

2019 年 04 月 28 日

公司研究•证券研究报告

科森科技 (603626.SH)

产品拓展未来成长，短期挑战不改长期趋势

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 24.1 亿元，同比上升 11.2%，毛利率水平为 24.1%，同比下降 5.2 个百分点，归属母公司净利润 1.24 亿元，同比下降 43.9%，每股净利润 0.30 元，同比下降 61.3%。第四季度公司实现营业收入为 8.81 亿元，同比上升 25.6%，归属上市公司股东净利润为 5,730 万元，同比下降 44.9%。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。2019 年第一季度，公司销售收入同比上升 2.7% 为 4.61 亿元，毛利率同比 0.8 个百分点为 30.8%，归属上市公司股东净利润为 1,307 万元，同比下降 74.8%。
- ◆ **消费电子市场整体需求不及预期影响公司营收增速：**公司 2018 年全年销售收入同比提升 11.2% 为 24.1 亿元，收入增速放缓，从产品细分看，公司核心的产品消费单子及平板电脑的精密结构件增速放缓是主要原因，尽管包括电子烟、医疗器械、触控显示等市场的拓展和增长速度较为理想，但是目前仍然无法弥补消费终端的订单不足。从市场的分布看，国内市场的出货量增速低于海外市场。
- ◆ **毛利率下行受制于产能利用率，费用率基本维持稳定可控：**2018 年公司的毛利率同比下降 5.2 百分点为 24.1%，其中消费电子和平板电脑的精密结构件由于订单不足带来的产能利用率不足，使得相关产品业务分布的毛利率显著下降，进而成为影响总体毛利率的核心原因，而医疗器械、电子烟等业务的大幅度订单释放也是到了 2018 年下半年才逐步启动，因此我们可以看到的是 2018 年第四季度毛利率出现了环比明显的恢复。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，总体的规模有所增加，而收入增速低于预期的情况下，费用率略有上升，但是整体仍然可控，未来随着订单和产品逐步成熟，公司在投入方面的增速有望放缓。
- ◆ **2019 年业务拓展逐步进入收获期，新品看订单释放：**公司整体的战略规划依然是在为客户提供全方位的精密金属结构件制造服务，成为精密金属制造服务行业的领军制造服务商，2019 年主要的工作方向包括：1) 市场继续拓宽产品应用领域，除消费电子为主力外，继续加码医疗器械、电子烟布局，继续增加为现有客户提供的产品品类和提升各系列产品的市场份额，努力扩大公司销售规模；2) 技术方面提升精密金属结构件制造技术水平；3) 生产上则通过自动化改造的方式来降耗增效。我们认为，短期内消费电子市场的传统产品下降仍然是趋势，但是公司在电子烟、医疗器械、触控显示等客户和渠道的布局有望在 2019 年进入到收获期，订单规模的有效成长将会弥补消费电子的不足，为公司业绩带来新的贡献点。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.58、0.83 和 1.01 元。净资产收益率分别为 11.8%、15.2% 和 16.3%，维持买入-B 投资建议。我们认为公司在金属制造工艺方面的积累和行业口碑，对于未来无论是在核心的智能终端厂商还是在新进入了电子烟、触控显示行业中，均有着良好的前景预期。

动态分析

机械 | 金属制品 III

投资评级

买入-B(维持)

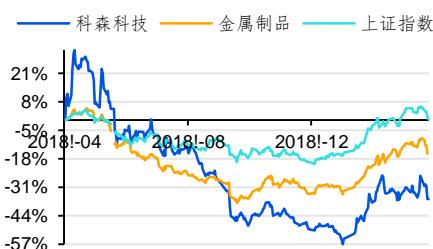
股价(2019-04-26)

9.71 元

交易数据

总市值 (百万元)	4,035.25
流通市值 (百万元)	1,535.22
总股本 (百万股)	415.58
流通股本 (百万股)	158.11
12 个月价格区间	6.50/20.84 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	-6.91	13.12	-39.33
绝对收益	-4.8	31.75	-39.2

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20377068

相关报告

- 科森科技：上半年稳步增长，静待下半年新品放量 2018-08-28
- 科森科技：大客户战略持续推进，产能释放打开成长空间 2018-02-14
- 科森科技：技术渠道规模兼备，中框成就金属结构件龙头 2017-11-10

- ◆ **风险提示:** 核心大客户的终端产品出货量不及预期；电子烟等新品的出货量不及预期；产能扩张剂爬坡速度不及预期影响公司盈利能力。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2,165.0	2,408.3	3,016.5	3,759.0	4,491.6
同比增长(%)	66.2%	11.2%	25.3%	24.6%	19.5%
营业利润(百万元)	247.5	126.5	275.3	395.3	477.8
同比增长(%)	15.7%	-48.9%	117.6%	43.6%	20.9%
净利润(百万元)	222.4	124.7	240.8	345.7	417.7
同比增长(%)	17.7%	-43.9%	93.1%	43.6%	20.8%
每股收益(元)	0.54	0.30	0.58	0.83	1.01
PE	18.1	32.4	16.8	11.7	9.7
PB	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5

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，利润收益受累核心产品明显下滑	4
(二) 2018 年四季度收入增速受益新品导入，盈利仍待改善	5
二、经营状况分析	7
(一) 手机平板电脑结构增速放缓，毛利率显著下行	7
(二) 海外市场成长迅速，国内市场增长放缓	7
(三) 2019 年第一季度业绩下滑，短期面临挑战	8
(四) 未来发展战略及经营计划：持续深耕精密金属制造	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24.1亿元，同比上升11.2%，毛利率水平为24.1%，同比下降5.2个百分点，归属母公司净利润1.24亿元，同比下降43.9%，每股净利润0.30元，同比下降61.3%。公司主要从事从事精密压铸、锻压、冲压、CNC、激光切割、激光焊接、MIM、智能制造工艺对于金属精密结构件材料的生产和制造，2018年在下游消费电子主要客户出货量不及预期的情况下，公司通过拓展新品获得了收入的稳定成长，但是盈利能力受到影响而出现显著下滑。

(一) 2018年营收增速稳健，利润收益受累核心产品明显下滑

公司2018年全年销售收入24.1亿元，同比上升11.2%。公司主要从事精密压铸、锻压、冲压、CNC、激光切割、激光焊接、MIM、智能制造工艺对于金属精密结构件材料的生产和制造。核心产品品包括消费电子、医疗器械、新能源等市场，尽管收入实现稳健增长，但是市场环境不理想使得2018年归属上市公司股东净利润为1.24亿元，同比下降43.94%，每股净利润0.30元，同比下降61.28%，利润增速略显低于收入增速。

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

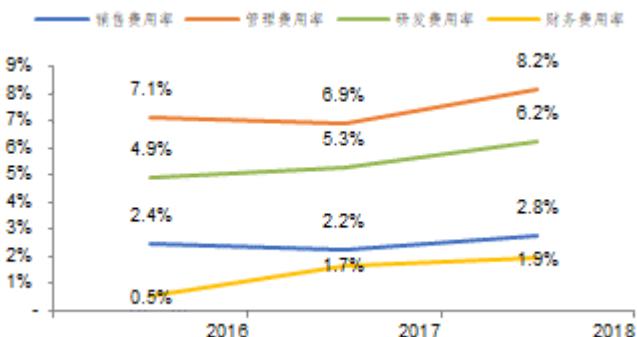
公司2018年全年毛利率下降5.2个百分点为24.1%，营业利润率和净利润率均同比下降6.1和5.1个百分点为5.3%和5.2%。公司产品终端客户的出货量不及预期，使得公司在产能利用率方面受到较为显著的影响进而影响毛利率水平。费用率方面在业务扩张速度不及预期的情况下，费用率水平有所上升。

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

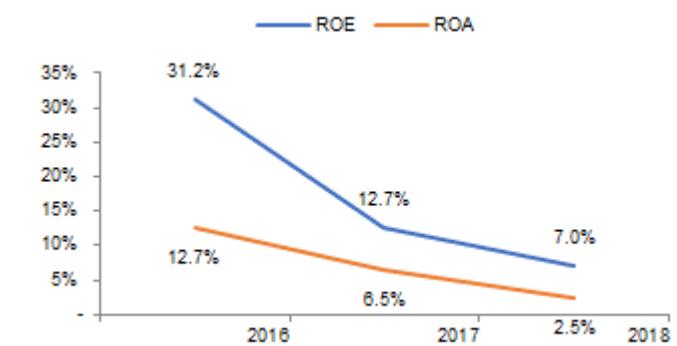
2018 年公司应收账款周转天数为 192 天，应付账款周转天数为 46 天，存货周转天数为 63 天，其中应付账款和应收账款均显著的上升，在产能利用率不及预期的情况下，周转率也受到影响，而存货的管理则变得更加谨慎。公司 2018 年的 ROE 同比下降 5.7 个百分点为 7.0%，ROA 同比下降 4.0 个百分点为 2.5%。2018 年随着净利润下降，公司的回报率水平也持续下滑。

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 110.4%，同比上升 14.7 个百分点，负债权益比为 41.3%，同比下降 4.6 个百分点，净负债权益比率为净现金，公司整体的负债率基本维持平稳，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 1.9 和 1.7，同比分别小幅上升 0.7 和 0.6，公司 2018 年利息保障倍数为 2.7，继续维持较高水平。

（二）2018 年四季度收入增速受益新品导入，盈利仍待改善

2018 年第四季度公司实现营业收入为 8.81 亿元，同比上升 25.6%，归属上市公司股东净利润为 5,730 万元，同比下降 44.9%。第四季度公司在新产品和新客户导入方面获得了较为良好的效果，使得收入规模的增速显著回升，然而传统产品市场的需求不及预期，使得公司整体的盈利能力依然收到了较大的影响，同比仍然大幅下降，但是从积极的层面看，环比的数据已经有了大大的改善。

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

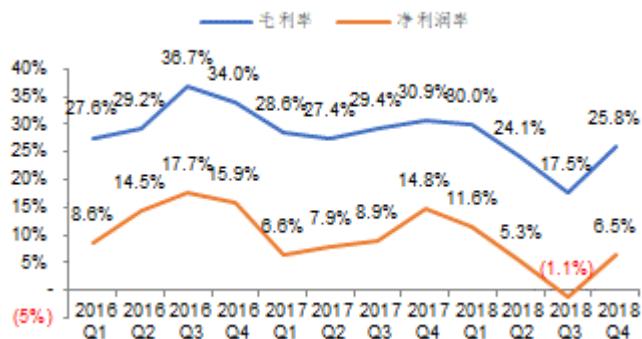
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



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 25.8%，同比下降 5.1 个百分点，公司尽管在新品导入方面获得了较为理想的效果，但是毕竟在产能和订单的爬坡过程中，对于盈利能力的影响无法完全弥补传统产品出货量的不足，但是环比的数据看，改善的情况仍然值得肯定。从费用率看，公司在经营业务开拓方面仍然在持续投入，随着公司收入规模的增加，费用率水平有了下降的预期，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 2.6%、10.5% 和 2.0%。

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手机及平板电脑结构件增速的增长速度不及预期使得公司整个收入规模增速放缓，尽管包括医疗器械和一般精密结构件保持了高效的成长，但是产能利用率不足以产品爬坡过程中的毛利率仍然低于去年同比水平。

(一) 手机平板电脑结构件增速放缓，毛利率显著下行

2018 年的产品分布看，公司产品品类中手机及平板电脑结构件增速为 9.0%，占比为 85.4%，仍然是公司核心产品，增速显著低于预期是公司成长速度受限的主要原因，医疗器械和一般精密结构件增速较快，新产品和新客户的拓展较为顺利。

图 13：过往 3 年产品细分收入



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

资料来源：Wind，华金证券研究所

产品细分毛利率方面，手机及平板电脑结构件由于出货量不及预期也使得毛利率出现了 6.4 个百分点的下降为 22.1%，其他产品方面也有小幅度的下行，市场和客户在开拓和产品爬坡的过程中，毛利率尚未达到常规水平。

(二) 海外市场成长迅速，国内市场增长放缓

从公司的业务分布看，海外市场 2018 年的收入增速较快为 28.0%，收入占比为 41.8%，公司海外客户方面的渠道和产品扩张持续增加。国内市场的收入增速为 0.6%，占比为 58.2%。

图 15：过往 3 年市场细分收入

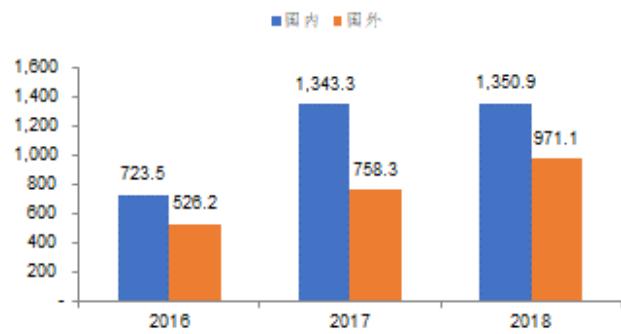
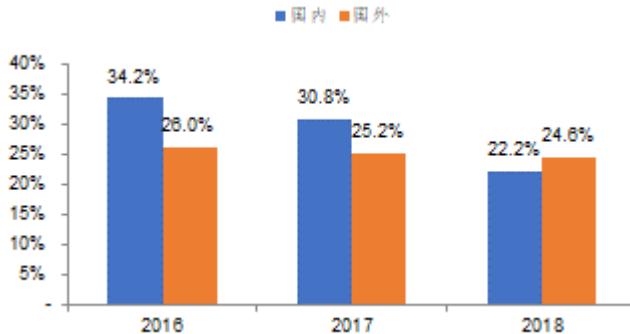


图 16：过往 3 年市场细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

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，毛利率相对较为稳定，同比小幅下降 0.6 个百分点为 24.6%，国内市场则同比下降 8.6 个百分点为 22.2%。

(三) 2019 年第一季度业绩下滑，短期面临挑战

公司披露了 2019 年第一季度业绩报告，销售收入同比上升 2.7% 为 4.61 亿元，毛利率同比上升 0.8 个百分点为 30.8%，归属上市公司股东净利润为 1,307 万元，同比下降 74.8%。

(四) 未来发展战略及经营计划：持续深耕精密金属制造

公司继续致力于为客户提供全方位的精密金属结构件制造服务，实现高安全性、高品质的标准，满足不同行业客户对精密金属结构件日益增长和不断创新的需求，成为精密金属制造服务行业的领军制造服务商的目标，2019 年主要的工作方向包括：

- **市场**：以精密金属结构制造业务为中心，拓宽产品应用领域，除消费电子为主力外，继续加码医疗器械、电子烟布局，继续增加为现有客户提供的产品品类和提升各系列产品的市场份额，努力扩大公司销售规模。
- **技术**：将进一步提升高精密金属结构件制造技术水平，结合客户在创新领域的优势，紧跟市场需求，配合客户不断研发新技术、新工艺，引进先进的技术人才，同时加强与高等院校、行业专家等机构、人士的合作，提高研发中心新技术开发能力。
- **生产**：将借助智能装备平台，继续提升装备水平和自动化率，持续加大对现有生产线的自动化改造和应用，不断减少原材料的损耗和人员的数量。

三、盈利预测及投资建议

我们认为 2019 年公司尽管短期仍然面临大客户订单及出货量不及预期的影响，但是随着其在过去持续开拓的医疗器械、电子烟、触控显示模组等领域内，公司在渠道和客户资源方面良好的累积，使得公司有望在 2019 年迎来重要的经营和业绩的见底回升，前景值得期待。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.58、0.83 和 1.01 元。净资产收益率分别为 11.8%、15.2% 和 16.3%，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) 传统的消费电子及平板电脑结构件我们认为随着公司在核心客户中的占比逐步提升和稳定，增速将会维持稳健；2) 医疗器械和一般结构件仍然是核心增长点，主要的增速来自于项目订单释放；3) 其他业务中触控显示模组的增量是核心来源。。

毛利率方面，综合毛利 2019 年将会回升，之后整体持平，细分业务：1) 传统消费电子和平板电脑的毛利率会有所提升，逐步进入正常水平；2) 一般精密结构件在产能释放的情况下会有显著提升的预期；3) 其他则基本保持平稳。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	2,165.0	2,408.3	3,016.5	3,759.0	4,491.6
YoY	66.2%	11.2%	25.3%	24.6%	19.5%
手机及平板电脑结构件	1,888.0	2,057.7	2,366.4	2,839.7	3,265.6
医疗手术器械结构件	76.9	123.4	172.6	231.8	335.8
光伏产品结构件	44.2	13.0	13.7	14.4	15.1
一般精密金属结构件	92.5	127.8	351.4	527.2	685.3
其他	63.3	86.4	112.3	146.0	189.8
毛利率	29.3%	24.1%	27.0%	27.1%	26.6%
手机及平板电脑结构件	28.5%	22.1%	25.0%	25.2%	24.1%
医疗手术器械结构件	55.5%	48.5%	53.7%	52.6%	51.6%
光伏产品结构件	15.9%	14.6%	15.4%	15.3%	15.1%
一般精密金属结构件	18.5%	16.9%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	47.3%	47.7%	52.4%	49.1%	49.7%

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有所下降，2019 年后随着产品订单的释放以及公司在经营方面的管理日趋高效，整体的费用率将会有所改善。

公司的产能扩张主要是为了核心客户已经新产品的要求，主要的投入规模在 2017~2018 年也进行了大规模的增量，2019 年之后我们预计整体投资速度会有放缓，产品市场端的渠道和技术能力提升是主要的方向。

四、风险提示

核心大客户的终端产品出货量不及预期；
电子烟等新品的出货量不及预期；
产能扩张剂爬坡速度不及预期影响公司盈利能力。

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	2,165.0	2,408.3	3,016.5	3,759.0	4,491.6	年增长率					
减:营业成本	1,530.0	1,828.6	2,201.0	2,742.0	3,297.4	营业收入增长率	66.2%	11.2%	25.3%	24.6%	19.5%
营业税费	6.9	14.8	15.7	18.2	24.2	营业利润增长率	15.7%	-48.9%	117.6%	43.6%	20.9%
销售费用	48.3	66.9	74.8	93.8	116.1	净利润增长率	17.7%	-43.9%	93.1%	43.6%	20.8%
管理费用	263.0	346.0	406.9	469.2	550.4	EBITDA增长率	38.7%	35.9%	26.9%	31.5%	9.0%
财务费用	36.2	45.9	50.4	50.6	48.3	EBIT增长率	28.4%	-39.2%	89.0%	36.9%	18.0%
资产减值损失	38.7	-15.1	8.1	10.6	1.2	NOPLAT增长率	28.5%	-36.2%	26.4%	53.1%	24.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	179.3%	43.7%	-3.8%	13.1%	-11.5%
投资和汇兑收益	5.4	5.2	15.8	20.6	23.7	净资产增长率	190.0%	11.0%	8.6%	11.4%	12.4%
营业利润	247.5	126.5	275.3	395.3	477.8	盈利能力					
加:营业外净收支	10.3	11.0	-0.4	-0.5	-0.7	毛利率	29.3%	24.1%	27.0%	27.1%	26.6%
利润总额	257.8	137.5	275.0	394.8	477.1	营业利润率	11.4%	5.3%	9.1%	10.5%	10.6%
减:所得税	35.4	13.0	34.4	49.4	59.6	净利润率	10.3%	5.2%	8.0%	9.2%	9.3%
净利润	222.4	124.7	240.8	345.7	417.7	EBITDA/营业收入	15.5%	19.0%	19.2%	20.3%	18.5%
资产负债表						EBIT/营业收入	13.1%	7.2%	10.8%	11.9%	11.7%
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
货币资金	432.8	631.1	-188.3	817.0	342.9	资产负债率	48.9%	60.7%	47.4%	59.5%	49.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	负债权益比	95.7%	154.3%	90.0%	146.9%	96.2%
应收帐款	1,171.2	1,356.7	1,430.5	2,048.5	2,292.1	流动比率	1.24	1.08	1.25	1.26	1.67
应收票据	5.5	8.3	0.1	13.8	4.5	速动比率	1.13	0.94	1.15	1.09	1.51
预付帐款	11.5	16.0	16.3	21.5	26.7	利息保障倍数	6.15	2.72	4.78	6.84	8.65
存货	169.2	315.0	121.7	454.2	285.7	营运能力					
其他流动资产	99.7	105.3	123.3	116.5	104.1	固定资产周转天数	150	234	242	198	155
可供出售金融资产	3.0	4.6	3.5	3.7	4.0	流动营业资本周转天数	68	107	78	81	84
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	223	328	238	242	265
长期股权投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	147	192	169	169	176
投资性房地产	-	-	-	-	-	存货周转天数	30	48	36	38	41
固定资产	1,186.8	1,900.0	2,102.3	1,977.0	1,826.3	总资产周转天数	416	637	544	479	449
在建工程	251.2	398.5	199.6	149.9	87.5	投资资本周转天数	242	390	360	302	253
无形资产	77.5	150.1	173.3	174.8	175.0	费用率					
其他非流动资产	32.2	75.5	46.0	54.2	58.6	销售费用率	2.2%	2.8%	2.5%	2.5%	2.6%
资产总额	3,440.6	4,961.1	4,028.1	5,831.2	5,207.2	管理费用率	12.1%	14.4%	13.5%	12.5%	12.3%
短期债务	683.0	1,092.8	-	1,148.8	-	财务费用率	1.7%	1.9%	1.7%	1.3%	1.1%
应付帐款	645.6	878.4	782.0	1,243.7	1,289.1	三费/营业收入	16.0%	19.0%	17.6%	16.3%	15.9%
应付票据	69.8	82.1	208.7	110.5	254.0	投资回报率					
其他流动负债	126.8	189.1	281.7	358.4	409.7	ROE	12.7%	6.7%	11.8%	15.2%	16.3%
长期借款	90.0	614.1	603.0	603.0	603.0	ROA	6.5%	2.5%	6.0%	5.9%	8.0%
其他非流动负债	66.4	152.8	104.4	107.8	121.7	ROIC	11.6%	5.1%	6.8%	9.1%	12.9%
负债总额	1,682.6	3,009.9	1,908.5	3,469.8	2,553.6	分红指标					
少数股东权益	-	86.6	86.6	86.6	86.6	DPS(元)	0.43	0.17	0.25	0.30	0.42
股本	296.9	415.6	415.6	415.6	415.6	分红比率	55.0%	57.9%	43.0%	36.2%	42.3%
留存收益	1,461.1	1,395.9	1,564.3	1,806.2	2,098.4	股息收益率	4.4%	1.8%	2.6%	3.1%	4.4%
股东权益	1,758.0	1,951.2	2,119.6	2,361.4	2,653.6	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	222.4	124.7	240.8	345.7	417.7	EPS(元)	0.54	0.30	0.58	0.83	1.01
加:折旧和摊销	91.9	177.8	295.2	372.9	371.7	BVPS(元)	4.23	4.70	5.10	5.68	6.39
资产减值准备	0.0	-	-	-	-	PE(X)	18.1	32.4	16.8	11.7	9.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
财务费用	37.8	67.7	50.4	50.6	48.3	P/FCF	-5.2	23.1	-5.2	3.6	-11.7
投资损失	-4.1	-1.7	-1.9	-2.6	-2.1	P/S	1.9	1.7	1.3	1.1	0.9
少数股东损益	-	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	EV/EBITDA	0.9	2.4	1.4	1.3	0.4
营运资金的变动	-211.1	-26.6	88.2	-585.2	138.7	CAGR(%)	15.8%	49.6%	34.7%	15.8%	49.6%
经营活动产生现金流量	174.5	328.0	680.6	191.7	975.3	PEG	1.1	0.7	0.5	0.7	0.2
投资活动产生现金流量	-1,022.6	-686.6	-345.8	-212.4	-148.7	ROIC/WACC	1.1	0.5	0.6	0.8	1.2
融资活动产生现金流量	1,212.3	961.6	-1,154.3	1,026.0	-1,300.7						

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.huajinsc.cn