

2019年04月25日

江海股份 (002484.SZ)

动态分析

上游受限无碍快速成长，产能渠道拓展期待未来

电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级

买入-B(维持)

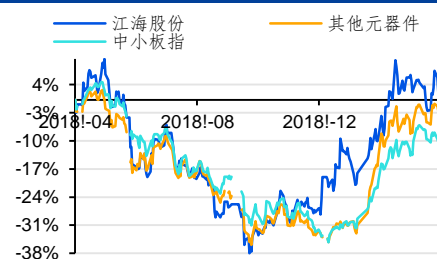
股价(2019-04-24)

7.80 元

交易数据

总市值(百万元)	6,358.21
流通市值(百万元)	5,956.45
总股本(百万股)	815.16
流通股本(百万股)	763.65
12个月价格区间	4.55/8.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.81	-10.51	14.3
绝对收益	-3.11	19.82	6.55

分析师

蔡景彦

SAC 执业证书编号: S0910516110001

caijingyan@huajinsec.cn

021-20377068

相关报告

江海股份：需求驱动业务扩张，成本影响盈利有望逐步缓解 2018-08-23

江海股份：产能拓展订单增加，新品助力公司再上台阶 2018-04-17

江海股份：中期业绩大幅增长，产品线日趋丰富合理 2017-08-31

江海股份：2016年营收利润稳步增长，新产品值得期待 2017-04-05

江海股份：三季报营收稳定，季度盈利能力提升 2016-10-28

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 19.6 亿元，同比上升 17.6%，毛利率水平为 26.4%，同比上升 1.8 个百分点，归属母公司净利润 2.43 亿元，同比上升 28.2%，每股净利润 0.2988 元，同比上升 28.2%。第四季度公司实现营业收入为 5.81 亿元，同比上升 13.0%，归属上市公司股东净利润为 6,540 万元，同比上升 52.4%。2018 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.80 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

◆ **上游产能受限，公司电容器增速放缓化箔受影响：**公司 2018 年全年销售收入同比提升 17.6% 为 19.6 亿元，相较于 2017 年的增长速度有所放缓，按产品分布看，公司的电容器收入增速为 25.7% 略低于 2017 年增速，但是化箔出现了下滑。主要原因是由于环保限产对于化箔市场的供给产生了重要的影响，进而也影响了终端电解电容的出货量，使得公司的收增长速度不及预期。薄膜电容和超级电容器整体的出货量规模仍然相对较低。

◆ **毛利率受益供不应求显著提升，费用率维持稳定可控：**2018 年公司的毛利率同比上升 1.8 个百分点为 26.4%，由于供给市场出现的不足，使得电容器行业在 2018 年出现了较为少见的供给方市场情况，因此在定价以及盈利能力方面，公司作为行业市场的核心供应商之一，盈利能力获得了显著的提升。费用率方面，公司在新品投入和渠道方面的建设仍然在持续，因此整体投入规模增加，费用率水平基本可控，未来随着产能建设和产品开发逐步成熟，公司在投入方面的增速有望放缓。

◆ **2019 年业务拓展传统看产能释放，新品看渠道扩张：**对于 2019 年及未来业务的发展战略上，公司在保持现有铝电解电容器市场竞争力的情况下，随着薄膜电容器和超级电容器的已越过发力拐点，公司期望在渠道方面的开拓获得有效的成果。我们认为，铝电解电容市场在上游产能释放的情况下逐步回归到常规水平，而工业控制和装备制造的需求将会是主要增量来源，而公司在相关领域内有着可靠的竞争力。薄膜电容器和超级电容器下游需求的拓展可以期待，而公司经过了多年的布局后也在相关领域内获得了有效的市场影响力，一旦行业市场能够有效启动的话，将会成为公司业绩成长的新来源。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.33、0.38 和 0.41 元。净资产收益率分别为 7.8%、8.3% 和 8.4%，维持买入-B 投资建议。我们认为电容器行业市场中整体回归到由下游需求驱动的常规模式，工业和装备方面是最值得期待的，公司在相关领域内有着可靠的市场竞争力。

◆ **风险提示：**电容器价格下降幅度超预期；上游原材料市场供给出现不稳定情况；薄膜电容器和超级电容器市场拓展速度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,666.8	1,960.7	2,259.3	2,583.3	2,843.9
同比增长(%)	36.2%	17.6%	15.2%	14.3%	10.1%
营业利润(百万元)	238.1	295.7	328.6	380.6	421.8
同比增长(%)	46.7%	24.2%	11.1%	15.8%	10.8%
净利润(百万元)	190.0	243.5	278.6	323.5	359.3
同比增长(%)	27.5%	28.2%	14.4%	16.1%	11.1%
每股收益(元)	0.23	0.30	0.33	0.38	0.41
PE	33.5	26.1	23.7	20.5	18.9
PB	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4

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 年营收增速稳健，利润收益市场快速成长	4
(二) 2018 年四季度收入增速放缓，盈利大幅提升.....	5
二、经营状况分析.....	7
(一) 铝电解电容快速成长，化成箔受制环保限产.....	7
(二) 海外市场成长显著，盈利能力上升.....	7
(三) 未来发展战略及经营计划：薄膜和超容进入扩张期.....	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

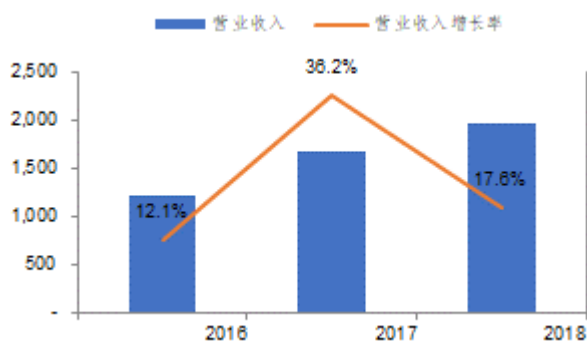
一、财务数据分析

公司 2018 年销售收入 19.6 亿元，同比上升 17.6%，毛利率水平为 26.4%，同比上升 1.8 个百分点，归属母公司净利润 2.43 亿元，同比上升 28.2%，每股净利润 0.2988 元，同比上升 28.2%。公司主要从事基础电子元器件电容器产品的生产和销售，产品包括了铝电解电容、薄膜电容和超级电容器，2018 年包括家电、工业控制、智能装备市场的需求增长显著，上游原材料供给受限的情况下，市场供需关系向供给方倾斜，因此利润增速显著高于收入增速。

（一）2018 年营收增速稳健，利润收益市场快速成长

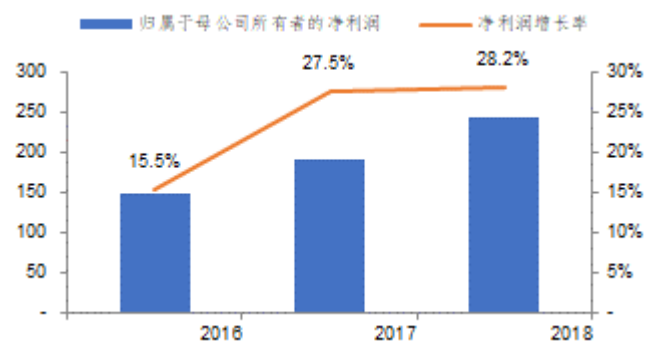
公司 2018 年全年销售收入 19.6 亿元，同比上升 17.6%。公司主要从事基础电子元器件电容器产品的生产和销售，产品包括了铝电解电容、薄膜电容和超级电容器，2018 年包括家电、工业控制、智能装备市场的需求增长显著，但是受到上游原材料供给的影响，收入增速略有下降。2018 年归属上市公司股东净利润为 2.43 亿元，同比上升 28.2%，每股净利润 0.2988 元，同比上升 28.2%，利润增速略高于收入增速。

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

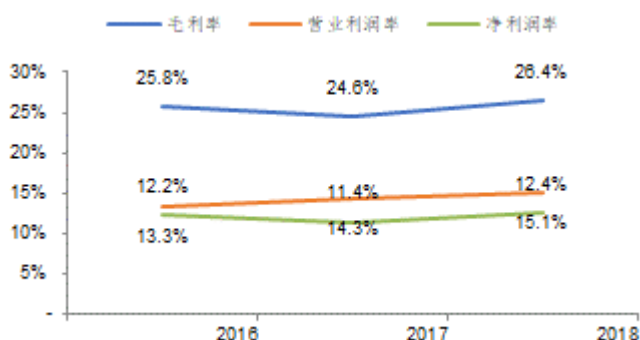
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

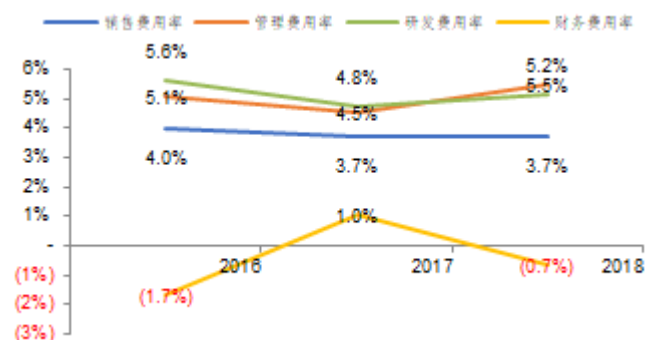
公司 2018 年全年毛利率上升 1.8 个百分点为 26.4%，营业利润率和净利率率均同比上升 1.0 和 0.8 个百分点为 12.4% 和 15.1%。公司产品市场出现供不应求的局面下，市场议价能力向供给方倾斜，并且公司在产品的生产过程和品质管理方面拥有良好的行业口碑。费用率方面研发费用率和管理费用率在业务扩张中略有上升，销售和财务费用率保持稳定。

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

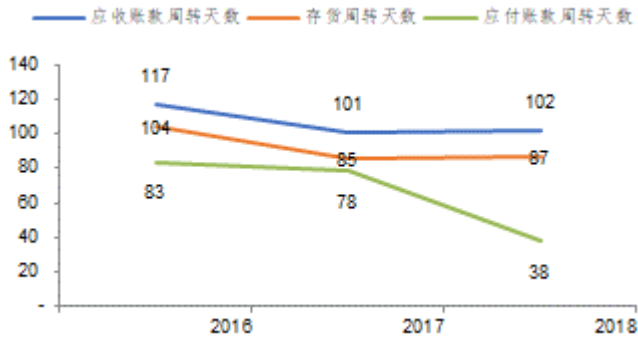
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

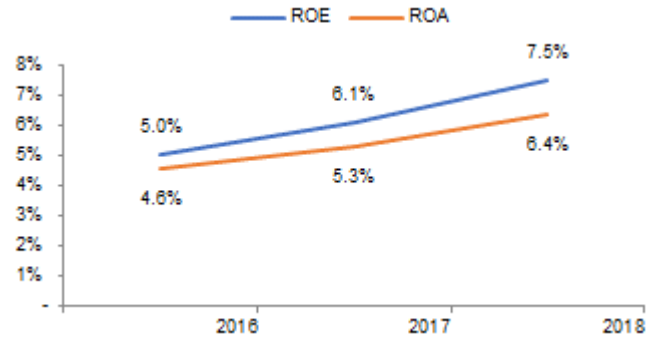
2018 年公司应收账款周转天数为 102 天，应付账款周转天数为 38 天，存货周转天数为 87 天，除了应付账款周转率由于上游供给不足下行外，其他维持平稳。公司 2018 年的 ROE 同比上升 1.4 个百分点为 7.5%，ROA 同比上升 1.1 个百分点为 6.4%。2018 年随着净利润稳步成长，公司的回报率水平也持续提升。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

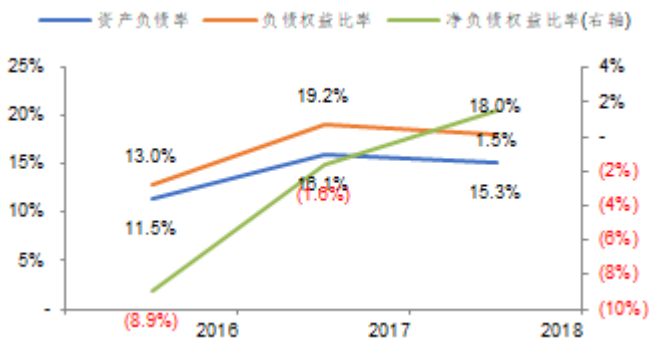
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

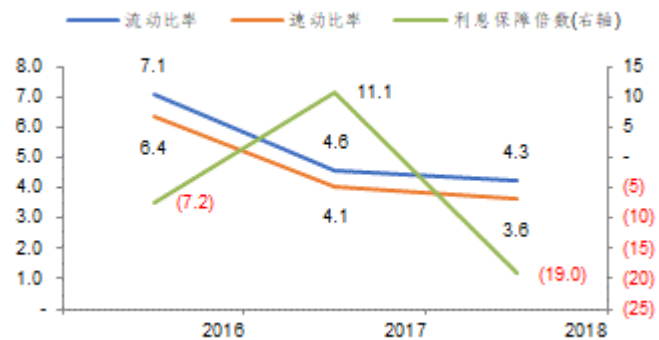
2018 年公司的资产负债率为 18.0%，同比下降 1.2 个百分点，负权益比为 15.3%，同比下降 0.8 个百分点，净负权益比率为 1.5%，同比上升 3.1 个百分点，公司整体的负债率有所下降，杠杆水平稳定可控。

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



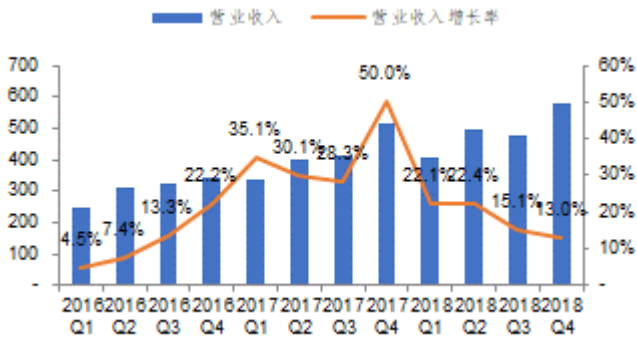
资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2018 年流动比率、速动比率分别为 5.3 和 3.6，同比分别小幅下降 0.3 和 0.5，公司 2018 年财务费用为净收入。

（二）2018 年四季度收入增速放缓，盈利大幅提升

2018 年第四季度公司实现营业收入为 5.81 亿元，同比上升 13.0%，归属上市公司股东净利润为 6,540 万元，同比上升 52.4%。第四季度行业下游市场的需求增长平稳，而上游由于环保现产的压力持续，使得产品市场供不应求的情况持续，推动了公司在盈利能力方面的成长，公司的收入规模低于全年，而利润增速则显著高于全年整体。

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

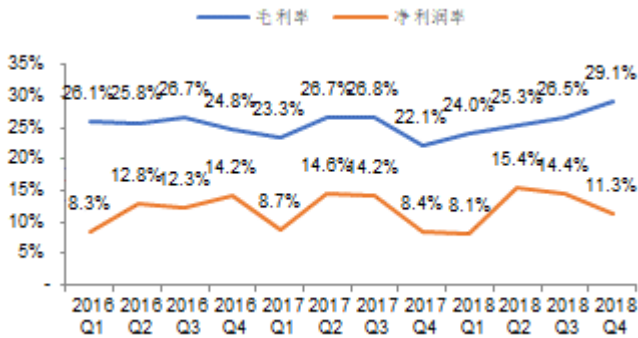
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

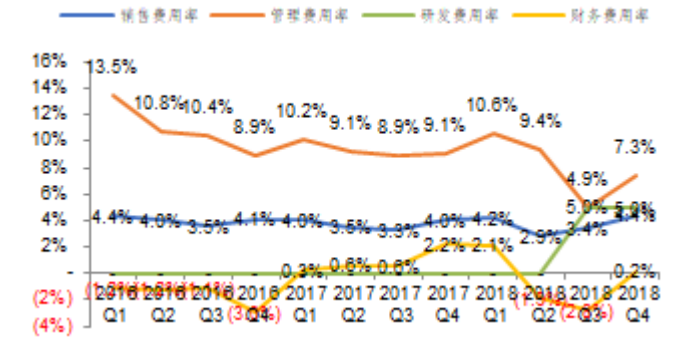
2018 年第四季度，公司毛利率水平为 29.1%，同比上升 7.0 个百分点，由于市场供不应求的情况出现，使得供应商方面的溢价能力提升，并且随着年末逐步放松的环保政策，公司的成本可控性增加，毛利率提升。从费用率看，公司在研发费用和管理费用的投入在业务扩张的过程中仍然持续，但整体费用率可控，按照可比口径销售费用率、管理费用率（综合研发费用率）、财务费用率分别为 4.4%、12.3%和 0.2%。

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

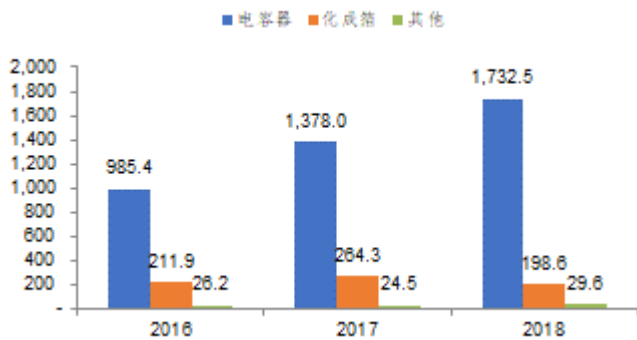
二、经营状况分析

2018 年公司在产品收入结构中电容器产品保持了稳健的成长性，增速为 25.7%，其中铝电解电容的市场需求较为旺盛，而薄膜电容器和超级电容器也保持了稳健的成长性，化成箔业务则受到环保限产的影响出现了收入规模和利润的下降。市场方面海外市场增长速度优于国内。

（一）铝电解电容快速成长，化成箔受制环保限产

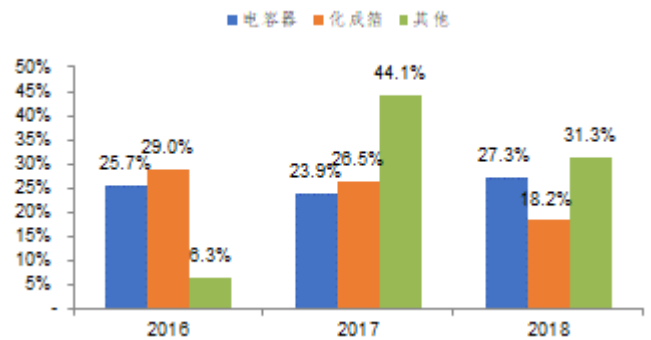
2018 年的产品分布看，公司产品品类中电容器产品增速为 25.7%，占比也达到了 88.4%，仍然是公司核心产品，其中铝电解电容器的需求扩张是主要因素，而薄膜电容和超级电容也保持了稳定的增速。由于受到环保限产的影响，化成箔业务的收入规模出现了 24.9% 的下降，占比 10.4%。

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



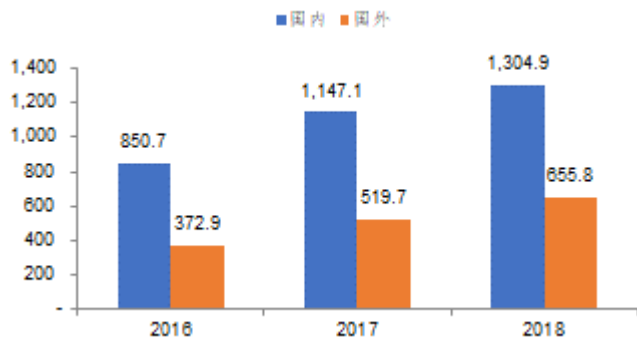
资料来源: Wind, 华金证券研究所

产品细分毛利率方面，铝电解电容器在规模扩张的情况下毛利率也实现了 3.4 个百分点的增长达到了 27.3%，而化成箔业务则由于限产导致毛利率显著下降 8.3 个百分点为 18.2%。

（二）海外市场成长显著，盈利能力上升

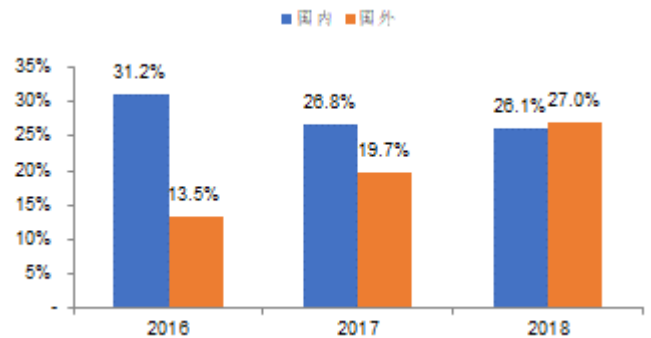
从公司的业务分布看，海外市场 2018 年的收入增速较快为 26.2%，收入占比达到了 33.4%，公司海外客户方面的渠道和品牌优势进一步得到加强。国内市场的收入增速为 13.8%，仍然是收入主要来源，占比达到 66.6%。

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，海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，同比上升 7.3 个百分点为 27.0%，国内市场则同比下降 0.7 个百分点为 26.1%。

（三）未来发展战略及经营计划：薄膜和超容进入扩张期

公司已经形成铝电解电容器、薄膜电容器、超级电容器三大类电容器同时研发、生产、销售的全球少数几家公司之一，随着薄膜电容和超级电容已越过发力拐点，依靠公司几十年来在国际国内形成完整的营销网络，各类产品在新型家电、工业自动化、新能源、轨道交通、节能减排、智能电网获得广泛应用；通过国际合作形成战略联盟，江海牌产品将快速进入汽车特别是电动汽车领域。

三、盈利预测及投资建议

我们认为 2019 年的电容器行业市场中整体回归到正常水平，由下游需求驱动的方向将会恢复，工业和装备方面是最值得期待的，公司在相关领域内有着可靠的市场竞争力。薄膜电容器和超级电容器的应用市场逐步增加，公司在产能和渠道上已经做好了充分的准备，将会对于公司的成长带来积极的影响，也是值得期待的一块。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.33、0.38 和 0.41 元。净资产收益率分别为 7.8%、8.3%和 8.4%，综合考虑公司及行业状况，我们维持买入-B 投资建议。

盈利预测主要基于如下假设：

营收方面：1) 传统铝电解电容器：预计 2019 年随着上游产能释放后，产品价格仍然会出现下行，但是需求端的释放仍然较为理想因此收入规模仍然持续成长；2) 薄膜电容器和超级电容器尽管整体规模仍然较小，但是随着市场和渠道的打开，成长性速度也会提升；3) 化成箔的产能利用率将会增加，主要是环保限产政策的放松。

毛利率方面，综合毛利 2019 年将会下降，之后整体持平，细分业务：1) 电容器的毛利率水平随着价格的下降将会逐步回归到正常的状况，而新品的量产会带来毛利率的提升；2) 化成箔业务在随着产能利用率增加而上升。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	1,666.8	1,960.7	2,259.3	2,583.3	2,843.9
YoY	36.2%	17.6%	15.2%	14.3%	10.1%
电容器	1,378.0	1,732.5	1,680.5	1,930.3	2,122.7
化成箔	264.3	198.6	230.6	267.2	275.2
其他	24.5	29.6	32.5	35.8	39.3
毛利率	24.6%	26.4%	25.6%	25.3%	25.4%
电容器	23.9%	27.3%	25.5%	25.0%	25.0%
化成箔	26.5%	18.2%	26.0%	27.0%	28.0%
其他	44.1%	31.3%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司整体的费用率水平将会维持稳定，2019 年的研发投入规模增速放缓，研发人员规模的增长将会降低。

公司的产能扩张主要是在湖北罗田进行的产能建设，在 2018 年整体投入规模加大的情况下，2019 年的投资会放缓，主要是设备采购和技术改造升级的过程。

四、风险提示

电容器价格下降幅度超预期；

上游原材料市场供给出现不稳定情况；

薄膜电容器和超级电容器市场拓展速度不及预期；

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	1,666.8	1,960.7	2,259.3	2,583.3	2,843.9	年增长率					
减:营业成本	1,256.8	1,442.6	1,680.5	1,930.3	2,122.7	营业收入增长率	36.2%	17.6%	15.2%	14.3%	10.1%
营业税费	15.3	17.5	19.0	22.8	24.8	营业利润增长率	46.7%	24.2%	11.1%	15.8%	10.8%
销售费用	61.9	73.1	86.0	96.9	107.0	净利润增长率	27.5%	28.2%	14.4%	16.1%	11.1%
管理费用	154.4	208.9	232.7	253.3	277.2	EBITDA 增长率	15.7%	11.1%	17.8%	7.3%	6.2%
财务费用	17.1	-12.8	-7.2	-6.5	-14.2	EBIT 增长率	79.5%	11.4%	13.4%	16.4%	9.0%
资产减值损失	-3.0	8.7	2.7	1.7	3.8	NOPLAT 增长率	76.2%	16.2%	2.8%	17.3%	9.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.4%	-0.1%	14.2%	-10.0%	15.0%
投资和汇兑收益	72.8	73.3	82.9	95.6	99.1	净资产增长率	4.9%	6.5%	9.2%	8.9%	8.9%
营业利润	238.1	295.7	328.6	380.6	421.8	盈利能力					
加:营业外净收支	-1.6	-11.6	-4.9	-6.0	-7.5	毛利率	24.6%	26.4%	25.6%	25.3%	25.4%
利润总额	236.6	284.1	323.7	374.6	414.3	营业利润率	14.3%	15.1%	14.5%	14.7%	14.8%
减:所得税	32.6	26.3	32.4	37.5	41.4	净利润率	11.4%	12.4%	12.3%	12.5%	12.6%
净利润	190.0	243.5	278.6	323.5	359.3	EBITDA/营业收入	19.3%	18.2%	18.6%	17.4%	16.8%
						EBIT/营业收入	15.3%	14.4%	14.2%	14.5%	14.3%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	16.1%	15.3%	15.2%	16.1%	15.0%
货币资金	610.3	555.1	698.5	1,255.0	1,199.4	负债权益比	19.2%	18.0%	17.9%	19.1%	17.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.61	4.28	4.78	4.68	5.12
应收帐款	498.3	593.7	726.3	732.6	884.6	速动比率	4.05	3.64	4.02	4.06	4.34
应收票据	101.3	95.6	190.6	114.4	212.8	利息保障倍数	11.09	-18.99	-38.58	-50.00	-25.24
预付帐款	114.8	57.5	128.5	102.0	144.0	营运能力					
存货	316.9	371.2	476.2	455.5	580.4	固定资产周转天数	140	132	126	111	99
其他流动资产	987.1	800.3	798.2	794.5	791.8	流动营业资本周转天数	336	266	248	224	214
可供出售金融资产	90.2	39.2	47.3	58.9	48.5	流动资产周转天数	572	475	444	457	466
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	101	102	107	103	104
长期股权投资	113.5	48.9	48.9	48.9	48.9	存货周转天数	85	87	92	88	89
投资性房地产	33.0	39.2	34.8	35.7	36.5	总资产周转天数	802	736	685	657	649
固定资产	659.2	756.9	798.4	775.2	766.2	投资资本周转天数	535	473	439	389	360
在建工程	40.5	157.6	118.8	113.9	108.8	费用率					
无形资产	109.4	106.1	101.2	96.4	92.6	销售费用率	3.7%	3.7%	3.8%	3.7%	3.8%
其他非流动资产	129.3	326.7	150.1	179.2	218.7	管理费用率	9.3%	10.7%	10.3%	9.8%	9.7%
资产总额	3,847.9	4,056.9	4,426.5	4,871.0	5,241.9	财务费用率	1.0%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.5%
短期债务	60.8	11.0	26.8	-	-	三费/营业收入	14.0%	13.7%	13.8%	13.3%	13.0%
应付帐款	325.2	348.9	441.5	441.0	529.8	投资回报率					
应付票据	148.8	190.8	133.0	265.7	183.4	ROE	6.1%	7.5%	7.8%	8.3%	8.4%
其他流动负债	28.7	23.5	24.0	25.4	24.3	ROA	5.3%	6.4%	6.6%	6.9%	7.1%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	8.7%	10.1%	9.1%	11.9%	11.3%
其他非流动负债	48.1	41.7	41.2	43.7	42.2	分红指标					
负债总额	618.6	619.1	672.8	782.1	787.0	DPS(元)	0.09	-	-	-	-
少数股东权益	113.5	188.9	188.9	188.9	188.9	分红比率	39.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	815.2	815.2	815.2	815.2	815.2	股息收益率	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,287.5	2,463.9	2,755.3	3,092.4	3,465.3						
股东权益	3,229.4	3,437.8	3,753.7	4,089.0	4,454.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.23	0.30	0.33	0.38	0.41
净利润	190.0	243.5	278.6	323.5	359.3	BVPS(元)	3.96	4.22	4.60	5.02	5.47
加:折旧和摊销	90.3	96.6	99.5	131.0	114.2	PE(X)	33.5	26.1	23.7	20.5	18.9
资产减值准备	-0.5	0.3	-0.2	-0.3	-0.0	PB(X)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	117.0	32.3	-95.2	10.8	-197.0
财务费用	20.4	-8.0	-7.2	-6.5	-14.2	P/S	3.8	3.2	2.8	2.5	2.2
投资损失	-48.9	-45.0	-37.7	-43.9	-42.2	EV/EBITDA	-1.8	-2.0	-1.6	-2.9	-2.6
少数股东损益	13.9	14.3	12.7	13.7	13.6	CAGR(%)	19.4%	13.8%	9.5%	19.4%	13.8%
营运资金的变动	-20.4	-117.5	-363.0	254.4	-408.1	PEG	1.7	1.9	2.5	1.1	1.4
经营活动产生现金流量	239.3	193.6	-14.5	673.6	26.3	ROIC/WACC	0.6	0.7	0.7	0.9	0.8
投资活动产生现金流量	-96.4	-216.1	110.4	-95.0	-89.2						
融资活动产生现金流量	-79.9	-89.1	47.5	-22.2	7.3						

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.com