

2020年08月23日

重庆百货 (600729.SH)

动态分析

疫情影响可选消费渠道，Q2 毛利降幅明显收窄

事件

公司披露半年报，上半年营收 153.60 亿元/-15.58%，归母净利 7.53 亿元/+11.62%，扣非净利 4.08 亿元/-37.23%，基本每股收益 1.85 元。其中 Q2 营收 77.72 亿元/-4.94%，归母净利 5.80 亿元/+186.81%，扣非净利 2.76 亿元/+46.33%。

投资要点

◆ **以百货为主的重百受疫情影响明显，Q2 毛利降幅明显收窄：**营收端，重庆百货以百货为主，19 年偏向可选品类的渠道毛利占比达 67%，超市渠道毛利占比约 33%。疫情助推超市业态，影响其他可选品类渠道，上半年超市营收增长未能覆盖百货等业态营收降低，最终公司营收下降约 16%，毛利下降约 18%。其中 Q1、Q2 毛利分别下行 27%、7%，疫情受控后公司毛利降幅明显收窄。

净利率端，上半年公司利润增长近 12%，主要源于 Q2 取得资产处置受益约 3.4 亿元，上半年公司扣非后净利下降约 37%，部分费用刚性影响扣非利润率表现。

◆ **必选消费渠道表现较好，可选消费受疫情影响：**渠道方面，上半年受疫情影响，公司渠道战略趋于保守，整体分业态经营网店数量达 306 家，较去年年末减少 2 家。

分业态看，疫情对必选及可选消费的影响存在明显差异，对必选消费，消费者需求并未发生明显变化，且超市以外的杂货店、菜市场等渠道受到更大影响，推动超市渠道业绩表现，重庆百货上半年超市渠道营收增长约 55%，受促销及 O2O 影响毛利率略有下行，最终上半年毛利润增长约 26%。对可选消费，疫情影响消费者购物意愿，并降低消费者非必要出行计划，线下客流降低使百货、电器、汽贸等业态营收受影响，上半年公司百货、电器、汽贸等业态营收分别降低 46%、0.03%、20%，另在促销影响毛利率情况下，上述业态毛利润分别降低 47%、14%、24%。

线上方面，疫情影响线下客流，公司加速线上线下融合助力销售回升。百货方面，公司开启总部微商城及直播平台，扩大市场影响力；超市方面，公司已有 113 家门店开启 O2O 到家业务，上半年线上渠道营收达 2.39 亿元/+311%，到家业务已实现快速增长；另有电器、汽贸业态开启直播、VR 看车等活动，在线下客流降低情况下推动销售回升。

◆ **资产处置促使上半年利润增长，二季度现金流环比改善：**盈利能力方面，疫情影响线下客流，公司通过统筹营销、线上线下融合、数字化改造、精细化管理等措施推动业绩回升。其中上半年公司毛利率约 17.63%/-0.46pct，预计主要为促销影响，各业态毛利率均有所降低。另外公司强化费用管控，但受部分费用刚性且营收下降影响，上半年期间费用率达 13.58%/+0.46pct。最终公司净利率在非流动资产处置带来的非经常损益推动下上行至 4.9%，资产处置促使上半年利润增长，剔除该影响的上半年扣非净利率约 2.66%/-0.92pct。

现金流方面，上半年公司经营活动现金净流入约 3.63 亿元，同比下降约 14%，主要源于疫情影响线下客流，公司销售及利润下行。分季度看，公司 Q1、Q2 经营活动

商贸零售 | 百货 III

投资评级

增持-A(首次)

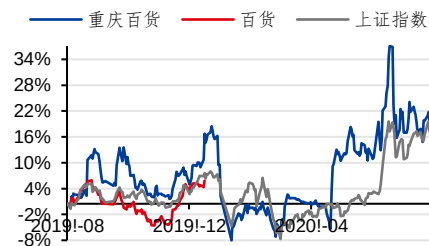
股价(2020-08-21)

31.37 元

交易数据

总市值(百万元)	12,752.80
流通市值(百万元)	12,749.60
总股本(百万股)	406.53
流通股本(百万股)	406.43
12 个月价格区间	0.00/39.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.09	-14.01	0.1
绝对收益	-1.66	6.13	17.34

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

分析师

吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

现金分别净流出 3.37 亿元，净流入 7.00 亿元，二季度现金流已环比改善，或将推动公司现金流保持稳健。

◆ **疫情影响减弱助力业绩复苏，混改落地有望助推经营能力：**短期来看，疫情对线下渠道影响逐步减弱。据中华全国商业信息中心统计，上半年以百货为主的全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 27%，其中 Q1、Q2 分别下降 35.1%、17.5%，Q2 降幅环比收窄，另有 7 月全国百家销售额降幅进一步收窄至约 7%。疫情对线下渠道影响逐步减弱，有望持续推动以百货为主的重庆百货业绩复苏。

长期来看，百货行业持续转型或将推动百货利润增速回暖。据中国百货商业协会调研，随着百货业态逐步增加餐饮等子模块，逐步进行数字化转型，2019 年百货行业利润率水平呈现微幅上升趋势，百货利润水平有所提升，不考虑疫情影响，公司百货持续转型有望推动百货利润增速回暖。重庆百货在疫情前后已逐步进行百货业态调整及数字化转型，且在本次混改落地后，有望继续与步步高、物美联手，优化公司数字化、供应链等经营能力，推动公司持续向好。

◆ **投资建议：**重庆百货是立足重庆的百货超市渠道商，疫情影响线下可选消费表现，近期线下受影响幅度逐步减弱，混改落地后的经营协同有望带动公司业绩向好。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 2.2、2.7 和 3.0 元。净资产收益率分别为 12.9%、14.2% 和 14.2%。目前公司 PE（2020E）约 14 倍，PE（2021E）约 12 倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**疫情通过影响收入及就业影响消费，新拓及收购项目培育或不及预期，线上化转型或提升费用率。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	34,084	34,536	32,417	36,526	39,591
YoY(%)	3.6	1.3	-6.1	12.7	8.4
净利润(百万元)	831	985	896	1,097	1,219
YoY(%)	37.3	18.5	-9.1	22.4	11.1
毛利率(%)	18.4	18.1	18.1	18.2	18.2
EPS(摊薄/元)	2.04	2.42	2.20	2.70	3.00
ROE(%)	14.9	15.7	12.9	14.2	14.2
P/E(倍)	15.3	12.9	14.2	11.6	10.5
P/B(倍)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5
净利率(%)	2.4	2.9	2.8	3.0	3.1

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、疫情影响可选消费渠道，Q2 毛利降幅明显收窄	4
（一）以百货为主的重百受疫情影响明显，Q2 毛利降幅明显收窄	4
（二）渠道数量基本平稳，百货为公司核心业态	4
（三）必选消费渠道表现较好，可选消费受疫情影响	5
（四）各区域均以百货业态为主，营收毛利受疫情影响	6
（五）线上线下融合助力销售回升，上半年超市到家营收增长 3 倍	7
二、资产处置促使上半年利润增长，二季度现金流环比改善	7
（一）疫情大幅影响扣非净利率，资产处置促使上半年利润增长	7
（二）疫情影响经营活动现金流，二季度已环比改善	7
三、疫情影响减弱助力业绩复苏，混改落地有望助推经营能力	8
四、盈利预测及投资建议	8
五、风险提示	9

图表目录

图 1：重庆百货营业收入及其增长	4
图 2：重庆百货归母净利及其增长	4
图 3：重庆百货分季度营业收入情况	4
图 4：重庆百货分季度归母净利情况	4
图 5：重庆百货分业态经营网店数量（家）	5
图 6：重庆百货分业态建筑面积分布（万平方米）	5
图 7：重庆百货分业态营业收入（百万元）	5
图 8：重庆百货分业态营收增长	5
图 9：重庆百货分业态毛利润（百万元）	6
图 10：重庆百货分业态毛利润增长	6
图 11：重庆百货各地区建筑面积分布（万平方米）	6
图 12：重庆百货各地区各业态建筑面积占比	6
图 13：重庆百货分地区营收增长	6
图 14：重庆百货分地区毛利润增长	6
图 15：重庆百货利润率情况	7
图 16：重庆百货费用率情况	7
图 17：重庆百货经营活动现金流情况	8
图 18：重庆百货分季度经营活动现金流情况	8
图 19：全国百家大型零售企业（以百货为主）当月销售增速	8
图 20：中国百货行业调查利润率	8
表 1：重庆百货营业收入及其预测（百万元，%）	9

一、疫情影响可选消费渠道，Q2 毛利降幅明显收窄

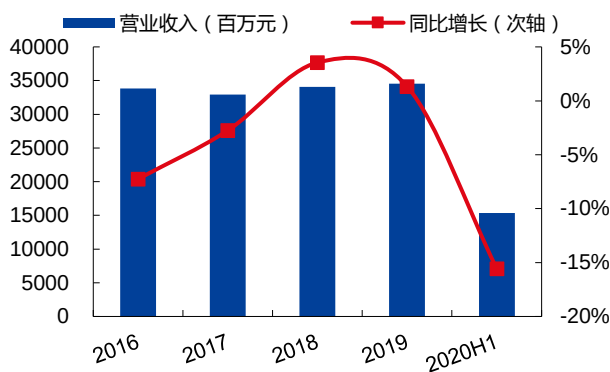
公司披露半年报，上半年营收 153.60 亿元/-15.58%，归母净利 7.53 亿元/+11.62%，扣非净利 4.08 亿元/-37.23%，基本每股收益 1.85 元。其中 Q2 营收 77.72 亿元/-4.94%，归母净利 5.80 亿元/+186.81%，扣非净利 2.76 亿元/+46.33%。

（一）以百货为主的重百受疫情影响明显，Q2 毛利降幅明显收窄

营收端，重庆百货以百货为主，19 年偏向可选品类的渠道毛利占比达 67%，超市渠道毛利占比约 33%。疫情助推超市业态，影响其他可选品类渠道，上半年超市营收增长未能覆盖百货等业态营收降低，最终公司营收下降约 16%，毛利下降约 18%。其中 Q1、Q2 毛利分别下行 27%、7%，疫情受控后公司毛利降幅明显收窄。

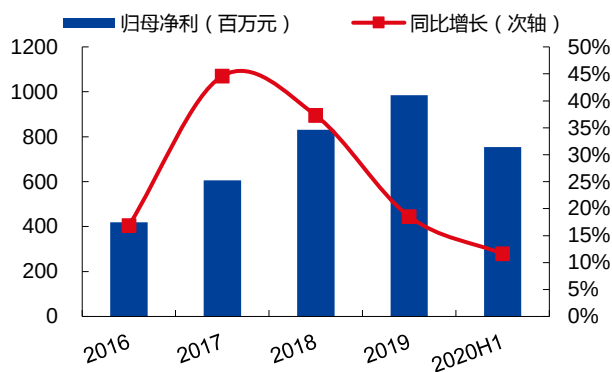
净利端，上半年公司利润增长近 12%，主要源于 Q2 取得资产处置受益约 3.4 亿元，上半年公司扣非后净利下降约 37%，部分费用刚性影响扣非利润率表现。

图 1：重庆百货营业收入及其增长



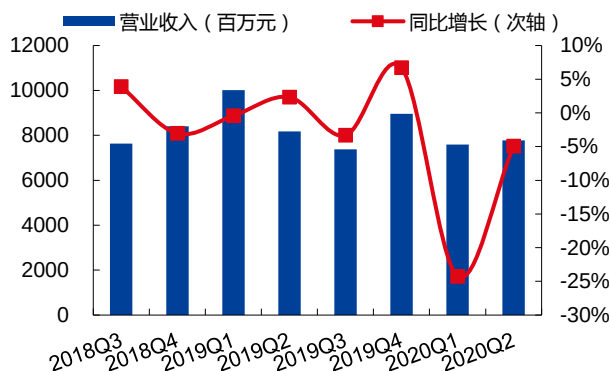
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：重庆百货归母净利及其增长



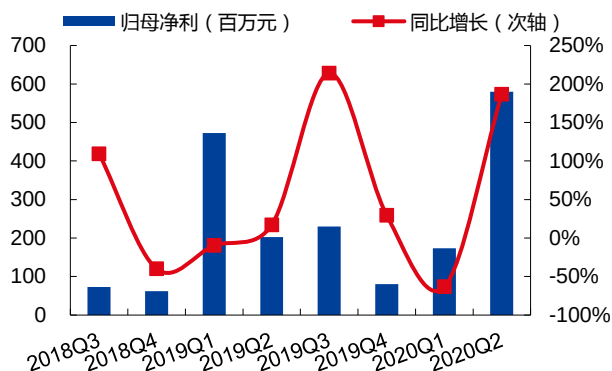
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：重庆百货分季度营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：重庆百货分季度归母净利情况

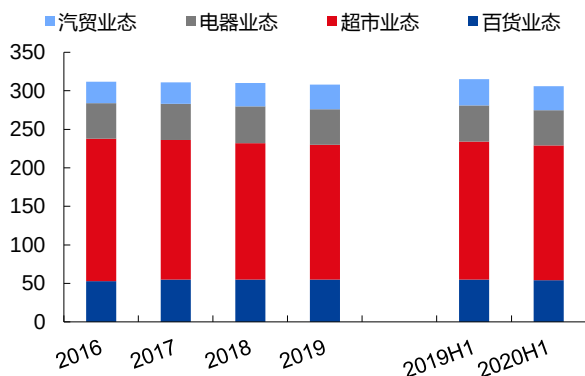


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）渠道数量基本平稳，百货为公司核心业态

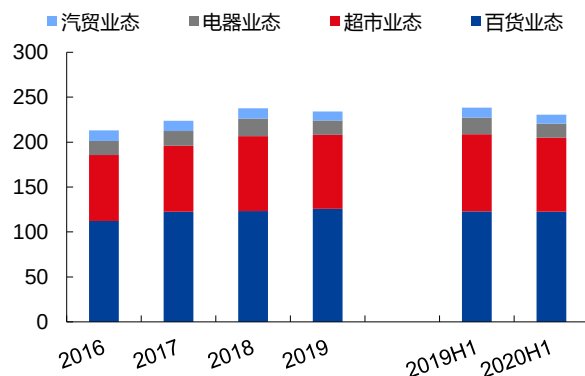
渠道方面,上半年受疫情影响,公司渠道战略趋于保守,整体分业态经营网店数量达 306 家,较去年年末减少 2 家。分业态看,上半年末公司拥有百货、超市、电器、汽贸业态门店 54、175、46、31 家,而以建筑面积计,上述业态面积占比分别约 53%、36%、6.8%、4.3%,百货为公司核心业态。

图 5: 重庆百货分业态经营网店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 6: 重庆百货分业态建筑面积分布 (万平方米)

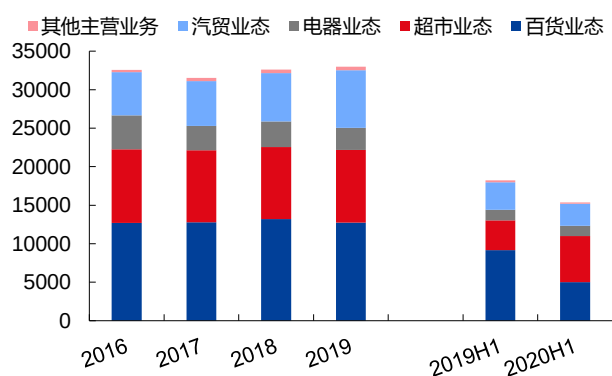


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(三) 必选消费渠道表现较好, 可选消费受疫情影响

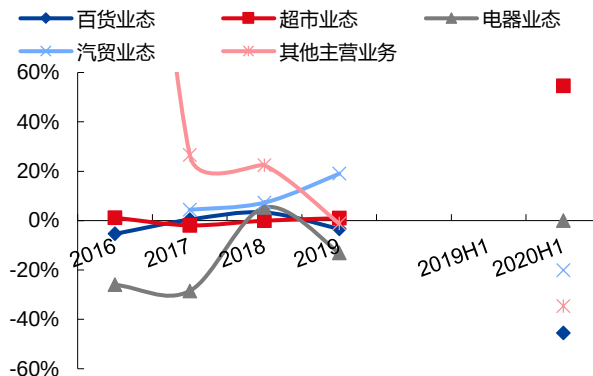
分业态看, 疫情对必选及可选消费的影响存在明显差异, 对必选消费, 消费者需求并未发生明显变化, 且超市以外的杂货店、菜市场等渠道受到更大影响, 推动超市渠道业绩表现, 重庆百货上半年超市渠道营收增长约 55%, 受促销及 O2O 影响毛利率略有下行, 最终上半年毛利润增长约 26%。对可选消费, 疫情影响消费者购物意愿, 并降低消费者非必要出行计划, 线下客流降低使百货、电器、汽贸等业态营收受影响, 上半年公司百货、电器、汽贸等业态营收分别降低 46%、0.03%、20%, 另在促销影响毛利率情况下, 上述业态毛利润分别降低 47%、14%、24%。

图 7: 重庆百货分业态营业收入 (百万元)



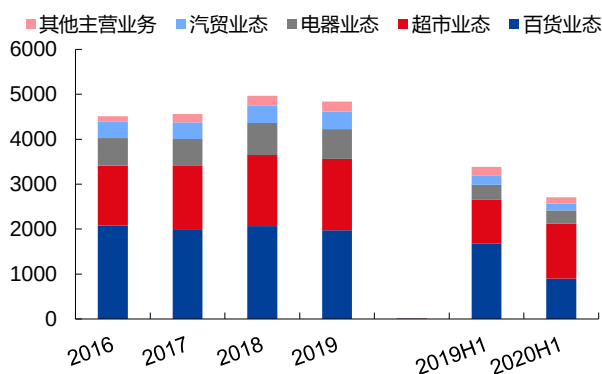
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 8: 重庆百货分业态营收增长



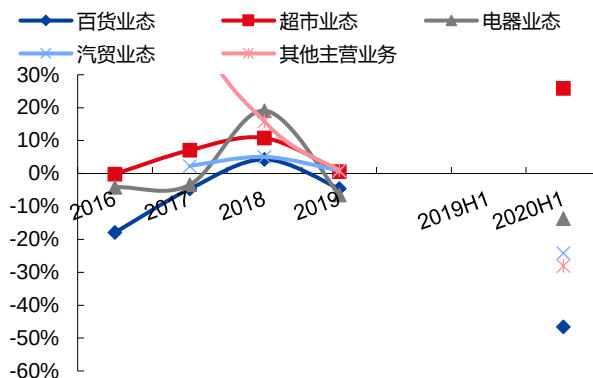
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 9：重庆百货分业态毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：重庆百货分业态毛利润增长

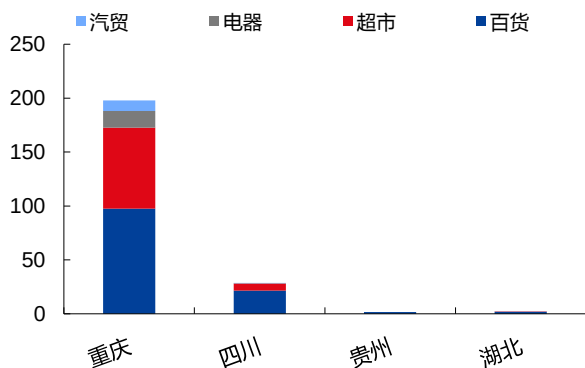


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（四）各区域均以百货业态为主，营收毛利受疫情影响

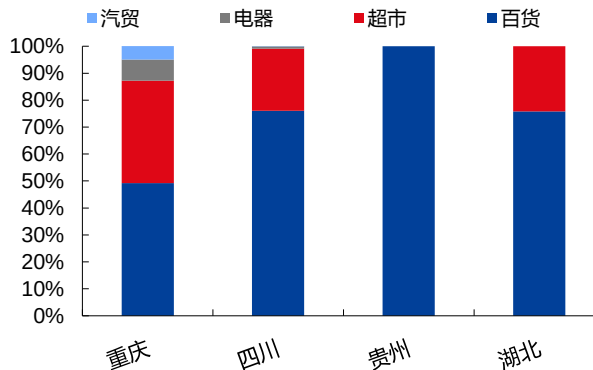
分区域看，重庆百货立足重庆四川，重庆、四川建筑面积占比分别约 86%、12%。公司四大区域中，均已百货业态为主，重庆、四川、贵州、湖北的百货业态建筑面积占比分别约 49%、76%、100%、76%。因此在疫情影响百货客流背景下，公司各区域营收毛利润均受到明显影响，其中上半年各区域营收降幅位于 13%~38%之间，毛利润降幅位于 29%~43%之间。

图 11：重庆百货各地区建筑面积分布（万平方米）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：重庆百货各地区各业态建筑面积占比



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：重庆百货分地区营收增长

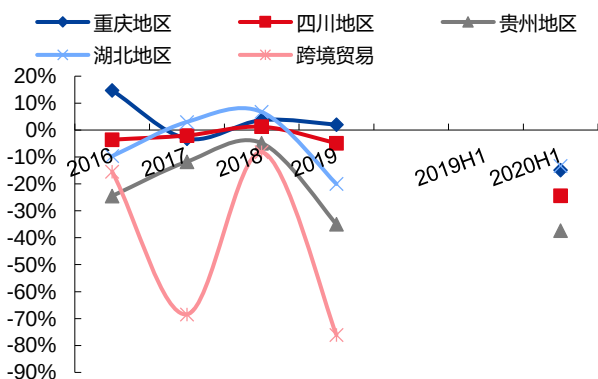
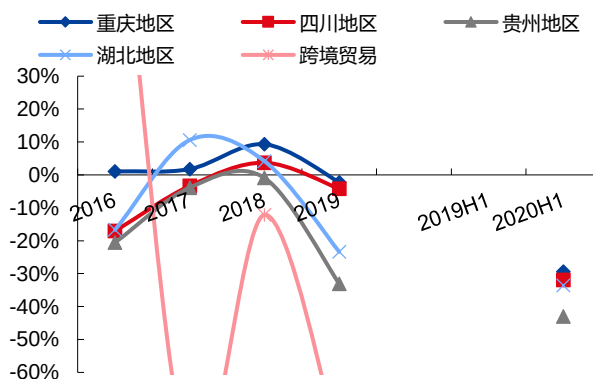


图 14：重庆百货分地区毛利润增长



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（五）线上线下融合助力销售回升，上半年超市到家营收增长 3 倍

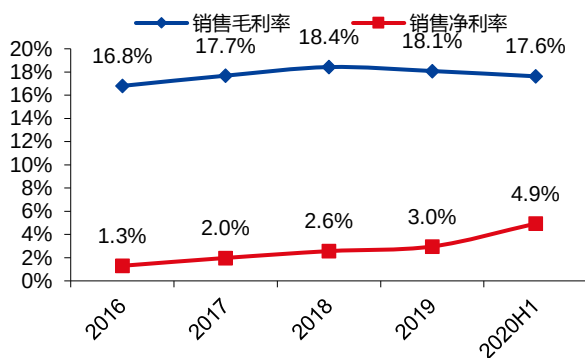
线上方面，疫情影响线下客流，公司加速线上线下融合助力销售回升。百货方面，公司开启总部微商城及直播平台，扩大市场影响力；超市方面，公司已有 113 家门店开启 O2O 到家业务，上半年线上渠道营收达 2.39 亿元/+311%，到家业务已实现快速增长；另有电器、汽贸业态开启直播、VR 看车等活动，在线下客流降低情况下推动销售回升。

二、资产处置促使上半年利润增长，二季度现金流环比改善

（一）疫情大幅影响扣非净利率，资产处置促使上半年利润增长

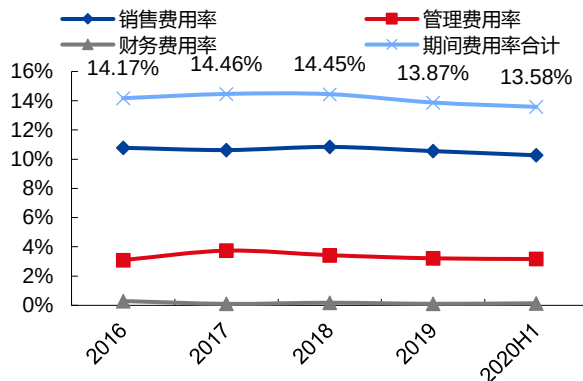
盈利能力方面，疫情影响线下客流，公司通过统筹营销、线上线下融合、数字化改造、精细化管理管控等措施推动业绩回升。其中上半年公司毛利率约 17.63%/-0.46pct，预计主要为促销影响，各业态毛利率均有所降低。另外公司强化费用管控，但受部分费用刚性且营收下降影响，上半年期间费用率达 13.58%/+0.46pct。最终公司净利率在非流动资产处置带来的非经常损益推动下上行至 4.9%，资产处置促使上半年利润增长，剔除该影响的上半年扣非净利率约 2.66%/-0.92pct。

图 15：重庆百货利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：重庆百货费用率情况

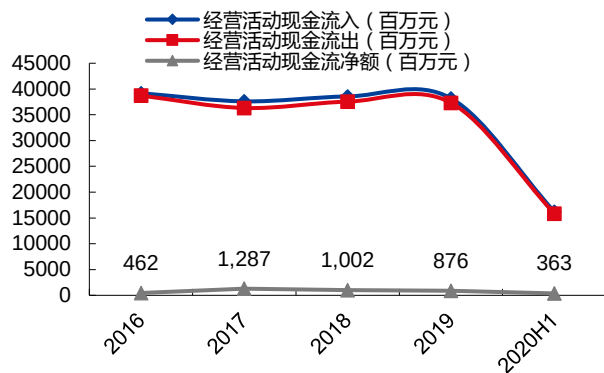


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）疫情影响经营活动现金流，二季度已环比改善

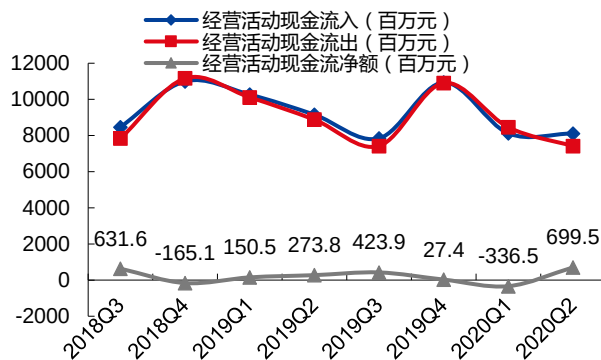
现金流方面，上半年公司经营活动现金净流入约 3.63 亿元，同比下降约 14%，主要源于疫情影响线下客流，公司销售及利润下行。分季度看，公司 Q1、Q2 经营活动现金分别净流出 3.37 亿元，净流入 7.00 亿元，二季度现金流已环比改善，或将推动公司现金流保持稳健。

图 17：重庆百货经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：重庆百货分季度经营活动现金流情况



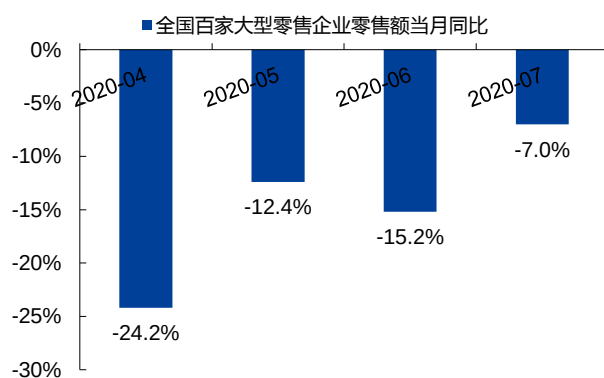
资料来源：Wind，华金证券研究所

三、疫情影响减弱助力业绩复苏，混改落地有望助推经营能力

短期来看，疫情对线下渠道影响逐步减弱。据中华全国商业信息中心统计，上半年以百货为主的全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 27%，其中 Q1、Q2 分别下降 35.1%、17.5%，Q2 降幅环比收窄，另有 7 月全国百家销售额降幅进一步收窄至约 7%。疫情对线下渠道影响逐步减弱，有望持续推动以百货为主的重庆百货业绩复苏。

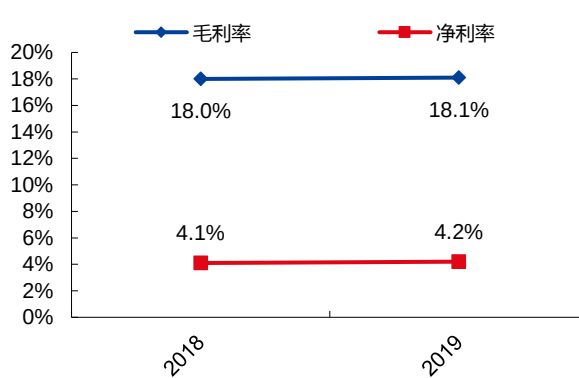
长期来看，百货行业持续转型或将推动百货利润增速回暖。据中国百货商业协会调研，随着百货业态逐步增加餐饮等子模块，逐步进行数字化转型，2019 年百货行业利润率水平呈现微幅上升趋势，百货利润水平有所提升，不考虑疫情影响，公司百货持续转型有望推动百货利润增速回暖。重庆百货在疫情前后已逐步进行百货业态调整及数字化转型，且在本次混改落地后，有望继续与步步高、物美联手，优化公司数字化、供应链等经营能力，推动公司持续向好。

图 19：全国百家大型零售企业（以百货为主）当月销售增速



资料来源：Wind，中华商业信息网，华金证券研究所

图 20：中国百货行业调查利润率



资料来源：中国百货商业协会，华金证券研究所

注：样本量为 103 家。

四、盈利预测及投资建议

重庆百货是立足重庆的百货超市渠道商，疫情影响线下可选消费表现，近期线下受影响幅度逐步减弱，混改落地后的经营协同有望带动公司业绩向好。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 2.2、2.7 和 3.0 元。净资产收益率分别为 12.9%、14.2%和 14.2%。目前公司 PE(2020E) 约 14 倍，PE (2021E) 约 12 倍，首次覆盖，给予“增持-A”建议。

表 1：重庆百货营业收入及其预测（百万元，%）

业务	指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
百货业态	营业收入	12768.64	13189.35	12737.27	8916.09	12482.52	13356.30
	增长率	0.41%	3.29%	-3.43%	-30.00%	40.00%	7.00%
	毛利率	15.54%	15.69%	15.50%	15.30%	15.40%	15.50%
超市业态	营业收入	9349.66	9347.84	9437.56	12268.83	11655.39	12820.93
	增长率	-1.92%	-0.02%	0.96%	30.00%	-5.00%	10.00%
	毛利率	15.22%	16.87%	16.81%	15.00%	15.50%	16.00%
电器业态	营业收入	3152.06	3319.52	2885.45	2972.01	3209.77	3434.46
	增长率	-28.50%	5.31%	-13.08%	3.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	18.98%	21.47%	23.10%	20.00%	21.00%	21.00%
汽贸业态	营业收入	5857.94	6284.43	7478.72	6431.70	7203.50	7923.85
	增长率	4.42%	7.28%	19.00%	-14.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	6.29%	6.16%	5.22%	5.00%	5.00%	5.00%
其他主营 业务	营业收入	378.45	463.22	457.38	365.90	439.08	474.21
	增长率	0.27	0.22	(0.01)	(0.20)	0.20	0.08
	毛利率	0.50	0.47	0.48	1.00	1.00	1.00
其他业务	营业收入	1408.62	1479.52	1539.23	1462.26	1535.38	1581.44
	增长率	0.10	0.05	0.04	(0.05)	0.05	0.03
	毛利率	0.89	0.89	0.91	0.95	0.95	0.95
合计	营业收入	32915.37	34083.88	34535.61	32416.80	36525.65	39591.19
	增长率	-2.75%	3.55%	1.33%	-6.14%	12.68%	8.39%
	毛利率	17.68%	18.42%	18.08%	18.12%	18.24%	18.23%

资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

疫情通过影响收入及就业影响消费，新拓及收购项目培育或不及预期，线上化转型或提升费用率。

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	7857	9261	8524	11932	11169	营业收入	34084	34536	32417	36526	39591
现金	3,056	4,046	4,295	5,021	6,003	营业成本	27804	28291	26541	29865	32376
应收票据及应收账款	269	301	208	522	379	营业税金及附加	228	231	65	183	198
预付账款	1,019	1,028	880	1,267	1,060	营业费用	3694	3644	3728	4091	4395
存货	2,431	2,799	2,017	3,956	2,519	管理费用	1166	1105	1135	1169	1267
其他流动资产	353	775	814	855	897	研发费用	3	6	16	18	20
非流动资产	6,259	5,887	5,804	5,676	5,536	财务费用	61	36	-36	-47	-55
长期投资	1735	2000	2000	2000	2000	资产减值损失	410	-399	35	35	35
固定资产	3155	3038	3018	2952	2883	公允价值变动收益	4	23	0	0	0
无形资产	363	223	207	191	175	投资净收益	282	275	70	100	100
其他非流动资产	705	306	321	337	354	营业利润	1026	1194	1003	1312	1456
资产总计	14116	15148	14329	17607	16705	营业外收入	17	17	17	18	19
流动负债	8092	8387	6877	9366	7587	营业外支出	28	32	30	32	33
短期借款	368	235	0	0	0	利润总额	1014	1179	990	1298	1442
应付票据及应付账款	4178	4278	3584	5262	3731	所得税	140	155	89	195	216
其他流动负债	696	801	789	829	870	税后利润	874	1024	901	1103	1225
非流动负债	303	303	318	334	351	少数股东损益	43	39	5	6	7
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	831	985	896	1097	1219
其他非流动负债	303	303	318	334	351	EBITDA	1314	2216	1244	1558	1711
负债合计	8395	8690	7195	9700	7938	主要财务比率					
少数股东权益	158	166	171	177	184	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	407	407	407	407	407	成长能力					
资本公积	403	403	403	403	403	营业收入(%)	3.6	1.3	-6.1	12.7	8.4
留存收益	4804	5525	6152	6920	7773	营业利润(%)	27.0	16.4	-16.0	30.7	11.0
归属母公司股东权益	5563	6292	6962	7730	8583	归属于母公司净利润(%)	37.3	18.5	-9.1	22.4	11.1
负债和股东权益	14116	15148	14329	17607	16705	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	18.4	18.1	18.1	18.2	18.2
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	2.4	2.9	2.8	3.0	3.1
经营活动现金流	1002	876	822	1107	1413	ROE(%)	14.9	15.7	12.9	14.2	14.2
净利润	874	1024	896	1097	1219	ROIC(%)	200.0	79.1	50.1	54.7	58.0
折旧摊销	323	329	277	293	310	偿债能力					
财务费用	61	36	-36	-47	-55	资产负债率(%)	59.5	57.4	50.2	55.1	47.5
投资损失	-282	-275	-70	-100	-100	流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
营运资金变动	-299	-460	-249	-143	32	速动比率	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1
其他经营现金流	326	221	5	6	7	营运能力					
投资活动现金流	-644	-236	-143	-101	-121	总资产周转率	2.4	2.3	2.3	2.1	2.4
筹资活动现金流	-435	-440	-430	-281	-310	应收账款周转率	139.8	124.9	132.0	102.9	90.0
每股指标(元)						应付账款周转率	12.1	11.7	11.9	11.9	12.9
每股收益(最新摊薄)	2.04	2.42	2.20	2.70	3.00	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	2.15	2.02	2.72	3.48	P/E	15.3	12.9	14.2	11.6	10.5
每股净资产(最新摊薄)	13.68	15.48	17.13	19.01	21.11	P/B	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5
						EV/EBITDA	5.6	3.4	6.2	4.5	3.6

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、吴雨舟声明，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