

2020年09月01日

王府井 (600859.SH)

动态分析

消费信心恢复推升 Q2 客流，营收净利环比改善

事件

公司披露半年报，上半年实现营收 34.25 亿元/-74.48%，归母净利 470 万元/-99.33%，基本每股收益 0.01 元。其中 Q2 营收 19.04 亿元/-69.56%，归母净利 2.07 亿元/-30.15%。

投资要点

◆ **疫情及会计准则变动影响营收利润，Q2 营收利润均有恢复：营收端**，公司主要收入来源为偏向可选消费的百货、购物中心，疫情影响消费者信心，客流降低影响公司营收。另有会计准则变动带来大幅口径变化，若剔除会计政策影响，Q2 客流环比回升推动 Q2 营收降幅由 Q1 的 27% 收窄至 22%。

净利端，会计准则变动大幅影响利润率费用率，疫情影响公司 Q1 利润表现，Q2 已由 Q1 的亏损 2 亿元回暖至盈利 2 亿元。

◆ **门店调整张弛有度，疫情后客流逐步回升：渠道方面**，近两年来公司门店有所调整，整体张弛有度，2020 年上半年公司拟合计门店数量达 52 家，同比持平，其中公司积极推进佛山紫薇岗、西宁王府井海湖、贵州安顺国贸等购物中心、奥莱项目工作，另有乌鲁木齐王府井百货及福州王府井百货不再续约停止营业。由于奥特莱斯占比持续提升，公司平均门店面积有所增长，上半年公司门店经营建筑面积合计达 293 万平方米，同比增长约 3.7%。

分业态看，公司持续百货、购物中心及奥特莱斯为主，2019 年百货、购物中心、奥特莱斯渠道营收分别占总营收的约 66%、11%、17%。疫情影响消费者出行意愿，偏向可选消费的百货渠道客流明显降低，影响上半年百货、购物中心、奥特莱斯业绩。由于上半年公司会计准则发生变化，联营模式下收入成本确认方式发生较大变化，百货、购物中心、奥莱同比不再具有可比性。另有偏向必选消费的超市渠道受疫情推动，上半年超市渠道占公司营收比例达 6.4%。

分季度看，疫情后消费者信心逐步回升，客流降幅有所收窄，公司业绩表现有所回暖。客流方面，3 月起客流明显恢复，6 月北京以外的百货购物中心客流恢复至同比 75%，奥莱客流恢复至同比 80%，北京地区门店客流恢复至同比 50%。Q2 客流环比回升，推动公司 Q2 营收降幅收窄，若剔除会计准则变化影响，Q2 营收降幅已由 Q1 的 27% 收窄至 22%。

◆ **激励计划彰显公司信心，免税推进形成新的增长极：展望未来**，公司原主业方面，上半年公司激励计划落地，其中扣非净利以 2016 年至 2018 年平均数为基准，2021~2023 年分别增长不低于 20%、30%、40%，预计将支撑上述年度高位数的扣非净利增长。激励计划彰显公司信心，公司有望在疫情后取得良好恢复。

新业务免税方面，公司上半年取得免税经营牌照，取得国内为数不多的免税渠道经营权，目前公司已成立免税经营子公司，正在筹建团队并搭建供应链体系，将在国内积极推广离岛免税、口岸免税、市内免税项目。王府井是国内优质零售渠道商，

商贸零售 | 百货 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2020-09-01)

51.34 元

交易数据

总市值(百万元)	39,852.69
流通市值(百万元)	29,201.02
总股本(百万股)	776.25
流通股本(百万股)	568.78
12个月价格区间	11.58/79.19 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-19.19	76.24	234.98
绝对收益	-16.15	95.81	253.15

分析师

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

分析师

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

相关报告

在各城市具有较为优质的零售门店，免税牌照将持续推动公司免税业务发展，构筑新的增长极。

- ◆ **投资建议：**王府井是国内百货龙头之一，近年来持续向购物中心及奥莱业态倾斜。疫情大幅影响 Q1 可选消费线下渠道，Q2 客流复苏推升业绩表现，未来激励计划彰显公司信心，免税牌照构筑新的增长极。我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.54、1.24 和 1.47 元。净资产收益率分别为 3.6%、7.8%和 8.6%。目前公司 PE (2020E) 约 95 倍，PE (2021E) 约 42 倍，首次覆盖，基于 2021 年估值，给予“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示：**疫情对国内消费影响时段或超预期；免税业务推进及政策逻辑或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,711	26,789	7,983	12,659	14,826
YoY (%)	2.4	0.3	-70.2	58.6	17.1
净利润(百万元)	1,201	961	420	959	1,138
YoY (%)	32.1	-20.0	-56.3	128.1	18.7
毛利率 (%)	21.2	20.6	33.7	38.7	39.8
EPS(摊薄/元)	1.55	1.24	0.54	1.24	1.47
ROE (%)	11.1	8.4	3.6	7.8	8.6
P/E(倍)	33.2	41.5	94.8	41.6	35.0
P/B(倍)	3.7	3.5	3.4	3.2	3.0
净利率 (%)	4.5	3.6	5.3	7.6	7.7

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、消费信心恢复推升 Q2 客流，营收净利均有改善.....	4
(一) 疫情及会计准则变动影响营收利润，Q2 营收利润均有恢复.....	4
(二) 门店调整张弛有度，购物中心占比推升面积.....	4
(三) 百货奥莱占比较大，疫情影响下上半年受较大影响.....	5
(四) 疫情后客流逐步回升，Q2 营收降幅逐步收窄.....	6
二、疫情下百货利润受明显影响，Q2 经营活动现金流回暖.....	7
(一) 会计准则变化大幅影响指标，疫情下百货利润受明显影响.....	7
(二) 疫情影响上半年现金流，Q2 经营活动现金流回暖.....	7
三、激励计划彰显公司信心，免税推进形成新的增长极.....	8
四、盈利预测及投资建议.....	9
五、风险提示.....	10

图表目录

图 1：王府井营业收入及其增长.....	4
图 2：王府井归母净利及其增长.....	4
图 3：王府井分季度营业收入及其增长.....	4
图 4：王府井分季度归母净利及其增长.....	4
图 5：王府井分区域门店数量（家）.....	5
图 6：王府井分区域门店经营建筑面积（万平方米）.....	5
图 7：王府井分业态营业收入（百万元）.....	5
图 8：王府井分业态营收增速.....	5
图 9：王府井分业态毛利润（百万元）.....	6
图 10：王府井分业态毛利润增速.....	6
图 11：王府井分季度百货购物中心及奥莱营收（百万元）.....	6
图 12：王府井分季度百货购物中心及奥莱营收增速.....	6
图 13：王府井分季度百货购物中心及奥莱毛利润（百万元）.....	7
图 14：王府井分季度百货购物中心及奥莱毛利润增速.....	7
图 15：王府井利润率情况.....	7
图 16：王府井费用率情况.....	7
图 17：王府井经营活动现金流情况.....	8
图 18：王府井分季度经营活动现金流情况.....	8
图 19：王府井股票期权激励计划扣非净利考核目标.....	8
图 20：王府井股票期权激励计划营收结构考核目标.....	8
图 21：国内免税行业销售收入情况.....	9
图 22：韩国 2019 年免税行业渠道销售结构.....	9
表 1：王府井营业收入及其预测（百万元，%）.....	9

一、消费信心恢复推升 Q2 客流，营收净利均有改善

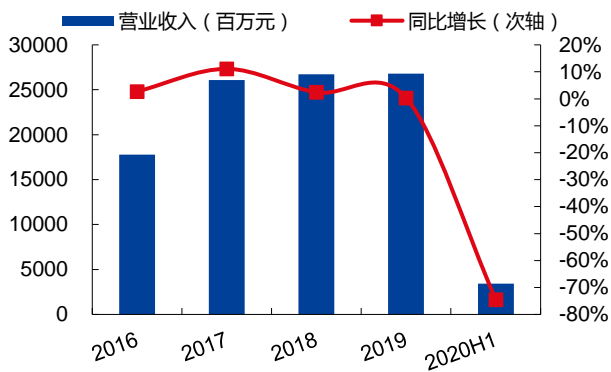
公司披露半年报，上半年实现营收 34.25 亿元/-74.48%，归母净利 4.70 亿元/-99.33%，基本每股收益 0.01 元。其中 Q2 营收 19.04 亿元/-69.56%，归母净利 2.07 亿元/-30.15%。

（一）疫情及会计准则变动影响营收利润，Q2 营收利润均有恢复

营收端，公司主要收入来源为偏向可选消费的百货、购物中心，疫情影响消费者信心，客流降低影响公司营收。另有会计准则变动带来大幅口径变化，若剔除会计政策影响，Q2 客流环比回升推动 Q2 营收降幅由 Q1 的 27% 收窄至 22%。

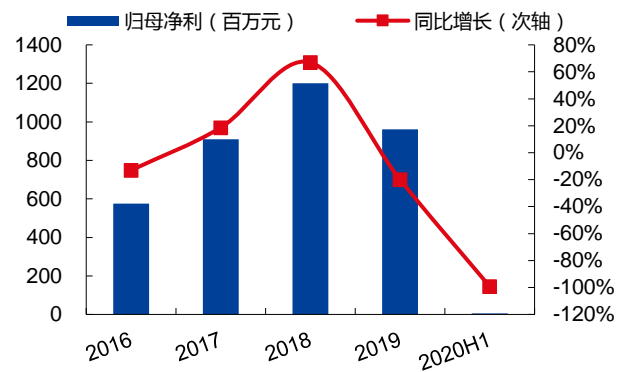
净利端，会计准则变动大幅影响利润率费用率，疫情影响公司 Q1 利润表现，Q2 已由 Q1 的亏损 2 亿元回暖至盈利 2 亿元。

图 1：王府井营业收入及其增长



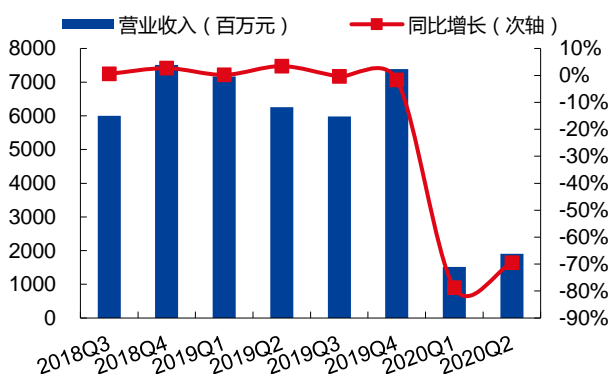
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：王府井归母净利及其增长



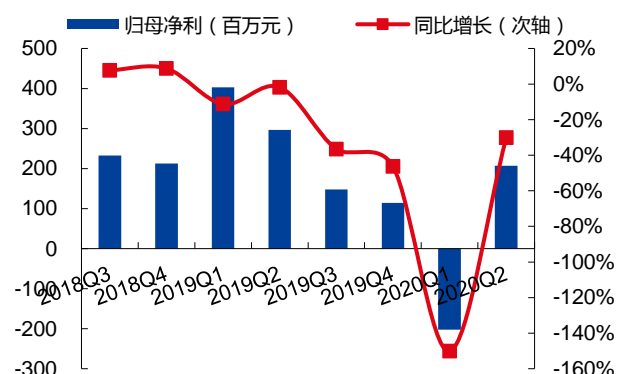
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：王府井分季度营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：王府井分季度归母净利及其增长



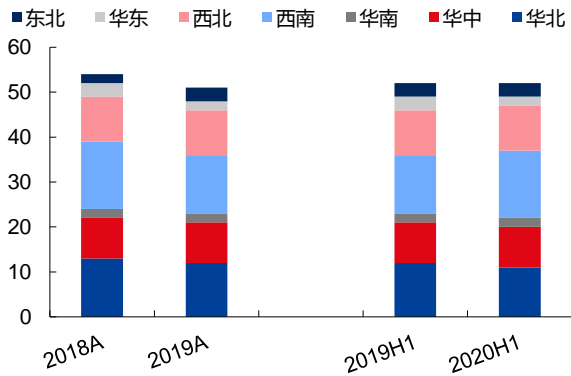
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）门店调整张弛有度，购物中心占比推升面积

渠道方面，近两年来公司门店有所调整，整体张弛有度，2020 年上半年公司拟合计门店数量达 52 家，同比持平，其中公司积极推进佛山紫薇岗、西宁王府井海湖、贵州安顺国贸等购物

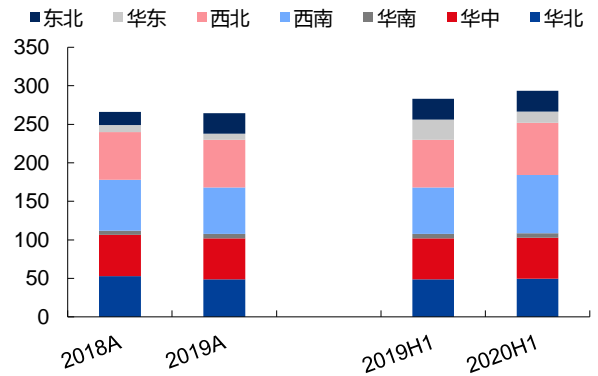
中心、奥莱项目工作，另有乌鲁木齐王府井百货及福州王府井百货不再续约停止营业。由于奥特莱斯占比持续提升，公司平均门店面积有所增长，上半年公司门店经营建筑面积合计达 293 万平方米，同比增长约 3.7%。

图 5：王府井分区域门店数量（家）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：王府井分区域门店经营建筑面积（万平方米）

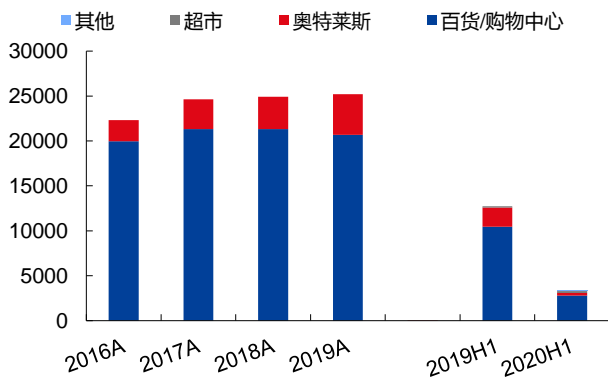


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）百货奥莱占比较大，疫情影响下上半年受较大影响

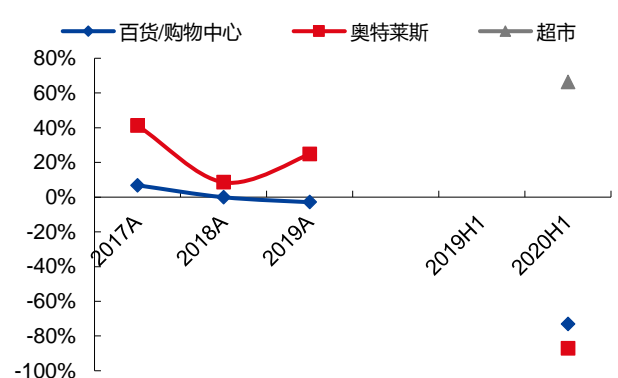
分业态看，公司持续百货、购物中心及奥特莱斯为主，2019 年百货、购物中心、奥特莱斯渠道营收分别占总营收的约 66%、11%、17%。疫情影响消费者出行意愿，偏向可选消费的百货渠道客流明显降低，影响上半年百货、购物中心、奥特莱斯业绩。由于上半年公司会计准则发生变化，联营模式下收入成本确认方式发生较大变化，百货、购物中心、奥莱同比不再具有可比性。另有偏向必选消费的超市渠道受疫情推动，上半年超市渠道占公司营收比例达 6.4%。

图 7：王府井分业态营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

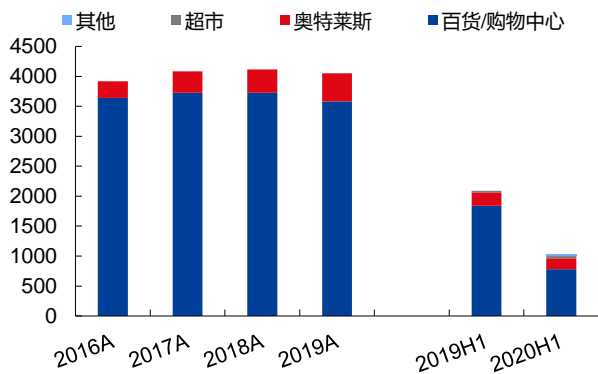
图 8：王府井分业态营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

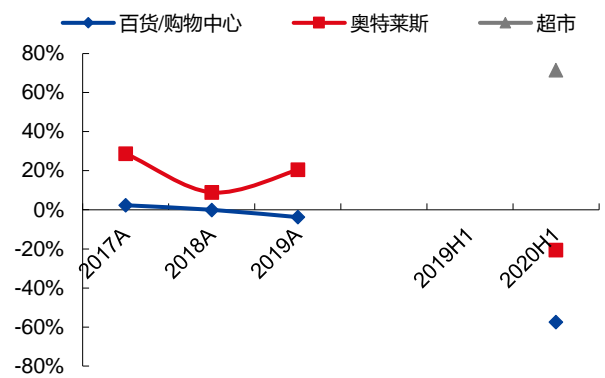
注：由于会计口径变化，上半年百货购物中心、奥莱增速仅做示意。

图 9：王府井分业态毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：王府井分业态毛利润增速



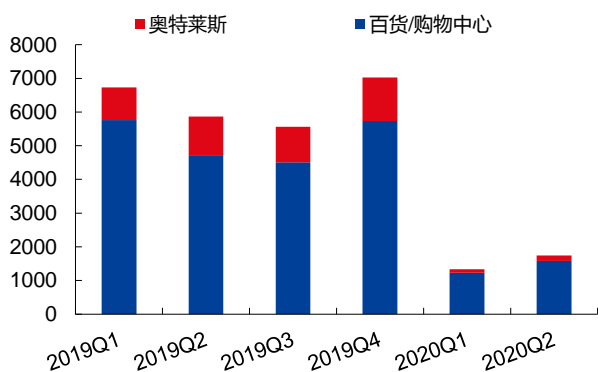
资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：由于会计口径变化，上半年百货购物中心、奥莱增速仅做示意。

（四）疫情后客流逐步回升，Q2 营收降幅逐步收窄

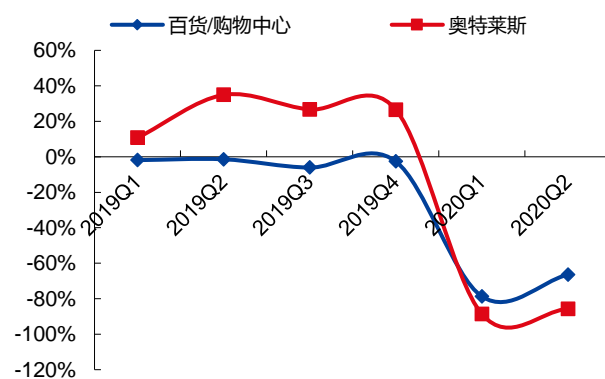
分季度看，疫情后消费者信心逐步回升，客流降幅有所收窄，公司业绩表现有所回暖。客流方面，3 月起客流明显恢复，6 月北京以外的百货购物中心客流恢复至同比 75%，奥莱客流恢复至同比 80%，北京地区门店客流恢复至同比 50%。Q2 客流环比回升，推动公司 Q2 营收降幅收窄，若剔除会计准则变化影响，Q2 营收降幅已由 Q1 的 27% 收窄至 22%。

图 11：王府井分季度百货购物中心及奥莱营收（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

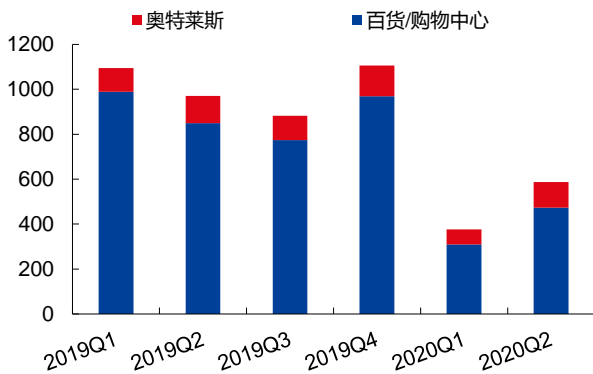
图 12：王府井分季度百货购物中心及奥莱营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

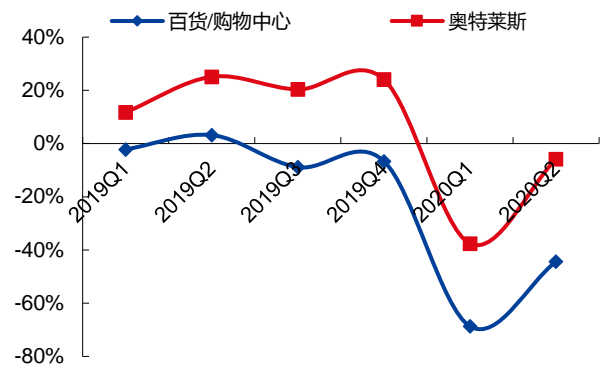
注：由于会计口径变化，上半年百货购物中心、奥莱增速仅做示意。

图 13：王府井分季度百货购物中心及奥莱毛利润（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：王府井分季度百货购物中心及奥莱毛利润增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

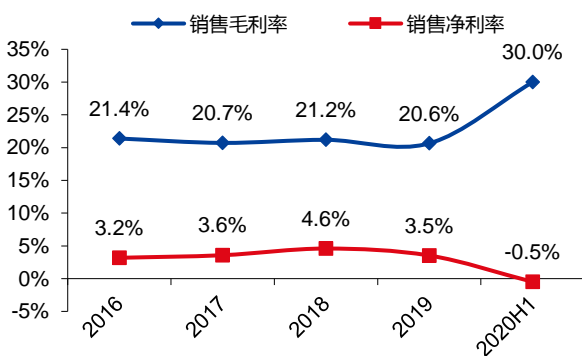
注：由于会计口径变化，上半年百货购物中心、奥莱增速仅做示意。

二、疫情下百货利润受明显影响，Q2 经营活动现金流回暖

（一）会计准则变化大幅影响指标，疫情下百货利润受明显影响

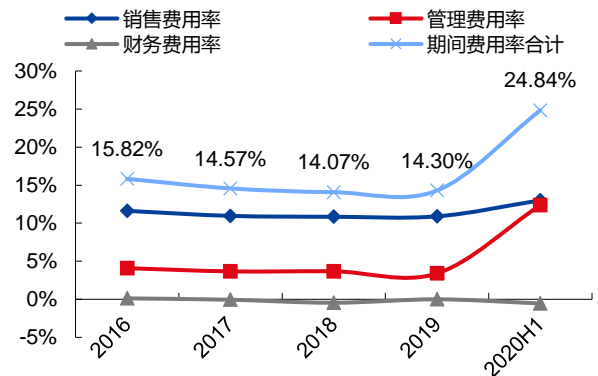
盈利能力方面，上半年公司毛利率大幅提升，主要源于会计准则变化情况下营业收入结构变化所致，同比毛利率不可比。上半年销售费用同比减少，主要源于租赁房、房屋设备折旧等费用重分类至营业成本，管理费用减少主要源于公司费用控制。疫情及会计准则变化影响收入增长，公司期间费用率仍有明显提升，最终在疫情影响下，公司上半年归母净利润为负。

图 15：王府井利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 16：王府井费用率情况

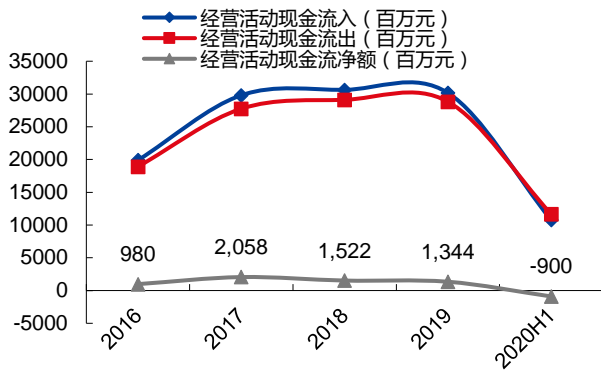


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）疫情影响上半年现金流，Q2 经营活动现金流回暖

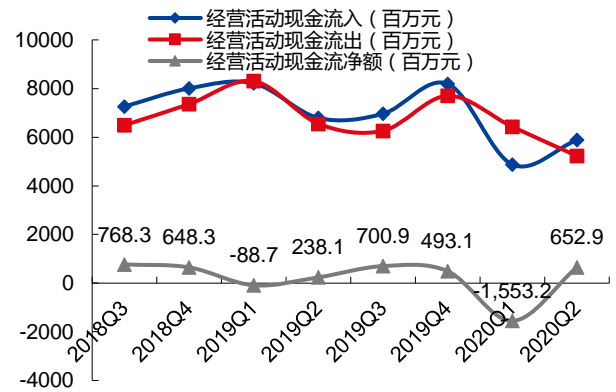
现金流方面，疫情影响下，公司到店客流降低影响销售收入，上半年经营活动现金净流出 9.0 亿元，其中 Q1 净流出 15.5 亿元，Q2 在客流回升及促消费政策推动下，公司经营活动现金流净额回暖，净流入 6.5 亿元。

图 17：王府井经营活动现金流情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18：王府井分季度经营活动现金流情况

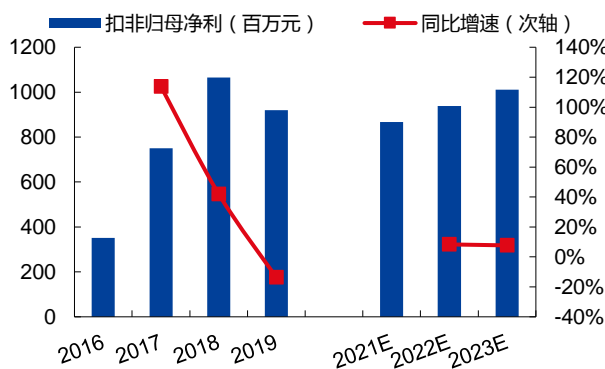


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、激励计划彰显公司信心，免税推进形成新的增长极

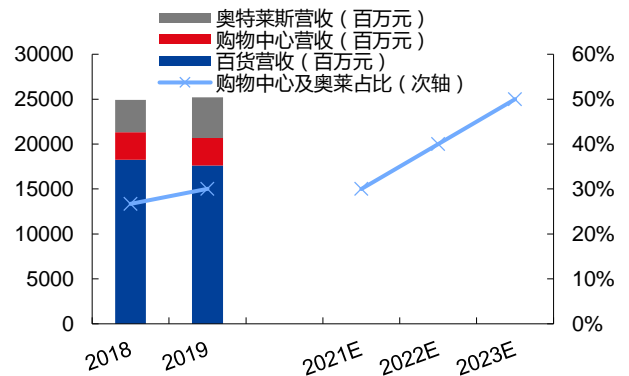
展望未来，公司原主业方面，百货业态受竞争业态购物中心持续快速拓店切分客流，近年来行业持续调整，使利润率存在企稳回升趋势。上半年公司激励计划落地，其中扣非净利以 2016 年至 2018 年平均数为基础，2021~2023 年分别增长不低于 20%、30%、40%，预计将支撑上述年度高位数的扣非净利增长。另外公司持续强化购物中心占比，上述年底购物中心及奥莱占门店营收分别不低于 30%、40%、50%。激励计划彰显公司信心，公司有望在疫情后取得良好恢复。

图 19：王府井股票期权激励计划扣非净利考核目标



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 20：王府井股票期权激励计划营收结构考核目标



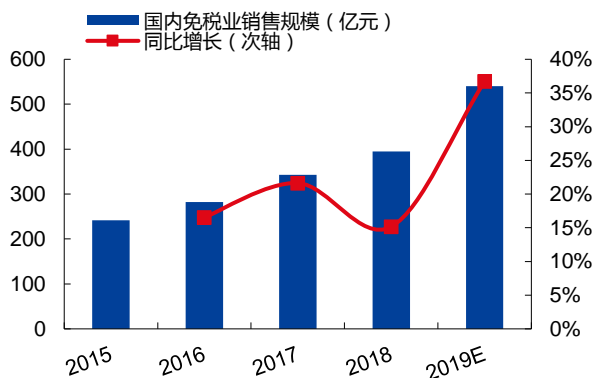
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

新业务免税方面，公司上半年取得免税经营牌照，取得国内为数不多的免税渠道经营权，目前公司已成立免税经营子公司，正在筹建团队并搭建供应链体系，将在国内积极推广离岛免税、口岸免税、市内免税项目。

国内免税市场 2019 年预计销售额超 500 亿元，主要为机场免税及离岛免税，今年上半年国家发改委等部门给出政策指导方针，将完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，预计将促进海外高端消费回流。就韩国市场来看，市内免税店 2019 年已占据约 85% 的免税市场份额，而国内由于市内免税店政策不完善，国内免税仍以机场免税店及离岛免税店为主，预计凭借更符合消费习惯的场景，若市内免税政策细节落地，国内市内免税店占比将快速提升。而从盈利能力来看，由于免税渠道免除消费者入关行邮税，而适用于运动用品（不含高尔夫球及球具）、

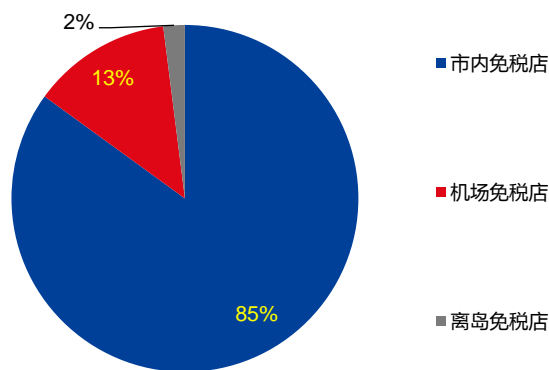
钓鱼用品、纺织品及其制成品的行邮税为 20%，适用于烟、酒、贵重首饰及珠宝玉石、高档手表、高档化妆品的税率为 50%，免税渠道可提供较高性价比，以及较高的利润率。王府井是国内优质零售渠道商，在各城市具有较为优质的零售门店，免税牌照将持续推动公司免税业务发展，构筑新的增长极。

图 21：国内免税行业销售收入情况



资料来源：前瞻研究院，华金证券研究所

图 22：韩国 2019 年免税行业渠道销售结构



资料来源：前瞻研究院，华金证券研究所

四，盈利预测及投资建议

王府井是国内百货龙头之一，近年来持续向购物中心及奥莱业态倾斜。疫情大幅影响 Q1 可选消费线下渠道，Q2 客流复苏推升业绩表现，未来激励计划彰显公司信心，免税牌照构筑新的增长极。我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.54、1.24 和 1.47 元。净资产收益率分别为 3.6%、7.8%和 8.6%。目前公司 PE (2020E) 约 95 倍，PE (2021E) 约 42 倍，首次覆盖，基于 2021 年估值，给予“增持-A”建议。

表 1：王府井营业收入及其预测（百万元，%）

业态	指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
百货及购物中心	营业收入	21324.94	21311.88	20688.64	6206.59	6765.19	7306.40
	增长率	6.82%	-0.06%	-2.92%	-70.00%	9.00%	8.00%
	毛利率	17.46%	17.47%	17.32%	28.00%	28.50%	29.00%
奥特莱斯	营业收入	3327.35	3611.00	4504.66	1126.16	1272.57	1387.10
	增长率	41.23%	8.52%	24.75%	-75.00%	13.00%	9.00%
	毛利率	10.78%	10.82%	10.46%	65.00%	66.00%	67.00%
超市及其他业态	营业收入				570.00	712.50	855.00
	增长率					25.00%	20.00%
	毛利率				26.00%	25.00%	25.00%
其他业务	营业收入	1432.94	1788.28	1595.54	79.78	3909.08	5277.26
	增长率	-131.67%	24.80%	-10.78%	-95.00%	4800.00%	35.00%
	毛利率	78.42%	86.39%	92.55%	90.00%	50.00%	50.00%
合计	营业收入	26085.22	26711.16	26788.84	7982.53	12659.33	14825.75
	增长率	46.59%	2.40%	0.29%	-70.20%	58.59%	17.11%
	毛利率	20.72%	21.18%	20.65%	33.70%	38.71%	39.80%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

疫情对国内消费影响时段或超预期；免税业务推进及政策逻辑或不及预期。

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	8817	11080	8060	13531	11473	营业收入	26711	26789	7983	12659	14826
现金	6,950	8,625	6,272	8,972	7,839	营业成本	21052	21258	5293	7759	8925
应收票据及应收账款	468	966	466	1,293	1,014	营业税金及附加	281	244	24	127	148
预付账款	356	271	132	299	346	营业费用	2897	2919	1078	1836	2298
存货	921	1,006	1,052	2,828	2,131	管理费用	983	912	998	1646	1927
其他流动资产	123	212	138	141	144	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产	12,888	13,026	13,507	13,078	12,834	财务费用	-122	-1	-54	-76	-84
长期投资	864	1187	1187	1187	1187	资产减值损失	20	-51	40	40	40
固定资产	4915	5167	5655	5556	5458	公允价值变动收益	0	71	0	0	0
无形资产	957	894	845	795	745	投资净收益	6	45	46	47	49
其他非流动资产	2103	2216	2283	2351	2422	营业利润	1629	1528	650	1376	1620
资产总计	21705	24106	21567	26609	24307	营业外收入	101	19	19	20	20
流动负债	8757	8474	6235	10511	7311	营业外支出	27	102	105	108	111
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1703	1445	565	1288	1529
应付票据及应付账款	2409	2373	2038	3350	2600	所得税	477	500	141	322	382
其他流动负债	1762	2597	2675	2755	2838	税后利润	1226	945	423	966	1147
非流动负债	1469	3566	2968	3057	3149	少数股东损益	25	-16	3	7	8
长期借款	1159	3168	2557	2634	2713	归属母公司净利润	1201	961	420	959	1138
其他非流动负债	310	399	411	423	436	EBITDA	1828	1997	1014	1736	1990
负债合计	10226	12040	9203	13568	10460						
少数股东权益	678	669	672	679	687	主要财务比率					
股本	776	776	776	776	776	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	4959	4959	4959	4959	4959	成长能力					
留存收益	5037	5663	5957	6628	7425	营业收入(%)	2.4	0.3	-70.2	58.6	17.1
归属母公司股东权益	10801	11398	11692	12363	13160	营业利润(%)	22.0	-6.2	-57.4	111.6	17.7
负债和股东权益	21705	24106	21567	26609	24307	归属于母公司净利润(%)	32.1	-20.0	-56.3	128.1	18.7
						获利能力					
						毛利率(%)	21.2	20.6	33.7	38.7	39.8
						净利率(%)	4.5	3.6	5.3	7.6	7.7
						ROE(%)	11.1	8.4	3.6	7.8	8.6
						ROIC(%)	48.2	61.9	24.6	25.5	53.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	47.1	49.9	42.7	51.0	43.0
						流动比率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.6
						速动比率	0.9	1.2	1.1	1.0	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.1	0.4	0.5	0.6
						应收账款周转率	56.2	37.4	11.2	14.4	12.9
						应付账款周转率	10.6	11.2	3.6	4.7	5.0
						估值比率					
						P/E	33.2	41.5	94.8	41.6	35.0
						P/B	3.7	3.5	3.4	3.2	3.0
						EV/EBITDA	0.7	0.6	31.5	17.1	15.6

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