

2020年05月05日

公司研究•证券研究报告

烽火通信 (600498.SH)

疫情导致 Q1 亏损，全年需求向好

投资要点

公司公布 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年公司实现营收 246.6 亿元，同比增长 1.76%，实现归母净利润 9.79 亿元，同比增长 15.99%，扣非归母净利润 9.48 亿，同比增长 19.3%。公司 20 年 Q1 实现营收 29.1 亿元，同比下降 40.38%，实现归母净利润-1.9 亿元，同比下滑 214.1%，扣非归母净利润-1.89 亿元，同比下滑 217.3%。

◆ **19 年星火空保障公司业绩，Q1 因疫情影响亏损。**公司 4Q19 实现营收 68.87 亿元，同比增长 0.34%，归母净利润 3.59 亿元，同比增长 68.9%。子公司烽火星空 19 年净利润实现 4.79 亿元，同比增长 59%，对公司整体利润贡献度达 49%，保障公司 19 年业绩释放。公司身处武汉疫区，1 季度业绩大幅下滑，因收入大幅下降，而人工薪酬及折旧等固定支出并未减少，且额外增加防疫支出。2019 年，公司通信系统、光纤光缆、数据网络三个业务板块营收分别增长 3.8%、下降 14.8%、增长 28.9%，其中，通信系统设备营业收入增速受 2019 年运营商有线网投资下滑影响而减缓，毛利率水平有所下滑；光纤光缆业务，由于运营商集采采购及单价下滑，整个板块收入下滑；数据网络产品受流量增长驱动，营收增速较大。

◆ **2019 年控本增效取得成果，研发投入加大提升产品竞争力。**公司 2019 年三费费用率 8.73%，同比下降 1.2pct.，其中管理费用、销售费用、财务费用分别同比下降 7.24%、9.11%、22.84%，主要系公司降本增效取得一定成效所致。2020Q1 公司三费费用率为 14.12%，同比提升 5.71pct.，主要系公司 2020Q1 营收下降较大所致。公司继续保持在高端核心技术方面的研发力度，持续优化产品和技术布局，推动纵向产业链整合，确保产品竞争力不断提升。2019 年公司研发投入为 28.4 亿元，同比增长 11.9%，研发费用 22.3 亿元，研发费用率 11.53%。

◆ **20 年传输网络景气度上行，公司在承载网设备招标份额保证通信系统业务提升。**在国家大力推进新基建的背景下，国家要求加快 5G SA 组网建设步伐，20 年运营商加大传输网投资预算，整个传输网景气度将在 20 年迎来上行。公司在三大运营商已完成 5G 承载网设备集采招中纷纷取得不错份额，且有望持续实现突破。此外，公司国际化市场加大推进，通信系统业务业绩有望得到提升。

◆ **光纤光缆业务有望随需求量和单价的同比改善而改善。**2019 年由于需求下行，供给过剩，运营商光纤光缆集采价格的大幅下行结束。20 年国内 5G 网络建设加码，海外需求保持稳定增长，光纤光缆需求得到支撑。同时，行业光纤光缆产能在逐步出清，有助于光纤光缆价格水平的回升。从需求和价格考虑，公司光纤光缆业务有望得到改善。

◆ **运营商 5G 核心网投资加大+流量可视化需求提升，公司数据网络安全产品增长动力十足。**运营商核心网建设需求，带动相关网络设备需求，公司路由器交换机产品有望在运营商市场继续扩大份额。此外，网络安全监控和大数据分析的增量需

动态分析

通信 | 系统设备 III

投资评级

买入-A(维持)

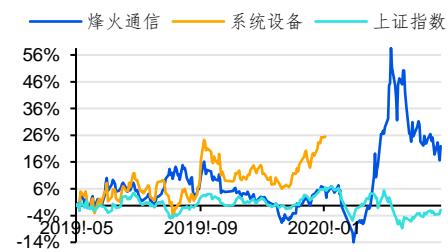
股价(2020-04-30)

31.80 元

交易数据

| | |
|------------|---------------|
| 总市值 (百万元) | 37,237.31 |
| 流通市值 (百万元) | 35,200.67 |
| 总股本 (百万股) | 1,170.98 |
| 流通股本 (百万股) | 1,106.94 |
| 12 个月价格区间 | 21.10/41.95 元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | -7.23 | 19.55 | 18.38 |
| 绝对收益 | -3.75 | 22.31 | 11.29 |

分析师

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

分析师

 曾捷
 SAC 执业证书编号: S0910518110001
 zengjie@huajinsec.cn

相关报告

- 烽火通信：三季度业绩稳定增长，全年业绩积极向好 2018-10-21
- 烽火通信：营收保持增长稳健，期待 5G 红利释放 2018-08-20
- 烽火通信：放眼长远增长，股权激励助力业绩释放 2018-06-15
- 烽火通信：费用投入拖累公司经营业绩，公司长期增长逻辑保持不变 2017-10-26
- 烽火通信：经营质量向好，2017 年 H1 营收同比增长 26% 2017-07-31

求将随流量增长而增长，特别是5G网络将带动流量数十倍增长，子公司烽火星空产品体系丰富，有望充分受益。

- ◆ **投资建议：**随着国内运营商传输网投资在20年的加大，公司作为传输领域的龙头，将受益5G加速建设，同时公司数据网络产品有望受益运营商核心网投资加大和流量可视化需求提升。随着疫情对公司负面影响的逐步消除，我们预计公司2020、2021、2022年营收分别266.99、293.64、324.88亿，EPS分别是0.88、1.22、1.32元，对应PE分别36.3、26.0、24.2x，维持公司“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**5G传输网络建设不及预期、中美贸易摩擦升级、产品毛利率下降、光纤光缆价格继续下行、公司复工复产不及预期，海外市场进展不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 24,235 | 24,662 | 26,699 | 29,364 | 32,488 |
| YoY(%) | 15.1 | 1.8 | 8.3 | 10.0 | 10.6 |
| 净利润(百万元) | 844 | 979 | 1,027 | 1,434 | 1,541 |
| YoY(%) | 2.3 | 16.0 | 4.9 | 39.7 | 7.5 |
| 毛利率(%) | 23.3 | 21.8 | 22.5 | 22.8 | 22.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.72 | 0.84 | 0.88 | 1.22 | 1.32 |
| ROE(%) | 8.4 | 8.7 | 8.7 | 11.1 | 11.0 |
| P/E(倍) | 44.1 | 38.0 | 36.3 | 26.0 | 24.2 |
| P/B(倍) | 3.7 | 3.5 | 3.3 | 3.0 | 2.7 |
| 净利率(%) | 3.5 | 4.0 | 3.8 | 4.9 | 4.7 |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、19年业绩符合预期，Q1因疫情影响亏损.....4

| | |
|--------------------------|---|
| 二、20年需求向好，疫情影响逐渐消除 | 8 |
| 三、盈利预测与投资建议 | 8 |
| 风险提示： | 9 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 图 1：公司营业总收入及增速 | 4 |
| 图 2：公司归母净利润及增速 | 4 |
| 图 3：公司单季度营收及增速 | 4 |
| 图 4：公司单季度归母净利润及增速 | 4 |
| 图 5：公司按产品营收拆分 | 5 |
| 图 6：公司按地区营收结构 | 5 |
| 图 7：公司各产品营收增速 | 5 |
| 图 8：公司按地区营收增速 | 5 |
| 图 9：公司整体毛利率净利率变化 | 6 |
| 图 10：公司单季度毛利率变化情况 | 6 |
| 图 11：公司分产品毛利率变化 | 6 |
| 图 12：公司分地区毛利率变化情况 | 6 |
| 图 14：公司整体费用率变化情况 | 6 |
| 图 15：公司单季度费用率情况 | 6 |
| 图 16：公司研发人员数量、增长率与人员占比 | 7 |
| 图 17：公司研发投入与研发费用增长情况 | 7 |
| 图 18：公司现金流量变化情况 | 7 |
| 图 19：公司各季度经营活动情况 | 8 |
| 图 20：公司销售商品提供劳务收到的现金及其与营收比情况 | 8 |

未找到图形项目表。

一、19年业绩符合预期，Q1因疫情影响亏损

公司公布2019年年报和2020年一季报。2019年公司实现营收246.6亿元，同比增长1.76%，实现归母净利润9.79亿元，同比增长15.99%，扣非归母净利润9.48亿，同比增长19.3%。公司4Q19实现营收68.87亿元，同比增长0.34%，归母净利润3.59亿元，同比增长68.9%。子公司烽火星空19年净利润实现4.79亿元，同比增长59%，对公司整体利润贡献度达49%，保障公司19年业绩释放。

公司2019年度利润分配预案为：向全体股东每10股派发现金红利3.4元（含税），不进行资本公积金转增股本。

图1：公司营业总收入及增速



图2：公司归母净利润及增速



资料来源：wind,华金证券研究所

资料来源：wind,华金证券研究所

疫情影响生产，1Q20业绩微增。公司20年Q1实现营收29.1亿元，同比下降40.38%，实现归母净利润-1.9亿元，同比下滑214.1%，扣非归母净利润-1.89亿元，同比下滑217.3%。公司身处武汉疫区，系疫情对公司1季度生产经营产生较大影响，公司收入大幅下降，而人工薪酬及折旧等固定支出并未减少，且额外增加防疫支出所致。

图3：公司单季度营收及增速

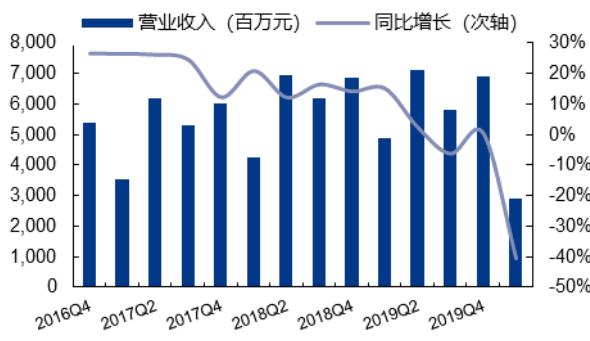
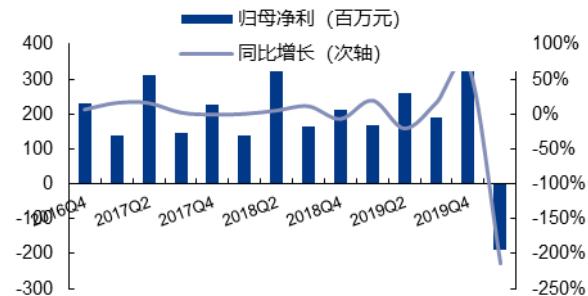


图4：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：wind,华金证券研究所

资料来源：wind,华金证券研究所

通信系统仍是公司主要收入贡献，受19年行业周期影响增速下滑。2019年，公司通信系统、光纤光缆、数据网络三个业务板块营收分别增长3.8%、下降14.8%、增长28.9%，分别占营收比重63.0%、22.3%、13.2%。大陆和国外营收分别下降0.9%和增长7.9%，分别占营收比重71.09%、27.45%。其中，公司通信系统设备营业收入增速受2019年运营

商有线网投资下滑影响而减缓，毛利率水平有所下滑；光纤光缆业务，由于运营商集采采购及单价下滑，整个板块收入下滑；数据网络产品受流量增长驱动，营收增速较大。

图 5：公司按产品营收拆分

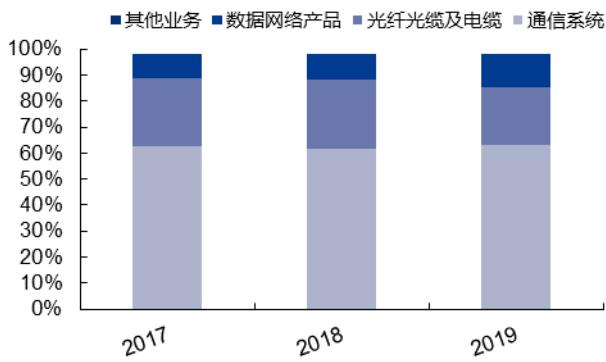
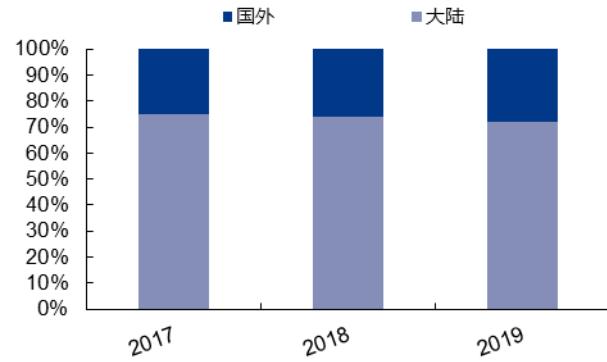


图 6：公司按地区营收结构



资料来源：wind, 华金证券研究所

资料来源：wind, 华金证券研究所

图 7：公司各产品营收增速

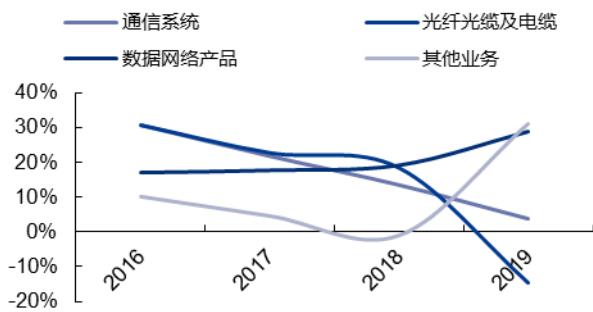
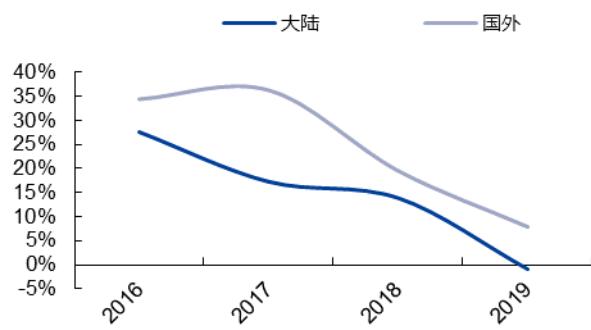


图 8：公司按地区营收增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

资料来源：wind, 华金证券研究所

19 年毛利率受行业周期影响略有下滑，疫情影响 20 年 Q1 毛利率。公司 2019 年整体毛利率 21.8%，同比下降 1.46pct.，其中通信系统、光纤光缆、数据网络业务毛利率分别为 18.6%、17.2%、45.1%，分别同比 -3.2pct.、-0.4pct.、-1.4pct.，其中，通信系统受有线网络行业投资周期的影响，毛利率水平有所下滑；光纤光缆业务，由于运营商集采单价下滑，毛利率下降；数据网络业务由于信息安全产品软件毛利率较高，保持较高水平。国内和国外销售毛利率分别为 19.43%、27.99%，分别同比 -2.2pct. 和 +0.1pct.。2020 年 Q1 受疫情影响，公司收入增速同比大幅下降，毛利率为 22.7%，同比下降 1.97pct.。

图 9: 公司整体毛利率净利率变化

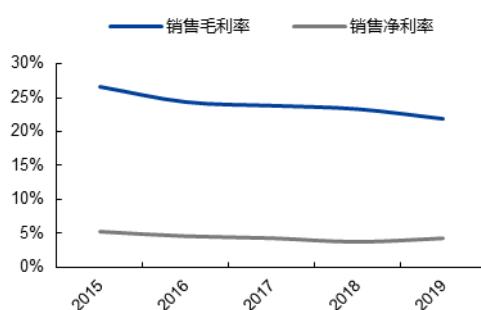
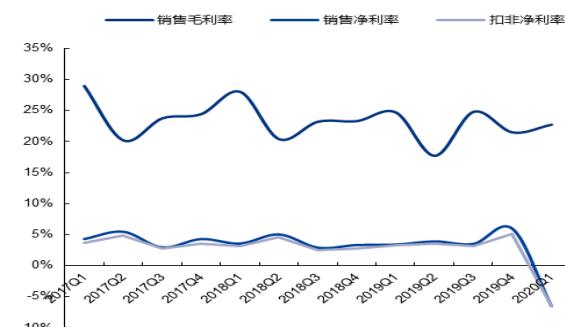
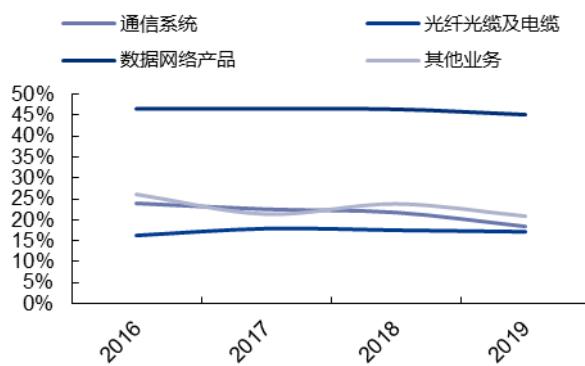


图 10: 公司单季度毛利率变化情况



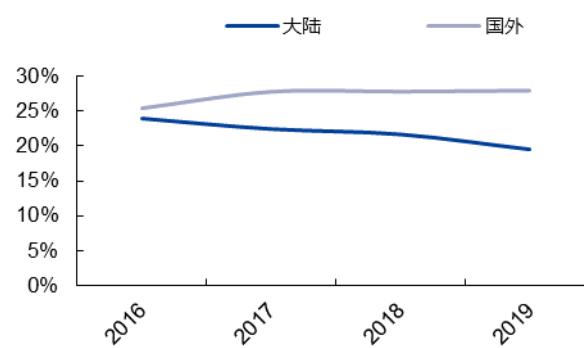
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 11: 公司分产品毛利率变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

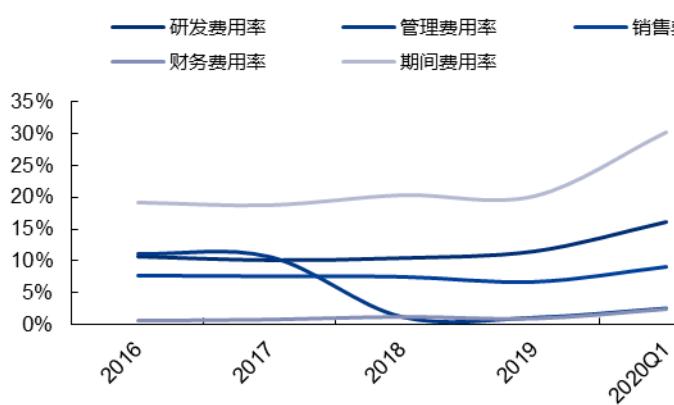
图 12: 公司分地区毛利率变化情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

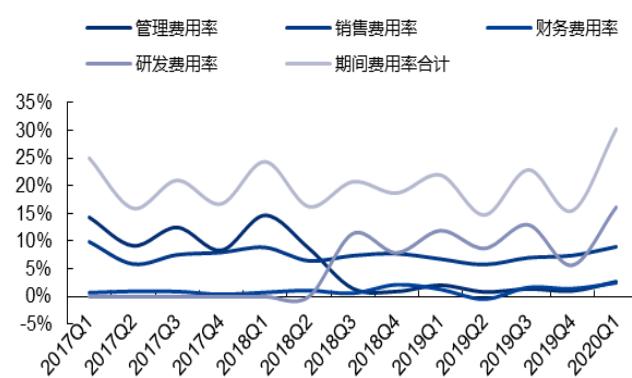
2019 年控本增效取得成果, 三费费用率整体下降, **20** 年 Q1 略有下降。公司 2019 年三费费用率 8.73%, 同比下降 1.2pct., 其中管理费用、销售费用、财务费用分别同比下降 7.24%、9.11%、22.84%, 主要系公司降本增效取得一定成效所致。2020Q1 公司三费费用率为 14.12%, 同比提升 5.71pct., 主要系公司 2020Q1 营收下降较大所致。

图 13: 公司整体费用率变化情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 14: 公司单季度费用率情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

加大研发投入，提升产品竞争力。公司继续保持在高端核心技术方面的研发力度，持续优化产品和技术布局，推动纵向产业链整合，确保产品竞争力不断提升。2019 年公司研发投入为 28.4 亿元，同比增长 11.9%，研发费用 22.3 亿元，研发费用率 11.53%。公司 19 年研发人员数量增长 4.1% 至 6559 人，研发人员占比 43.2%，研发人员人均研发投入达 43.3 万元，同比提升 7.57%。20Q1 公司研发费用 4.67 亿元，同比下降 19.4%，主要是受疫情影响研发投入减少所致，研发费用率 16.07%。

图 15：公司研发人员数量、增长率与人员占比

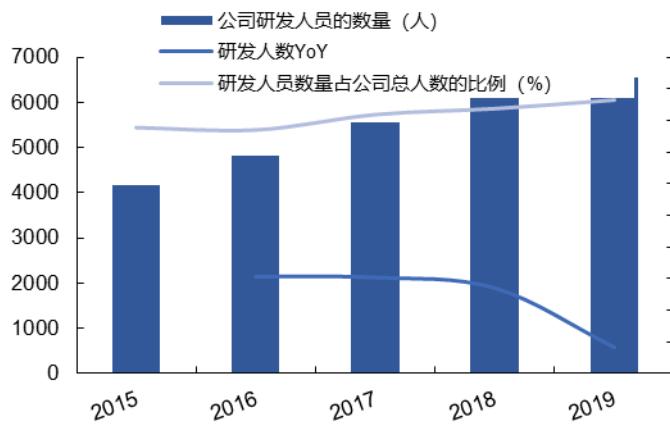
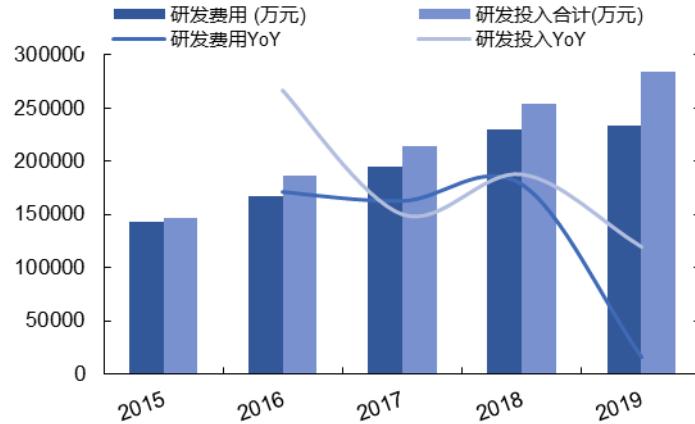


图 16：公司研发投入与研发费用增长情况

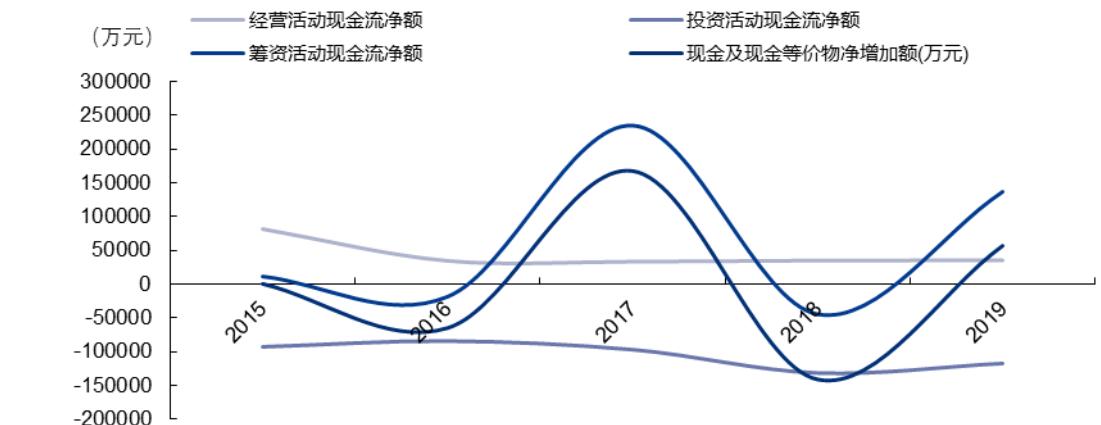


资料来源：公司年报，华金证券研究所

资料来源：公司年报，华金证券研究所

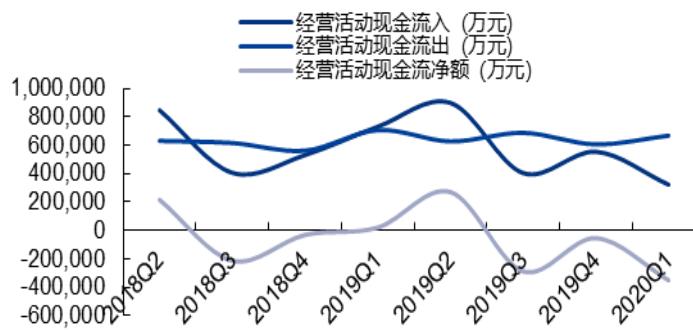
19 年经营现金流平稳，20Q1 因疫情减少经营现金流流出。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.53 亿，同比增长 0.7%，其中流入 274.6 亿元，同比增长 4.9%，流出 271.1 亿元，同比增加 5%，筹资活动产生的现金流量净额同比增加 409%，主要原因为本期募集资金款到位所致。2020Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 -35.2 亿，同比下降 56.3%，主要是受疫情影响回款减少所致。

图 17：公司现金流量变化情况



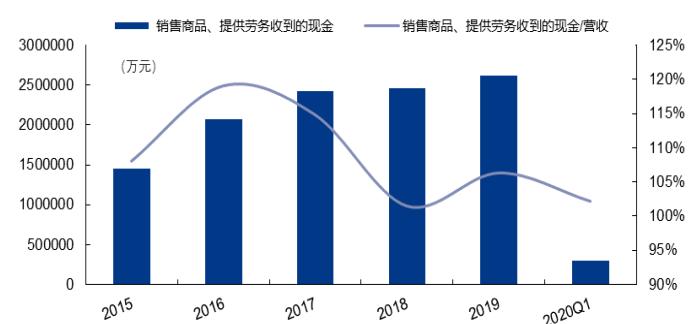
资料来源：wind，华金证券研究所

图 18: 公司各季度经营活动情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 19: 公司销售商品提供劳务收到的现金及其与营收比情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

二、20 年需求向好，疫情影响逐渐消除

Q1 影响公司业绩，**Q2** 业绩将随生产经营恢复。公司自 3 月 10 日来，已开始陆续复工，国内业务已经恢复，不利影响不断减少，预计 **20Q2** 将会恢复正常经营，疫情的影响有望逐渐消除。

20 年传输网络景气度上行，公司在承载网设备招标份额保证通信系统业务提升。在国家大力推进新基建的背景下，国家要求加快 **5G** SA 组网建设步伐，**20** 年运营商加大传输网投资预算，整个传输网景气度将在 **20** 年迎来上行。公司在三大运营商已完成 **5G** 承载网设备集采招中纷纷取得不错份额，且有望持续实现突破。此外，公司国际化市场加大推进，通信系统业务业绩将得到提升。

20 年公司光纤光缆业务有望随需求量和单价的同比改善而改善。**2019** 年由于需求下行，供给过剩，运营商光纤光缆集采价格的大幅下行结束。**20** 年国内 **5G** 网络建设加码，海外需求保持稳定增长，光纤光缆需求得到支撑。同时，行业光纤光缆产能在逐步出清，有助于光纤光缆价格水平的回升。从需求和价格考虑，公司光纤光缆业务有望得到改善。

运营商 **5G 核心网投资加大+流量可视化需求提升，公司数据网络安全产品增长动力十足。**运营商核心网建设需求，带动相关网络设备需求，公司路由器交换机产品有望在运营商市场继续扩大份额。此外，网络安全监控和大数据分析的增量需求将随流量增长而增长，特别是 **5G** 网络将带动流量数十倍增长，子公司烽火星空产品体系丰富，有望充分受益。

三、盈利预测与投资建议

随着国内运营商传输网投资在 **20** 年的加大，公司作为传输领域的龙头，将受益 **5G** 加速建设，同时公司数据网络产品有望受益运营商核心网投资加大和流量可视化需求提升。随着疫情对公司负面影响的逐步消除，我们预计公司 **2020**、**2021**、**2022** 年营收分别 **266.99**、**293.64**、**324.88** 亿，**EPS** 分别是 **0.88**、**1.22**、**1.32** 元，对应 **PE** 分别 **36.3**、**26.0**、**24.2x**。首次覆盖，给予公司“增持-A”评级。

风险提示：

5G 传输网络建设不及预期、中美贸易摩擦升级、产品毛利率下降、光纤光缆价格继续下行、公司复工复产不及预期，海外市场进展不及预期

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 | 23474 | 23670 | 31517 | 31831 | 38020 | 营业收入 | 24235 | 24662 | 26699 | 29364 | 32488 |
| 现金 | 3880 | 4638 | 8624 | 9055 | 10256 | 营业成本 | 18599 | 19285 | 20698 | 22655 | 25060 |
| 应收票据及应收账款 | 8387 | 8547 | 8777 | 10815 | 10560 | 营业税金及附加 | 95 | 91 | 102 | 110 | 123 |
| 预付账款 | 351 | 341 | 444 | 399 | 545 | 营业费用 | 1806 | 1642 | 1883 | 2013 | 2260 |
| 存货 | 9926 | 8939 | 12650 | 10221 | 15490 | 管理费用 | 305 | 283 | 481 | 433 | 532 |
| 其他流动资产 | 931 | 1206 | 1021 | 1341 | 1169 | 研发费用 | 2296 | 2332 | 2330 | 2472 | 2622 |
| 非流动资产 | 5741 | 7821 | 8967 | 10456 | 11759 | 财务费用 | 296 | 228 | 332 | 448 | 570 |
| 长期投资 | 803 | 2217 | 3264 | 4656 | 5875 | 资产减值损失 | 271 | -122 | 173 | 124 | 62 |
| 固定资产 | 2647 | 2567 | 3057 | 3209 | 3093 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 1007 | 1486 | 1640 | 1814 | 1965 | 投资净收益 | 74 | 288 | 177 | 237 | 206 |
| 其他非流动资产 | 1284 | 1550 | 1006 | 777 | 826 | 营业利润 | 966 | 1116 | 1180 | 1639 | 1764 |
| 资产总计 | 29215 | 31491 | 40483 | 42287 | 49779 | 营业外收入 | 10 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 流动负债 | 17494 | 16620 | 25375 | 26485 | 33184 | 营业外支出 | 11 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 短期借款 | 1480 | 549 | 6267 | 7361 | 10129 | 利润总额 | 965 | 1114 | 1179 | 1637 | 1762 |
| 应付票据及应付账款 | 9775 | 10242 | 10947 | 12405 | 13337 | 所得税 | 58 | 60 | 67 | 91 | 100 |
| 其他流动负债 | 6239 | 5829 | 8161 | 6719 | 9718 | 税后利润 | 907 | 1054 | 1111 | 1546 | 1663 |
| 非流动负债 | 981 | 2815 | 2340 | 1886 | 1414 | 少数股东损益 | 63 | 75 | 84 | 112 | 122 |
| 长期借款 | 545 | 2383 | 1906 | 1452 | 980 | 归属母公司净利润 | 844 | 979 | 1027 | 1434 | 1541 |
| 其他非流动负债 | 436 | 432 | 434 | 433 | 434 | EBITDA | 1470 | 1789 | 1830 | 2517 | 2796 |
| 负债合计 | 18475 | 19435 | 27714 | 28371 | 34597 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 730 | 585 | 670 | 781 | 903 | | | | | | |
| 股本 | 1169 | 1171 | 1171 | 1171 | 1171 | | | | | | |
| 资本公积 | 5462 | 5583 | 5583 | 5583 | 5583 | | | | | | |
| 留存收益 | 4089 | 4719 | 5342 | 6235 | 7181 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 10010 | 11470 | 12099 | 13135 | 14279 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 29215 | 31491 | 40483 | 42287 | 49779 | | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | | | | | |
| 经营活动现金流 | 351 | 354 | 844 | 2551 | 1729 | | | | | | |
| 净利润 | 907 | 1054 | 1111 | 1546 | 1663 | 主要财务比率 | | | | | |
| 折旧摊销 | 496 | 623 | 573 | 676 | 754 | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 财务费用 | 296 | 228 | 332 | 448 | 570 | 成长能力 | | | | | |
| 投资损失 | -74 | -288 | -177 | -237 | -206 | 营业收入(%) | 15.1 | 1.8 | 8.3 | 10.0 | 10.6 |
| 营运资金变动 | -1486 | -1495 | -1016 | 127 | -1058 | 营业利润(%) | 0.1 | 15.6 | 5.7 | 38.9 | 7.6 |
| 其他经营现金流 | 213 | 232 | 21 | -9 | 6 | 归属于母公司净利润(%) | 2.3 | 16.0 | 4.9 | 39.7 | 7.5 |
| 投资活动现金流 | -1320 | -1175 | -1562 | -1920 | -1857 | 获利能力 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -443 | 1369 | -548 | -1527 | -1321 | 毛利率(%) | 23.3 | 21.8 | 22.5 | 22.8 | 22.9 |
| 每股指标(元) | | | | | | 净利率(%) | 3.5 | 4.0 | 3.8 | 4.9 | 4.7 |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.72 | 0.84 | 0.88 | 1.22 | 1.32 | ROE(%) | 8.4 | 8.7 | 8.7 | 11.1 | 11.0 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.30 | 0.30 | 0.72 | 2.18 | 1.48 | ROIC(%) | 7.4 | 7.3 | 5.6 | 7.6 | 7.3 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.55 | 9.17 | 9.70 | 10.59 | 11.56 | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 63.2 | 61.7 | 68.5 | 67.1 | 69.5 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.6 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 3.3 | 2.9 | 3.1 | 3.0 | 3.0 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 2.0 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.9 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 44.1 | 38.0 | 36.3 | 26.0 | 24.2 |
| | | | | | | P/B | 3.7 | 3.5 | 3.3 | 3.0 | 2.7 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 24.8 | 20.6 | 20.9 | 15.4 | 14.3 |

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、曾捷声明，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