

晶晨股份 (688099.SH)

新股覆盖研究

多媒体智能终端芯片产商

主要看点

◆ **晶晨股份：多媒体智能终端芯片生产商：**晶晨股份前身晶晨有限成立于2003年7月，自成立以来专注于多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售，公司产品主要应用于智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统终端等科技前沿领域。2018 年公司智能机顶盒芯片收入占比 56%，毛利占比 59%，是公司主要业绩来源，2016-2018 年公司智能电视芯片、AI 音视频系统终端芯片实现了较快增长。

◆ **多媒体智能终端需求增长，上游芯片厂商受益：**从细分行业看，IPTV：未来随着政策红利及三大电信运营商在视频终端的发力，IPTV 渗透率将进一步提高，目前 IPTV 机顶盒市场逐渐 4K 化，IPTV 市场芯片的配置将继续走向高端。AI 音视频系统终端市场：公司 AI 音视频系统终端实现的收入主要来自智能音箱，2018 年全球智能音箱出货量达 8,200 万台，同比增长 152.31%，呈快速增长态势，我国智能音箱市场亦呈迅速崛起态势，根据 Arizton 的数据，预计到 2023 年我国智能音箱市场需求将达到 5,020 万台。

◆ **募投项目注重研发能力提升：**公司拟募集 15.1 亿元人民币进行研发能力提升的投入，其中 9.1 亿元用于现有产品线和研发中心的建设，另有 6 亿元用于发展储备资金。作为一家从研发和产品作为核心竞争力的厂商，我们认为在持续的研发投入后，公司在产品线布局以及技术实力提升方面能够带来有效的提升。

◆ **投资建议：**根据 A 股可比上市公司，以及科创板可比公司，我们选择 PE(TTM) 作为主要的参考数据，分别以主板及中小创可比公司的 PE(TTM) 和科创板可比公司发行价对应的 PE(TTM) 作为上限和下限，由此我们认为公司的整体估值区间为 142.9 亿元到 175.1 亿元，以现有总股份数结合拟发行股份数量的合计值计算，公司的发行区间为每股发行价格为 34.8 元至 42.6 元。

◆ **风险提示：**智能机顶盒业务下滑风险、行业竞争加剧风险、宏观经济增速下行风险

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2016A	2017A	2018A
主营收入(百万元)	1149.5	1690.5	2369.1
同比增长(%)	%	47.1%	40.1%
营业利润(百万元)	76.7	102.6	297.4
同比增长(%)	%	33.8%	189.9%
净利润(百万元)	73.0	78.1	282.5
同比增长(%)	%	7.0%	261.7%
每股收益(元)		0.21	0.76

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

股价(元) 34.80 ~42.60 元

交易数据

总市值(百万元)
 流通市值(百万元)
 总股本(百万股) 370.00
 流通股本(百万股)
 12个月价格区间 /元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅% 1M 3M 12M

分析师

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

相关报告

内容目录

一、公司概况	3
(一) 历史沿革	3
(二) 股权结构	4
(三) 主营业务	4
(四) 经营业绩	7
(五) 募集资金用途	8
二、行业分析	9
三、估值分析	11
四、风险提示	12

图表目录

图 1: 历史沿革	3
图 2: 股权结构	4
图 3: 公司 2018 年营收构成情况	5
图 4: 公司 2018 年毛利构成情况	5
图 5: 公司 2016-2018 年营收构成情况	5
图 6: 各项业务毛利率变动情况	5
图 7: 2016-2018 年公司营业收入 (万元) 及同比增速	7
图 8: 2016-2018 年公司归母净利润 (万元) 及同比增速	7
图 9: 2016-2018 年公司费用率变动情况	7
图 10: 2016-2018 年公司盈利水平变动情况	7
图 11: 2016-2018 年公司资产负债率情况	8
图 12: 2016-2018 年公司流动比率和速动比率情况	8
图 13: 2001-2018 年全球 IC 设计产业市场规模	9
图 14: 2017 年全球集成电路设计市场销售额占比分布	9
图 15: 中国集成电路设计行业销售额	9
图 16: 我国 IPTV/OTT 机顶盒新增出货量	10
图 17: 我国智能电视市场销售 (万台)	10
图 18: 全球智能音箱出货量	10
表 1: 公司各系列芯片产品	5
表 2: 公司主要产品的平均价格	6
表 3: 公司募集资金用途及预计投资进度	8
表 4: 主板及中小创可比公司估值	11
表 5: 科创板可比公司估值	11

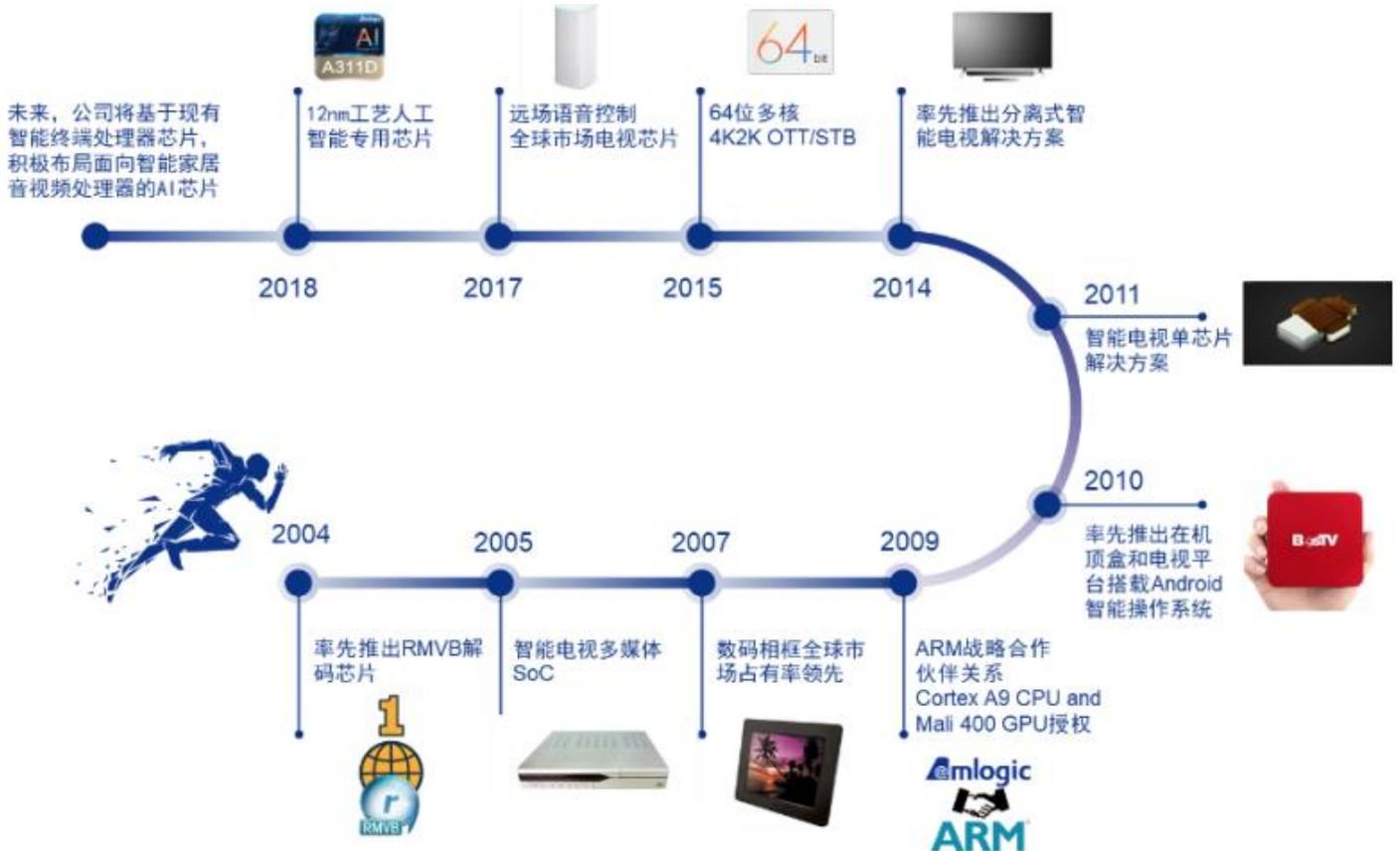
一、公司概况

晶晨股份前身晶晨有限成立于 2003 年 7 月，自成立以来专注于多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售，公司芯片产品主要应用于智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统终端等科技前沿领域，其中智能机顶盒芯片贡献公司 50% 以上的收入，近两年智能电视芯片、AI 音视频系统终端芯片实现了较快增长。

（一）历史沿革

公司前身晶晨有限成立于 2003 年 7 月 11 日，2017 年 3 月整体变更为股份有限公司。自成立以来公司产品演变和技术发展情况如下：2004 年，公司研发出 RMVB 解码芯片；2005 年，公司基于 RMVB 解码技术，推出流媒体电视解决方案；2009 年，公司进入战略转型期，在消费电子产品线与 ARM 合作，并于 2010 年开发出基于 Cortex A9 CPU、Mali400GPU 等智能操作系统的 1080P 高清解码器；2011 年，公司把 ARM+Android 的架构引入到机顶盒和电视平台；2012 年至 2013 年，公司连续推出多核 OTT 智能机顶盒芯片解决方案，与小米和阿里巴巴等企业展开合作；2015 年，借助 4K、60 帧、HDR、DRM 等全球领先技术，公司与中国移动、中国联通、中国电信三大运营商进行合作，成为当年国内 IPTV 智能机顶盒芯片重要供应商之一；2018 年，公司相继推出基于 12 纳米的 4K 超高清 OTT/IPTV 机顶盒系列 SoC 芯片、支持 8K 解码的智能电视 SoC 芯片以及视觉识别人工智能芯片。

图 1：历史沿革

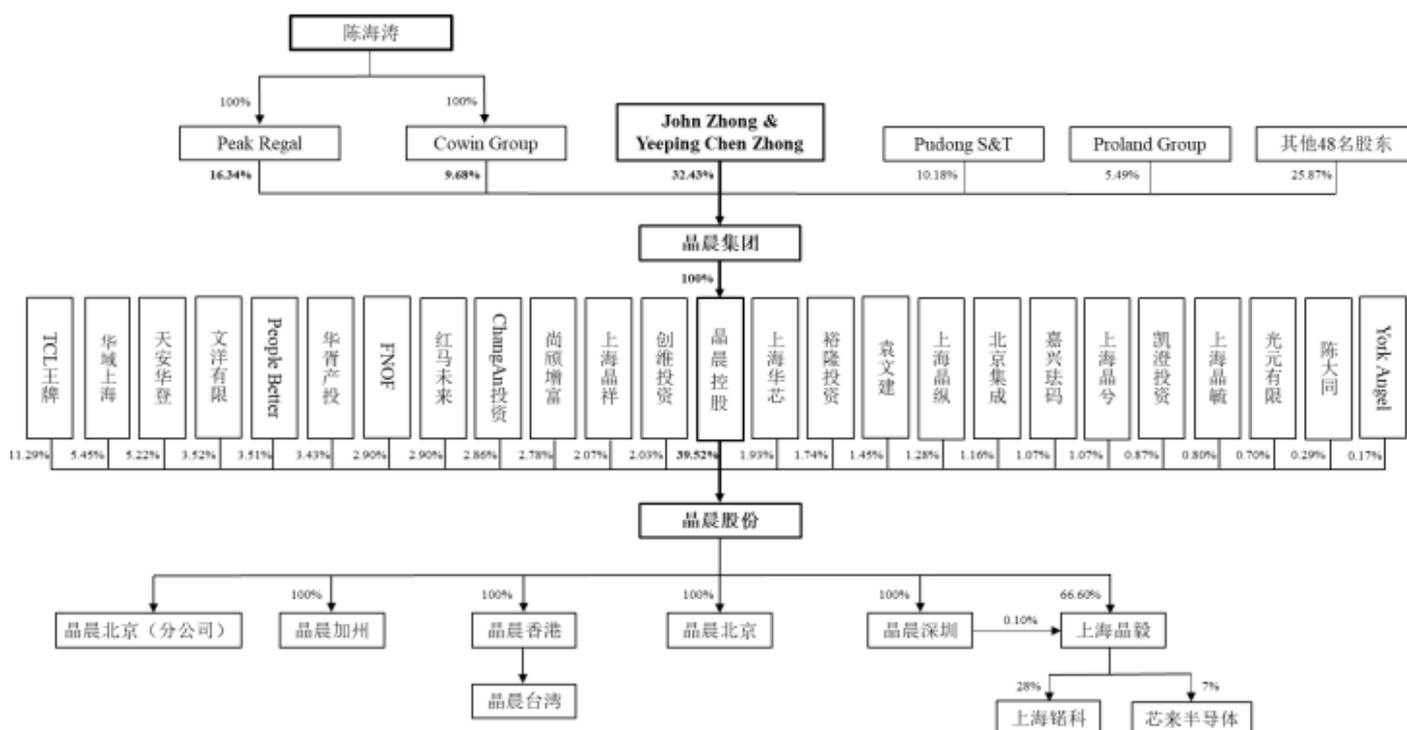


资料来源：招股书，华金证券研究所

(二) 股权结构

截至目前，晶晨控股直接持有公司 146,211,461 股股份，占公司总股本的 39.52%，为公司控股股东。公司的实际控制人为 John Zhong 和 Yeeping Chen Zhong, John Zhong 和 Yeeping Chen Zhong 为夫妻关系，分别持有晶晨集团 28.02% 股权和 4.41% 股权；陈海涛系 Yeeping Chen Zhong 的父亲，通过 Cowin Group、Peak Regal 分别持有晶晨集团 9.68% 和 16.34% 的股权。陈海涛、Cowin Group、Peak Regal 与 John Zhong、Yeeping Chen Zhong 签署了《一致行动协议》，为公司实际控制人的一致行动人。

图 2：股权结构



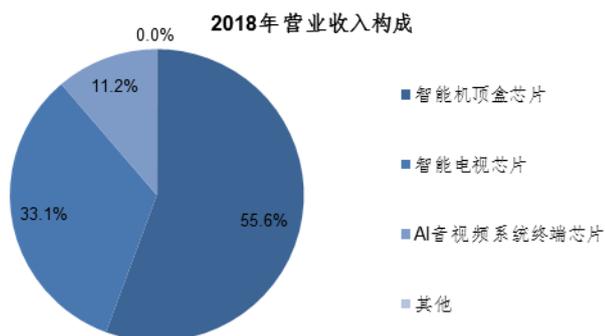
资料来源：招股书，华金证券研究所

(三) 主营业务

公司主营业务为多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售，属于典型的 Fabless 模式 IC 设计公司，公司芯片产品主要应用于智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统终端等科技前沿领域。未来公司将积极布局 IPC 等消费类安防市场及车载娱乐、辅助驾驶等汽车电子市场，推动 AI 音视频系统终端的纵深发展。

从营收构成看，2018 年智能机顶盒芯片贡献了公司逾 50% 的收入和毛利；智能电视芯片、AI 音视频系统终端芯片近两年收入增速较快。2018 年智能机顶盒芯片、智能电视芯片、AI 音视频系统终端芯片的毛利率依次为 36.73%、30.67% 和 37.61%。

图 3: 公司 2018 年营收构成情况



资料来源: 招股书, 华金证券研究所

图 4: 公司 2018 年毛利构成情况



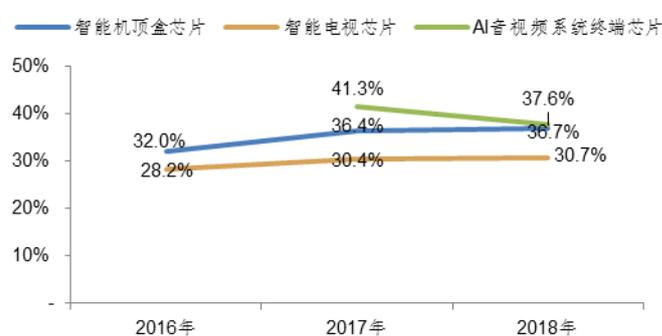
资料来源: 招股书, 华金证券研究所

图 5: 公司 2016-2018 年营收构成情况



资料来源: 招股书, 华金证券研究所

图 6: 各项业务毛利率变动情况



资料来源: 招股书, 华金证券研究所

公司智能机顶盒系列芯片主要应用于 IPTV 机顶盒和 OTT 机顶盒, 其中 IPTV 智能机顶盒芯片方案已应用于中兴通讯、创维等智能机顶盒厂商, 相关终端产品已应用于中国移动、中国联通和中国电信等三大运营商, OTT 智能机顶盒芯片方案积累了小米、阿里巴巴、Amazon 等合作伙伴。

公司智能电视芯片和完整解决方案已在小米、海尔、TCL、创维、海尔等企业进行大批量生产和销售。

公司 AI 音视频系统终端芯片和完整解决方案已在各领域得到广泛应用, 合作客户包括百度、小米、若琪、Google、Amazon、JBL、Harman Kardon 等企业。

表 1: 公司各系列芯片产品

产品系列	产品类别	产品系列	主要终端产品的品牌型号	产品描述
智能机顶盒系列芯片	FHD 高清	S805X	DishTVIndia-SMARTHUB	高性价比全高清四核 OTT/IPTV 智能机顶盒芯片
		S805Y	开发中	
	UHD 超高清	S905X、S905L 等	亚马逊 Cube	高性价比超高清四核 OTT/IPTV/DVB 智能机顶盒芯片
		S912	天猫魔盒	高性能超高清八核 OTT/IPTV/DVB 智能机顶盒芯片
		S905X、S905Y2	小米盒子	12nm 工艺高性能超高清四核 OTT/IPTV/DVB 智能机顶盒芯片
		S922X	开发中	12nm 工艺高性能超高清六核 OTT/IPTV/DVB 智能机顶盒芯片

智能电视系列主要芯片	FHD 全高清	T920L	TCL F6	高性价比全高清国标双核智能电视芯片
		T950	小米电视 32 4A	高性价比全高清国标四核智能电视芯片
		T950X	Toshiba fire TV	高性价比全高清海外市场四核智能电视芯片
	UHD 超高清	T962、T960	小米电视 554A	高性价比超高清国标四核智能电视芯片
		T968、T966	天猫魔屏	高性能超高清国标四核智能电视芯片
		T960X、T962X、T962E	小米电视 4S、55 印度	高性能超高清海外市场四核智能电视芯片
		T962X2	开发中	12nm 工艺高性能超高清全球市场四核智能电视芯片
AI 音视频系统终端主要芯片	智能视频 smart vision	A311D	开发中	12nm 超高性能六核人工智能显示芯片，内置神经网络处理器
		A311X	开发中	12nm 超高性能六核人工智能摄像头芯片，内置神经网络处理器，支持人脸、物体等的实时识别
	智能音频 smart audio	A113X、A113D	百度小度智能音箱、小米小爱同学、Google Home Max	高性能四核人工智能语音音箱芯片，支持远场语音识别
		S905D2	Google Home Hub	12nm 智能显示芯片解决方案，支持远场语音识别
		T962E	联想娱乐宝智能盒子	高性能四核人工智能语音条形音箱芯片，支持远场语音以及杜比视界，杜比全景声

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

价格角度：2016-2018 年，公司智能机顶盒芯片的平均单价分别为 31.99 元/颗、27.42 元/颗和 24.89 元/颗，呈下滑趋势，主要受晶圆等原材料采购成本降低以及销量大幅上升产生规模效应的影响。报告期内，公司智能机顶盒芯片的平均单位成本分别为 21.74 元/颗、17.45 元/颗和 15.75 元/颗。

2016-2018 年，公司智能电视芯片的平均单价分别为 29.28 元/颗、33.46 元/颗和 35.69 元/颗，呈平稳上升趋势，主要原因系：公司 2016 年销售的智能电视芯片中包含了一定数量的辅芯片，该部分辅芯片相较于智能电视主芯片而言其功能性较为单一，生产成本和销售价格均较低。2017 年及 2018 年，公司针对智能电视芯片方案进行了技术优化升级，大幅减少上述辅芯片方案，导致公司智能电视芯片平均单价水平上升。

2018 年公司 AI 音视频系统终端芯片价格下降主要系该产品的生产成本下降以及产品市场发展阶段的变化所致。

表 2：公司主要产品的平均价格

项目	产品	2016 年度	2017 年度	2018 年度
平均价格 (元/颗)	智能机顶盒芯片	31.99	27.42	24.89
	智能电视芯片	29.28	33.46	35.69
	AI 音视频系统终端芯片	-	29.61	21.5
变动比率	智能机顶盒芯片	-	-14.28%	-9.23%
	智能电视芯片	-	14.28%	6.67%
	AI 音视频系统终端芯片	-	-	-27.42%

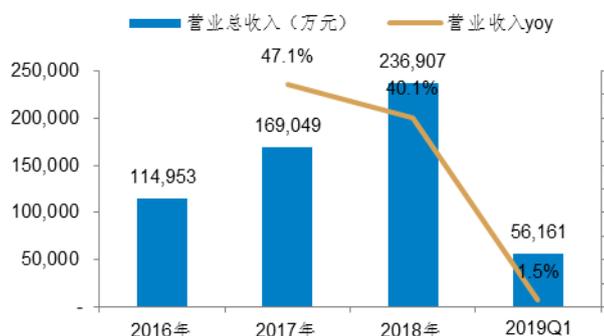
资料来源：招股书，华金证券研究所

（四）经营业绩

2016-2018 年度，公司营业收入分别为 11.5 亿元、16.9 亿元及 23.7 亿元，年复合增长率为 44%；归母净利润分别为 7,301.65 万元、7,809.13 万元及 2.83 亿元，年复合增长率为 97%。2018 年归母净利润的大幅增长主要来源于：1.营业收入快速增长；2.2017 年度因晶晨集团向实际控制人及其一致行动人授予股权激励导致公司一次性计提了股份支付费用 8,975.38 万元，该事项于 2018 年度未再发生，导致公司 2018 年管理费用较 2017 年大幅下降

2019H1 业绩预告：公司预计 2019 年上半年实现营业收入 10.76 亿元-11.44 亿元，同比增长 5.67%-12.34%；扣非后的归母净利润为 8,200 万元-10,600 万元，同比下滑 6.77%-27.88%。

图 7：2016-2018 年公司营业收入（万元）及同比增速



资料来源：招股书，华金证券研究所

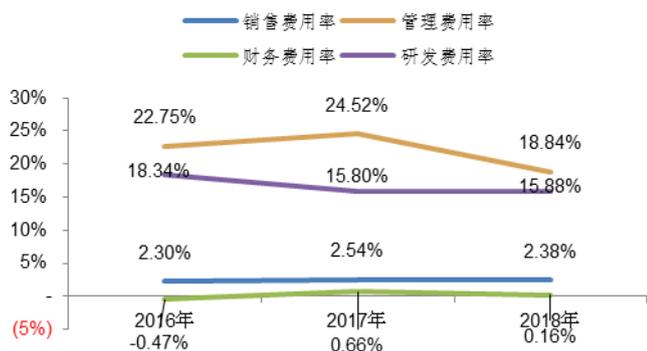
图 8：2016-2018 年公司归母净利润（万元）及同比增速



资料来源：招股书，华金证券研究所

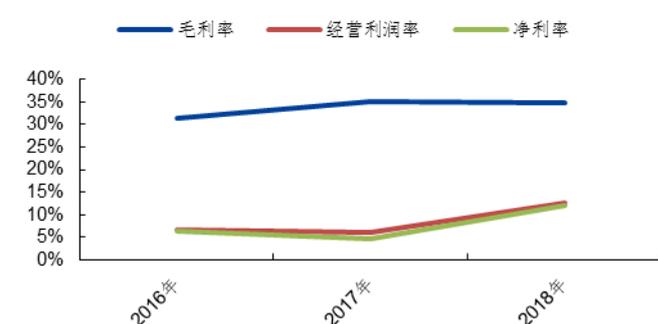
2016-2018 年公司毛利率分别为 31.51%、35.19%和 34.81%；2016-2018 年公司销售费用率分别为 2.30%、2.54%和 2.38%；2016-2018 年公司管理费用率分别为 22.75%、24.52%和 18.84%；2016-2018 年公司财务费用率分别为-0.47%、0.66%和 0.16%；2016-2018 年公司研发费用率分别为 18.34%、15.80%和 15.88%。

图 9：2016-2018 年公司费用率变动情况



资料来源：招股书，华金证券研究所

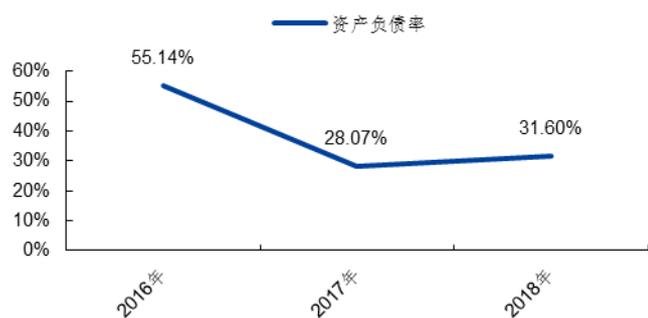
图 10：2016-2018 年公司盈利水平变动情况



资料来源：招股书，华金证券研究所

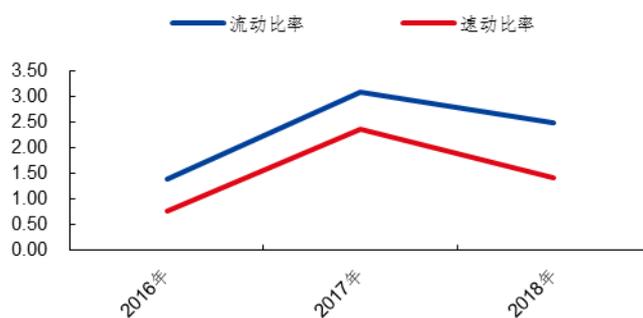
2016-2018 年公司资产负债率分别为 55.14%、28.07%和 31.60%；2016-2018 年公司流动比率分别为 1.40、3.10 和 2.48；2016-2018 年公司速动比率分别为 0.76、2.38 和 1.41。

图 11: 2016-2018 公司资产负债率情况



资料来源: 招股书, 华金证券研究所

图 12: 2016-2018 公司流动比率和速动比率情况



资料来源: 招股书, 华金证券研究所

(五) 募集资金用途

公司本次 IPO 发行拟发行不超过 4,112 万股股份, 拟募集资金不超过 15.14 亿元,。

表 3: 公司募集资金用途及预计投资进度

序号	项目名称	投资金额 (万元)	预计投资进度		
			第一年	第二年	第三年
1	AI 超清音视频处理芯片及应用研发和产业化项目	23,673.03	5,394.75	10,568.28	7,710.00
2	全球数模电视标准一体化智能主芯片升级项目	24,834.45	8,229.83	9,854.63	6,750.00
3	国际/国内 8K 标准编解码芯片升级项目	23,100.89	7,841.78	8,929.12	6,330.00
4	研发中心建设项目	19,821.40	12,040.40	3,596.00	4,185.00
5	发展与科技储备资金	60,000.00	-	-	-
	合计	151,429.77	33,506.76	32,948.03	24,975.00

资料来源: 招股书, 华金证券研究所

二、行业分析

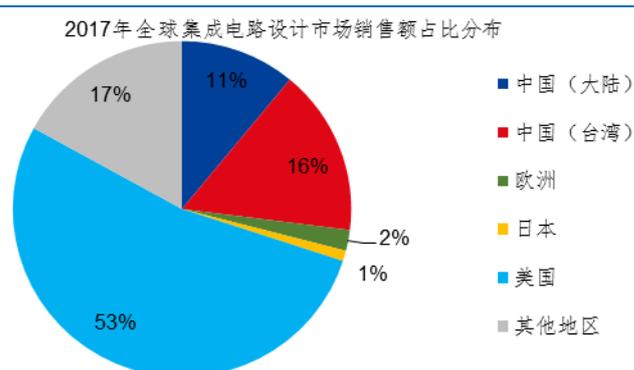
全球集成电路设计行业发展趋势：随着全球电子信息产业的快速发展，全球集成电路设计行业呈现持续增长的势头。但由于智能手机、笔记本电脑等终端产品进入成熟期，增量放缓，而物联网、人工智能等新兴领域仍处于技术积累阶段，对半导体产业的贡献度较低，2015年全球IC设计行业市场规模出现小幅萎缩，2016年全球IC设计行业市场规模再次实现增长，2018年全球IC设计行业销售额为1,139亿美元。从区域分布来看，美国集成电路设计行业仍处于全球领先地位。

图 13: 2001-2018 年全球 IC 设计产业市场规模



资料来源: 招股书, 华金证券研究所

图 14: 2017 年全球集成电路设计市场销售额占比分布



资料来源: 招股书, 华金证券研究所

中国集成电路设计行业发展趋势：从产业规模看，我国集成电路设计行业保持着较快的发展态势，2018 年我国集成电路设计业实现销售收入 2,519 亿元，同比增长 21.5%。2019 年一季度中国集成电路行业销售额为 458.8 亿元，同比增长 16.3%，增速同比下降 5.7 个百分点。受全球半导体市场下滑影响，中国集成电路设计行业 2019 年 Q1 增速有所下降，但仍保持一定增长。

图 15: 中国集成电路设计行业销售额



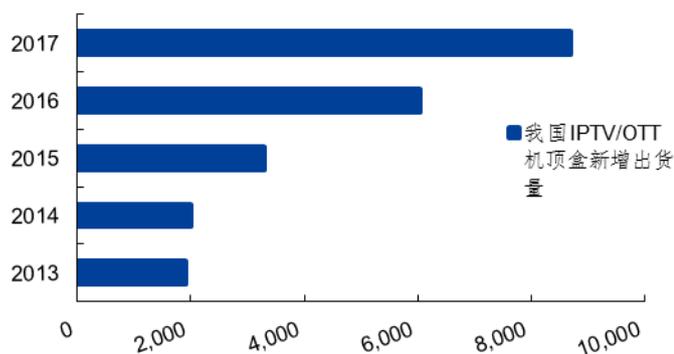
资料来源: 招股书, 华金证券研究所

公司芯片产品主要应用于智能机顶盒、智能电视以及 AI 音视频系统终端产品等领域。从下游应用细分行业发展情况看：

智能机顶盒行业：近年来“宽带中国”、“三网融合”等政策快速推进，中国电信、中国联通和中国移动三大电信运营商大规模部署视频终端设备，我国网络机顶盒市场保持较快发展态势。未来随着政策红利及三大电信运营商在视频终端的发力，IPTV 渗透率将进一步提高，我国 IPTV 仍有较大市场前景。目前 IPTV 机顶盒市场逐渐 4K 化，随着用户对视频体验的要求提高，以及技术的逐步成熟，IPTV 市场芯片的配置将继续走向高端。

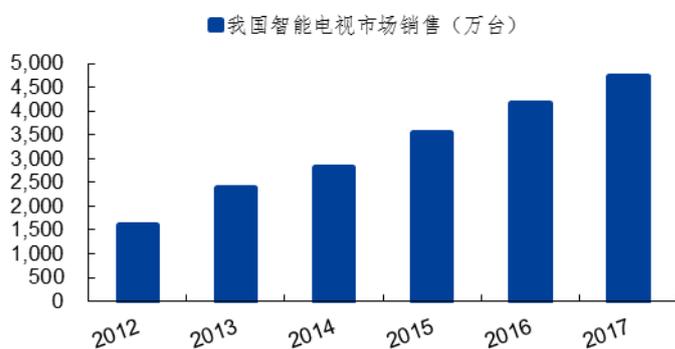
智能电视行业：2012-2017 年期间，我国智能电视消费市场销量由 1,610 万台增长至 4,737 万台，复合年增长率达 24.09%，呈快速增长态势。

图 16：我国 IPTV/OTT 机顶盒新增出货量



资料来源：招股书，华金证券研究所

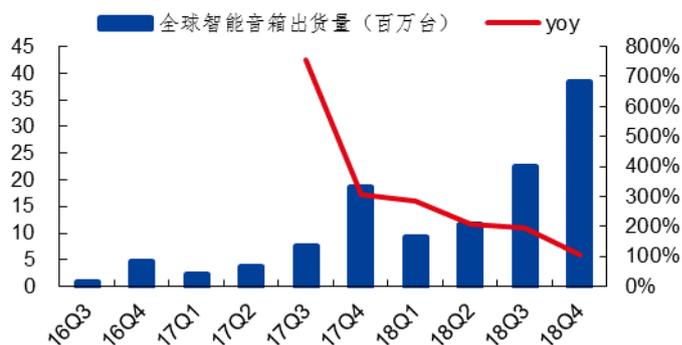
图 17：我国智能电视市场销售（万台）



资料来源：招股书，华金证券研究所

AI 音视频系统终端市场：公司 AI 音视频系统终端实现的收入主要来自智能音箱。根据 Strategy Analytics 统计，2018 年全球智能音箱出货量达 8,200 万台，同比增长 152.31%，呈快速增长态势。中国智能音箱市场呈迅速崛起态势，根据 Arizton 的数据，预计到 2023 年我国智能音箱市场需求将达到 5,020 万台。

图 18：全球智能音箱出货量



资料来源：招股书，华金证券研究所

公司在智能机顶盒芯片供应商市场市占率排名第二。根据格兰研究数据，2018 年度我国 IPTV/OTT 机顶盒（OTT 机顶盒包括零售市场和运营商市场）采用的芯片方案主要以本公司和海思半导体为主，其中海思半导体以 60.7% 的市场份额位列第一，本公司以 32.6% 的市场份额位列第二。

三、估值分析

公司是一家半导体集成电路设计公司，产品为音视频编解码处理能力的核心控制芯片，首先我们从公司的竞争对手看，选取主板及中小创中与只有业务直接竞争关系的全志科技（300458.SZ）和国科微（300672.SZ）作为比较对象，其次再选择与其收入规模及客户有重合的兆易创新（603986）、汇顶科技（603160）和博通集成（603068）作为可比公司，最后我们再考虑在业务模式商与公司相近、近期已经在科创板上市的澜起科技（688008）、乐鑫科技（688018）和睿创微纳（688002）作为参考。

表 4：主板及中小创可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值（亿元）	PS（TTM）	PE（TTM）
300458.SZ	全志科技	74.75	5.36	48.15
300672.SZ	国科微	54.09	13.46	59.64
603160.SH	汇顶科技	669.85	15.31	58.90
603986.SH	兆易创新	310.35	14.36	87.34
603068.SH	博通集成	96.96	17.49	77.80
	平均值		13.20	66.36

资料来源：Wind，华金证券研究所

从主板及中小创的可比公司 PE（TTM）和 PS（TTM）的估值看，我们认为公司能够实现稳定的盈利水平，因此其 PE 的估值价值更大，PS 可以作为参考，以 PE 测算的估值为 175.1 亿元。

表 5：科创板可比公司估值

证券代码	公司简称	总市值（亿元）	PS（TTM）	PE（TTM）
688018.SH	乐鑫科技	50.1	9.73	53.34
688002.SH	睿创微纳	89.0	19.85	71.10
688008.SH	澜起科技	280.2	15.35	38.02
	平均值		14.98	54.16

资料来源：Wind，华金证券研究所

从科创板已有的同业务类型上市公司的发行价对应的 PE（TTM）和 PS（TTM）的估值看，我们仍然选取 PE 为主要估值考量，PS 作为参考，以 PE 测算的估值为 142.9 亿元。

由此我们获得公司的估值区间为 142.9 亿元到 175.1 亿元，以现有总股份数结合拟发行股份数量的合计值计算，公司的发行区间为每股发行价格为 34.8 元至 42.6 元。

四、风险提示

智能机顶盒业务下滑风险：2019年第一季度，公司实现智能机顶盒销售收入3.28亿元，同比下降7.53%（未经审计），主要是由于OTT机顶盒芯片零售市场和海外市场不景气所致。公司预计2019年1-6月智能机顶盒芯片销售收入58,961.54万元至62,921.78万元，同比下降2.94%至9.05%。若短期内OTT机顶盒市场景气度继续下滑，将对公司机顶盒业务进一步造成不利影响。同时如若下游IPTV机顶盒、智能电视、AI音视频系统终端市场也出现增长放缓迹象，存在公司2019年全年业绩同比下滑的风险。

人才流失风险：公司是典型的技术密集型行业，核心技术人员是公司生存和发展的重要基石。集成电路设计企业对于高端人才的竞争日趋激烈，人才流失可能导致公司的持续研发能力也会受到影响。

行业竞争加剧风险：公司产品所在市场的参与者较有优势的国内国外芯片企业，市场竞争日趋激烈。

宏观经济波动风险：公司主要市场覆盖全球主要经济区域，宏观经济增速下滑，可能导致电子消费受到影响，进而导致公司销售下滑。

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