

## 20Q1 疫情对公司规模和业绩的拖累程度符合预期，维持推荐

核心观点：

### 1. 事件摘要

2020年一季度公司实现营业收入20.84亿元，同比减少11.55%；实现归母净利润2.30亿元，同比减少10.95%；实现归属母公司扣非净利润1.74亿元，同比减少25.21%；经营现金流量净额为-2.59亿元，较上年同期减少359.86%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 疫情影响线下门店经营并致使一季度的开学季出现延后，拖累公司营收规模和业绩出现萎缩

2020年一季度公司实现总营业收入20.84亿元，较上年同期减少2.72亿元，对应YOY-11.55%。根据我们在年报中的分析，2020年初的新冠肺炎疫情可能会在供需两端对公司的规模业绩造成拖累，在供给端，公司的生产工厂较往年会因复工延迟而出现短暂的影响；而在需求端，公司的零售大店、传统文具零售终端门店的营业也会出现短期停滞以及客流量的下滑，同时疫情导致企业复工和学生的开学季推迟延后，尤其是开学季已确认推迟超过2个月（各地高中初中陆续在4月底至5月初返校），会对公司主营销的书写工具、学生文具等商品销售形成不确定影响，这些消极影响在一季度的经营数据中已有体现。

2020年一季度公司实现归母净利润2.30亿元，较上年同期减少0.28亿元，对应YOY-10.95%；实现扣非归母净利润1.74亿元，较上年同期减少0.59亿元，对应YOY-25.21%。公司报告期内录得非经常性损益为5638.67万元，较上年同期增加3031.14万元；其中7110.81万元来自于递延收益转入的政府补贴，规模较上年同期增长3872.17万元。

2020年一季度公司的经营现金流量净额为-2.59亿元，较上年同期由正转负，大幅减少3.58亿元，对应YOY-359.86%。经营性现金流净额的增减幅度的绝对值与营收向匹配，其下滑主要受商品销售下降的拖累影响。

#### (二) 综合毛利率上浮0.85pct，期间费用率增加3.35pct

2020年一季度公司的综合毛利率为27.92%，较上年同期上浮

## 晨光文具 (603899.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯萱

☎：(8610) 83574089

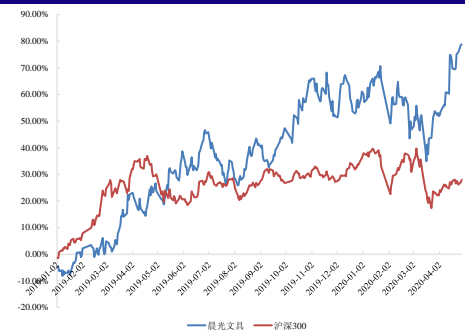
✉：zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎：(8610) 86359172

✉：zhangpeng\_yj@chinastock.com.cn

行业数据时间 2020.04.28



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【中国银河研究院\_李昂团队】公司年报点评\_轻工行业\_晨光文具(603899.SH)\_传统文具业务与创新的大办公、品牌零售业务共同发力推动公司规模扩张，维持推荐\_20200413

【中国银河研究院\_李昂团队】公司三季报点评\_轻工行业\_晨光文具(603899.SH)\_前三季度规模与业绩表现符合预期，维持推荐\_20191026

0.85 个百分点。我们认为公司整体的毛利率水平的持续改善，应该是延续 2019 年的趋势，受到公司主营贡献占比较大的书写工具和办公文具的毛利率进一步提升优化所致。

2020 年一季度公司的综合净利率为 10.35%，较上年同期下滑 0.67 个百分点；公司的期间综合费用率为 18.40%，相比上年同期大幅提升 3.35 个百分点。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.73%/5.57%/2.14%/-0.04%，较去年同期分别变化+1.30/+1.21/+0.87/-0.03 个百分点。我们认为一方面公司在维系正常运营的过程中费用支出并没有缩减，但受疫情影响营收规模出现下滑，由此出现了费用率的增长；另一方面，管理费用较上年提升 1334.11 万元至 1.16 亿元，此项费用 2020 年全年还应该持续增长，根据公告 2020 年公司的股权激励计划预期在 2020 年年内核算摊销成本 6922 万元；研发费用较上年提升 1476.49 万元至 4463.65 万元，同比大幅增长 49.43%，在于公司传统核心业务研发方面持续投入，科力普新增 IT 系统研发投入以及并购安硕文教的研究费用；财务费用减少 60.03 万元至-87.65 万元，源于公司报告期获取的利息收入较去年同期有所增长。

### （三）持续发展优势的传统核心业务，并举推进新业务规模壮大

公司全面推进传统核心业务四条赛道，不断强化品牌形象与市场地位。其中，大众产品赛道通过网格化分析工具，深度挖掘潜力产品，同时通过对商品管理的数量进行管控，减量增质的聚焦长线产品和爆款产品开发。精品文创产品赛道以爆款带动整体品类，聚焦重点品类，升级产品结构，完善精品文创产品布局。办公产品赛道加速办公产品的开发和推广，实现由宽度开发向深精度开发转换，形成产品整体解决方案，全面推动国内重点大型办公终端客户的开发，提高办公市场占有率。儿童美术产品赛道聚焦重点品类，有效调整产品结构，主推长线产品，强化重点产品单款贡献，此外报告期内公司收购了安硕文教，与意大利文具品牌 CARIOCA 建立战略合作，丰富了公司儿童美术中高端产品阵营。

在新业务方面，晨光科力普规模持续壮大，政府客户方面成功入围山西省政府、辽宁省政府、吉林省政府、重庆市政府电商等项目；央企客户方面成功入围中国移动、中国联通、中国邮政等集团采购项目；金融客户方面入围浦发银行、广发银行等项目；世界 500 强和其他企业客户方面中标小米、西门子、戴尔，华润置地、广州地铁等采购项目；并在报告期内推出省心购业务，以好货低价、低运营成本的模式拓展小微企业市场。生活馆加速发展零售大店，截至报告期末，公司在全国拥有 380 家零售大店（较上年增加 125 家），其中晨光生活馆 119 家，九木杂物社 261 家（直营 158 家，加盟 103 家）。

### （四）设计研发夯实技术优势基础，生产制造和供应链强有力支撑供给稳定

公司不断创新求变，为消费者提供更多具有行业领先技术水平的好产品；报告期内部分重点品类的爆款开发取得突破，产品阵营进一步完善。公司已掌握书写工具的核心技术-笔头、油墨及其匹配技术，拥有先进的自主模具开发技术，参与了多项产品的国家标准及行业标准的制订工作，并且承担了十三五国家重点研发计划项目多个课题。此外公司拥有快速的市场反应能力和强大的新品设计研发能力，在产品开发中前置消费者调研，时刻把握市场最新流行趋势。每年推出上千款新品，不断满足消费者的各类需求。

在生产和供应层面，公司基于多年的规模化制造经验、自主模具研发能力、稳定的供应链体系、完善的品质控制体系以及多种信息管理系统的引入，具备了大规模制造情况下的优良的制造质控水平，优良稳定的品质利于公司品牌形象以及消费者忠诚度的提升。截止 2019 年末，公司的各类产品总产量达到 95.23 亿支，较上年同期大幅增长 17.81 亿支，生产能力持续改善。同时公司不断迭代升级供应链的科学管理，在全价值链信息协同、全流程库存优化、供应链金融支持、品质及订单管理信息化及供应商绩效优化等领域取得新的实践成果，长期致力于建设高水准的供应链伙伴生态体系。

## 3. 投资建议

在传统文具制造板块受益于公司转型升级聚焦精品文创市场而重拾增长的同时，公司的办公直销业务持续保持高速增长。未来预计在公司“一体两翼”的发展策略引导下，在线下门店保持扩张以及科力普不断扩充品类与客户的前提下，公司规模与业绩有望继续保持高速增长。2020年初的新冠肺炎疫情对公司主营销写的书写工具、学生文具等商品销售形成不确定影响已在一季报数据中有所体现。在考虑到公司在传统文具领域的品牌优势、在大办公领域的品质服务优势以及精品文创市场的高成长性等优势，以及疫情可能带来的潜在影响后，我们预计公司2020/2021/2022年分别实现营收129.23/165.00/206.79亿，实现归母净利润12.35/16.23/20.70亿元，对应PS3.85/3.02/2.41倍，对应PE40/31/24倍，维持“推荐评级”。

#### 4. 风险提示

办公直销市场竞争加剧的风险；线下零售受其他业态分流的风险。

## 附：1.盈利预测和估值对比

表 1: 盈利预测

|                    | 2018    | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|--------------------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(单位:百万元)       | 8534.99 | 11141.00 | 12922.72 | 16499.78 | 20678.68 |
| 增长率(%)             | 34.26%  | 30.53%   | 15.99%   | 27.68%   | 25.33%   |
| 归属母公司股东净利润(单位:百万元) | 806.85  | 1060.00  | 1235.37  | 1622.63  | 2070.45  |
| 增长率(%)             | 27.26%  | 31.38%   | 16.54%   | 31.35%   | 27.60%   |
| EPS(元/股)           | 0.88    | 1.15     | 1.34     | 1.76     | 2.25     |
| 销售毛利率              | 25.83%  | 26.13%   | 26.14%   | 26.27%   | 26.39%   |
| 净资产收益率(ROE)        | 23.66%  | 25.23%   | 26.83%   | 29.27%   | 30.62%   |
| 市盈率(P/E)           | 36      | 46       | 40       | 31       | 24       |
| 市净率(P/B)           | 8.16    | 11.39    | 9.93     | 8.18     | 6.68     |
| 市销率(P/S)           | 3.48    | 4.33     | 3.85     | 3.02     | 2.41     |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测(股价为2020年4月28日收盘价)

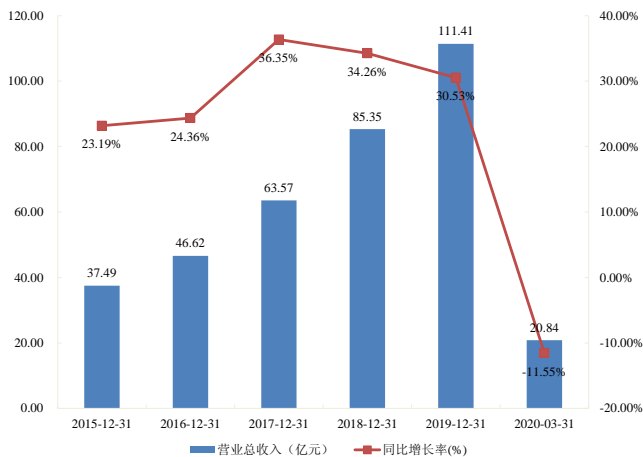
表 2: 可比公司最新估值情况

| 境内可比公司 |           |            |      | 均值   | 中位数  |
|--------|-----------|------------|------|------|------|
|        | 齐心集团      |            |      |      |      |
| PE     | 45        |            |      | 45   | 45   |
| PB     | 3.28      |            |      | 3.28 | 3.28 |
| PS     | 1.71      |            |      | 1.71 | 1.71 |
| 境外可比公司 |           |            |      | 均值   | 中位数  |
|        | Pilot(百乐) | KOKUYO(国誉) | 三菱铅笔 |      |      |
| PE     | 13        | 15         | 20   | 16   | 15   |
| PB     | 2.83      | 1.02       | 0.99 | 1.61 | 1.02 |
| PS     | 1.86      | 0.67       | 1.45 | 1.33 | 1.45 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

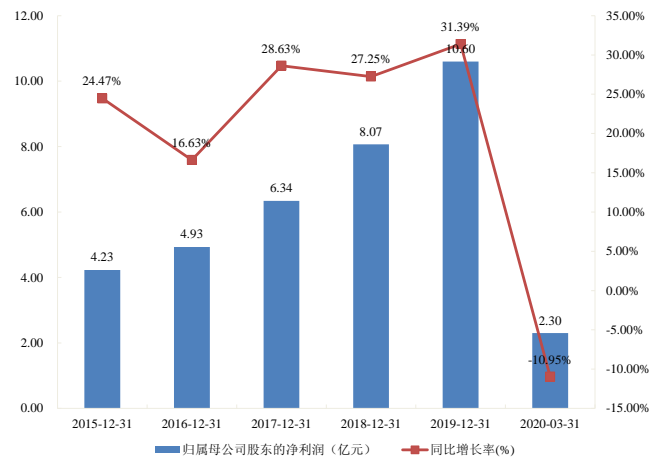
## 2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2015-2020Q1 年营业收入(亿元)及同比(%)



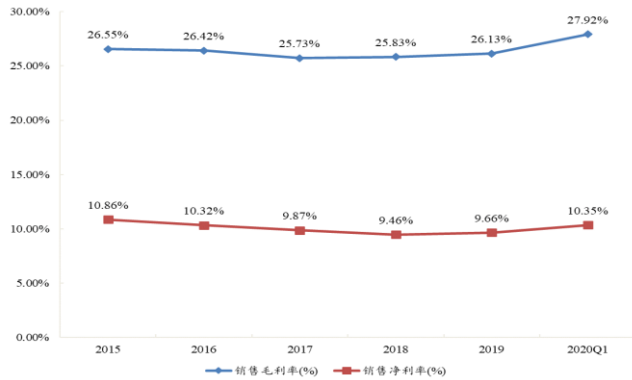
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2015-2020Q1 年归母净利润(亿元)及同比(%)



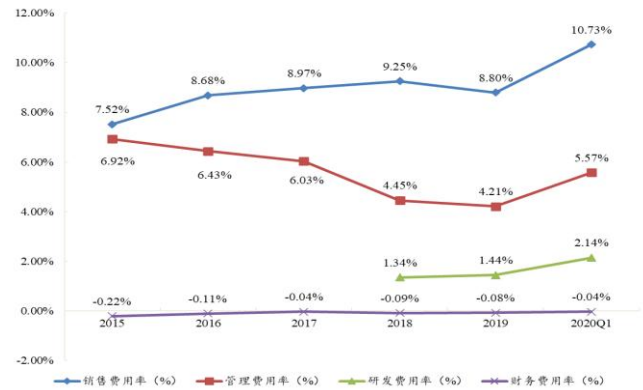
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2015-2020Q1 年毛利率(%)和净利率(%)变动情况



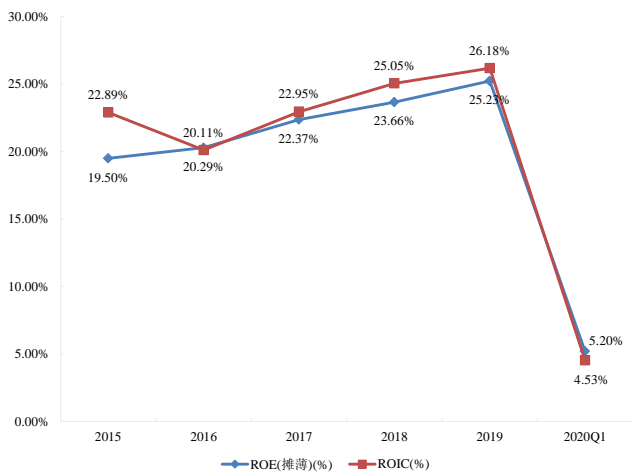
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2015-2020Q1 年期间费用率(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2015-2020Q1 年 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 3: 晨光文具 2020 年第一季度重大事项进展

| 事件类型      | 内容   |
|-----------|--|
| 投资理财      | <p>2020 年 1 月 7 日公司披露使用人民币 8.4 亿元进行投资理财的公告。本次投资理财基本情况为: 公司向招商银行上海吴中路支行购买结构性存款 2 亿元; 子公司晨光科力普向工商银行上海市古美路支行购买理财产品共 4000 万元; 公司向交通银行上海市奉贤支行购买理财产品 2 亿元; 公司向上海浦东发展银行上海市奉贤支行购买理财产品 4 亿元。本次投资理财金额为人民币 8.4 亿元, 占最近一期期末货币资金的 72.31%; 不会对公司未来主营业务、财务状况、经营成果和现金流量等造成较大影响。</p> <p>2020 年 4 月 10 日公司披露使用人民币 5.36 万元进行投资理财的公告。本次投资理财基本情况为: 子公司欧迪办公向招商银行北京分行东三环支行购买理财产品 3,550 万元; 公司向上海浦东发展银行上海市奉贤支行购买理财产品 2 亿元; 公司向中国农业银行股份有限公司上海光明支行购买理财产品共 3 亿元。本次投资理财金额为人民币 5.36 万元, 占最近一期期末货币资金的 46.10%; 不会对公司未来主营业务、财务状况、经营成果和现金流量等造成较大影响。</p> |
| 股东及董事减持股份 | <p>2020 年 2 月 25 日公司披露股东及董事减持股份计划公告。减持主要内容: 科迎投资减持公司无限售条件流通股不超过 455 万股, 即不超过总股本的 0.49%; 杰葵投资减持公司无限售条件流通股不超过 455 万股, 即不超过总股本的 0.49%; 陈湖雄减持公司无限售条件流通股不超过 570 万</p>   |



股，即不超过总股本的 0.62%；陈雪玲减持公司无限售条件流通股不超过 360 万股，即不超过总股本的 0.39%。本次减持计划系股东及董事根据自身资金需求自主决定，在减持期间内，股东及董事将根据市场情况、公司股价等因素选择是否实施及如何实施减持计划，减持的数量和价格存在不确定性。本次股份减持计划系股东及董事的正常减持行为，不会对公司治理结构及未来持续经营产生重大影响。

截至 2020 年 2 月 28 日，上述减持计划已实施完毕。

**未来三年分红计划** 4 月 14 日公告 2020 年至 2022 年是实现公司发展战略的重要时期，公司的持续发展需要股东的大力支持，因此公司将在关注自身发展的同时注重股东回报。2020 年至 2022 年，如无重大投资计划或重大现金支出发生，公司计划每年向股东现金分配股利不低于当年实现的可供分配利润的 20%。

**股权激励计划草案** 4 月 14 日公司公告 2020 年限制性股票激励计划，拟授予的限制性股票数量 920 万股，涉及的标的股票种类为人民币 A 股普通股，占本激励计划公告时公司股本总额 9.2 亿股的 1.00%。本激励计划的激励对象为公司（含控股子公司）董事、高级管理人员及核心管理、技术、业务骨干人员，合计 343 人，占公司截至 2019 年 12 月 31 日在册工人数 5652 人的 6.10%。首次授予限制性股票的授予价格为每股 24.10 元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 4:晨光文具 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪(战略规划)

|             | 2018 年对于 2019 年的规划  | 2019 年对于 2020 年的规划  |
|-------------|---|---|
| <b>发展战略</b> | 重视技术创新和产品创新的投入，在原有核心业务基础上不断拓展品类和区域如内销到外销，不断推进探索新业务模式如晨光科力普和新零售业务，不断推进探索产业链上优质资源的整合和并购。通过这四个方面的不断努力，最终实现中国第一文具品牌（群）的目标。  | 重视技术和产品创新，巩固核心业务的竞争优势；深入推进 <b>办公一站式服务</b> 和新零售业务； <b>积极拓展国际市场</b> ；不断推进产业链上优质资源的整合和并购。通过这四个方面的努力，最终实现中国第一文具品牌（群）的目标。  |
| <b>经营计划</b> | 2019 年公司计划实现营业收入 1,083,943 万元，同比增长 27%（实际：实现营业收入 111.41 亿元，同比增长 30.53%）<br>1、传统核心业务方面：<br>（1）聚焦和深耕渠道；<br>（2）全面推进四条赛道：<br>①大众产品：持续推进强商品战略，加强商品生命周期管理，注重存量市场潜力挖潜和新的细分市场机会的挖潜，聚焦打造长线产品和优质单品，提升开发的针对性和精准度。<br>②精品文创产品：以爆款带动整体品类，聚焦重点品类，升级产品结构，完善精品文创产品布局，扩充高价值产品线；<br>③办公产品：加强办公产品的开发和推广，实现核心产品上柜，持续推进晨光办公店的开拓和办公完美门店开发，全面推动国内重点大型办公终端客户的开发，通过持续开发新客户及提升已合作客户单店销售，促进销售增长，提高办公市场占有率。 | <b>2020 年公司计划实现营业收入 1,281,226.66 万元，同比增长 15%。</b><br>1、传统核心业务方面<br>国内文具行业整体上较为分散，生产企业多，平均规模小，行业集中度很低。国内目前有数千家文具制造企业，分散于各个细分文具品类。大多数细分文具品类尚未出现拥有较高市场份额的龙头企业，本公司具有较大的发展空间。公司运用业已形成的渠道优势、品牌优势、设计研发优势和供应链优势，有望持续保持传统核心业务的较快稳定发展。<br>（1）聚焦和深耕渠道<br><b>聚焦重点终端，打造完美门店，推进单店质量提升，加盟店升级和配送中心的优化升级，实现渠道升级；加强品类推广和专区推广，提升必备品上柜率；积极进行新业务模式探索，创造销售增量，提升商圈占比，扩大市场份额，努力实现存量市场和增量市场双突破。</b><br>（2）全面推进四条赛道 |

④儿童美术产品:持续推进产品开发,沉淀 MG-KIDS 和 MG-ARTS 中端产品线,通过合作和引进方式,形成低中高三个产品品牌阵营。

## 2、新业务方面:

- (1) 继续壮大晨光科力普经营规模;
- (2) 直营结合加盟,持续探索零售大店业务模式;
- (3) 加快发展晨光科技;

## ①大众产品

持续推进强商品战略,建立新品开发质量保证流程,精准开发,减量增质,提升单款贡献;聚焦重点品类的产品管理,打造长线产品和优质单品;与线下分销渠道协同进行品类推广,提高上柜率;与线上渠道协同联动,提升大众赛道产品的线上销售份额。

## ②精品文创产品

持续优化精品文创一盘货,结合终端售卖场景,完善重点品类开发与呈现方案,形成强功能精品文创产品阵营,管控 SKU,提升单品贡献;通过市场机会捕捉,研产销协同,优化营销窗口与上市节奏,实现重点品类推广和突破。通过精品文创峰会的联动,推动精品文创品牌升级,强化客户粘性。

## ③办公产品

加强办公产品的开发和推广,实现核心产品上柜,持续推进晨光办公店的开拓和办公完美门店开发;聚焦“大客户”、“大品类”、“大平台”重点开发与突破,全面推动国内重点大型办公终端客户的开发;聚焦全品类、多渠道办公线上开发;通过持续开发新客户及提升已合作客户单店销售,促进销售增长,提高办公市场占有率。

## ④儿童美术产品

优化产品结构,聚焦长线品和次新品推广;提升品牌影响力,优化新品开发,提升单品贡献;推动电商快速增长,开发电商新品类及新店铺。结合线上线下渠道进行 CARIOCA 品牌产品推广,安硕文教的马可品牌产品进一步开发推广。

## 2、新业务方面

### (1) 继续壮大晨光科力普经营规模

晨光科力普顺应政府采购阳光化、公开化、透明化的要求,也基于企业提高采购效率,降低非生产性办公及行政用品采购成本的需求,办公直销市场继续蓬勃发展。品牌企业通过提升服务品质、丰富产品品类、加强客户挖掘、建设全国供应链体系,不断增强企业竞争力,晨光科力普有望继续保持较高速的增长,成为办公直销市场的主要竞争者之一。晨光科力普将强化华南、华北、华中的销售队伍建设,拓展当地市场,重点推进大型项目的覆盖;进一步优化商品供应能力,增强客户粘性;入围更多新启动的央企综合电商项目,中标集团全面推广,扩大现有份额;着手东北中心仓的建设,启动和推进西北中心仓的建设及落地;大力推广科力普“省心购”业务,以好货低价、低运营成本的模式拓展小微企业市场。

### (2) 直营结合加盟,持续探索零售大店业务模式

晨光生活馆方面,提升店铺运营能力,提升人效、优化店铺人力成本,提高客单量,存量店铺单店质量提

升,完善商品上新机制,加快商品迭代,提高商品效率。九木杂物社方面,加快渠道布局,强化营运团队建设,探索新的品类机会,加强原创开发力度,整合优质供应链资源,完善供应链管理,实现渠道和产品升级。

(3) 加快发展晨光科技

继续聚焦突破电商渠道,孕育新品类的流量爆款,加快发展线上分销渠道,聚焦重点店铺提升;培育线上产品开发能力,完善线上产品阵营和推广,培育新场景、新品类,不断创造线上增量品类,提高品类推广效率和品牌露出机会;重视市场秩序管理,加强分销体系管控力。

1、经营管理风险

2、市场风险

3、财税政策风险

4、新冠疫情风险

风险提示 1、市场风险  
2、财税政策的风险

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

注:其中删除线内容为相较针对2019年的业务规划,针对2020年不再提及的内容;加粗内容为针对2020年的新补充部分。

## 5.公司前十大股东情况跟踪

表5:晨光文具前十大股东情况(更新自2020年一季度)

| 排名        | 股东名称                            | 方向 | 持股数量<br>(万股)  | 持股数量变<br>动(万股) | 占总股本<br>比例(%) | 持股比例<br>变动(%) | 股本性质    |
|-----------|---------------------------------|----|---------------|----------------|---------------|---------------|---------|
| 1         | 晨光控股(集团)有限公司                    | 不变 | 53,600        | 0              | 58.26         | 0.00          | 境内非国有法人 |
| 2         | 香港中央结算有限公司(陆股通)                 | 减少 | 2,656         | (693)          | 2.89          | (0.75)        | 未知      |
| 3         | 陈湖文                             | 不变 | 2,280         | 0              | 2.48          | 0.00          | 境内自然人   |
| 4         | 上海科迎投资管理事务所(有限合伙)               | 减少 | 1,885         | (455)          | 2.05          | (0.49)        | 其他      |
| 5         | 上海杰葵投资管理事务所(有限合伙)               | 减少 | 1,855         | (455)          | 2.02          | (0.49)        | 其他      |
| 6         | 陈湖雄                             | 减少 | 1,710         | (570)          | 1.86          | (0.62)        | 境内自然人   |
| 7         | 中国工商银行股份有限公司-景顺长城新兴成长混合型证券投资基金  | 不变 | 1,200         | 0              | 1.30          | 0.00          | 未知      |
| 8         | 陈雪玲                             | 减少 | 1,080         | (360)          | 1.17          | (0.40)        | 境内自然人   |
| 9         | 全国社保基金四零六组合                     | 不变 | 956           | 0              | 1.04          | 0.00          | 未知      |
| 10        | 中国银行股份有限公司-景顺长城鼎益混合型证券投资基金(LOF) | 减少 | 900           | (26)           | 0.98          | (0.03)        | 未知      |
| <b>合计</b> | <b>合计</b>                       |    | <b>68,122</b> |                | <b>74.05</b>  |               |         |

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，商贸零售行业分析师。2014年7月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016年7月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。**

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、

特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

深广地区: 崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区: 耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)