

2021年02月04日

Q4 盈利能力逐渐改善，净利润同比大幅增长

上海家化(600315)

事件概述

上海家化发布 2020 年年报，2020 年全年公司实现营收 70.3 亿元，同比下滑 7.4%；归母净利润 4.3 亿元，同比下滑 22.8%；扣非后净利为 3.96 亿元，同比上升 4.3%。四季度单季度公司实现营收 16.7 亿元，同比下滑 10.3%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 608.71%；扣非后净利为 1.2 亿元，同比由负转正，增长 30810.3%。

分析判断：

► 收入端：调整主要产品结构，护肤品类占比较大

2020 年，公司因执行新收入准则，调减营业收入 3.43 亿元，如果不考虑此影响，公司营业收入同比约下滑 2.9%。公司 Q4 营收下滑 10.28%，主要是由于新会计准则的影响以及线下渠道收入的下降。分产品看，2020 年 Q4 公司根据品类增长策略，结合业务经营实际情况，将主要产品结构调整调整为：护肤品类、个护家清品类、母婴品类和合作品牌。单季度公司护肤品类产品/个护家清品类产品/母婴品类产品/合作品牌产品分别实现收入

7.93/2.15/5.72/0.89 亿元，占比分别为

47.51%/12.88%/34.27%/5.33%。分渠道来看，公司全年线上渠道实现 29.76 亿元收入，占比约为 42.32%，同比增长 15.24%；公司线下渠道实现 40.52 亿元收入，占比约为 57.62%，同比下降 19.09%。

► 利润端：净利率持续改善，费用率整体下降。

2020 年，公司归母净利润同比下滑 22.78%。公司 2020 年全年毛利率同比下降了 1.9pct 至 59.95%，净利率同比下降了 1.2pct 至 6.12%。费用方面，2020 年全年期间费用率为 54.50%，同比下降 2.76pct。其中销售费用率为 41.58%，同比下降 0.59pct。管理费用率为 10.25%，同比下降 2.15pct。财务费用率为 0.62%，同比提升了 0.20pct。单季度看，2020 年 Q4 实现毛利率 54.98%，同比下滑了 7.68pct，环比下滑 5.82pct；实现净利率 7.07%，同比增长了 6.18pct，环比下滑 0.60pct，期间费用率为 45.18%，同比下降 15.45pct，环比下降 12.00pct。

► 其他重要财务指标。

2020 年全年公司货币资金 12.87 亿元人民币，同比下降 20.04%；交易性金融资产 27.32 亿元，同比增长 41.27%，主要系本期投资理财产品的金额增加；其他应收款 8.72 亿元，同比增长 31.55%。公司取得投资收益收到的现金 1.07 亿元，同比增长 175.89%，主要是因为银行理财持有期间调整，使得银行理财收益同比增加以及今年定期存款到期收回利息所致。

► 股权激励方案彰显公司未来信心。

评级及分析师信息

| | |
|--------------|------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 39.91 |
| 股票代码： | 600315 |
| 52 周最高价/最低价： | 52.2/24.44 |
| 总市值(亿) | 270.58 |
| 自由流通市值(亿) | 267.90 |
| 自由流通股数(百万) | 671.25 |



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

相关研究

1. 【华西轻工】上海家化(600305) 2020 年三季报点评报告：Q3 盈利能力有所改善，新激励方案彰显信心

2020.10.26

2. 【华西轻工】上海家化(600315) 2020 年半年报点评报告：营收环比改善，新任董事长接棒百年日化巨头再出发

2020.08.27

3. 【华西轻工】上海家化(600315) 深度报告：百年老店匠心独运，新帅上马再谱佳话

2020.08.04

根据公司 2020 年 12 月 02 日公告，上海家化联合股份有限公司于 2020 年 11 月 16 日召开七届十六次董事会，公司董事会已完成限制性股票的首次授予登记工作。其中，首次授予数量为 672.10 万股。首次授予的激励对象共计 135 人，包括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、骨干员工。授予价格为 19.57 元/股。业绩考核目标分为 A、B 两档，达到 A 档目标可解锁全部股票，达到 B 档目标可解锁 80%+超额部分比例。A 档目标为 2021/2022/2023 年营业收入不低于 83/94/106 亿，累计归母净利润不低于 4.8/13.1/24.7 亿。激励计划 2021 年业绩目标较低，而 2022 和 2023 年业绩目标较高。公司大股东充分考虑到了公司目前需要充分的时间进行调整，给予了管理层高度的支持。

► 大股东股权整合

根据公司 2020 年 11 月 25 日公告，中国平安将通过“中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品”直接持有上海家化 2.62% 股份以大宗交易方式转让给家化集团。该权益变动属于同一实际控制人控制的不同主体之间进行的转让，便于日常管理。

投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。新任董事长上任后，公司确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，新激励方案也彰显了公司对未来的信心，我们坚定看好公司的中长期投资价值。考虑到公司目前经营在持续改善。维持此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年营收分别为 84.91/95.53/107.95 亿元，归母净利润分别为 4.83/8.32/11.62 亿元，对应 PE 分别为 56X/33X/23X，维持“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧。2) 公司经营改善不及预期。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7596.95 | 7032.39 | 8491.49 | 9553.31 | 10795.24 |
| YoY (%) | 6.43% | -7.43% | 20.75% | 12.50% | 13.00% |
| 归母净利润(百万元) | 557.09 | 430.20 | 483.22 | 831.59 | 1162.30 |
| YoY (%) | 3.09% | -22.78% | 12.32% | 72.09% | 39.77% |
| 毛利率 (%) | 61.88% | 59.95% | 61.85% | 62.59% | 63.48% |
| 每股收益 (元) | 0.82 | 0.63 | 0.71 | 1.23 | 1.71 |
| ROE | 8.86% | 6.62% | 6.92% | 10.65% | 12.95% |
| 市盈率 | 48.57 | 62.90 | 55.99 | 32.54 | 23.28 |

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 1. 事件概述..... | 4 |
| 2. 收入端：调整主要产品结构，护肤品类占比较大..... | 4 |
| 3. 利润端：净利率持续改善，费用率整体下降..... | 5 |
| 4. 其他重要财务指标..... | 6 |
| 5. 股票激励方案彰显公司未来信心..... | 6 |
| 6. 大股东股权整合..... | 7 |
| 7. 投资建议..... | 8 |
| 8. 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|------------------------|---|
| 图 1 公司营业收入..... | 5 |
| 图 2 公司单季度营业收入..... | 5 |
| 图 3 公司归母净利润..... | 6 |
| 图 4 公司毛利率与净利率..... | 6 |
| 图 5 公司销售/管理/研发费用率..... | 6 |
| 图 6 公司财务/期间费用率..... | 6 |
| 图 7 公司股权激励计划..... | 7 |

1. 事件概述

上海家化发布 2020 年年报，2020 年全年公司实现营收 70.3 亿元，同比下滑 7.4%；归母净利润 4.3 亿元，同比下滑 22.8%；扣非后净利为 3.96 亿元，同比上升 4.3%。四季度单季度公司实现营收 16.7 亿元，同比下滑 10.3%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 608.71%；扣非后净利为 1.2 亿元，同比由负转正，增长 30810.3%。

分季度看，公司 2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 16.65/20.20/16.78/16.70 亿元，同比 -14.80%/+2.60%/-7.45%/-10.28%；分别实现归母净利润 1.19/0.64/1.29/1.18 亿元，同比-48.89%/-69.52%/+33.37%/+608.71%；扣非后净利润分别为 1.30/0.33/1.13/1.20 亿元，同比-19.00%/-66.69%/-5.5%/+30810.3%。

2. 收入端：调整主要产品结构，护肤品类占比较大

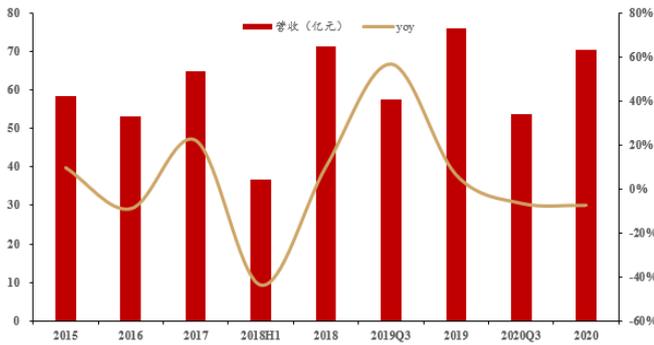
2020 年全年，公司因执行新收入准则，调减营业收入 3.43 亿元，如果不考虑此影响，公司营业收入同比约下滑 2.9%。公司 Q4 营收下滑 10.28%，主要是由于新会计准则的影响以及线下渠道收入的下降。

分产品看，2020 年 Q4 公司根据品类增长策略，结合业务经营实际情况，将主要产品结构调整：护肤品类，包括佰草集、玉泽、典萃、高夫、双妹、美加净；个护家清品类，包括六神、家安等；母婴品类，包括启初、汤美星；合作品牌，包括片仔癀、艾合美、碧缇丝、芳芯。2020 年 Q4 公司护肤品类产品/个护家清品类产品/母婴品类产品/合作品牌产品分别实现收入 7.93/2.15/5.72/0.89 亿元，占比分别为 47.51%/12.88%/34.27%/5.33%。

2020 年 Q4，公司护肤品类产品共生产约 2823 万支，销售约 5194 万支，平均售价为 15.27 元，同比下滑 7.50%；公司个护家清品类共生产约 4127 万支，销售约 3754 万支，平均售价为 5.71 元，同比增长 1.18%；公司母婴品类共生产约 5890 万支，销售约 4939 万支，平均售价为 11.59 元，同比下滑 21.57%。公司合作品牌品类共生产约 405 万支，销售约 658 万支，平均售价为 13.47 元，同比下滑 36.18%。

分渠道来看，2020 年全年公司线上渠道实现 29.76 亿元营业收入，占比约为 42.32%，同比增长 15.24%；公司线下渠道实现 40.52 亿元营业收入，占比约为 57.62%，同比下降 19.09%。其中公司战略性推进汤美星线上业务转型，积极拓展在亚马逊、海外 DTC 网站等渠道的销售，2020 年汤美星电商业务取得快速增长。

图 1 公司营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

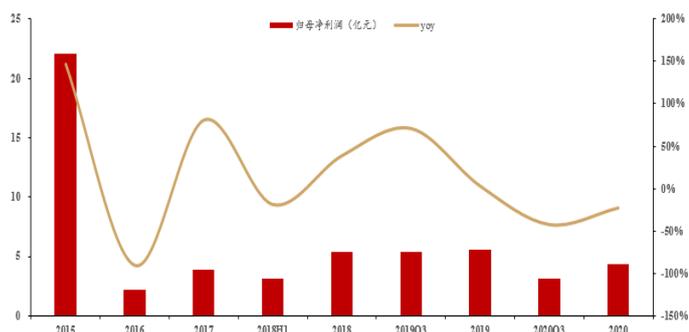
3. 利润端：净利率持续改善，费用率整体下降

盈利能力方面，2020 年全年公司归母净利润同比下滑 22.78%。公司 2020 年 Q4 归母净利润实现 1.18 亿元，同比上升 608.71%，相较于 Q3 增长了 575.34%；扣非后净利润由负转正，同比增长 30475.94%，主要是因为主营业务盈利能力在销售费用和管理费用两项费用的优化驱动下逐渐恢复增长。

公司 2020 年全年毛利率同比下降了 1.9pct 至 59.95%，净利率同比下降了 1.2pct 至 6.12%。单季度看，2020 年 Q4 实现毛利率 54.98%，同比下滑了 7.68pct，环比下滑了 5.82pct；实现净利率 7.07%，同比增长了 6.18pct，环比下滑了 0.60pct。

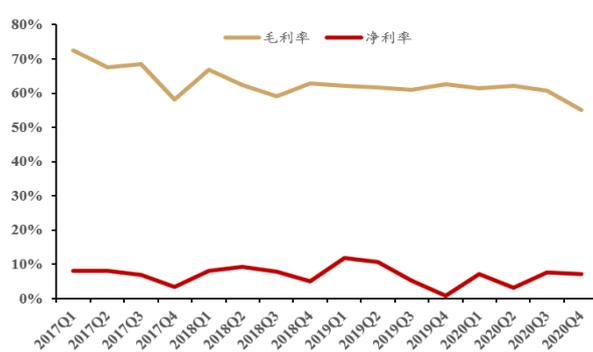
费用方面，2020 年全年期间费用率为 54.50%，同比下降 2.76pct。其中销售费用率为 41.58%，同比下降 0.59pct。管理费用率为 10.25%，同比下降 2.15pct，是期间费用率下降的主要原因。公司财务费用率为 0.62%，同比提升了 0.20pct。2020 年 Q4 的期间费用率为 45.18%，同比下降 15.45pct，环比下降 12.00pct，主要系销售费用率同比下降了 12.48pct。

图 3 公司归母净利润



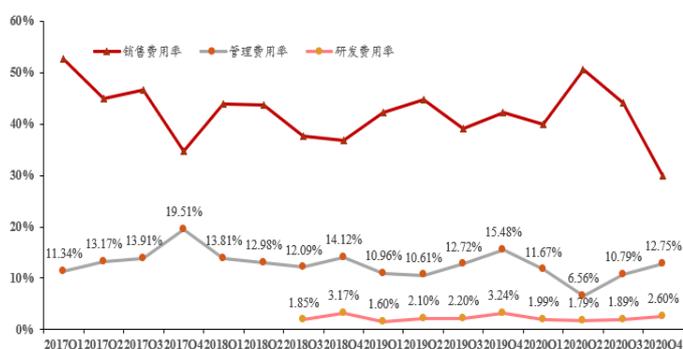
资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 公司毛利率与净利率



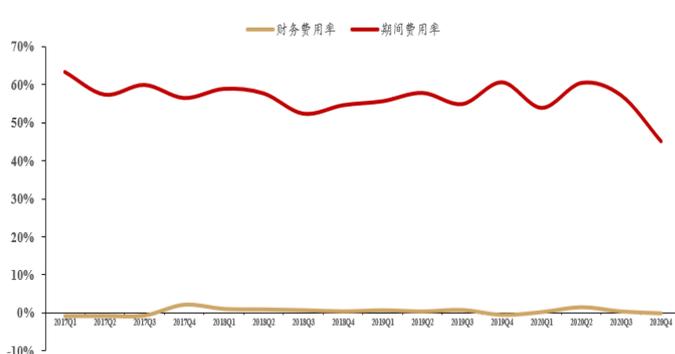
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 5 公司销售/管理/研发费用率



资料来源：wind，华西证券研究所

图 6 公司财务/期间费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2020 年全年公司货币资金 12.87 亿元人民币，同比下降 20.04%；交易性金融资产 27.32 亿元，同比增长 41.27%，主要系本期投资理财产品的金额增加；其他应收款 8.72 亿元，同比增长 31.55%。公司取得投资收益收到的现金 1.07 亿元，同比增长 175.89%，主要是因为银行理财持有期间调整，使得银行理财收益同比增加以及今年定期存款到期收回利息所致。

5. 股权激励方案彰显公司未来信心

根据公司 2020 年 12 月 02 日公告，上海家化联合股份有限公司于 2020 年 11 月 16 日召开七届十六次董事会，审议通过了《关于向激励对象首次授予限制性股票的议案》，根据《上海家化联合股份有限公司 2020 年限制性股票激励计划（草案）》的规定和公司 2020 年第二次临时股东大会的授权，公司董事会已完成限制性股票的首次授予登记工作。其中，首次授予数量为 672.10 万股。首次授予的激励对象共计 135 人，包括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、骨干员工。不包括独立董

事、监事、单独或合计持有上市公司 5%以上股份的股东、上市公司实际控制人及其配偶、父母、子女。授予价格为 19.57 元/股。

在授予之后的缴款过程中，本次激励计划确定的 139 名激励对象中 4 名激励对象因个人原因自愿全额放弃认购公司拟向其授予的限制性股票合计 15.10 万股。调整后，公司首次授予的限制性股票数量由 700.30 万股变更为 672.10 万股。最终公司董事长潘总、副总经理叶总、CFO 兼董秘韩总三位高管分别获授 60/20/20 万股，占授予总量的 8.93%、2.98%、2.98%。中高层管理人员及骨干员工共 132 人共获授 572.10 万股。

除上述事项外，本次完成登记的限制性股票数量以及激励对象与公司披露的《关于向激励对象首次授予限制性股票的公告》一致，未有其他调整。

业绩考核目标分为 A、B 两档。A 档目标为 2021/2022/2023 年营业收入不低于 83/94/106 亿，累计归母净利润不低于 4.8/13.1/24.7 亿。B 档目标为 2021/2022/2023 年营业收入不低于 76/86/98 亿，累计归母净利润不低于 4.1/11.1/21.0 亿。达到 A 档目标可解锁全部股票，达到 B 档目标可解锁 80%+超额部分比例。激励计划的限售期为自授予登记完成之日起 15/27/39 个月，分别解除限售比例 30%/30%/40%。激励计划 2021 年业绩目标相对较低，而 2022 和 2023 年业绩目标较高。反映公司大股东充分考虑到了公司目前需要充分的时间进行调整，给予了管理层高度的支持。

本次激励计划限制性股票首次授予完成后，公司股份总数由 6.71 亿股增加至 6.78 亿股，公司控股股东上海家化(集团)有限公司及其一致行动人授予前共持有公司股份 3.5 亿股，占授予登记完成前公司股本总额的 52.19%；本次授予登记完成后，上海家化(集团)有限公司及其一致行动人持有公司股份不变，占授予登记完成后公司股本总额的 51.68%，持股比例虽发生变动，但仍为公司控股股东。本次限制性股票授予登记完成后不会导致公司控股股东发生变化。

图 7 公司股权激励计划

| | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|
| 业绩考核目标 (A) | | | |
| 营业收入 (亿元) | 83 | 94 | 106 |
| YOY | 13.18% | 13.25% | 12.77% |
| 归属净利润 (亿元) | 4.8 | 8.3 | 11.6 |
| YOY | 35.5% | 72.9% | 39.8% |
| 业绩考核目标 (B) | | | |
| 营业收入 (亿元) | 76 | 86 | 98 |
| YOY | 3.64% | 13.16% | 13.95% |
| 归属净利润 (亿元) | 4.1 | 7.0 | 9.9 |
| YOY | 15.7% | 70.7% | 41.4% |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

6. 大股东股权整合

根据公司 2020 年 11 月 25 日公告，中国平安将通过“中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品”直接持有上海家化 2.62%股份以大宗交易方式转让给家化集团。

截至收购报告书公告之日，本次收购已经履行的相关法律程序有：1、2020年9月4日，家化集团股东平浦投资作出股东决定，同意家化集团以大宗交易方式收购平安人寿持有的上海家化 17,567,886 股股份。2、根据平安人寿与平安资产管理有限责任公司签订的《中国平安人寿保险股份有限公司传统高利率组合资产委托投资管理合同》的约定，平安人寿委托平安资产管理作为其保险资产的投资管理人。2020年9月8日，平安资产管理形成会议决议，同意将平安人寿直接持有的 2.62%上海家化股份通过大宗交易转让给家化集团。

该权益变动属于同一实际控制人控制的不同主体之间进行的转让，主要是为了满足保险业监管要求及便于日常管理。

7. 投资建议

公司作为日化领域龙头，旗下产品品类齐全，覆盖了中低高端产品线。新任董事长上任后，公司确立了“一个中心、两个基本点、三个助推器”的经营方针，新激励方案也彰显了公司对未来的信心，我们坚定看好公司的中长期投资价值。考虑到公司目前经营在持续改善。我们维持此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年营收分别为 84.91/95.53/107.95 亿元，归母净利润分别为 4.83/8.31/11.62 亿元，对应 PE 分别为 56X/33X/23X，维持“买入”评级。

8. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧。
- 2) 公司经营改善不及预期。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 7032.39 | 8491.49 | 9553.31 | 10795.24 | 净利润 | 430.20 | 483.22 | 831.59 | 1162.30 |
| YoY (%) | -7.43% | 20.75% | 12.50% | 13.00% | 折旧和摊销 | 235.55 | 64.41 | 75.15 | 80.52 |
| 营业成本 | 2816.16 | 3239.59 | 3574.00 | 3942.00 | 营运资金变动 | 38.05 | 55.05 | 38.56 | 42.02 |
| 营业税金及附加 | 56.90 | 65.34 | 73.75 | 83.91 | 经营活动现金流 | 643.43 | 449.21 | 793.65 | 1133.46 |
| 销售费用 | 2924.33 | 3693.80 | 3869.09 | 4231.73 | 资本开支 | -105.19 | 13.55 | 5.00 | 5.00 |
| 管理费用 | 720.61 | 1004.54 | 1098.63 | 1209.07 | 投资 | -672.82 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 43.30 | -28.21 | -38.94 | -53.41 | 投资活动现金流 | -670.95 | 163.55 | 155.00 | 155.00 |
| 资产减值损失 | 68.76 | 1.52 | 3.35 | 3.62 | 股权募资 | 131.53 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 171.20 | 150.00 | 150.00 | 150.00 | 债务募资 | -62.31 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 533.75 | 563.50 | 973.34 | 1362.42 | 筹资活动现金流 | -136.21 | -3.70 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外收支 | 0.23 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 现金净流量 | -163.73 | 609.06 | 948.65 | 1288.46 |
| 利润总额 | 533.98 | 568.50 | 978.34 | 1367.42 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 103.78 | 85.27 | 146.75 | 205.11 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 净利润 | 430.20 | 483.22 | 831.59 | 1162.30 | 成长能力 (%) | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 430.20 | 483.22 | 831.59 | 1162.30 | 营业收入增长率 | -7.43% | 20.75% | 12.50% | 13.00% |
| YoY (%) | -22.78% | 12.32% | 72.09% | 39.77% | 净利润增长率 | -22.78% | 12.32% | 72.09% | 39.77% |
| 每股收益 | 0.63 | 0.71 | 1.23 | 1.71 | 盈利能力 (%) | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 毛利率 | 59.95% | 61.85% | 62.59% | 63.48% |
| 货币资金 | 1286.71 | 1895.77 | 2844.42 | 4132.87 | 净利率率 | 6.12% | 5.69% | 8.70% | 10.77% |
| 预付款项 | 46.97 | 66.77 | 69.85 | 76.56 | 总资产收益率 ROA | 3.81% | 3.96% | 6.21% | 7.78% |
| 存货 | 866.51 | 1016.06 | 1124.56 | 1241.29 | 净资产收益率 ROE | 6.62% | 6.92% | 10.65% | 12.95% |
| 其他流动资产 | 3954.72 | 4168.94 | 4367.56 | 4581.76 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 流动资产合计 | 6154.91 | 7147.53 | 8406.38 | 10032.49 | 流动比率 | 2.14 | 2.16 | 2.29 | 2.48 |
| 长期股权投资 | 475.51 | 475.51 | 475.51 | 475.51 | 速动比率 | 1.82 | 1.83 | 1.97 | 2.15 |
| 固定资产 | 1018.62 | 954.21 | 879.06 | 798.54 | 现金比率 | 0.45 | 0.57 | 0.78 | 1.02 |
| 无形资产 | 769.37 | 769.37 | 769.37 | 769.37 | 资产负债率 | 42.46% | 42.87% | 41.71% | 39.96% |
| 非流动资产合计 | 5140.41 | 5067.45 | 4992.31 | 4911.79 | 经营效率 (%) | | | | |
| 资产合计 | 11295.32 | 12214.99 | 13398.69 | 14944.28 | 总资产周转率 | 0.63 | 0.72 | 0.75 | 0.76 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股指标 (元) | | | | |
| 应付账款及票据 | 718.26 | 905.04 | 995.26 | 1095.84 | 每股收益 | 0.63 | 0.71 | 1.23 | 1.71 |
| 其他流动负债 | 2157.46 | 2410.82 | 2672.71 | 2955.41 | 每股净资产 | 9.59 | 10.29 | 11.52 | 13.23 |
| 流动负债合计 | 2875.72 | 3315.86 | 3667.97 | 4051.25 | 每股经营现金流 | 0.95 | 0.66 | 1.17 | 1.67 |
| 长期借款 | 1062.39 | 1062.39 | 1062.39 | 1062.39 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他长期负债 | 857.99 | 857.99 | 857.99 | 857.99 | 估值分析 | | | | |
| 非流动负债合计 | 1920.38 | 1920.38 | 1920.38 | 1920.38 | PE | 62.90 | 55.99 | 32.54 | 23.28 |
| 负债合计 | 4796.10 | 5236.24 | 5588.35 | 5971.63 | PB | 3.62 | 3.88 | 3.46 | 3.02 |
| 股本 | 677.97 | 677.97 | 677.97 | 677.97 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 股东权益合计 | 6499.22 | 6978.75 | 7810.34 | 8972.64 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 11295.32 | 12214.99 | 13398.69 | 14944.28 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。