

2023年07月23日

# 孩王转债（123208.SZ）申购分析

## 主题报告

### 创新型亲子家庭全渠道服务提供商

#### 投资要点

- ◆ 本次发行规模 10.39 亿元，期限 6 年，评级为 AA/AA（新世纪）。转股价 11.63 元，到期补偿利率为 8% 属一般水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 21 日中债 6YAA 企业债到期收益率 3.8748% 贴现率计算，纯债价值 91.99 元，对应 YTM 为 2.41%，债底保护性较好。
- ◆ 总股本稀释率 7.44%、流通股本稀释率 12.67%，有一定摊薄压力。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0036%。
- ◆ 截至 2023 年 7 月 21 日，公司 PE(TTM) 77.16，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 0.26%，低于同行业可比上市公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 35.10% 分位数，估值弹性较高。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于一般水平为 12.65%。
- ◆ 年初至今公司股价下降 13.13%，行业指数（申万三级-专业连锁III）下降 14.33%，公司跑赢行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 55.40%，剩余限售股将于 2023 年 10 月 16 日和 2024 年 10 月 14 日解禁，届时将面临一定的解禁压力。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价为 19% 左右，对应价格为 109.36 元~120.87 元。
- ◆ 风险提示：
  - 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
  - 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
  - 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
  - 4、正股股价波动风险。
  - 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

罗云峰

 SAC 执业证书编号：S0910523010001  
 luoyunfeng@huajinsec.cn

#### 相关报告

- 国内植被恢复技术领航者-冠中转债（123207.SZ）申购分析 2023.7.20
- 国内知名交通和城乡发展智库-华设转债（113674.SH）申购分析 2023.7.20
- 人居水环保行业先进技术企业-开能转债（123206.SZ）申购分析 2023.7.19
- 智能电力领域领先企业-煜邦转债（118039.SH）申购分析 2023.7.19
- 经济筑底，企稳可期 2023.7.17



## 内容目录

一、孩王转债分析 .....	3
（一）转债分析 .....	3
（二）中签率分析 .....	3
二、正股分析 .....	4
（一）公司简介 .....	4
（二）行业分析 .....	5
（三）财务分析 .....	7
（四）估值表现 .....	9
（五）募投项目分析 .....	10
三、定价分析 .....	10
风险提示: .....	11

## 图表目录

图 1: 中国奶粉进口均价 (万美元/万吨) .....	6
图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元) .....	7
图 3: 营业收入情况 (万元, %) .....	8
图 4: 归母净利润情况 (万元, %) .....	8
图 5: 公司经营现金流情况 (万元) .....	9
图 6: 近一年行业指数及孩子王股价走势 .....	10
图 7: 利群转债及正股表现情况 (%) .....	11
图 8: 家悦转债及正股表现情况 (%) .....	11
表 1: 孩王转债基本要素 .....	3
表 2: 公司主营收入分产品 (万元) .....	5
表 3: 公司主要商品品类的采购金额 (万元) .....	5
表 4: 公司主要财务指标 .....	8
表 5: 期间费用情况 (万元) .....	8
表 6: 同行业可比上市公司 (亿元, %) .....	9

## 一、孩王转债分析

### （一）转债分析

本次发行规模 10.39 亿元，期限 6 年，评级为 AA/AA（新世纪）。转股价 11.63 元，到期补偿利率为 8% 属一般水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 21 日中债 6YAA 企业债到期收益率 3.8748% 贴现率计算，纯债价值 91.99 元，对应 YTM 为 2.41%，债底保护性较好。

总股本稀释率 7.44%、流通股本稀释率 12.67%，有一定摊薄压力。

表 1：孩王转债基本要素

基本要素			
债券简称	孩王转债	债券代码	123208.SZ
正股简称	孩子王	股票代码	301078.SZ
评级	AA/AA（新世纪）	认购代码	371078.SZ
发行金额	10.39	发行期限	6
转股价（元/股）	11.63	起息日	2023-07-24
转股起始日	2024-01-29	转股结束日	2029-07-23
下修条款	15/30, 85%	强赎条款	15/30, 130%
回售条款	30, 70%，附加回售	补偿利率	8.00%
利率	0.30%，0.50%，1.00%，1.50%，1.80%，2.00%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	0.9343
总股本稀释率	7.44%	流通股本稀释率	12.67%
募集资金用途	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	零售终端建设项目	83,270.24	76,400.00
	智能化物流中心建设项目	29,413.18	27,500.00
	合计	112,683.42	103,900.00
主要指标			
转股价	11.63	折现率（2023/7/21）	3.8748%
债券面值	100	平价溢价率	5.16%
正股收盘价 （2023/7/21）	11.25	转股溢价率	3.38%
纯债价值	91.99	纯债溢价率	8.71%
平价	96.73	纯债 YTM	2.41%

资料来源：Wind，华金证券研究所

### （二）中签率分析

截至 2023 年 6 月，孩子王前十大股东持股比例合计 51.73%，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 80%，剩余股东参与比例为 50%，则股东优先配售比例为 65.52%。网上申购额

度为 3.58 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0036%。

## 二、正股分析

### （一）公司简介

截至 2022 年末，江苏博思达为公司的控股股东，江苏博思达持有公司 277,563,504 股股份，持股比例为 24.96%。同时，江苏博思达的一致行动人南京千秒诺、南京子泉分别持有公司 11.49% 和 4.26% 的股份。公司的实际控制人为汪建国先生。汪建国先生通过其全资持有的江苏博思达以及其一致行动人南京千秒诺、南京子泉间接控制公司 40.72% 的股份。截至 2022 年末，公司控股股东、实际控制人所持公司股份不存在质押、冻结或其他有争议的情况，无股权质押风险。

孩子王主要从事母婴童商品零售及增值服务，是一家数据驱动的，基于顾客关系经营的创新型亲子家庭全渠道服务提供商。自设立以来，公司立足于为准妈妈及 0-14 岁婴童提供一站式购物及全方位成长服务，通过“科技力量+人性化服务”，深度挖掘客户需求，通过大量场景互动，建立高粘度客户基础，开创了以会员关系为核心资产的单客经营模式。近三年，公司主营业务收入主要包括母婴商品销售收入、母婴服务收入、供应商服务收入、广告收入和平台服务收入。其中，公司的核心业务为母婴尚品，近三年占主营收入比重在 87% 以上。公司主要通过线下直营门店和线上渠道向目标用户群体销售食品（奶粉、零食辅食、营养保健）、衣物品（内衣家纺、外服童鞋）、易耗品（纸尿裤、洗护用品）、耐用品（玩具、文教智能、车床椅）等多个品类，产品品种逾万种，母婴尚品以中高端品牌为主。

公司开创“单客”经济模式，提升会员产值。截至 2022 年末，公司会员人数超过 6,000 万人，较 2019 年初的 2,452 万人增长一倍，其中最近一年活跃用户近 1,000 万人，会员贡献收入占公司全部母婴商品销售收入的 96% 以上。同时，公司推出了付费会员——黑金 PLUS 会员，截至 2022 年末，公司累计黑金会员规模近 100 万人，单客年产值达到普通会员的 13 倍左右。

采购模式方面，近三年，公司主要通过孩子王采购中心进行集中采购，再根据运营需要统一销售、配送至各地子公司管理的直营门店。公司建立了较为完善的采购管理体系，并采用电子化供应商管理系统和自动补货系统，提高整体采购效率。销售模式方面，公司的商品销售主要面向终端消费者。近三年，公司的全渠道销售战略根据销售渠道的不同，分为线上销售和线下销售两类。其中，线下销售指公司通过在全国开设的门店在店内向客户销售商品；线上销售指客户通过移动端 APP、微信公众号、小程序、微商城等在门店或第三方电商平台下单，再由门店或仓库配送到家，最大程度实现同城当日达，满足消费者及时性购物需求。公司母婴商品线上销售收入占比从 2020 年的 30.79% 上升至 2022 年的 49.97%。截至 2022 年末，孩子王 APP 已拥有超过 4,724 万用户，月活跃用户数超 139 万人；孩子王小程序累计用户约为 4,734 万户，单日使用人数最高超过 50 万人。在完成采购、质检及订单确认等环节后，公司通过自有仓储体系和第三方承运商提供的物流服务，将商品配送至消费者手中。在仓储布局方面，为保障对全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平，提升发货、配送时效，加强消费者购物体验，公司建立了

与门店布局和线上销售相匹配的，包括中央仓（CDC）、区域仓（RDC）和城市中心仓（FDC）在内的三级仓储体系。

表 2：公司主营收入分产品（万元）

	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
母婴商品	741,627.04	87.74%	783,511.49	87.46%	738,642.00	89.21%
母婴服务	25,075.40	2.97%	25,821.70	2.88%	22,187.05	2.68%
供应商服务	60,505.50	7.16%	67,685.88	7.56%	51,879.28	6.27%
平台服务	10,642.79	1.26%	10,222.28	1.14%	8,238.67	0.99%
广告	7,404.64	0.88%	8,566.15	0.96%	7,077.85	0.85%
合计	845,255.37	100.00%	895,807.49	100.00%	828,024.85	100.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 3：公司主要商品品类的采购金额（万元）

商品类别	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
奶粉	458,326.47	58.58%	453,838.80	55.14%	423,173.79	53.71%
纸尿裤	83,991.11	10.73%	94,752.55	11.51%	103,987.47	13.20%
洗护用品	43,780.34	5.60%	50,590.73	6.15%	58,219.97	7.39%
零食辅食	53,165.13	6.79%	54,743.36	6.65%	49,886.01	6.33%
其他母婴商品	143,163.26	18.30%	169,136.44	20.55%	152,661.36	19.38%
合计	782,426.31	100.00%	823,061.88	100.00%	787,928.60	100.00%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）行业分析

公司主营业务系通过线下直营门店和线上电子商务平台为客户提供母婴商品及服务，属于母婴行业。母婴产业是指面向孕产妇及 0-14 岁的婴童群体，满足其衣、食、住、行、用、玩、教等多元化需求。母婴产业涉及商品生产、零售、生活服务、教育、娱乐、医疗卫生等多个行业，属于综合性消费行业。依据商品形态的不同，母婴产业可分为“商品”和“服务”两大板块，其中，商品主要包括食品（奶粉、婴儿辅食等）、易耗品（纸尿裤、洗护用品等）、耐用品（玩具、婴儿车床）、服装和孕产妇商品等，服务则涵盖教育、医疗、娱乐出行等多个方面。母婴零售行业处于整个母婴产业链的中游，其上游主要为母婴产品品牌商或服务提供商，下游则为终端消费客户。

近年来，我国母婴零售行业在国家经济发展及市场需求的拉动下保持了较快增长，但由于我国母婴零售行业进入门槛较低，行业内企业数量众多且规模较小，市场集中度不高。目前，线下渠道主要以母婴专营连锁零售店为主。该市场相对分散，除少数龙头企业外，主要为中小型连锁店和个体店。线上渠道主要以综合性电商为主。综合电商依靠流量优势，品类协同性和规模采购能力涉足母婴市场，主要代表包括天猫、京东、苏宁等。其他垂直孕婴童电商、垂直母婴社区则主要基于母婴市场的小众需求，通过提供个性化、专业化服务吸引流量，再通过电商、广告、知识付费等方式实现流量变现。

公司主要从事母婴童商品零售及增值服务，是一家数据驱动的，基于顾客关系经营的创新型亲子家庭全渠道服务提供商。近三年，公司一方面加快门店布局，在江苏、安徽、四川、湖南、浙江、山东等全国 20 个省（市）开设了 508 家直营数字化门店，门店面积平均约 2,300 平米（最大超过 7,000 平米）；另一方面，公司构建了包括移动端 APP、微信公众号、小程序、微商城等在内的线上平台，向目标用户群体提供多样化的母婴童商品及服务。公司业务规模在国内母婴零售行业中位居前列。（相关资料来源可转债募集说明书）

国内可比上市公司则包括爱婴室、红旗连锁、步步高、中百集团和永辉超市。

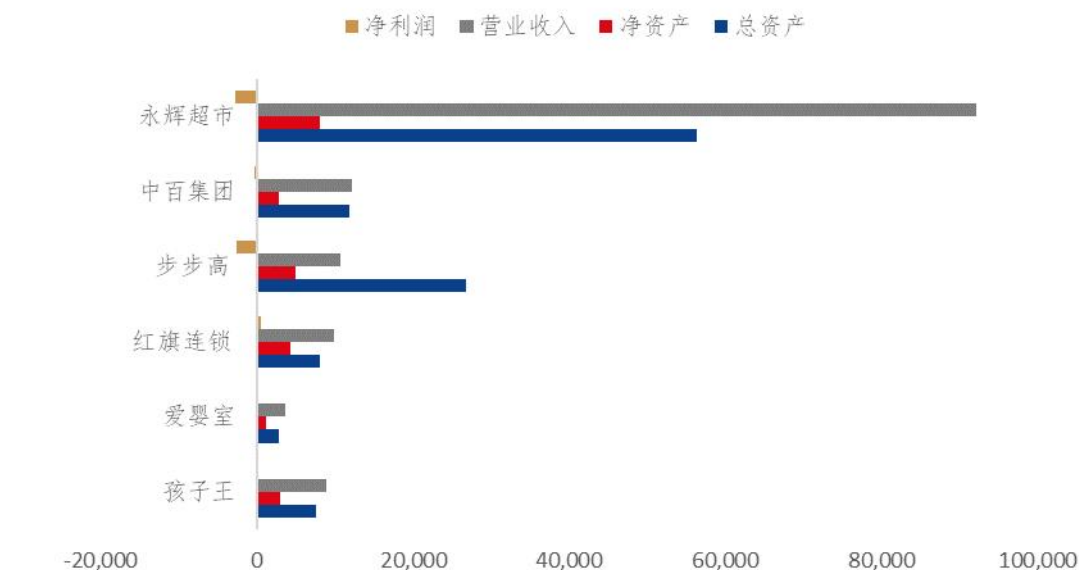
图 1：中国奶粉进口均价（万美元/万吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所



图 2：2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）财务分析

2020 年至 2022 年，公司营业收入波动不大，归母净利润下降明显。截至 2022 年末，公司会员数量超过 6,000 万人，为公司未来业务持续稳步发展奠定了基础。2022 年公司扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润较上年同期下降 37.21%，主要原因：（1）2022 年，部分地区门店出现暂停营业的情况，在短期内对公司的经营造成一定影响；（2）最近两年，公司门店数量陆续增加，运营成本随之增加，但由于上述新增门店运营时间较短，门店收入和盈利水平提升需要一定的时间，从而影响公司净利润水平。

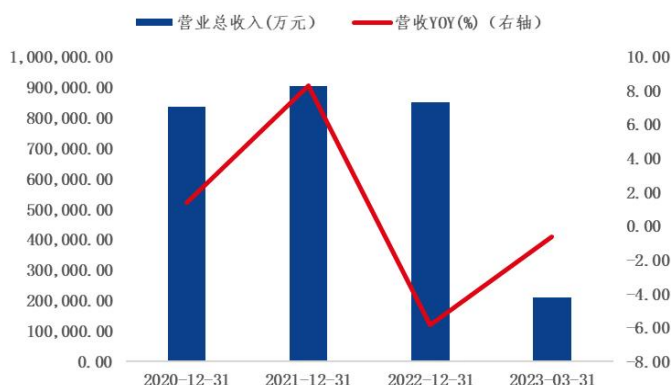
近三年及一季度，公司流动比率和速动比率分别为总体较为稳定，且处于合理区间内，短期偿债压力较小。公司资产负债率总体较为稳定。其中，2021 年末，公司资产负债率上升，主要是因为新增确认租赁负债引起。近三年，公司应收账款周转率保持在较高水平，主要是因为公司从事母婴商品零售及相关服务，主要客户为终端个人消费者，因此基本采用即时结算方式通过现金、银行系统、第三方支付平台进行支付，应收账款余额较低，资金回笼情况良好，发生坏账的风险较低。随着供应商服务业务、广告业务收入占比的持续上升，应收账款周转率有所下降。2023 年一季度，公司应收账款同比增加 43.43%，主要系公司部分应收账款尚未到结算时点。近三年，公司存货周转率维持在较高水平，2021 年以来，随着公司存货管理的日趋成熟，加之信息系统提供大数据支持，公司备货量也趋近合理。

近三年及一季度，公司期间费用率保持稳定，财务费用的波动相对较大。随着公司线下门店布局范围的扩大、管理成本的提升、数字化研发等成本支出的提高，以及 2021 年开始执行新租赁准则影响，公司期间费用保持增长趋势。销售费用方面，2021 年销售费用较 2020 年增加 32,029.59 万元，主要是由于：（1）随着公司线下门店的持续布局，相应增加门店人员编制，公司门店销售人员的工资性支出增加；（2）公司自 2021 年 1 月 1 日起开始执行新租赁准则，按准

则规定新增确认租赁资产，并新增确认相应的折旧费用，由于 2021 年公司净增加门店 61 家，使得当年折旧费用与租赁及物业费合计净增加 10,857.36 万元。财务费用方面，公司利息支出 2021 年上升较快，主要系公司自 2021 年 1 月 1 日起开始执行新租赁准则，新增确认租赁负债，进而将租赁付款总额与其现值的差额确认为未确认融资费用，并在租赁期内进行摊销形成财务费用。利息收入主要系随着公司销售规模的不断扩大，流动性货币资金也持续增加，利息收入相应保持较高水平。2020 年公司汇兑损益较高，主要是因为汇率波动，导致欧元借款及美元存款形成汇兑损失。

近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别保持稳定。公司处于零售行业，主要采取即时结算方式，回款能力较强，使得公司经营性现金流较为充裕。公司经营活动产生的现金流量净额高于净利润的主要原因系固定资产折旧、长期待摊费用摊销、投资收益、存货及经营性应收应付项目的变动导致。受零售行业经营特点影响，公司经营回款较快，且可利用对供应商议价能力，获取有利的付款条件，因此现金流较为充裕，且高于净利润，与同行业可比公司较为一致。其中 2021 年公司经营活动产生的现金流量净额较 2020 年减少 26,950.60 万元，主要是由于经营性应付项目减少。

图 3：营业收入情况（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：归母净利润情况（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 4：公司主要财务指标

财务指标	2023 年 3 月末	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	1.73	1.57	1.54	1.54
速动比率	1.37	1.21	1.20	1.19
资产负债率	60.19%	62.29%	64.95%	58.38%
应收账款周转率	22.07	103.02	122.67	145.84
存货周转率	1.68	6.30	6.67	5.91

资料来源：Wind，华金证券研究所

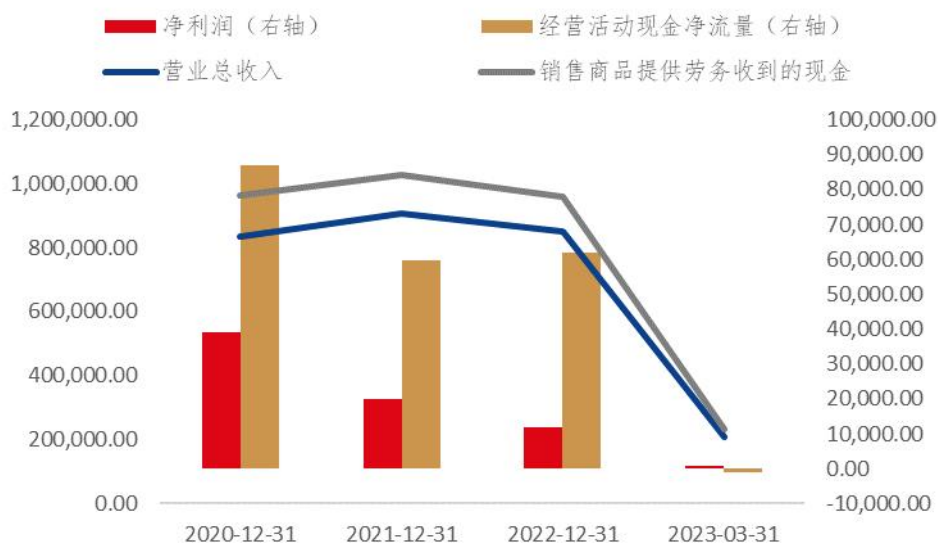
表 5：期间费用情况（万元）

项目	2023 年 1-3 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
销售费用	41,297.51	181,489.42	193,825.09	161,795.50
管理费用	11,165.47	44,706.95	43,741.70	38,622.65
研发费用	1,511.58	8,831.43	10,094.52	8,705.72
财务费用	2,258.68	8,781.36	14,475.02	4,897.66
期间费用率	26.83%	28.62%	28.97%	25.61%

资料来源：Wind，华金证券研究所



图 5：公司经营现金流情况（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

#### （四）估值表现

截至 2023 年 7 月 21 日，公司 PE(TTM) 77.16，高于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE 0.26%，低于同行业可比上市公司平均值（剔除负值），同时处于自身上市以来 35.10%分位数，估值弹性较高。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于一般水平为 12.65%。

年初至今公司股价下降 13.13%，行业指数（申万三级-专业连锁III）下降 14.33%，公司跑赢行业指数。

公司流通市值占总市值比例为 55.40%，剩余限售股将于 2023 年 10 月 16 日和 2024 年 10 月 14 日解禁，届时将面临一定的解禁压力。

表 6：同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	证券简称	流通市值	总市值	PE(TTM)	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 6 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	ROE
301078.SZ	孩子王	69.31	125.11	77.16	-11.42	6.23	-4.98	-26.13	0.26
603214.SH	爱婴室	23.47	23.47	23.26	5.90	-17.37	-32.84	-1.15	-6.59
002697.SZ	红旗连锁	67.25	84.86	16.82	14.50	19.07	51.32	69.39	2.90
002251.SZ	步步高	45.35	45.35	-1.70	15.38	28.53	13.81	34.81	3.96
000759.SZ	中百集团	32.98	34.26	-11.03	12.78	6.68	13.56	20.51	0.36
601933.SH	永辉超市	302.20	302.20	-11.80	6.39	85.05	99.40	79.23	2.26

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及孩子王股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （五）募投项目分析

本次募集资金投资项目情况如下：

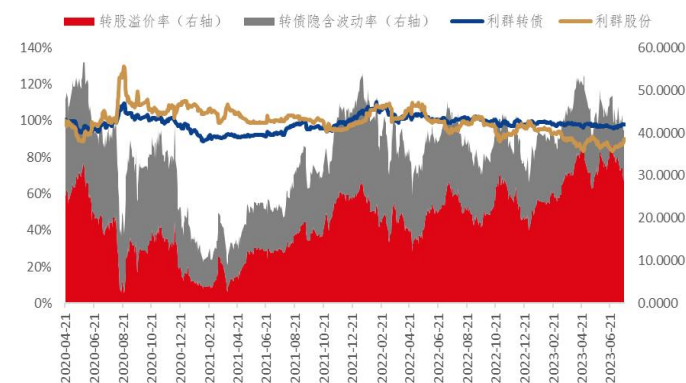
- 1、零售终端建设项目。项目实施主体为公司及各地区全资子公司，本项目计划未来 3 年在江苏、安徽、浙江、四川、湖南、山东等全国 22 个省（市）新建线下门店 169 家，并新增智慧门店试点设备投入，提高门店数字化、智能化运营能力，提升公司的市场占有率和品牌知名度，满足消费者不断升级的购物需求。项目计划总投资额为 83,270.24 万元，其中拟使用募集资金 76,400.00 万元，分 36 个月投入，项目建设完成后收入稳定年可实现新增营业收入 356,374.06 万元（不含税），净利润 11,764.52 万元。
- 2、智能化物流中心建设项目。项目拟在济南、上海、广州、武汉、西安、天津、成都等城市新建、扩建仓储基地，同时增加公司自建西南物流仓的智能化设备投入，完善仓网体系，提高仓储物流的运行效率和管理能力，实现线下门店和线上订单的高效配送，满足市场及客户快速增长的需求。本项目计划总投资额为 29,413.18 万元，其中拟使用募集资金 27,500.00 万元，分 36 个月投入。本项目不会产生直接的经济效益，而是为公司主营业务提供辅助支持。

## 三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

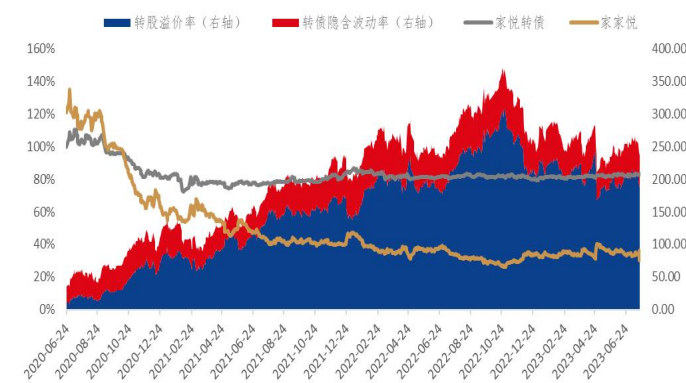
（1）同行业可比券参考利群转债（2020-04-21 上市，规模 18 亿，期限 6 年，评级为 AA/AA，上市后首日收盘价 108.3 元，转股溢价率为 23.48%），家悦转债（2020-06-24 上市，规模 6.45 亿，期限 6 年，评级为 AA/AA，上市后首日收盘价 128 元，转股溢价率为 10.21%）。

图 7：利群转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：家悦转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（2）选取 2019 年 6 月 10 日至 2023 年 6 月 9 日的 402 只可转债进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率 $y$ ，自变量分别为可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数（ $x_1$ ）、转债发行前一日的中证转债成交额（亿元）（ $x_2$ ）、转股价格的倒数（ $x_3$ ）。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数（ $x_1$ ）在 10% 的显著性水平下显著，转债公告前一日的中证转债成交额（ $x_2$ ）在 1% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数（ $x_3$ ）在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y=8.69+0.15x_1+0.03x_2-41.24x_3$$

通过模型计算出孩王转债上市当日的转股溢价率为 18.17%。由于孩王转债的债底保护性较好，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 19% 左右，对应价格为 109.36 元~120.87 元。

## 风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

## 分析师声明

罗云峰声明，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.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)