

2020年04月21日

家家悦 (603708.SH)

动态分析

全年内生外延推动营收向好，关注公司渠道及区域拓展计划

事件

公司披露年报一季报。2019 年实现营收 152.64 亿元/+19.90%，归母净利 4.58 亿元/+6.4%，扣非净利 4.37 亿元/+14.57%，基本每股收益 0.75 元，拟每 10 股派现金红利 5 元（含税）。

2020 年一季度公司实现营收 52.87 亿元/+38.96%，归母净利 1.76 亿元/+24.86%，扣非净利 1.73 亿元/+30.97%。

投资要点

◆ **全年内生外延推动营收向好，高基数影响利润增长：**营收端，年度营收增长近 20%，一是老店持续内生增长，两年以上大卖场、综超分别增长 5.9%、6.2%；二是次新门店逐步发力；三是开店及收购推动渠道扩张，合计门店数量增长约 7%，建筑面积增长约 17%。

净利端，年度利润增速不及营收，一是公司 2018 年获得土地征用及拆迁补偿款形成非经常损益高基数，二是公司 2018 年较多可抵扣亏损降低所得税费，形成利润高基数。

一季度公司营收大幅增长，主要是疫情期间其他渠道受明显影响，偏向必选消费、供应链较强的超市受到消费者欢迎。利润增速低于营收增速，主要源于疫情期间费用率上行。

◆ **2019 年，拓店及收购推动渠道扩张，大卖场及综超业态向好：**渠道方面，家家悦收购山东华润万家，投资乐新商贸，快速拓展渠道。2019 年末，河北家家悦、山东华润并入合并报表范围，合计门店数量达 783 家，较上年度末增加 51 家/7%。

分业态看，19 年公司主要的大卖场、综合超市业态表现较好，生鲜特色引流推动大卖场、综合超市营收分别同比增长 5.9%、6.2%。

渠道扩张推动品类增长，会员客流客单均有提升：分品类看，2019 年公司生鲜、食品化洗、百货品类占营收分别约 46%、45%、8%，分别增长 27%、16%、5%，渠道扩张推动各品类营收增长。家家悦生鲜品类持续占比超 40%，生鲜持续为公司特色，持续为超市吸引客流。

会员方面，生鲜引流叠加覆盖区域增长，2019 年公司会员数量同比增长约 24%至 747 万人，年度会员客流约 1.87 亿人次，较上年度增长约 11.46%，会员的持续绑定有望推动公司稳健增长。另外食品类 CPI 上行背景下，2019 年会员客单价增长约 4.02%，客流及客单均推动营收增长。

仓储物流持续推进，保障跨区域经营能力：仓储物流方面，2019 年公司仓储物流建设持续推进。张家口综合产业园一期、烟台综合物流园常温物流中心、济南莱芜生鲜配送中心投入使用，另有青岛维客物流中心改造完成。公司仓储物流持续提效，

商贸零售 | 超市 III

投资评级

增持-A(维持)

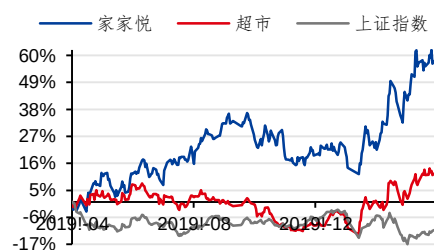
股价(2020-04-21)

32.25 元

交易数据

总市值(百万元)	19,620.90
流通市值(百万元)	19,620.90
总股本(百万股)	608.40
流通股本(百万股)	608.40
12 个月价格区间	20.52/32.88 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.28	42.83	81.84
绝对收益	11.25	34.15	68.27

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

家家悦：渠道扩张推动规模增长，三季度利润稳健增长 2019-10-30

家家悦：外延扩张及内生增长延续，上半年业绩平稳增长 2019-08-26

家家悦：内生外延推动营收稳步增长，所得税额降低推升净利润 2019-08-15

有望匹配公司区域扩张速度，改善供应链效率，保障公司跨区域扩张的经营能力。

◆ **2020 年一季度疫情冲击消费，生鲜超市具有确定性：**2020 年一季度，公司业绩快速增长主要源于疫情冲击下，餐饮等其他渠道受明显影响，部分客流引向商超。一季度，食品品类 CPI 维持高位，限额以上粮油食品零售额累计增长 13.1%，偏向必选品类的、具有供应链优势的超市渠道受到消费者青睐。渠道方面，拓店及投资的淮北乐新商贸并表，推动季末门店数量达 825 家，较去年同期增加 73 家/10%。分渠道看，一季度公司大卖场、综超营收分别增长 52%、39%，疫情下消费者减少非必要外出，必选消费渠道具有确定性。

◆ **投资建议：**家家悦是深耕胶东的区域性超市龙头，直采、仓储物流及自有品牌建立优势，近年来公司跨区域拓展持续进行。2020 年疫情影响上半年消费，偏向必选的超市渠道确定性较强。公司计划拓展 100 家门店，若关店类似 2019 年的 29 家，则门店数量有望增加 9%。渠道外延及内生增长、物流建设保障跨区域盈利能力等因素有望继续推动 2020 年公司业绩稳健增长。

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.91、1.05 和 1.22 元。净资产收益率分别为 17.7%、18.9%和 20.0%。目前公司 PE (2020E) 约为 35 倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**渠道扩张或不及预期；新门店客流或不及预期；新区域开拓需要较大投入。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,731	15,264	18,795	21,914	25,066
YoY(%)	12.4	19.9	23.1	16.6	14.4
净利润(百万元)	430	458	556	641	740
YoY(%)	38.4	6.4	21.5	15.3	15.5
毛利率(%)	21.8	21.8	21.8	21.8	21.9
EPS(摊薄/元)	0.71	0.75	0.91	1.05	1.22
ROE(%)	15.8	15.7	17.7	18.9	20.0
P/E(倍)	45.6	42.9	35.3	30.6	26.5
P/B(倍)	7.2	6.7	6.3	5.8	5.3
净利率(%)	3.4	3.0	3.0	2.9	3.0

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、全年内生外延推动营收向好，高基数影响利润增长	4
二、19 年大卖场及综超业态向好，渠道扩张推动品类增长	4
（一）拓店及收购推动渠道扩张，大卖场及综超业态向好	5
（二）渠道扩张推动品类增长，会员客流客单均有提升	5
（三）仓储物流持续推进，保障跨区域经营能力	6
三、20 年一季度疫情冲击消费，生鲜超市具有确定性	7
四、供应链优化推动毛利率改善，并购及春节提前推升存货	8
（一）供应链优化推动毛利率改善，全年公司净利率有所降低	8
（二）并购及春节提前推升存货，年度经营活动现金流稳健	8
五、盈利预测及投资建议	9
六、风险提示	10

图表目录

图 1：家家悦年度营业收入	4
图 2：家家悦年度归母净利	4
图 3：家家悦季度营业收入	4
图 4：家家悦季度归母净利	4
图 5：家家悦分业态门店数量（家）	5
图 6：家家悦分业态建筑面积（万平方米）	5
图 7：家家悦分业态同店增长	5
图 8：家家悦分品类营业收入（百万元）	6
图 9：家家悦分品类毛利率	6
图 10：家家悦会员数量及其增长	6
图 11：家家悦会员客流及其增长	6
图 12：家家悦常温仓储物流情况	7
图 13：家家悦生鲜仓储物流情况	7
图 14：家家悦一季度营收净利情况	7
图 15：家家悦一季度门店数量	7
图 16：家家悦一季度分渠道营收及其增速	8
图 17：限额以上分品类零售额	8
图 18：家家悦利润率情况	8
图 19：家家悦费用率情况	8
图 20：家家悦存货及其占营收比例	9
图 21：家家悦经营活动现金流情况	9
表 1：家家悦营业收入及其预测（百万元，%）	9

一、全年内生外延推动营收向好，高基数影响利润增长

公司披露年报一季报。2019 年实现营收 152.64 亿元/+19.90%，归母净利 4.58 亿元/+6.4%，扣非净利 4.37 亿元/+14.57%，基本每股收益 0.75 元，拟每 10 股派现金红利 5 元（含税）。

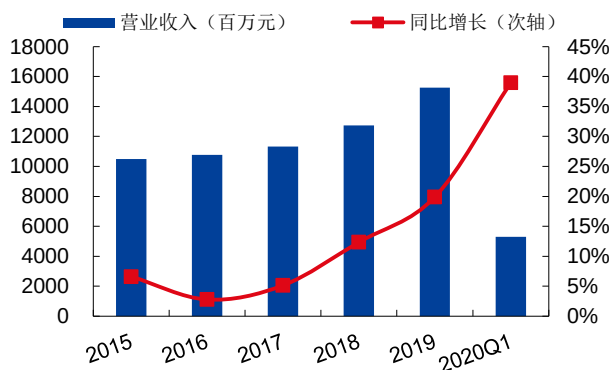
2020 年一季度公司实现营收 52.87 亿元/+38.96%，归母净利 1.76 亿元/+24.86%，扣非净利 1.73 亿元/+30.97%。

营收端，年度营收增长近 20%，一是老店持续内生增长，两年以上大卖场、综超分别增长 5.9%、6.2%；二是次新门店逐步发力；三是开店及收购推动渠道扩张，合计门店数量增长约 7%，建筑面积增长约 17%。

净利端，利润增速不及营收，一是公司 2018 年获得土地征用及拆迁补偿款形成非经常损益高基数，二是公司 2018 年较多可抵扣亏损降低所得税费，形成利润高基数。

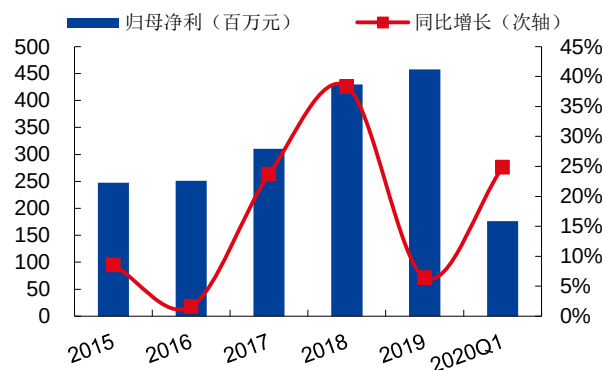
一季度公司营收大幅增长，主要是疫情期间其他渠道受明显影响，偏向必选消费、供应链较强的超市受到消费者欢迎。利润增速低于营收增速，主要源于疫情期间费用率上行。

图 1：家家悦年度营业收入



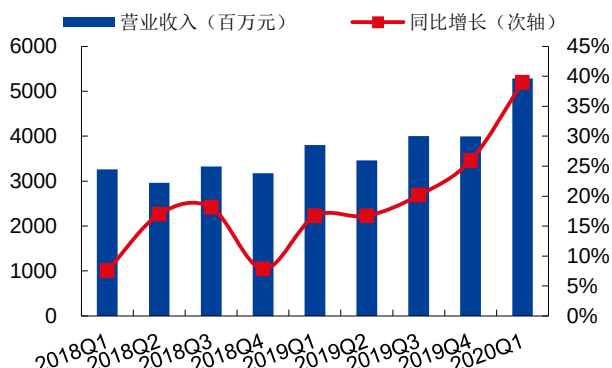
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：家家悦年度归母净利



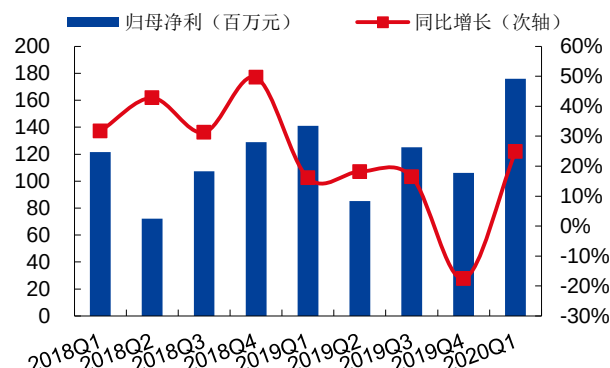
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：家家悦季度营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：家家悦季度归母净利



资料来源：Wind，华金证券研究所

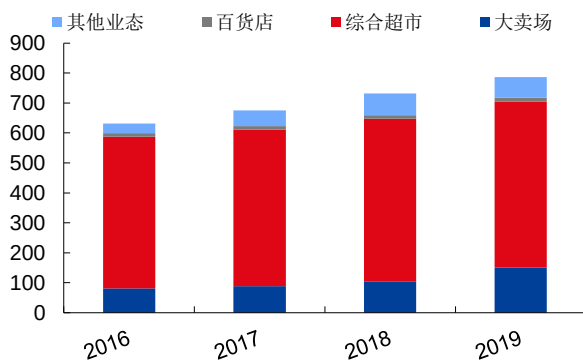
二、19 年大卖场及综超业态向好，渠道扩张推动品类增长

（一）拓店及收购推动渠道扩张，大卖场及综超业态向好

渠道方面，2019 年家家悦收购山东华润万家，快速拓展渠道。2019 年末，河北家家悦、山东华润并入合并报表范围，合计门店数量达 783 家，较上年度末增加 51 家/7%。其中大卖场数量增加约 43%、综合超市数量增加约 2%，大卖场渠道快速增加主要源于收购。公司大卖场、综合超市、百货店建筑面积分别+42%、-9%、+33%至约 109、75、27 万平方米，整体开店及收购推动面积扩张，合计建筑面积增长约 17%。

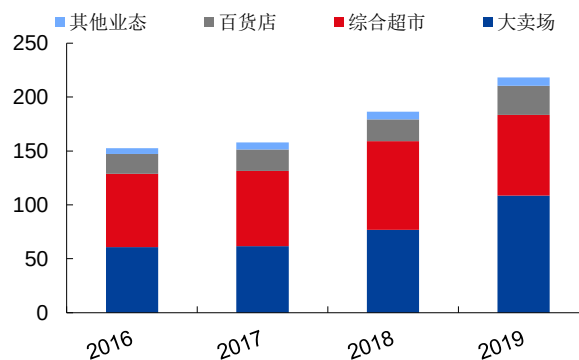
分业态看，公司主要的大卖场、综合超市业态表现较好，生鲜特色引流推动大卖场、综合超市营收分别同比增长 5.9%、6.2%。百货业态受购物中心分流影响营收下降 4.7%，其他业态营收合计下降 1.3%。

图 5：家家悦分业态门店数量（家）



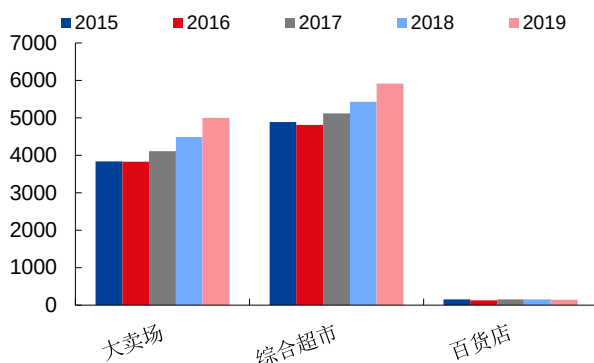
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：家家悦分业态建筑面积（万平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：家家悦分业态同店增长



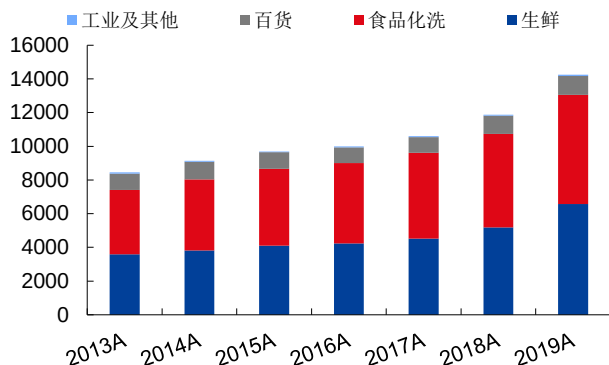
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）渠道扩张推动品类增长，会员客流客单均有提升

分品类看，2019 年公司生鲜、食品化洗、百货品类占营收分别约 46%、45%、8%，分别增长 27%、16%、5%，渠道扩张推动各品类营收增长。家家悦生鲜品类持续占比超 40%，生鲜持续为公司特色，持续为超市吸引客流。毛利率方面，公司商品结构优化及供应链优化继续推动生鲜、食品化洗品类毛利率小幅上行。

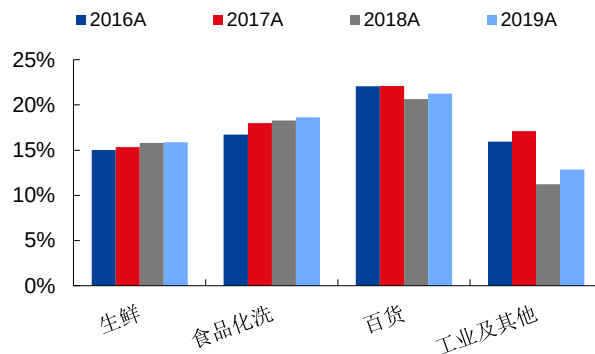
会员方面，生鲜引流叠加覆盖区域增长，2019 年公司会员数量同比增长约 24%至 747 万人，年度会员客流约 1.87 亿人次，较上年度增长约 11.46%，会员的持续绑定有望推动公司稳健增长。另外食品类 CPI 上行背景下，2019 年会员客单价增长约 4.02%，客流及客单均推动营收增长。

图 8：家家悦分品类营业收入（百万元）



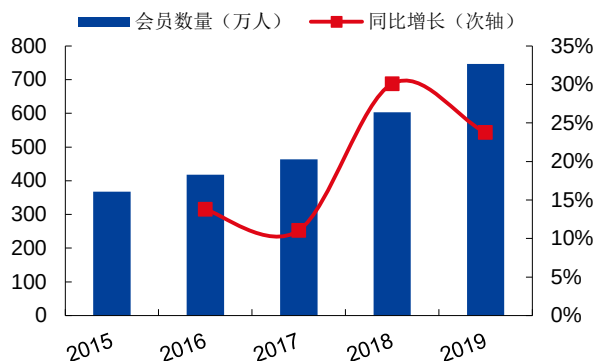
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：家家悦分品类毛利率



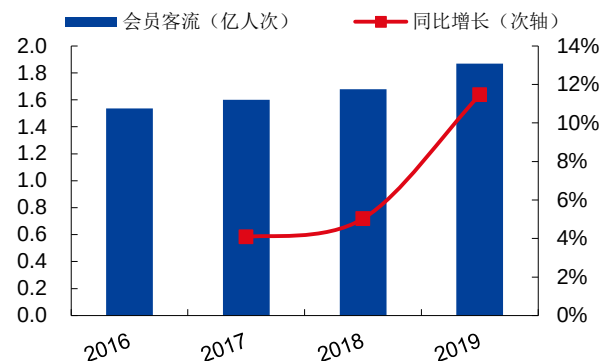
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：家家悦会员数量及其增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11：家家悦会员客流及其增长

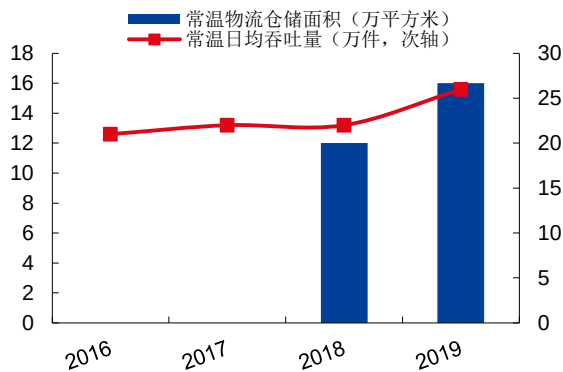


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）仓储物流持续推进，保障跨区域经营能力

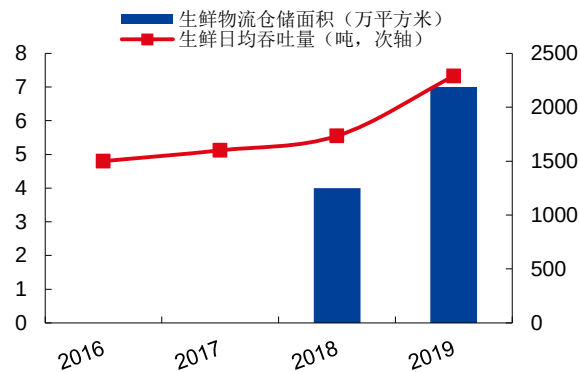
仓储物流方面，2019 年公司仓储物流建设持续推进。张家口综合产业园一期物流中心约 2 万平米已建成投产，烟台综合物流园常温物流中心 6.3 万平方米以及生鲜商品配送中心投入使用，济南莱芜生鲜配送中心投入使用，另有青岛维客物流中心改造完成。超市品类特别是生鲜周转较快，对仓储物流有较高要求，公司仓储物流持续提效，有望匹配公司区域扩张速度，改善供应链效率，保障公司跨区域扩张的经营能力。

图 12：家家悦常温仓储物流情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：家家悦生鲜仓储物流情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

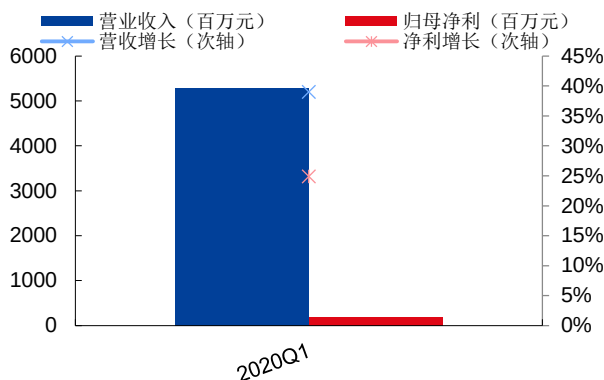
三、20 年一季度疫情冲击消费，生鲜超市具有确定性

2020 年一季度，公司营收增长近 39%，归母净利增长近 25%，扣非归母增长近 31%，主要源于疫情冲击下，餐饮等其他渠道受明显影响，部分客流引向商超。一季度，食品品类 CPI 维持高位，限额以上粮油食品零售额累计增长 13.1%，偏向必选品类的、具有供应链优势的超市渠道受到消费者青睐。

渠道方面，拓店及投资的淮北乐新商贸并表，推动季末门店数量达 825 家，较去年同期增加 73 家/10%。

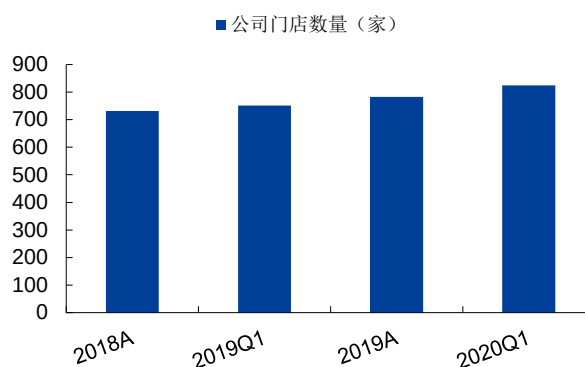
分渠道看，一季度公司大卖场、综超、百货及其他业态营收分别增长 52%、39%及下降 40%、30%，疫情下消费者减少非必须外出，必选消费渠道具有确定性。

图 14：家家悦一季度营收净利情况



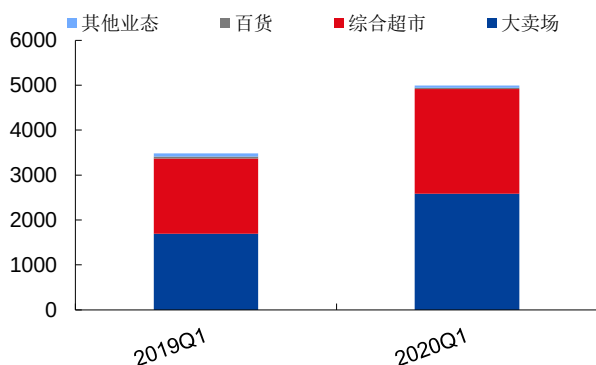
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：家家悦一季度门店数量



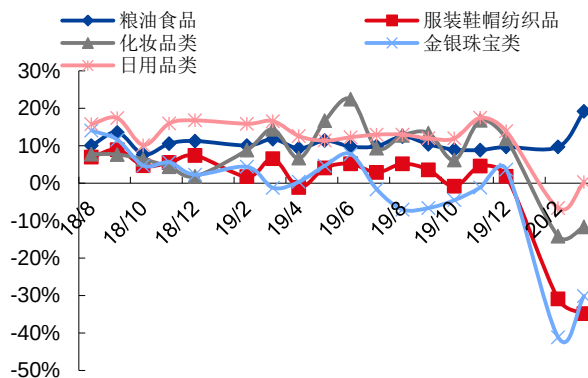
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：家家悦一季度分渠道营收及其增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17：限额以上分品类零售额



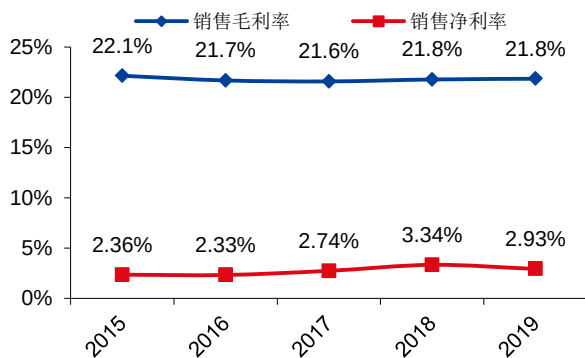
资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

四、供应链优化推动毛利率改善，并购及春节提前推升存货

（一）供应链优化推动毛利率改善，全年公司净利率有所降低

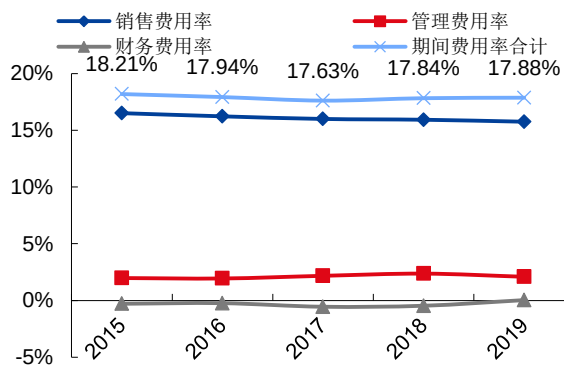
盈利能力方面，2019 年商品结构调整及供应链优化继续推动生鲜及食品化洗品类毛利率改善，公司合计毛利率同比微升 0.12pct 至 21.85%。规模效应及经营效率提升推动销售费用率及管理费用率下行，现金管理受益计入投资收益推动财务费用率上升，合计期间费用率微升 0.04pct 至 17.88%。最终公司净利率同比下行至 2.93%，仍高于 2016、2017 年的 2.33%、2.74%。一方面是，公司去年非经常损益及使用可抵扣亏损形成利润高基数，另一方面，近年来公司经营改善以及供应链优化持续推动盈利能力提升。

图 18：家家悦利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：家家悦费用率情况



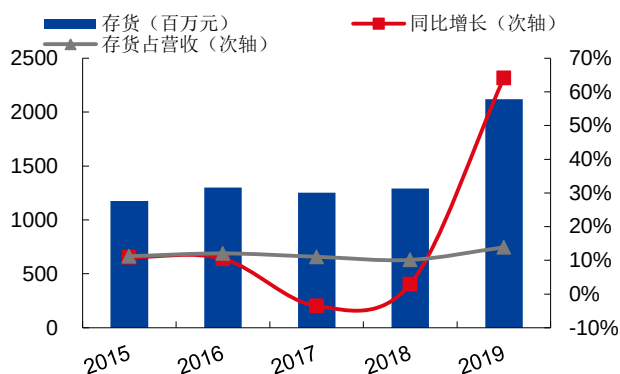
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）并购及春节提前推升存货，年度经营活动现金流稳健

存货方面，2019 年公司存货增长约 64%至 21.18 亿元，占营收比例增长至 13.9%。公司存货大幅提升，一方面源于收购华润万家的工商管理登记完成在 11 月，营收并未全年并表，另一方面，2020 年春节提前，增加部分春节备货。

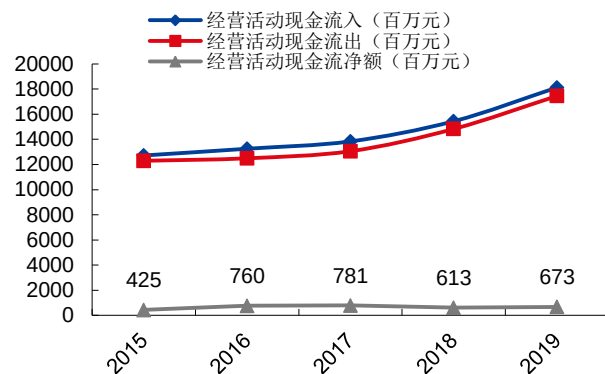
现金流方面，2019 年公司现金流持续向好，经营活动现金流净额较上年度增长约 10%，年度经营活动现金流较为稳健。

图 20：家家悦存货及其占营收比例



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：家家悦经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

家家悦是深耕胶东的区域性超市龙头，直采、仓储物流及自有品牌建立优势，近年来公司跨区域拓展持续进行。2020 年疫情影响上半年消费，偏向必选的超市渠道确定性较强。公司计划拓展 100 家门店，若关店类似 2019 年的 29 家，则门店数量有望增加 9%。渠道外延及内生增长、物流建设保障跨区域盈利能力等因素有望继续推动 2020 年公司业绩稳健增长。

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.91、1.05 和 1.22 元。净资产收益率分别为 17.7%、18.9%和 20.0%。目前公司 PE (2020E) 约为 35 倍，维持“增持-A”建议。

表 1：家家悦营业收入及其预测（百万元，%）

		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
生鲜	营业收入	4522.41	5175.25	6567.08	8537.21	10244.65	11986.24
	增长率	6.62%	14.44%	26.89%	30.00%	20.00%	17.00%
	毛利率	15.34%	15.79%	15.87%	15.90%	16.00%	16.10%
食品洗化	营业收入	5086.36	5560.32	6474.64	7769.57	8935.00	10096.55
	增长率	6.88%	9.32%	16.44%	20.00%	15.00%	13.00%
	毛利率	18.00%	18.29%	18.63%	18.90%	19.20%	19.50%
百货	营业收入	935.75	1087.20	1138.58	1195.50	1255.28	1318.04
	增长率	-0.08%	16.19%	4.73%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	22.11%	20.66%	21.27%	21.60%	22.00%	22.30%
工业及其他	营业收入	57.89	55.10	71.69	78.86	82.80	86.94
	增长率	6.86%	-4.82%	30.10%	10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.12%	11.25%	12.86%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	营业收入	727.97	852.83	1011.77	1214.13	1396.24	1577.76
	增长率	-7.36%	17.15%	18.64%	20.00%	15.00%	13.00%
	毛利率	85.03%	82.91%	82.50%	82.00%	81.50%	81.00%
合计	营业收入	11330.38	12730.71	15263.76	18795.26	21913.98	25065.53
	增长率	5.14%	12.36%	19.90%	23.14%	16.59%	14.38%

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	21.58%	21.77%	21.85%	21.76%	21.81%	21.87%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

六、风险提示

渠道扩张或不及预期；新门店客流或不及预期；新区域开拓需要较大投入。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4096	4514	6414	7610	9113	营业收入	12731	15264	18795	21914	25066
现金	2,284	1,703	2,819	3,287	3,760	营业成本	9959	11929	14706	17135	19585
应收票据及应收账款	144	148	208	220	339	营业税金及附加	57	53	65	88	100
预付账款	289	358	408	496	592	营业费用	2029	2406	2970	3451	3948
存货	1,290	2,118	2,784	3,404	4,212	管理费用	301	319	395	449	501
其他流动资产	89	147	154	162	170	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	3,059	3,991	4,250	4,469	4,547	财务费用	-59	5	-38	-18	-6
长期投资	119	210	210	210	210	资产减值损失	-4	4	2	2	2
固定资产	1778	2387	2635	2850	2979	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	149	188	202	215	228	投资净收益	8	29	30	31	32
其他非流动资产	166	251	263	277	290	营业利润	513	607	726	837	967
资产总计	7155	8505	10664	12079	13660	营业外收入	10	10	11	11	12
流动负债	4261	5360	6857	7810	9110	营业外支出	11	11	12	12	13
短期借款	140	160	903	1269	1708	利润总额	512	606	726	836	966
应付票据及应付账款	2076	2905	3074	3542	3802	所得税	87	158	181	209	242
其他流动负债	352	418	534	561	589	税后利润	425	448	544	627	725
非流动负债	87	75	526	746	746	少数股东损益	-5	-10	-12	-13	-16
长期借款	20	0	448	663	659	归属母公司净利润	430	458	556	641	740
其他非流动负债	67	75	78	82	86	EBITDA	576	798	923	1103	1290
负债合计	4348	5435	7383	8555	9856	主要财务比率					
少数股东权益	86	153	141	128	113	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	468	608	608	608	608	成长能力					
资本公积	1303	1163	1163	1163	1163	营业收入(%)	12.4	19.9	23.1	16.6	14.4
留存收益	950	1146	1368	1624	1920	营业利润(%)	23.9	18.3	19.7	15.3	15.5
归属母公司股东权益	2722	2917	3139	3396	3692	归属于母公司净利润(%)	38.4	6.4	21.5	15.3	15.5
负债和股东权益	7155	8505	10664	12079	13660	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	21.8	21.8	21.8	21.8	21.9
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	3.4	3.0	3.0	2.9	3.0
经营活动现金流	613	673	679	730	876	ROE(%)	15.8	15.7	17.7	18.9	20.0
净利润	425	448	556	641	740	ROIC(%)	-47.5	300.3	75.3	63.8	54.3
折旧摊销	285	312	235	284	329	偿债能力					
财务费用	-59	5	-38	-18	-6	资产负债率(%)	60.8	63.9	69.2	70.8	72.2
投资损失	-8	-29	-30	-31	-32	流动比率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
营运资金变动	-94	-127	-32	-132	-140	速动比率	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5
其他经营现金流	64	64	-12	-13	-16	营运能力					
投资活动现金流	-1079	-1040	-457	-478	-399	总资产周转率	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
筹资活动现金流	-230	-166	895	216	-4	应收账款周转率	128.2	104.6	105.9	102.9	90.0
每股指标(元)						应付账款周转率	8.0	7.5	7.7	8.2	8.5
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.75	0.91	1.05	1.22	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.11	1.12	1.20	1.44	P/E	45.6	42.9	35.3	30.6	26.5
每股净资产(最新摊薄)	4.47	4.80	5.16	5.58	6.07	P/B	7.2	6.7	6.3	5.8	5.3
						EV/EBITDA	11.9	15.8	18.9	15.9	13.6

资料来源: Wind, 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：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn