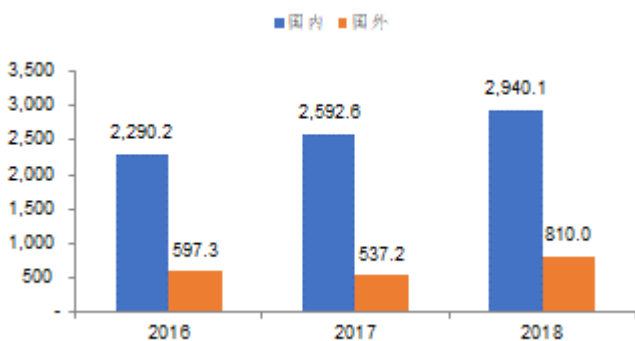
资料来源: Wind, 华金证券研究所

产品细分毛利率方面，主要的产品电子元件此阿廖和通信部件小幅下降 4.1 和 4.2 个百分点，而半导体和其他产品则有所上升，整体基本平稳，综合毛利率变动主要由产品结构变化影响。

（二）海外市场成长显著，盈利能力均有上升

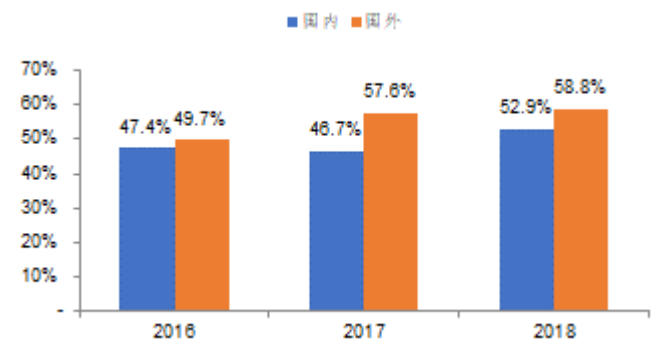
从公司的业务分布看，海外市场 2018 年的收入增速较快达到了 50.8%，收入占比达到了 21.6%。国内市场的收入保持平稳增长，同比上升 13.4%，仍然是收入主要来源。

图 15: 过往 3 年市场细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 过往 3 年市场细分毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

毛利率方面，国内外市场在收入规模提升的情况下，毛利率也均获得了稳步的增加，分别同比上升 6.2 和 1.2 个百分点的增长达到了 52.9 和 58.8%。

（三）未来发展战略及经营计划：现有产品提升性价比，并拓展新产品线

公司继续贯彻实施“量产一代、储备一代、研发一代、调研一代”的创新驱动循环发展战略，2019 年具体的经营计划包括：

- **陶瓷外观件**：将持续提高手机陶瓷外观件的强度，使陶瓷后盖更加轻薄化，并继续提升生产工艺，降低产品成本。
- **电子元件材料**：1) 提升 MLCC 产品性能，满足市场需求；2) 断研发生产电子元件材料配套规格，完善供货体系
- **半导体材料**：1) 不断推进陶瓷封装基座新产品、新规格，持续提升工艺，降低生产成本；2) 创新和应用一批高新材料，为公司产品的研发提供扎实的材料基础。

（四）2019 年第一季度业绩预告：同比增速-15% ~ 0%

公司预计 2019 年第一季度归属上市公司股东净利润同比下降 15% ~ 0%，盈利 2.14 ~ 2.51 亿元，去年同期为 2.51 亿元。公司披露预告期内，受整个电子产品行业需求放缓影响，报告期内公司的半导体部件及电子元件材料产品销售额跟随下滑。

三、盈利预测及投资建议

我们对于公司在产品市场的竞争力保持乐观，然而行业市场中电子元件材料市场已经回归理性，而通讯市场的显著成长仍然需要 5G 的投资，因此不确定性增加。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.89、1.04 和 1.14 元。净资产收益率分别为 18.2%、17.5%和 16.1%，综合考虑公司及行业状况，我们调整评级至买入-B 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

营收方面：1) 2019 年电子元件材料的价格增长速度预计将会回归理性层面，产品出货量在终端市场基本维持稳定的小幅提升；2) 通信部件增速有所增加，2020 年将会是在 5G 建设驱动下放量提升；3) 半导体部件及其他产品目前公司仍然处于拓展过程中，我们预计维持平稳增量。

毛利率方面，综合毛利率水平主要受到产品结构的变化影响，细分业务方面：1) 电子元件材料的毛利率将会下降，价格回归理性；2) 通信部件维持平稳；3) 半导体部件则会在拓展市场过程中毛利率旅游下行。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	3,129.8	3,750.1	4,304.1	5,032.2	5,571.1
YoY	8.4%	19.8%	14.8%	16.9%	10.7%
电子元件材料	699.0	1,364.6	1,647.8	1,989.7	2,254.3
通信部件	1,301.4	1,355.5	1,577.8	1,913.1	2,134.1
半导体部件	735.8	580.7	606.8	634.1	662.7
其他	393.6	449.3	471.7	495.3	520.1
毛利率	48.6%	54.2%	52.1%	52.4%	52.0%
电子元件材料	66.1%	62.0%	61.0%	61.0%	60.0%
通信部件	54.2%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
半导体部件	40.6%	43.2%	43.0%	42.0%	41.0%
其他	14.1%	57.5%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司仍然将继续进行产品研发和市场渠道的费用投入，但是随着业务规模的扩张，规模效应带来的整体费用率预计将会有所下降研发投入费用率将会下降。

公司对于产能和新品的投入将会逐步进入稳定期，整体的开支规模预计将会有所下降，主要产品线的布局已经基本形成，未来将会是变现和产出的过程。

四、风险提示

主要产品市场供给增加带来市场竞争加剧；

通讯市场需求增速不及预期影响公司产品出货量；

业务拓展及产品创新的效果不及预期；

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,129.8	3,750.1	4,304.1	5,032.2	5,571.1	年增长率					
减:营业成本	1,608.7	1,717.6	2,060.5	2,397.5	2,671.8	营业收入增长率	8.4%	19.8%	14.8%	16.9%	10.7%
营业税费	33.2	41.0	47.1	54.5	60.8	营业利润增长率	7.5%	22.8%	17.6%	16.8%	9.4%
销售费用	48.7	60.0	69.1	79.9	89.0	净利润增长率	2.3%	21.7%	18.0%	16.7%	9.3%
管理费用	294.2	451.1	469.5	542.1	608.3	EBITDA 增长率	5.1%	21.5%	18.1%	12.4%	8.0%
财务费用	18.0	17.3	-10.3	-20.0	-34.8	EBIT 增长率	9.6%	22.5%	15.7%	16.3%	8.8%
资产减值损失	12.4	10.7	6.7	9.9	9.1	NOPLAT 增长率	9.3%	21.7%	15.5%	16.3%	8.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.9%	12.1%	13.7%	-0.1%	7.4%
投资和汇兑收益	143.4	93.2	156.2	154.6	156.1	净资产增长率	15.4%	18.3%	22.2%	21.2%	19.2%
营业利润	1,258.0	1,545.4	1,817.7	2,122.9	2,323.0	盈利能力					
加:营业外净收支	8.4	7.8	5.0	6.5	6.2	毛利率	48.6%	54.2%	52.1%	52.4%	52.0%
利润总额	1,266.5	1,553.2	1,822.7	2,129.4	2,329.2	营业利润率	40.2%	41.2%	42.2%	42.2%	41.7%
减:所得税	180.6	229.6	262.0	308.2	338.8	净利润率	34.6%	35.2%	36.1%	36.1%	35.6%
净利润	1,083.4	1,318.7	1,555.8	1,816.3	1,985.6	EBITDA/营业收入	40.9%	41.5%	42.7%	41.1%	40.0%
						EBIT/营业收入	40.8%	41.7%	42.0%	41.8%	41.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	20.2%	17.3%	13.0%	11.7%	11.0%
货币资金	493.7	929.4	1,488.5	3,224.2	4,973.4	负债权益比	25.3%	20.8%	15.0%	13.2%	12.4%
交易性金融资产	3.5	5.2	4.1	4.3	4.5	流动比率	6.07	5.04	7.29	8.52	9.38
应收帐款	1,138.3	797.6	1,708.7	1,224.7	1,897.8	速动比率	5.28	4.40	6.64	7.49	8.67
应收票据	428.3	749.0	816.6	900.5	991.6	利息保障倍数	60.28	76.17	-151.40	-90.69	-56.99
预付帐款	15.6	15.8	36.5	19.3	39.4	营运能力					
存货	640.3	687.4	603.7	1,034.9	820.2	固定资产周转天数	146	165	170	153	141
其他流动资产	2,156.4	2,215.5	2,101.3	2,113.4	2,125.4	流动营业资本周转天数	422	355	347	322	306
可供出售金融资产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	流动资产周转天数	550	500	516	554	635
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	119	94	106	106	102
长期股权投资	101.4	101.8	101.8	101.8	101.8	存货周转天数	119	141	114	125	127
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	777	775	778	785	842
固定资产	1,476.4	1,921.3	2,097.3	2,134.6	2,181.1	投资资本周转天数	594	573	564	514	481
在建工程	258.2	340.0	247.4	226.9	222.6	费用率					
无形资产	273.3	279.4	289.0	296.1	302.1	销售费用率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
其他非流动资产	296.6	291.1	213.6	342.6	110.4	管理费用率	9.4%	12.0%	10.9%	10.8%	10.9%
资产总额	7,434.4	8,487.0	9,862.0	11,776.8	13,923.9	财务费用率	0.6%	0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.6%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.5%	14.1%	12.3%	12.0%	11.9%
应付帐款	588.4	442.0	580.1	606.3	684.2	投资回报率					
应付票据	27.6	-	22.8	12.6	24.7	ROE	18.4%	18.9%	18.2%	17.5%	16.1%
其他流动负债	178.9	624.0	313.5	370.3	434.1	ROA	14.6%	15.6%	15.8%	15.5%	14.3%
长期借款	312.1	-	-	-	-	ROIC	19.7%	21.4%	21.7%	25.3%	25.6%
其他非流动负债	384.0	392.6	356.0	377.5	375.4	分红指标					
负债总额	1,498.9	1,464.1	1,283.1	1,377.7	1,532.1	DPS(元)	0.20	-	-	-	-
少数股东权益	37.9	30.9	30.9	30.9	30.9	分红比率	32.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,741.1	1,743.4	1,743.4	1,743.4	1,743.4	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	4,353.2	5,418.0	6,978.7	8,799.9	10,790.4						
股东权益	5,935.5	7,022.9	8,578.9	10,399.2	12,391.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.62	0.76	0.89	1.04	1.14
净利润	1,083.4	1,318.7	1,555.8	1,816.3	1,985.6	BVPS(元)	3.40	4.03	4.92	5.96	7.11
加:折旧和摊销	168.8	228.7	225.2	291.2	267.8	PE(X)	33.6	27.6	23.4	20.0	18.3
资产减值准备	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	PB(X)	6.1	5.2	4.2	3.5	2.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	79.0	54.8	75.7	19.5	24.1
财务费用	7.5	4.6	-10.3	-20.0	-34.8	P/S	11.6	9.7	8.4	7.2	6.5
投资损失	-87.5	-32.2	-75.1	-65.0	-57.4	EV/EBITDA	-0.3	-0.7	-0.9	-1.6	-2.3
少数股东损益	2.4	4.9	4.9	4.9	4.9	CAGR(%)	18.8%	14.6%	11.9%	18.8%	14.6%
营运资金的变动	-210.5	1.8	-943.2	46.9	-425.1	PEG	1.8	1.9	2.0	1.1	1.2
经营活动产生现金流量	977.2	1,539.5	808.4	1,981.8	1,975.5	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-585.0	-748.7	-252.2	-265.1	-263.4						
融资活动产生现金流量	80.4	-333.4	2.9	19.1	37.0						

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

蔡景彦声明，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