

2023年06月19日

英华特（301272.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 下周三（6月28日）有一家创业板上市公司“英华特”询价。

◆ **英华特（301272）：**公司主要从事涡旋压缩机的研发、设计、生产、销售和服务。公司2020-2022年分别实现营业收入3.01亿元/3.83亿元/4.48亿元，YOY依次为19.57%/27.41%/17.02%，三年营业收入的年复合增速21.26%；实现归母净利润0.49亿元/0.49亿元/0.70亿元，YOY依次为56.87%/-0.87%/44.50%，三年归母净利润的年复合增速30.98%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入0.81亿元，同比上升28.04%；实现归母净利润0.07亿元，同比上升73.53%。根据初步预测，预计公司2023年1-6月实现归属于母公司所有者净利润为2,770万元至3,223万元，较上年同期变动24.50%至44.85%。

- ① **投资亮点：**1、公司凭借在热泵和冷冻冷藏细分市场的差异化定位打破了外资在国内涡旋压缩机市场的长年垄断。七大外资品牌占据全球90%以上的涡旋压缩机市场，尤其是在下游应用占比最大的商用空调领域。公司包括董事长、研发总监、副总等在内的多名核心高管均来自行业龙头艾默生，早期采用差异化策略定位于更加细分的热泵和冷冻冷藏两大市场，2013年通过发布了首款高温热水用压缩机以及带喷气增焓功能的涡旋式压缩机，打破了外资长年垄断，成为国内第一家实现稳定量产出货的内资涡旋压缩机企业，2021年开始对格力电器进行热泵的批量供货。综合来看，2021年公司涡旋压缩机全球份额仅次于七大外资品牌；国内份额仅次于五大外资品牌。细分来看，公司凭借差异化的先发优势在热泵、冷冻冷藏两大领域2020-2022年的销量均稳居国内第二，仅次于龙头艾默生，且市占率不断提升：其中热泵领域市占率从2020年的16.97%上升至2022年的18.80%；冷冻冷藏领域市占率从2020年的13.73%上升至2022年的15.99%。2、募投项目年产50万台涡旋压缩机项目已建设完毕，助力公司拓展增量市场。公司不断拓宽产品应用领域，凭借更高的性价比优势切入占据涡旋压缩机80%以上应用份额的商用空调领域，积极开拓了知名商用空调品牌直销客户，新增世界领先的商用车空调系统供应商博格思众、欧博空调、长虹空调等客户；公司商用空调应用的直销收入不断提升，由2020年的2,322.86万元提升到2022年的5,870.93万元，CAGR达58.98%。2020-2022年公司年产能20万台，2022年产能利用率已高达128.35%，2022年募投项目“新建年产50万台涡旋压缩机项目”已建设完毕，未来有望助力公司突破产能瓶颈，在夯实原有热泵和冷藏冷冻领域优势的基础上，发力更加广阔的商用空调领域，以及同时加大对美国、巴西、欧洲等国际主流市场的辐射。
- ② **同行业上市公司对比：**公司主要从事涡旋压缩机的研发、设计、生产、销售和服务，产品应用于热泵应用、商用空调应用、冷冻冷藏应用、电驱动车用涡旋四大场景；综合考虑业务与产品类型等方面，选取东亚机械、开山股份、鲍斯股份、三花智控、海立股份、汉钟精机为英华特的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022年平均收入规模为79.53亿元，剔除负值的可比PE-TTM（算术平均）为32.11X，销售毛利率为28.06%；相较而言，公司营收规模和毛利率均低于行业平均。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	43.89
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC执业证书编号：S0910519100001
lihui1@huajinsec.com

相关报告

国科恒泰-新股专题覆盖报告（国科恒泰）
-2023年第125期-总第322期 2023.6.19
天承科技-新股专题覆盖报告（天承科技）
-2023年第125期-总第322期 2023.6.18
致尚科技-新股专题覆盖报告（致尚科技）
-2023年第123期-总第320期 2023.6.16
朗威股份-新股专题覆盖报告（朗威股份）
-2023年第121期-总第318期 2023.6.15
恒工精密-新股专题覆盖报告（恒工精密）
-2023年第122期-总第319期 2023.6.15



容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	300.5	382.9	448.1
同比增长(%)	19.57	27.41	17.02
营业利润(百万元)	57.6	55.6	81.1
同比增长(%)	60.23	-3.32	45.73
净利润(百万元)	49.1	48.7	70.4
同比增长(%)	56.87	-0.87	44.50
每股收益(元)	1.21	1.11	1.60

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、英华特	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	9
(四) 募投项目投入	10
(五) 同行业上市公司指标对比	10
(六) 风险提示	11

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	4
图 4：公司 ROE 变化	4
图 5：主要压缩机	5
图 6：制冷压缩机的分类和应用场景	5
图 7：涡旋压缩机结构	6
图 8：2017-2023 年中国、美洲、印度、EMEA（欧洲、中东、非洲）市场空调、热泵、冷冻冷藏设备用压缩机市场容量（百万美元）	6
图 9：2018-2021 全球和美国涡旋压缩机销量	7
图 10：2020-2021 年全球涡旋压缩机企业品牌前八（按销量）	9
表 1：2021-2026 年全球及美洲、欧洲、中东和非洲、印度、中国和其他地区三大应用场景的制冷压缩机复合增长率	7
表 2：2015-2022 年中国涡旋压缩机销售量和销售金额	8
表 3：2018-2022 年中国商用制冷压缩机销售数量（万台）	8
表 4：公司 IPO 募投项目概况	10
表 5：同行业上市公司指标对比	11

一、英华特

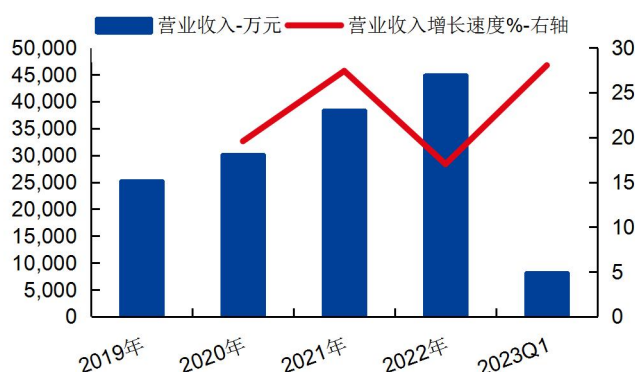
公司是国内第一家实现批量生产并向市场持续稳定供货的内资涡旋压缩机企业，产品应用于热泵应用、商用空调应用、冷冻冷藏应用、电驱动车用涡旋四大场景。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 3.01 亿元/3.83 亿元/4.48 亿元，YOY 依次为 19.57%/27.41%/17.02%，三年营业收入的年复合增速 21.26%；实现归母净利润 0.49 亿元/0.49 亿元/0.70 亿元，YOY 依次为 56.87%/-0.87%/44.50%，三年归母净利润的年复合增速 30.98%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 0.81 亿元，同比上升 28.04%；实现归母净利润 0.07 亿元，同比上升 73.53%。

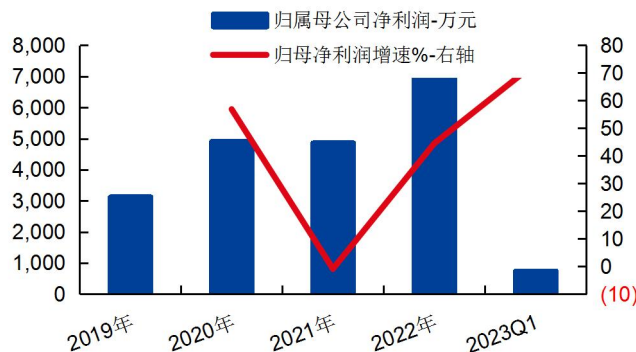
2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为四大板块，分别为热泵应用（1.73 亿元，38.68%）、商用空调应用（1.68 亿元，37.50%）、冷冻冷藏应用（1.04 亿元，23.22%）、电驱动车用涡旋（0.03 亿元，0.61%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



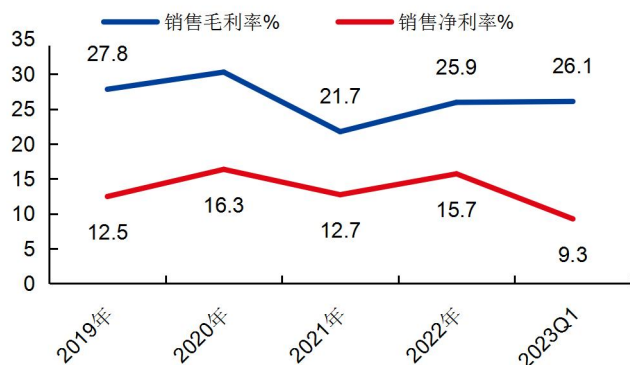
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



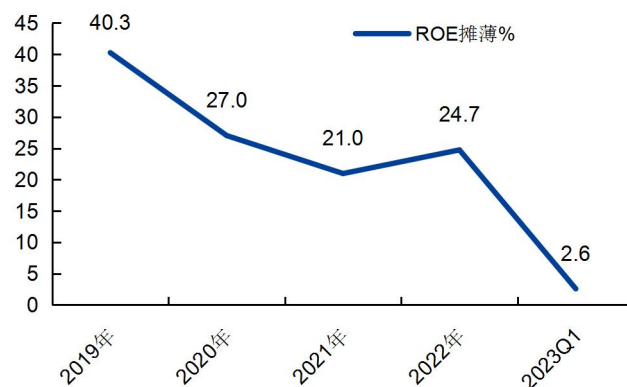
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化

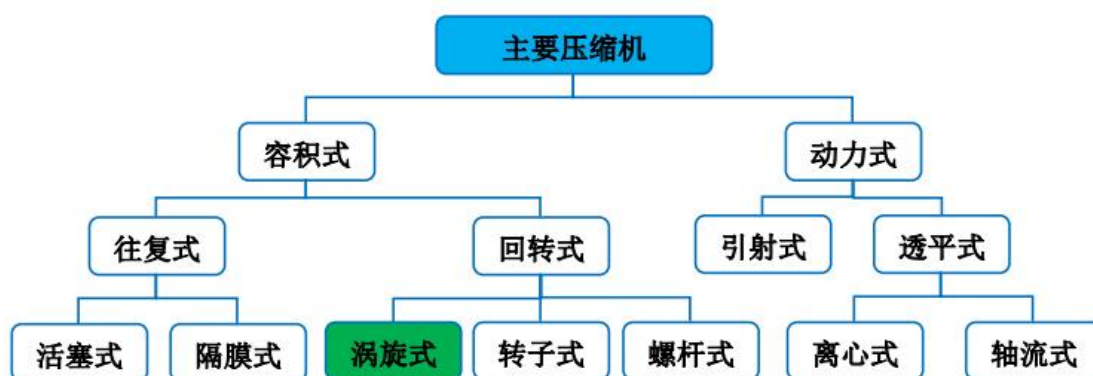


资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

压缩机是将低压气体提升为高压气体的一种从动的流体机械，用来调节气体压力和输送气体。根据国家标准《压缩机分类》（GB/T 4976-2017），压缩机可分为动力式压缩机和容积式压缩机两大类。动力式压缩机通过提高气体运动速度，将其动能转化为压力能来提高气体压力。容积式压缩机则通过改变工作腔容积的大小来提高气体压力。目前，在制冷行业应用较为广泛的压缩机主要有五大类：涡旋式压缩机、离心式压缩机、活塞式压缩机（全封闭、半封闭、开启式）、转子式压缩机、螺杆式压缩机（半封闭、开启式）。

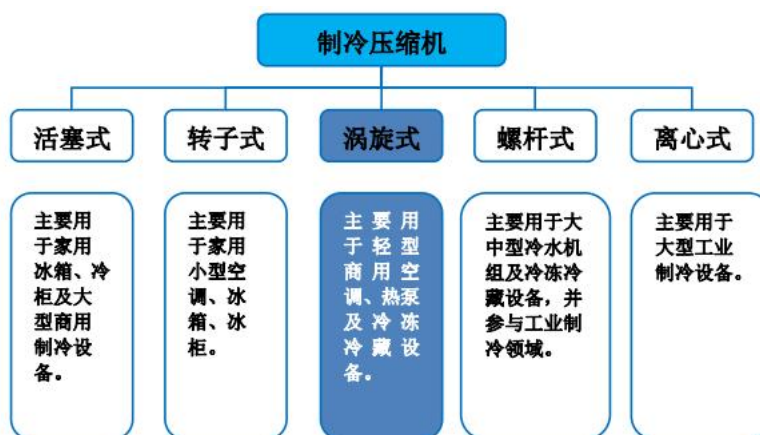
图 5：主要压缩机



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

按照工作气体介质不同，压缩机主要分为空气压缩机和制冷（热泵）压缩机（以下简称“制冷压缩机”）。空气压缩机和制冷压缩机合计市场规模占比超过压缩机总市场规模的 80%，是应用最为广泛的压缩机。空气压缩机主要用于动力输出、化工原料输送等工业用途。在专业语义范畴，采暖制热、空气制冷、冷冻冷藏应用都统称为制冷压缩机。按制冷量差异，制冷压缩机主要分为家用（5HP 及以下）、轻型商用（5-40HP）、大中型商用（40HP-150HP）、特大型商用及工业制冷（150HP-300HP）四大类。

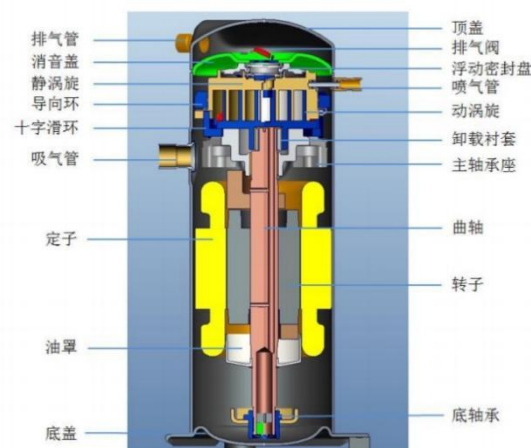
图 6：制冷压缩机的分类和应用场景



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

涡旋压缩机被公认为是技术先进的第三代压缩机，主要用于轻型商用空调、热泵及冷冻冷藏设备。从运动学的角度看，涡旋式压缩机在整个工作过程中，扭矩变化和压力变化均相对小而平稳，使得产品的振动和噪音数据，都表现优秀。相对于活塞式、转子式和螺杆式的压缩机，涡旋式压缩机在能源效率上具有原理性上的优势。同时涡旋式压缩机结构简单、运动部件少，不仅带来了级数的可靠性利好，还带来了成本的优势。

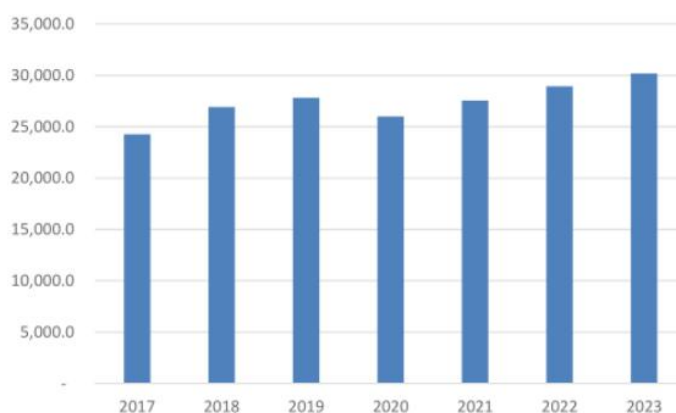
图 7：涡旋压缩机结构



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

20 世纪下半叶，全球制冷和空调产业获得高速发展。制冷压缩机作为制冷和空调设备的核心部件，市场需求广泛，保持了稳定的增长趋势。根据佰世越（BSRIA）研究报告《Heating, Air Conditioning & Refrigeration compressor sales in selected regions: Americas, EMEA, China, India》，2020 年在全球四大主要消费地区（中国、美洲、EMEA、印度）制冷压缩机的市场容量为 260 亿美元，复合增长率 3.7%。其中空调应用 165 亿美元、冷冻冷藏应用 88 亿美元、热泵应用 7 亿美元。

图 8：2017-2023 年中国、美洲、印度、EMEA（欧洲、中东、非洲）市场空调、热泵、冷冻冷藏设备用压缩机市场容量（百万美元）



资料来源：佰世越（BSRIA），华金证券研究所

据佰世越（BSRIA）预计，2022 年全球用于空调、热泵和制冷应用压缩机为 5.021 亿台，增长 3%。热泵压缩机 540 万台、空调压缩机 2.073 亿台和冷冻冷藏设备压缩机 2.894 亿台。考虑通货膨胀后的市场规模为 486 亿美元，增长 15%。

表 1：2021-2026 年全球及美洲、欧洲、中东和非洲、印度、中国和其他地区三大应用场景的制冷压缩机复合增长率

地区/国家	空调压缩机	热泵压缩机	冷冻冷藏设备压缩机
全球	2.5%	6.9%	3.1%
美洲	3.9%	12.5%	1.3%
中国	1.9%	5.3%	4.1%
印度	10.2%	-	6.4%
日本、东南亚、大洋洲	3.5%	1.7%	2.7%
欧洲、中东和非洲市场	3.6%	20.0%	1.1%

资料来源：佰世越（BSRIA），华金证券研究所

根据《2021 年全球涡旋压缩机行业年度研究报告》，2019 年-2021 年，全球涡旋压缩机市场销量增长率分别为 0.1%、-5.0% 和 12.9%，2020 年销量下滑，2021 年已修复前期下滑，增长至 1,680.3 万台，增长率高达 12.9%；2022 年全球市场销量 1,700 万台，小幅增长 1.17%。美国是全球最大的涡旋压缩机消费市场，2019 年-2021 年市场增长率分别为 3.9%、5.9%和 15.6%；2018 年-2021 年全球占比分别为 41.7%、43.3%、48.3%和 49.4%，在过去四年均保持稳定增长。

图 9：2018-2021 全球和美国涡旋压缩机销量（万台）



资料来源：产业在线，华金证券研究所

根据《2021 年全球涡旋压缩机行业年度研究报告》、《2022 年全球用于空调、热泵和制冷应用压缩机市场研究》，中国是全球第二大涡旋压缩机消费市场，2018 年-2022 年全球占比分别为 32.58%、30.70%、27.84%、27.90%和 25.58%。2018 年-2020 年中国市场在全球市场的占比逐渐小幅下降，2021 年与 2020 年的占比基本保持一致。2022 年因中国市场部分客户延缓了采购计划，市场容量小幅下滑 7.22%，全球占比小幅下滑 2.32 个百分点。

轻型商用制冷一般指制冷量区间在 3-40HP，其中 5HP 以上涡旋压缩机占据主导支配地位，3-5HP 低制冷量区间涡旋压缩机和转子压缩机并存竞争。大中型商用领域一般指制冷量区间在 40-150HP，形成了涡旋压缩机、半封活塞压缩机、螺杆压缩机共同竞争的市场格局。150-300HP 为特大型商用及工业用途，主要为离心式压缩机。

表 2：2015~2022 年中国涡旋压缩机销售量和销售金额

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
总销量（万台）	458.28	471.22	559.11	509.87	480.90	414.45	468.75	434.89
其中：3-40HP 商用市场销量（万台）	445.58	452.32	543.93	495.71	468.66	402.85	455.77	423.16
销售总额（亿元）	79.36	83.44	97.47	94.16	92.00	84.77	102.71	101.99
其中：3-40HP 商用市场销售额（亿元）	77.54	80.76	95.35	92.88	90.90	83.72	100.69	100.18

资料来源：产业在线，华金证券研究所

根据产业在线《2020 年中国 3HP 以上商用制冷压缩机销售 844 万台同比降 3.67%》、《2021 年中国 3HP 以上商用制冷压缩机销售 1132 万台 同比增 34.07%》、《2022 年中国 3HP 以上商用制冷压缩机销售 1143 万台 同比增 1.0%》，我国商用制冷压缩机（3HP 以上）市场规模在 2018 年至 2022 年间保持稳定增长：总销量从 839.98 万台增长至 1,142.87 万台，复合增长率为 8.00%；总销售额从 189.24 亿元增长至 250.67 亿元，复合增长率为 7.28%。2018 年至 2021 年涡旋压缩机占商用制冷压缩机（3HP 以上）市场份额稳定在 40%-50%，居五大商用制冷压缩机之首，销售规模从 92.88 亿元增长至 100.18 亿元，复合增长率为 1.91%。

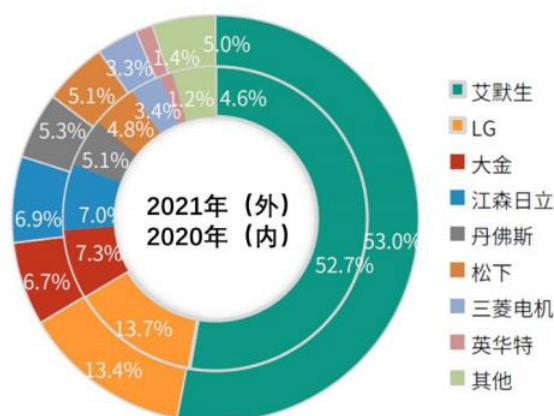
表 3：2018-2022 年中国商用制冷压缩机销售数量（万台）

序号	类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
1	漩涡式	495.71	468.66	402.85	455.77	423.16
2	转子式	321.20	384.94	419.02	650.85	695.16
3	活塞式	15.49	15.02	14.32	15.99	15.25
4	螺杆式	6.22	6.25	6.45	7.22	7.20
5	离心式	1.35	1.45	1.55	1.95	2.09
合计		839.98	876.31	844.19	1,131.78	1,142.87

资料来源：产业在线，华金证券研究所

根据《2021 年全球涡旋压缩机行业年度研究报告》，目前国内外从事涡旋压缩机生产和销售的企业主要包括八家：艾默生电气、LG、江森日立、大金、丹佛斯、松下电器、三菱电机、英华特。其中，2021 年七大外资品牌合计占据全球 93.7% 的市场份额，艾默生占据全球 53.0% 的市场份额。LG 主要产能在韩国，三菱电机的主要产能在泰国，其他五大外资品牌均将中国作为重要的生产基地和销售市场，凭借先发优势高度垄断我国涡旋压缩机市场，2022 年合计占据中国 80.29% 的市场份额。

图 10：2020-2021 年全球涡旋压缩机企业品牌前八（按销量）



资料来源：产业在线，华金证券研究所

我国涡旋压缩机行业发展目标为高性能、高质量、高可靠性发展，节能环保成为行业发展趋势，行业下游市场空间巨大。空调和热泵是实现节能减排、改善能源体系结构、提高能源利用效率的关键设备之一，近年来，从我国政策导向到空调、热泵等设备用户自身，对节能环保产品的需求日益增长，市场需求的提升不断驱动涡旋压缩机行业相关产品和技术发展升级，带动供给增长。同时我国还在推进新型城镇化建设以及建筑、工业等多个领域的节能减排和绿色低碳行动，存量建筑中央空调、取暖系统也存在改造升级的市场需求，涡旋压缩机行业的长期稳定发展面临着良好的市场机遇。

国家持续关注并大力支持高端制造业的国产替代。在国家“积极推进供应链国产化”的政策导向下，国内下游空调、热泵、冷冻冷藏设备企业逐渐采用拥有价格和服务优势的国内品牌，降低采购成本，减少了对外资供应商的依赖，涡旋压缩机市场存在较大的外资替代空间。

（三）公司亮点

1、公司凭借在热泵和冷冻冷藏细分市场的差异化定位打破了外资在国内涡旋压缩机市场的长年垄断。七大外资品牌占据全球 90%以上的涡旋压缩机市场，尤其是在下游应用占比最大的商用空调领域。公司包括董事长、研发总监、副总等在内的多名核心高管均来自行业龙头艾默生，早期采用差异化策略定位于更加细分的热泵和冷冻冷藏两大市场，2013 年通过发布了首款高温热水用压缩机以及带喷气增焓功能的涡旋式压缩机，打破了外资长年垄断，成为国内第一家实现稳定量产出货的内资涡旋压缩机企业，2021 年开始对格力电器进行热泵的批量供货。综合来看，2021 年公司涡旋压缩机全球份额仅次于七大外资品牌；国内份额仅次于五大外资品牌。细分来看，公司凭借差异化的先发优势在热泵、冷冻冷藏两大领域 2020-2022 年的销量均稳居国内第二，仅次于龙头艾默生，且市占率不断提升：其中热泵领域市占率从 2020 年的 16.97%上升至 2022 年的 18.80%；冷冻冷藏领域市占率从 2020 年的 13.73%上升至 2022 年的 15.99%。

2、募投项目年产 50 万台涡旋压缩机项目已建设完毕，助力公司拓展增量市场。公司不断拓宽产品应用领域，凭借较竞品更高能效水平和运行范围，以及相似可靠性水平下的性价比优势切入占据涡旋压缩机 80%以上应用份额的商用空调领域，积极开拓了知名商用空调品牌直销客户，新增世界领先的商用车空调系统供应商博格思众、欧博空调、长虹空调等客户；公司商用空调应

用的直销收入不断提升，由 2020 年的 2,322.86 万元提升到 2022 年的 5,870.93 万元，CAGR 达 58.98%。2020-2022 年公司年产能 20 万台，2022 年产能利用率已高达 128.35%，2022 年募投项目“新建年产 50 万台涡旋压缩机项目”已建设完毕，未来有望助力公司突破产能瓶颈，在夯实原有热泵和冷藏冷冻领域优势的基础上，发力更加广阔的商用空调领域，以及同时加大对美国、巴西、欧洲等国际主流市场的辐射。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、新建年产 50 万台涡旋压缩机项目：**本项目充分利用公司在涡旋压缩机产品上丰富的技术积累，扩大产能、实现产能扩张、配套能力提升、挖掘公司技术价值，并切实提高产品品质，优化质量管理、降低生产成本。
- 2、新建涡旋压缩机及配套零部件的研发、信息化及产业化项目：**通过本项目的建设，公司将增强配套电机、零部件自主生产能力；本项目依托公司技术实力，研发并升级电驱动车用涡旋产品，实现产业升级。

表 4：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金 额(万元)	项目建设期
1	新建年产 50 万台涡旋压缩机项目	20,000.00	17,360.00	-
2	新建涡旋压缩机及配套零部件的研发、信息化及产业化项目	30,506.00	30,506.00	-
3	补充流动资金	5,000.00	5,000.00	-
	总计	55,506.00	52,866.00	

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 4.48 亿元，同比增长 17.02%；实现归属于母公司净利润 0.70 亿元，同比增长 44.50%。根据初步预测，预计公司 2023 年 1-6 月实现营业收入 23,811 万元至 24,971 万元，较上年同期变动 26.32%至 32.48%；预计实现归属于母公司所有者的净利润 2,770 万元至 3,223 万元，较上年同期变动 24.50%至 44.85%；扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为 2,670 万元至 3,103 万元，较上年同期变动 25.91%至 46.32%。

公司主要从事涡旋压缩机的研发、设计、生产、销售和服务，产品应用于热泵应用、商用空调应用、冷冻冷藏应用、电驱动车用涡旋四大场景；综合考虑业务与产品类型等方面，选取东亚机械、开山股份、鲍斯股份、三花智控、海立股份、汉钟精机为英华特的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年平均收入规模为 79.53 亿元，剔除负值的可比 PE-TTM(算术平均)为 32.11X，销售毛利率为 28.06%；相较而言，公司营收规模和毛利率均低于行业平均。

表 5：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2022 年收入 (亿元)	2022 年 收入增速	2022 年归 母净利润 (亿元)	2022 年净 利润增长 率	2022 年 销售毛利 率	2022 年 ROE 摊薄
301028.SZ	东亚机械	41.76	27.50	7.95	-11.01%	1.60	-11.62%	32.10%	13.51%
300257.SZ	开山股份	146.06	38.46	37.54	7.73%	4.09	34.58%	32.22%	7.06%
300441.SZ	鲍斯股份	39.37	36.67	20.54	-5.42%	1.11	-58.34%	32.54%	6.84%
002050.SZ	三花智控	1,055.00	38.76	213.48	33.25%	25.73	52.81%	26.08%	19.88%
600619.SH	海立股份	69.11	-201.05	165.03	4.66%	0.35	-89.02%	9.63%	0.58%
002158.SZ	汉钟精机	128.17	19.14	32.66	9.55%	6.44	32.27%	35.78%	21.09%
301272.SZ	英华特	/	/	4.48	17.02%	0.70	44.50%	25.94%	24.74%

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 6 月 19 日），华金证券研究所

（六）风险提示

房产调控政策影响商用空调市场的需求、市场竞争加剧、原材料价格波动、中美贸易摩擦、技术迭代过快、汇率波动、经销商管理不善等风险。

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

李蕙声明，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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn