

2018 年 08 月 07 日

安正时尚 (603839.SH)

动态分析

主品牌调整结束稳步向好，上半年加大投入使扣非增速承压

投资要点

公司发布 2018 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 7.5 亿元，较上年同期增加 20.33%；归属于上市公司股东的净利润 1.62 亿元，较上年同期增加 25.56%。EPS 为 0.49 元。

其中第二季度公司营业收入 3.61 亿元，同比增长 13.98%，实现归母净利润 0.71 亿元，同比增长 20.11%。

◆ **上半年净开店 35 家，主品牌恢复快增长：**公司上半年营业收入保持较快增速，同比增长 20.33%，毛利率下降 1.06pct 至 68.32%。收入增长主要来自于外延开店贡献以及同店销售增长、电商增长贡献。截至 2018 年 6 月末，公司“玖姿”、“摩萨克”、“尹默”、“安正”和“斐娜晨”五大品牌的终端门店数量 952 家，较 2017 年末的 917 家净增加 35 家。952 家门店中，直营门店（含奥莱店）占比 36%，加盟门店占比 64%。

分品牌看，主品牌**玖姿**店铺数量净增加 5 家至 696 家。实现收入 4.94 亿元，同比增长 27%，推算上半年同口径下店均销售增长达 23%。**尹默**品牌上半年店铺净增加 10 家，收入同比增长 10.75%至 1.15 亿元，同口径下店均增长约 4.24%。**安正男装**上半年加盟店增加 3 家，实现收入 4405 万元，同比增长 8.5%。**斐娜晨**上半年净开店 12 家至 97 家，收入同比增长 57.33%，店均销售同比略有下滑。此外，**摩萨克**和**安娜蔻**进行品牌调整收入下滑，且毛利率有较大幅度下降。

分渠道看，公司线上销售 1.14 亿元，同比增长 44%，线上业务呈现快速增长态势，目前占到整体营收比例上升至 15%，且毛利率提高 0.45pct 至 50.15%。线下（含直营、加盟）同比增长 16.72%，毛利率微降 0.57pct 至 71.66%。

◆ **加大品牌投入，公司期间费用略有上升：**上半年，公司三项费用率合计 44.46%，较去年同期上升 1.19pct，其中，销售费用上升 0.76pct 至 31.24%、管理费用率上升 0.1 个 pct 至 13.32%，主要原因在于：（1）加大品牌投入，本期先后在意大利米兰时装周举行了玖姿新品发布会、上海外滩安正男装新品发布会、上海斐娜晨新品发布会，以及聘请刘涛为玖姿品牌代言人；（2）聘请了法国 Françoise O'Neillon 女士任艺术总监，对各品牌终端店铺形象进行了提升，增加了较大的费用投入；（3）实施了员工限制性股票激励计划，本期增加激励成本 1115 万元。

由此，公司销售费用中，广告及业务宣传费由去年同期 929 万，上升至 1840 万元。销售服务费由 905 万元上升至 1694 万元。管理费用增加股权激励费用 1115 万元以及职工薪酬上升 936 万元至 3442 万元。

◆ **存货有所增长，库龄以 2 年内商品为主：**截至上半年，公司存货净额为 5.65 亿元，较年初增长 19%，基本与收入增速保持一致。其中，库存商品占存货总额的 79.35%，库存商品中库龄 2 年以内的占比为 79.05%。本期库存较上年同期有较大的增长，一

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-08-07)

14.38 元

交易数据

总市值(百万元) 5,816.12

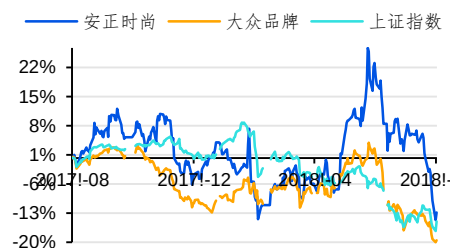
流通市值(百万元) 1,502.25

总股本(百万股) 404.46

流通股本(百万股) 104.47

12 个月价格区间 13.88/27.38 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.81	-7.54	2.08
绝对收益	-16.64	-17.62	-12.72

分析师

王冯

SAC 执业证书编号：S0910516120001

wangfeng@huajinsec.cn

021-20377089

相关报告

安正时尚：终端销售恢复，四季度营收、净利润增长提速 2018-03-29

安正时尚：主品牌调整结束恢复增长，新品牌发展态势良好 2017-08-16

是由于销售规模的增加；二是由于错峰对秋冬装的面料、成衣进行备货。另外，受副牌调整影响，上半年公司存货周转天数逐步上行，二季度已提升至约 393 天。

◆ **投资建议：**受益个性化、品质化消费升级助力中高端女装、多品牌协同发展、线上线下全渠道销售，公司业绩较快增长，并有望在 18 年继续维持较高增速。

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.89、1.13 和 1.40 元。净资产收益率分别为 12.0%、13.8%和 15.3%，公司股价调整较多，目前股价约为 2018 年 EPS 的 16X，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**行业竞争加剧或致毛利率不及预期；线上销售扩张、流量成本提升使销售费用率存在上行压力；品牌外延扩张或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,206.2	1,420.7	1,761.9	2,212.2	2,734.3
同比增长(%)	-1.5%	17.8%	24.0%	25.6%	23.6%
营业利润(百万元)	261.9	316.0	410.7	522.4	652.4
同比增长(%)	4.9%	20.7%	30.0%	27.2%	24.9%
净利润(百万元)	236.0	273.1	359.0	456.5	568.1
同比增长(%)	-3.2%	15.7%	31.5%	27.2%	24.4%
每股收益(元)	0.58	0.68	0.89	1.13	1.40
PE	24.6	21.3	16.2	12.7	10.2
PB	4.5	2.3	1.9	1.8	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、上半年净开店 35 家，主品牌恢复快速增长	4
二、加大品牌投入，公司期间费用略有上升	6
三、存货有所增长，以两年内商品为主	6
四、投资建议	7
五、风险提示	8

图表目录

图 1：公司分季度收入与增速	4
图 2：公司分季度净利润与增速	4
图 3：公司分季度毛利率	4
图 4：公司分季度净利率	4
图 5：公司期间费用情况	6
图 6：公司销售费用构成情况	6
图 7：公司存货周转及占营收比例	7
图 8：公司应收账款周转及占营收比例	7
表 1：公司分季度分品牌营收及店均收入（百万元、百万元/家）	4
表 2：安正时尚盈利预测表	7

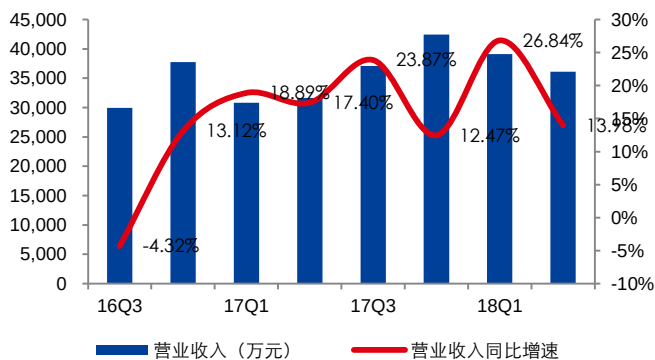
一、上半年净开店 35 家，主品牌恢复快增长

公司上半年营业收入保持较快增速，同比增长 20.33%，收入增长主要来自于外延开店贡献以及同店销售增长、电商增长贡献。截至 2018 年 6 月末，公司“玖姿”、“摩萨克”、“尹默”、“安正”和“斐娜晨”五大品牌的终端门店数量 952 家，较 2017 年末的 917 家净增加 35 家。952 家门店中，直营门店（含奥莱店）占比 36%，加盟门店占比 64%。

分品牌看，主品牌玖姿店铺数量净增加 5 家至 696 家。实现收入 4.94 亿元，同比增长 27%，推算上半年同口径下店均销售增长达 23%。尹默品牌上半年店铺净增加 10 家，收入同比增长 10.75% 至 1.15 亿元，同口径下店均增长约 4.24%。安正男装上半年加盟店增加 3 家，实现收入 4405 万元，同比增长 8.5%。斐娜晨上半年净开店 12 家至 97 家，收入同比增长 57.33%，店均销售同比略有下滑。此外，摩萨克和安娜蔻进行品牌调整收入下滑，且毛利率有较大幅度下降。

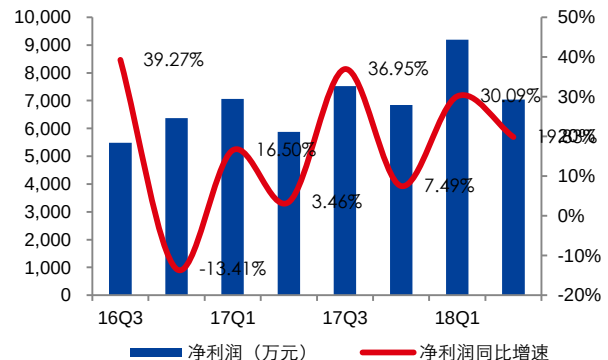
分渠道看，公司线上销售 1.14 亿元，同比增长 44%，线上业务呈现快速增长态势，且毛利率提高 0.45pct 至 50.15%。线下（含直营、加盟）同比增长 16.72%，毛利率微降 0.57pct 至 71.66%。

图 1：公司分季度收入与增速



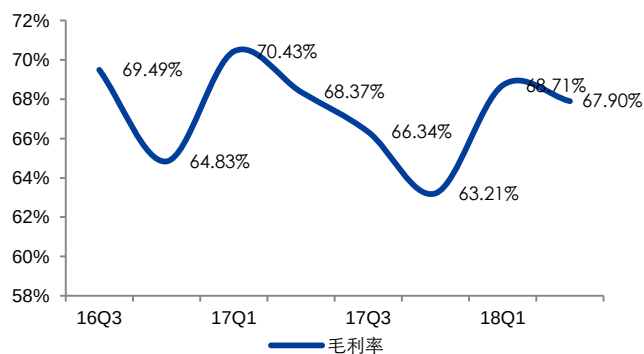
资料来源：WIND, 华金证券研究所

图 2：公司分季度净利润与增速



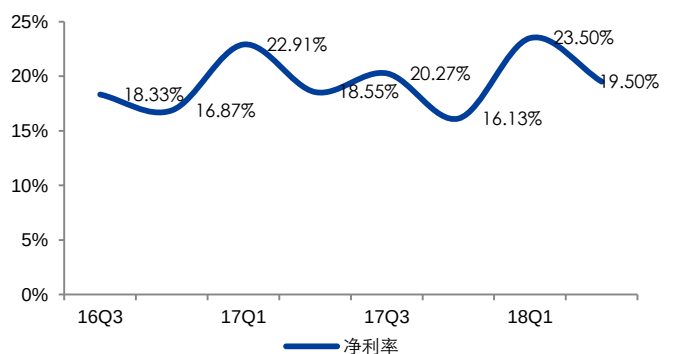
资料来源：WIND, 华金证券研究所

图 3：公司分季度毛利率



资料来源：WIND, 华金证券研究所

图 4：公司分季度净利率



资料来源：WIND, 华金证券研究所

表 1：公司分季度分品牌营收及店均收入（百万元、百万元/家）

品牌情况	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
玖姿	182.85	206.10	276.71	270.45	246.35	248.06
YOY	6.43%	5.42%	19.91%	8.53%	34.73%	20.36%

品牌情况	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
毛利率	68.85%	67.23%	66.72%	59.98%	66.90%	67.24%
店均收入	0.29	0.32	0.42	0.41	0.38	0.38
YOY		13.61%		4.71%	30.19%	17.44%
占比	59.30%	65.16%	74.97%	63.94%	63.17%	68.75%
尹默	56.38	47.50	42.01	68.28	61.58	53.47
YOY	10.35%	11.76%	17.84%	6.49%	9.22%	12.58%
毛利率	78.06%	76.14%	77.46%	75.44%	76.74%	78.07%
店均收入	0.67	0.59	0.49	0.92	0.79	0.63
YOY		13.16%		26.64%	17.62%	5.96%
占比	18.29%	15.02%	11.38%	16.14%	15.79%	14.82%
安正	23.21	17.39	10.26	23.93	26.18	17.87
YOY	43.78%	55.59%	22.20%	27.08%	12.81%	2.75%
毛利率	71.05%	67.52%	70.53%	73.71%	77.88%	71.42%
店均收入	0.70	0.50	0.28	0.73	0.75	0.46
YOY		42.25%		23.23%	6.36%	-7.79%
占比	7.53%	5.50%	2.78%	5.66%	6.71%	4.95%
摩萨克	11.91	8.22	7.07	8.17	7.36	6.31
YOY	40.13%	20.67%	5.31%	-5.07%	-38.18%	-23.26%
毛利率	72.59%	63.41%	65.95%	38.65%	55.15%	41.95%
店均收入	0.48	0.36	0.42	0.68	0.61	0.42
YOY		73.13%		97.77%	28.78%	17.67%
占比	3.86%	2.60%	1.91%	1.93%	1.89%	1.75%
斐娜晨	20.98	19.20	22.54	39.51	37.78	25.45
YOY	86.29%	107.96%	221.98%	54.11%	80.01%	32.55%
毛利率	81.78%	80.71%	75.57%	74.12%	76.39%	72.84%
店均收入	0.47	0.36	0.31	0.46	0.44	0.27
YOY		-25.45%		-18.41%	-5.81%	-26.05%
占比	6.81%	6.07%	6.11%	9.34%	9.69%	7.05%
安娜寇	11.52	16.94	9.87	10.27	7.38	8.13
YOY					-35.99%	-52.00%
毛利率	46.83%	49.69%	25.97%	8.50%	26.22%	25.29%
占比	3.74%	5.35%	2.68%	2.43%	1.89%	2.25%
其他品牌	1.46	0.97	0.65	2.35	3.33	1.50
YOY	149.05%	-68.46%	-93.57%	-82.62%	127.50%	54.76%
毛利率	1.00%	6.99%	23.90%	30.85%	33.64%	25.24%
占比	0.47%	0.31%	0.18%	0.55%	0.85%	0.42%
合计	308.32	316.33	369.12	422.95	389.95	360.80
YOY	18.86%	17.89%	23.62%	11.34%	26.48%	14.06%
毛利率	70.58%	68.18%	67.40%	62.75%	68.84%	67.88%
店均收入	0.35	0.34	0.40	0.45	0.41	0.37
YOY		14.78%		2.12%	19.83%	7.90%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：公司2017年报及之后门店数量统计口径变化，此处为保证店均收入可比性，店均收入仍按照原口径计算。

二、加大品牌投入，公司期间费用略有上升

上半年，公司三项费用率合计 44.46%，较去年同期上升 1.19pct，其中，销售费用上升 0.76pct 致 31.24%、管理费用率上升 0.1 个 pct 13.32%，主要原因在于：

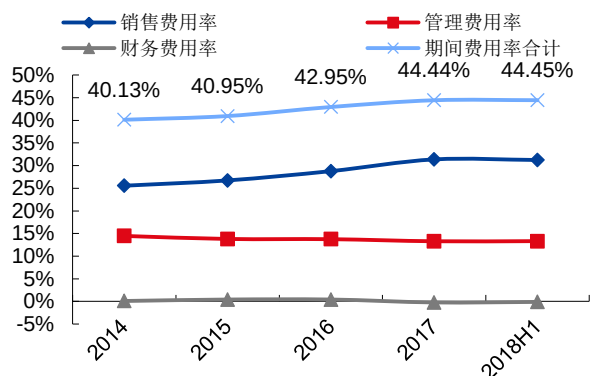
(1) 加大品牌投入，本期先后在意大利米兰时装周举行了玖姿新品发布会、上海外滩安正男装新品发布会、上海斐娜晨新品发布会，以及聘请刘涛为玖姿品牌代言人；

(2) 聘请了法国 Francoise Onillon 女士任艺术总监，对各品牌终端店铺形象进行了提升，增加了较大的费用投入；

(3) 实施了员工限制性股票激励计划，本期增加激励成本 1115 万元。

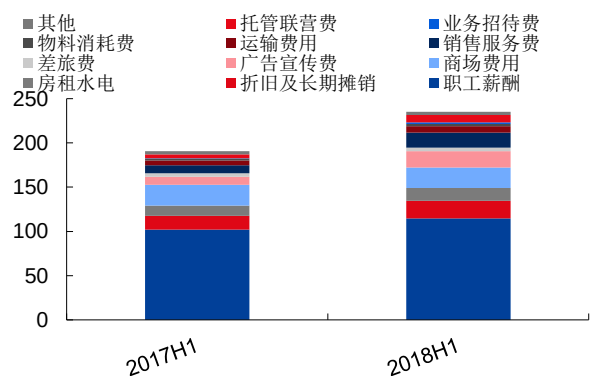
由此，公司销售费用中，广告及业务宣传费由去年同期 929 万，上升至 1840 万元。销售服务费由 905 万元上升至 1694 万元。管理费用中，增加了股权支付费用 1115 万元，以及职工薪酬上升 936 万元至 3442 万元。

图 5：公司期间费用情况



资料来源：WIND, 华金证券研究所

图 6：公司销售费用构成情况

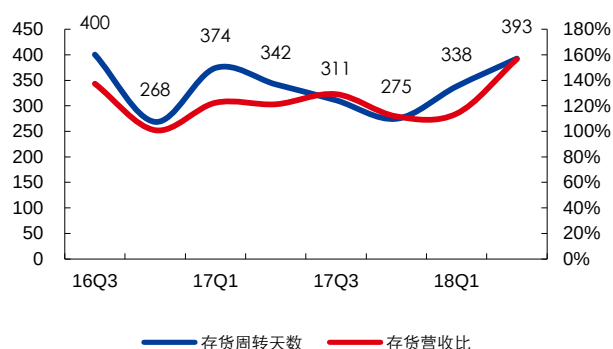


资料来源：WIND, 华金证券研究所

三、存货有所增长，以两年内商品为主

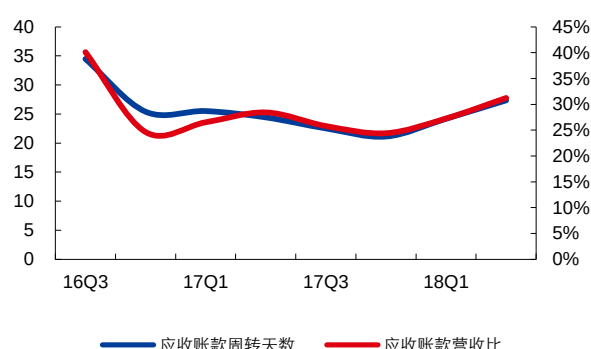
截至上半年，公司存货净额为 5.65 亿元，较年初增长 19%，基本与收入增速保持一致。其中，库存商品占存货总额的 79.35%，库存商品中库龄 2 年以内的占比为 79.05%。本期库存较上年同期有较大的增长，一是由于销售规模的增加；二是由于错峰对秋冬装的面料、成衣进行备货。另外，受副牌调整影响，上半年公司存货周转天数逐步上行，二季度已提升至约 393 天。

图 7：公司存货周转及占营收比例



资料来源：WIND, 华金证券研究所

图 8：公司应收账款周转及占营收比例



资料来源：WIND, 华金证券研究所

四、投资建议

受益个性化、品质化消费升级助力中高端女装、多品牌协同发展、线上线下全渠道销售，公司业绩较快增长，并有望在 18 年继续维持较高增速。

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.89、1.13 和 1.40 元。净资产收益率分别为 12.0%、13.8%和 15.3%，公司股价调整较多，目前股价约为 2018 年 EPS 的 16X，维持“买入-A”建议。

表 2：安正时尚盈利预测表

品牌	指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
玖姿	营业收入	81522	84727	93612	119823	150977	187211
	增长率	-11.31%	3.93%	10.49%	28.00%	26.00%	24.00%
	毛利率	68.04%	68.19%	65.30%	67.00%	67.00%	67.00%
尹默	营业收入	15199	19336	21417	24844	29316	35179
	增长率	22.62%	27.22%	10.76%	16.00%	18.00%	20.00%
	毛利率	82.23%	80.80%	76.68%	78.00%	80.00%	80.00%
安正	营业收入	3588	5455	7479	8377	9633	11078
	增长率	19.72%	52.04%	37.11%	12.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	76.61%	69.15%	71.01%	75.00%	74.00%	73.00%
五季	营业收入	18332					
	增长率	114.45%					
	毛利率	58.93%					
摩萨克	营业收入	2438	3063	3537	2829	3678	4597
	增长率	118.34%	25.60%	15.47%	-20.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	72.37%	73.58%	61.29%	51.00%	50.00%	50.00%
斐娜晨	营业收入	1206	5313	10224	15335	20703	26914
	增长率	1543.22%	340.72%	92.41%	50.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	77.73%	80.60%	77.25%	75.00%	75.00%	75.00%
安娜寇	营业收入			4860	3402	5103	6379
	增长率				-30.00%	50.00%	25.00%
	毛利率			35.49%	26.00%	27.00%	30.00%

其他品牌	营业收入	18	2723	543	1085	1194	1313
	增长率		14795.62%	-80.08%	100.00%	10.00%	10.00%
	毛利率		54.65%	17.71%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入	122303	120617	141671	175695	220604	272672
	增长率	4.49%	-1.38%	17.46%	24.02%	25.56%	23.60%
	毛利率	68.86%	70.63%	66.88%	68.36%	68.38%	68.38%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、风险提示

行业竞争加剧或致毛利率不及预期；线上销售扩张、流量成本提升使销售费用率存在上行压力；品牌外延扩张或不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,206.2	1,420.7	1,761.9	2,212.2	2,734.3	年增长率					
减: 营业成本	354.2	472.5	557.5	699.6	864.6	营业收入增长率	-1.5%	17.8%	24.0%	25.6%	23.6%
营业税费	20.0	25.2	30.8	37.6	46.5	营业利润增长率	4.9%	20.7%	30.0%	27.2%	24.9%
销售费用	347.1	445.6	547.9	685.8	847.6	净利润增长率	-3.2%	15.7%	31.5%	27.2%	24.4%
管理费用	165.9	188.9	229.0	283.2	341.8	EBITDA 增长率	5.3%	6.4%	36.6%	25.0%	23.3%
财务费用	5.1	-3.1	-4.2	-6.3	-8.5	EBIT 增长率	4.7%	7.3%	41.9%	26.9%	24.8%
资产减值损失	60.5	44.8	30.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	6.1%	16.0%	30.3%	27.2%	24.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.5%	86.6%	14.2%	1.2%	11.5%
投资和汇兑收益	8.5	42.7	40.0	40.0	40.0	净资产增长率	12.2%	100.5%	16.2%	10.9%	12.2%
营业利润	261.9	316.0	410.7	522.4	652.4	盈利能力					
加: 营业外净收支	8.6	0.3	4.0	4.0	4.0	毛利率	70.6%	66.7%	68.4%	68.4%	68.4%
利润总额	270.5	316.3	414.7	526.4	656.4	营业利润率	21.7%	22.2%	23.3%	23.6%	23.9%
减: 所得税	34.5	43.2	55.7	69.9	88.3	净利润率	19.6%	19.2%	20.4%	20.6%	20.8%
净利润	236.0	273.1	359.0	456.5	568.1	EBITDA/营业收入	25.2%	22.8%	25.1%	25.0%	25.0%
						EBIT/营业收入	22.1%	20.2%	23.1%	23.3%	23.5%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	28.1%	18.4%	17.2%	17.8%	17.6%
货币资金	109.6	347.1	483.8	780.9	928.9	负债权益比	39.2%	22.6%	20.8%	21.7%	21.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.30	4.72	5.18	5.06	5.23
应收帐款	108.1	123.0	224.1	185.5	311.0	速动比率	1.33	3.69	3.92	3.81	3.90
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	52.68	-93.18	-97.85	-81.61	-75.31
预付帐款	8.6	14.8	19.1	18.8	28.5	营运能力					
存货	380.8	474.3	642.2	763.3	914.4	固定资产周转天数	153	138	111	87	69
其他流动资产	298.3	1,213.8	1,274.5	1,338.2	1,405.1	流动营业资本周转天数	120	230	308	272	242
可供出售金融资产	12.7	111.7	117.2	123.1	129.3	流动资产周转天数	248	390	492	466	439
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	35	29	35	33	33
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	117	108	114	114	110
投资性房地产	45.0	42.4	39.9	37.3	34.7	总资产周转天数	509	626	691	622	563
固定资产	544.1	548.3	541.9	531.0	517.3	投资资本周转天数	296	374	420	359	309
在建工程	45.6	28.2	16.9	10.2	6.1	费用率					
无形资产	73.8	69.9	66.2	62.5	58.9	销售费用率	28.8%	31.4%	31.1%	31.0%	31.0%
其他非流动资产	158.5	178.4	184.3	184.1	180.2	管理费用率	13.8%	13.3%	13.0%	12.8%	12.5%
资产总额	1,785.1	3,151.8	3,610.1	4,034.9	4,514.5	财务费用率	0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
短期债务	66.0	-	-	-	-	三费/营业收入	42.9%	44.4%	43.9%	43.5%	43.2%
应付帐款	140.9	239.0	207.4	354.8	339.2	投资回报率					
应付票据	-	-	2.9	0.6	1.4	ROE	18.4%	10.6%	12.0%	13.8%	15.3%
其他流动负债	186.9	221.4	300.3	254.4	345.2	ROA	13.2%	8.7%	9.9%	11.3%	12.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	24.3%	26.3%	18.3%	20.4%	25.1%
其他非流动负债	108.7	119.6	110.0	110.0	110.0	分红指标					
负债总额	502.4	580.0	620.5	719.8	795.7	DPS(元)	0.21	0.36	0.27	0.34	0.42
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	36.2%	52.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	213.8	289.0	404.6	404.6	404.6	股息收益率	1.5%	2.5%	1.9%	2.4%	2.9%
留存收益	1,068.3	2,328.1	2,585.0	2,910.4	3,314.2						
股东权益	1,282.6	2,571.7	2,989.6	3,315.0	3,718.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	236.0	273.1	359.0	456.5	568.1	EPS(元)	0.58	0.68	0.89	1.13	1.40
加: 折旧和摊销	70.7	67.2	36.3	37.6	38.8	BVPS(元)	3.17	6.36	7.39	8.19	9.19
资产减值准备	60.5	44.8	-	-	-	PE(X)	24.6	21.3	16.2	12.7	10.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	2.3	1.9	1.8	1.6
财务费用	4.7	1.1	-4.2	-6.3	-8.5	P/FCF	36.2	-8.5	67.1	13.5	18.6
投资损失	-8.5	-42.7	-40.0	-40.0	-40.0	P/S	4.8	4.1	3.3	2.6	2.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	9.3	10.8	11.3	8.5	6.7
营运资金的变动	-106.4	-919.4	-299.5	-46.4	-273.6	CAGR(%)	24.6%	27.7%	13.8%	24.6%	27.7%
经营活动产生现金流量	339.5	317.4	51.6	401.4	284.7	PEG	1.0	0.8	1.2	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-186.8	-1,048.3	22.0	20.5	19.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-87.6	968.8	63.0	-124.8	-155.7						

资料来源: 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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn