

2017年12月11日

春风动力 (603129.SH)

动态分析

公司全地形车国外市场占有率稳居前列

投资要点

事件：公司 2017 年前三季度实现营业收入 132,070.72 万元，同比增长 38.56%；实现归母净利润 8,445.18 万元，同比增长 35.26%。其中，第三季度公司实现营业收入 49,240.06 万元，同比增长 57.87%；实现归母净利润 2,380.00 万元，同比增长 8.29%。

◆ **自主研发摩托车入选为国宾护卫专用车，前三季度业绩平稳增长：**公司主营业务为全地形车、摩托车、游艇及后市场用品等研发、生产和销售，其中公司自主研发的 CF650G 摩托车成功入选成为国宾护卫专用车，并在 G20 杭州峰会、APCE 会议、纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 70 周年阅兵式等活动中亮相。2017 年前三季度业绩增长平稳，实现营业收入 132,070.72 万元，同比增长 38.56%；实现归母净利润 8,445.18 万元，同比增长 35.26%。公司产品主要销往国外，但随着国内中产阶级不断崛起，动力运动产品逐渐成为时尚生活方式，公司内销收入占比逐年上升。

◆ **全地形车市场处于初期阶段，摩托车行业产销量扭转下降趋势：**目前全地形车市场处于初期阶段，近些年来越野探险爱好者数量的不断增加、国防和农业部门对全地形车需求的不断增长，ATV 市场有望保持快速发展。目前北美市场是全地形车主要市场，占据全球将近 85% 的市场份额。而随着中国、印度、日本等亚洲国家不断将全地形车用于国防、越野娱乐等领域，全地形车在亚洲地区增速排名第一。目前我国销售规模仍较小，随着休闲娱乐生活模式逐渐成为消费者的追求方向，国内全地形车俱乐部快速发展，全地形车逐渐被国内消费者认识和接纳，未来将会平稳增长。在摩托车行业，2017 年以来，摩托车行业产销量扭转连续五年下降趋势，产销量有所提升，随着消费者对摩托车的需求更加强调娱乐性和个性化，以休闲娱乐为主要目的的大排量摩托车市场空间广阔，有望进一步带动整个摩托车行业产销量。

◆ **公司全地形车占有率稳居前列，出口金额位列第一：**公司全地形车在俄罗斯、加拿大、德国、瑞典等国家市场占有率稳居前列，在俄罗斯市场占据了大约 50% 的市场份额。与国内其他全地形厂商相比，公司出口数量和金额均位列行业第一位，竞争优势明显。公司经过多年的发展，在全地形车、大排量两轮车以及配套水冷发动机等领域有一定的市场竞争能力，但与北极星、北极猫等知名企业相比，整体上处于相对弱势。为提升整体竞争能力，公司募集资金净额 40,784.37 万元，全部用于高端运动装备智能制造优化提升项目、研发中心建设项目、数字化营销管理系统项目以及补充营运资金，募投项目已于 2016 年先期投入。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 至 2019 年每股收益分别为 0.83、1.07 和 1.32 元，净资产收益率分别为 12.0%、13.5% 和 14.2%，给予买入-B 建议，6 个月目标价为 31 元，相当于 2018 年 29 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**公务车业务市场拓展风险；美国子公司运营风险；原材料价格上涨风险。

汽车 | 摩托车及其他 III

投资评级 **买入-B(首次)**
 6 个月目标价 31 元
 股价(2017-12-08) 26.15 元

交易数据

总市值 (百万元) 3,486.67
 流通市值 (百万元) 871.67
 总股本 (百万股) 133.33
 流通股本 (百万股) 33.33
 12 个月价格区间 19.63/50.92 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-24.4	-31.36	-1.77
绝对收益	-28.55	-33.6	

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20377198

报告联系人

杨维维
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-83231652

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,200.2	1,401.1	1,858.3	2,316.0	2,883.5
同比增长(%)	-10.3%	16.7%	32.6%	24.6%	24.5%
营业利润(百万元)	48.0	86.1	116.4	152.2	185.9
同比增长(%)	-51.8%	79.2%	35.2%	30.7%	22.2%
净利润(百万元)	59.3	88.3	110.5	143.0	175.8
同比增长(%)	-34.8%	48.9%	25.2%	29.4%	22.9%
每股收益(元)	0.44	0.66	0.83	1.07	1.32
PE	58.8	39.5	31.6	24.4	19.8
PB	11.4	9.0	3.8	3.3	2.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、自主研发摩托车入选为国宾护卫专用车，前三季度业绩平稳增长	4
(一) 2017 前三季度业绩平稳增长，毛利率水平上升	4
(二) 产品主要销往国外，内销占比逐年上升	5
(三) 管理费用率较高，销售费用率呈逐渐增长态势	5
二、全地形车市场处于初期阶段，摩托车行业产销量扭转下降趋势	6
(一) 全地形车市场处于初期阶段，亚洲地区增速领先	6
(二) 摩托车产销量扭转下降趋势，大排量系列产品出口增速较快	7
三、公司全地形车占有率稳居前列，出口金额位列第一	8
(一) 公司全地形车占有率稳居前列，毛利率水平高于知名企业	8
(二) 募投项目提升整体竞争能力，已先期投入	9
四、投资建议	9
五、风险提示	9

图表目录

图 1：公司营业收入和归母净利润变动情况	4
图 2：公司毛利率和净利率变动情况	4
图 3：公司各产品营收占比变动情况	5
图 4：公司各产品毛利率变动情况	5
图 5：公司外销、内销收入占比变动情况	5
图 6：公司期间费用率变动情况	6
图 7：全球全地形车市场规模（单位：万辆）	7
图 8：全球全地形车区域分布情况（单位：万辆）	7
图 9：我国摩托车销量变动情况（单位：万辆）	8
图 10：摩托车五大系列品种出口量（单位：万辆）	8
图 11：我国全地形车出口金额排名情况（单位：万美元）	8
图 12：可比公司全地形车毛利率对比情况	8
表 1：募投项目详细情况（单位：万元）	9

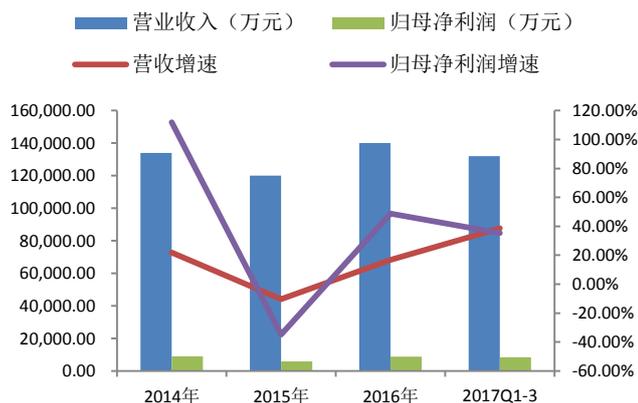
一、自主研发摩托车入选为国宾护卫专用车，前三季度业绩平稳增长

公司主营业务为全地形车、摩托车、游艇及后市场用品等的研发、生产和销售，目前产品包括 400cc 至 800cc 排量段 CForce、UForce、ZForce 四轮全地形车；125cc-250cc 小排量、250cc-500cc 中等排量、500cc 以上大排量摩托车，产品主要定位为运动型车、公务车。公司自主研发的 CF650G 摩托车成功入选成为国宾护卫专用车，并在 G20 杭州峰会、APCE 会议、纪念中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利 70 周年阅兵式等活动中亮相。

（一）2017 前三季度业绩平稳增长，毛利率水平上升

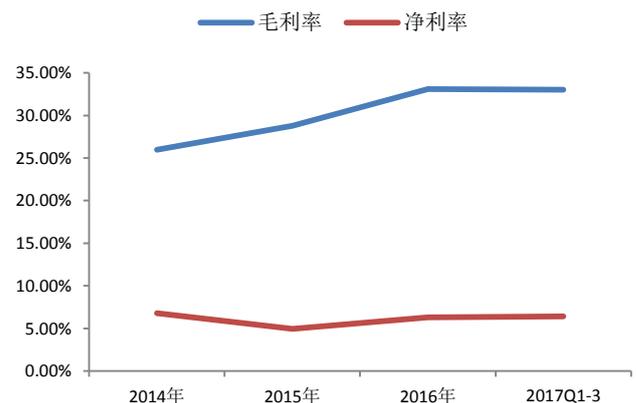
2017 年前三季度公司实现营业收入 132,070.72 万元，同比增长 38.56%；实现归母净利润 8,445.18 万元，同比增长 35.26%；2017 前三季度公司毛利率、净利率分别为 33.04%、7.32%，较 2017 上半年有所下降，主要是公司高毛利率全地形车产品销售收入占比逐渐下降所致。

图 1：公司营业收入和归母净利润变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

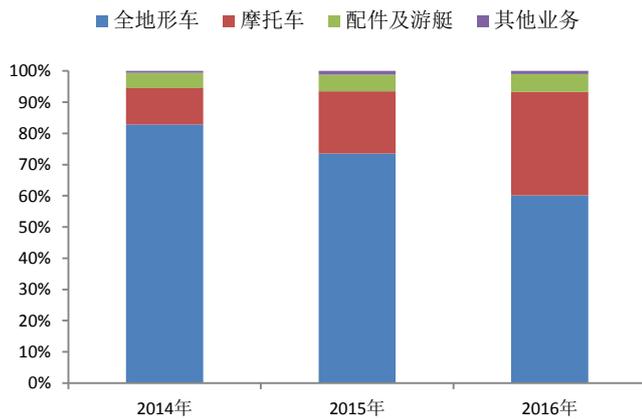
图 2：公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

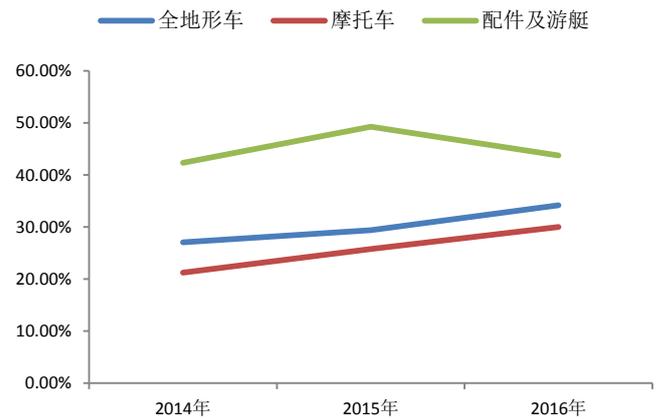
公司收入主要来源于全地形车和摩托车的销售，并且，公司逐渐加大对摩托车的销售，2016 年，全地形车和摩托车营收占比分别为 60.13%、33.16%，分别同比变动-13.45%、13.22%；毛利率分别为 34.18%、30.00%，分别同比上升了 4.80、4.20 个百分点。

图 3：公司各产品营收占比变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司各产品毛利率变动情况

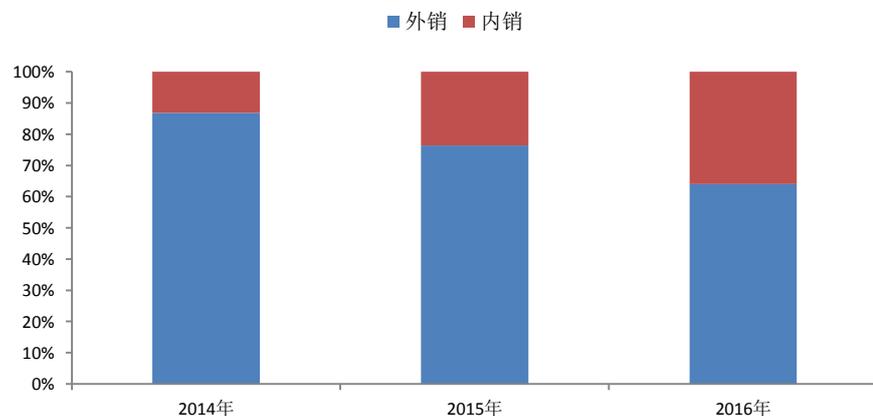


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）产品主要销往国外，内销占比逐年上升

公司产品主要销往国外，如欧洲、北美、南美及大洋洲等地区，随着国内经济的不断发展，国内中产阶级不断崛起，动力运动产品逐渐成为时尚生活方式，公司大中排量动力运动型摩托车、国宾车等公务车及产品逐渐获得消费者及政府部门的认可，内销收入占比逐年上升，公司内销收入主要来源于华东、华北等经济发达地区。整体而言，公司外销收入占比仍然较高，2016 年度，公司外销、内销收入占比分别为 64.01%、35.99%。

图 5：公司外销、内销收入占比变动情况



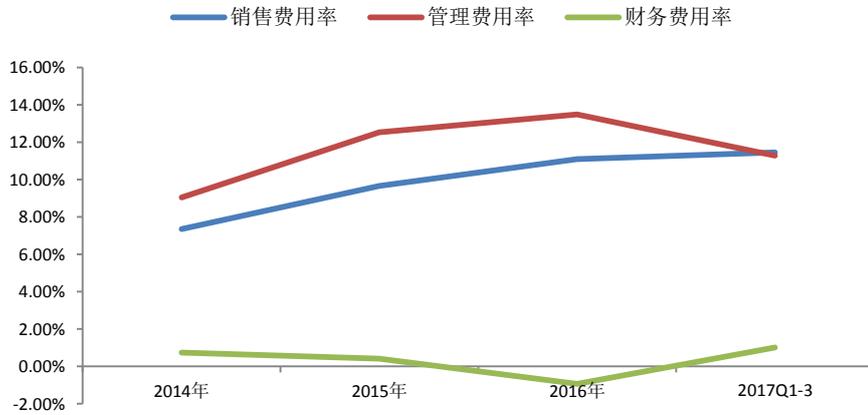
资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

（三）管理费用率较高，销售费用率呈逐渐增长态势

公司 2017 前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 11.46%、11.29%、1.02% 万元。管理费用率较高，主要是因为公司重视研发，近几年逐渐加大对项目的研发，研发支出不断增加，2017 上半年公司研发投入 5,386.15 万元，同比增长 51.84%。其次，在销售费用率方面，2017 年前三季度公司进一步加大对对经销商支持力度，进一步加大对国内市场建设投入，

销售费用率呈现逐年上升的态势。财务费用率方面。前三季度由于人民币升值，公司持有的美元和应收款引起汇兑损失导致财务费用由负转正，但占比较小。

图 6：公司期间费用率变动情况



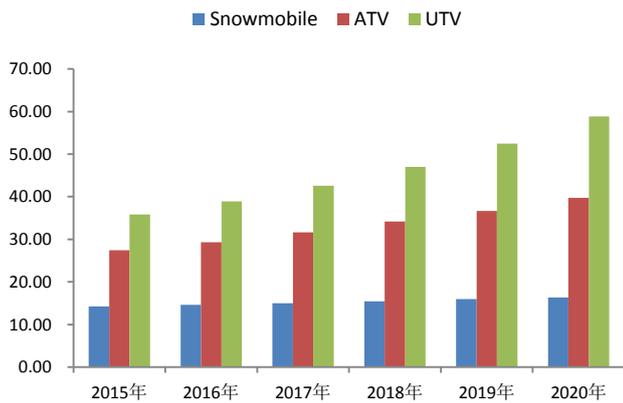
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、全地形车市场处于初期阶段，摩托车行业产销量扭转下降趋势

（一）全地形车市场处于初期阶段，亚洲地区增速领先

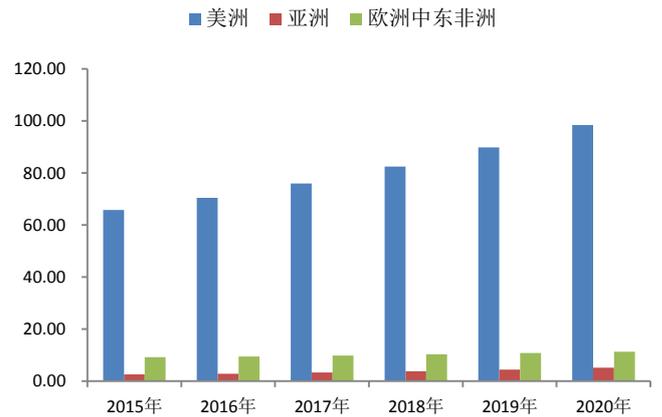
广义全地形车按照用途一般分为机动雪橇(Snowmobile)、全地形车(ATV)、农夫车(UTV)三种类型车，UTV 凭借较好的舒适度以及运行较快等优势广泛应用于国防、农业等领域，销量在三种类型车当中排名第一，而 ATV 主要用于越野、探险等比赛当中，销量排名第二，据 Technavio.com From EMIS 披露，2015 年全球 Snowmobile、ATV、UTV 市场规模分别为 14.25、27.45、35.80 万台，整个市场处于初期阶段，随着越野探险爱好者数量的不断增长、国防和农业部门对全地形车需求的不断增加，ATV 市场有望保持快速发展，预计 2020 年 Snowmobile、ATV、UTV 市场规模有望分别达到 16.34、39.74、58.82 万台，年复合增长率分别为 2.77%、7.68%、10.44%。目前北美市场是全地形车主要市场，占据全球将近 85% 的市场份额。在北美市场，美国和加拿大约占据 86% 的市场份额。而在亚洲地区，澳大利亚占据主要的市场份额，由于较高的适应性和经济性，超过 30 万辆的全地形车用于农业当中。随着中国、印度、日本等亚洲国家不断将全地形车用于国防、越野娱乐等领域，未来亚洲地区市场前景广阔。据 Technavio.com From EMIS 披露，2015 年美洲、亚洲、EMEA 地区全地形车销量分别为 65.80、2.53、9.18 万台，2020 年分别有望达 98.43、5.18、11.29 万台，年复合增长率分别为 8.39%、15.41%、4.22%，亚洲地区增速排名第一。

图 7：全球全地形车市场规模（单位：万辆）



资料来源：Technavio.com From EMIS，华金证券研究所

图 8：全球全地形车区域分布情况（单位：万辆）



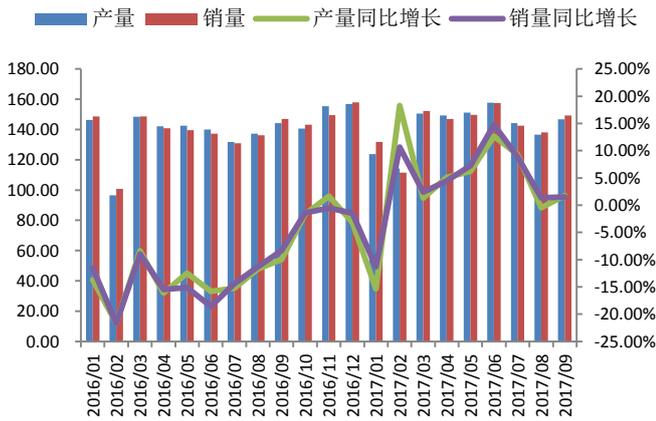
资料来源：Technavio.com From EMIS，华金证券研究所

国内全地形车销售从 2008 年开始起步，2011 年出现快速增长，但总体而言，目前国内销售规模仍较小，不到 1 万辆。但随着休闲娱乐生活模式逐渐成为消费者的追求方向，国内全地形车俱乐部快速发展，全地形车逐渐被国内消费者认识和接纳，未来将会平稳式增长。

（二）摩托车产销量扭转下降趋势，大排量系列产品出口增速较快

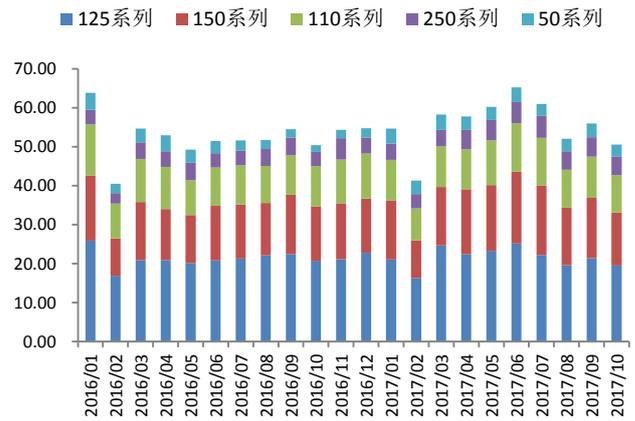
2017 年以来，摩托车行业产销量扭转连续五年下降趋势，产销量有所提升，据中汽协统计，2017 年 1-9 月累计完成产销量分别为 1,274.66、1,280.30 万辆，同比增长分别为 3.69%、4.12%，1-9 月摩托车行业产销率为 100.44%，同比上升 0.41 个百分点，其中 2017 年 9 月摩托车行业产量 146.69 万辆，同比增长 1.76%；销量达 149.23 万辆，同比增长 1.56%，保持小幅增长。随着消费者对摩托车的需求更加强调娱乐性和个性化，各种越野赛、摩托车俱乐部纷纷成立，以休闲娱乐为主要目的的大排量摩托车保持逆势增长，据中汽协统计，2017 年 1-10 月，摩托车出口量前五位的系列品种分别为 125 系列（110ml<排量≤125ml）、150 系列（125ml<排量≤150ml）、110 系列（100ml<排量≤110ml）、250 系列（150ml<排量≤250ml）和 50 系列（排量≤50ml），以上五大系列品种出口量分别为出口 215.75 万辆、153.59 万辆、105.33 万辆、48.04 万辆和 34.43 万辆，与去年同期相比，大排量摩托车销售增速较好，250 系列出口量同比增速达 22.21%，增速在五大系列产品中排名第一，大排量摩托车市场空间广阔，有望进一步成为拉动国内摩托车需求新动力，从而带动整个摩托车行业的产销量。

图 9：我国摩托车销量变动情况（单位：万辆）



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 10：摩托车五大系列品种出口量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，华金证券研究所

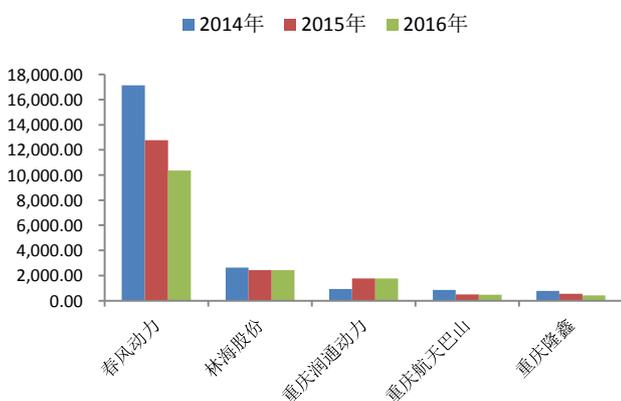
三、公司全地形车占有率稳居前列，出口金额位列第一

（一）公司全地形车占有率稳居前列，毛利率水平高于知名企业

公司全地形车主要包括 ATV、UTV 以及 SSV，产品主要销往欧洲、北美、南美、大洋洲等地区，其中，公司在俄罗斯、加拿大、德国、瑞典等国家市场占有率稳居前列，在俄罗斯市场占据了大约 50% 的市场份额。与国内其他全地形厂商相比，在出口方面，公司 2014-2016 年出口额分别占全国同类产品出口额 73.33%、67.76%、65.70%，出口数量和金额均位列行业第一位，竞争优势明显。

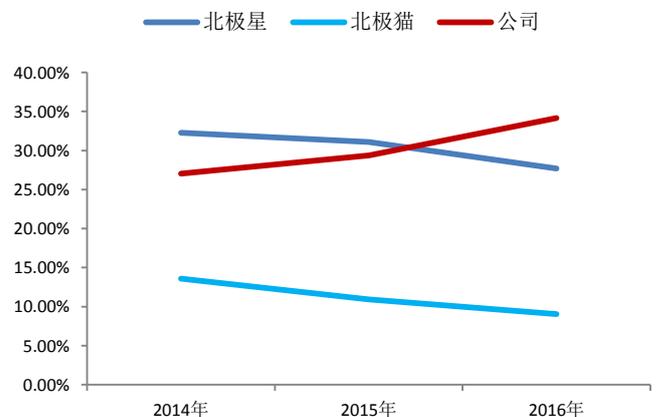
在毛利率方面，公司经济实用型的 ATV 毛利率较低，舒适、多功能用途的 SSV 毛利率则较高，UTV 毛利率居中，2016 年以上三种不同产品毛利率分别约 28.59%、41.64%、44.90%，随着公司 ATV 销售占比的不断下降，UTV 销售占比的不断上升，公司全地形车整体毛利率呈现逐年上升趋势，在可比公司当中处于中上地位，盈利能力较好。

图 11：我国全地形车出口金额排名情况（单位：万美元）



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

图 12：可比公司全地形车毛利率对比情况



资料来源：公司招股说明书，华金证券研究所

（二）募投项目提升整体竞争能力，已先期投入

公司经过多年的发展，在全地形车、大排量两轮车以及配套水冷发动机等领域有一定的市场竞争能力，但与北极星、北极猫等知名企业相比，整体上处于相对弱势。公司为提高生产效率和产品质量，提升整体竞争能力，募集资金净额 40,784.37 万元，资金将全部用于以下项目：

表 1：募投项目详细情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	原投入募集资金	调整后募集资金投资额	建设期
高端运动装备智能制造优化提升项目	22,000.00	35,000.00	22,000.00	2 年
研发中心建设项目	13,000.00	5,784.37	13,000.00	1 年
数字化营销管理系统项目	5,784.37		5,784.37	1 年
补充营运资金				
合计	40,784.37	40,784.37	40,784.37	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

高端运动装备智能制造优化提升项目，在原有产能基础上，采用自动化、智能化生产工艺技术改造现有整车生产线。截至 2017 年 8 月 31 日，公司高端运动装备智能制造优化提升项目、研发中心建设项目、数字化营销管理系统项目分别先期投入 1,643.30 万元、637.06 万元、306.28 万元用于设备、软件购置及安装等。

四、投资建议

我们预测公司 2017 至 2019 年每股收益分别为 0.83、1.07 和 1.32 元，净资产收益率分别为 12.0%、13.5% 和 14.2%。参考同行业估值水平，考虑到公司全地形车市占率较高等因素，我们认为公司 2018 年合理的估值水平为 29 倍，对应目标价为 31 元，给予买入-B 建议。

五、风险提示

公务车业务市场拓展风险；

美国子公司运营风险；

原材料价格上涨风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,200.2	1,401.1	1,858.3	2,316.0	2,883.5	年增长率					
减:营业成本	854.7	937.4	1,246.1	1,556.0	1,942.4	营业收入增长率	-10.3%	16.7%	32.6%	24.6%	24.5%
营业税费	20.3	38.9	59.5	71.8	89.4	营业利润增长率	-51.8%	79.2%	35.2%	30.7%	22.2%
销售费用	116.1	155.5	210.0	266.3	331.6	净利润增长率	-34.8%	48.9%	25.2%	29.4%	22.9%
管理费用	150.5	189.2	213.7	261.7	325.8	EBITDA 增长率	-51.5%	37.6%	111.1%	32.6%	21.9%
财务费用	5.1	-13.0	13.1	6.4	6.1	EBIT 增长率	-51.5%	37.6%	77.2%	22.5%	21.1%
资产减值损失	5.5	7.0	3.0	4.5	4.5	NOPLAT 增长率	-55.7%	49.7%	75.3%	22.5%	21.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.5%	-73.1%	-276.1	-123.4	11.0%
投资和汇兑收益	-	0.1	3.5	3.0	2.2	净资产增长率	604.7%	26.2%	137.4%	15.5%	16.5%
营业利润	48.0	86.1	116.4	152.2	185.9	盈利能力					
加:营业外净收支	22.1	9.9	5.0	5.0	6.6	毛利率	28.8%	33.1%	32.9%	32.8%	32.6%
利润总额	70.2	96.0	121.4	157.2	192.5	营业利润率	4.0%	6.1%	6.3%	6.6%	6.4%
减:所得税	10.9	7.7	10.9	14.1	16.7	净利润率	4.9%	6.3%	5.9%	6.2%	6.1%
净利润	59.3	88.3	110.5	143.0	175.8	EBITDA/营业收入	4.4%	5.2%	8.3%	8.8%	8.7%
						EBIT/营业收入	4.4%	5.2%	7.0%	6.8%	6.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	64.8%	61.6%	47.6%	46.1%	49.9%
货币资金	184.5	335.5	1,008.1	1,022.5	1,198.1	负债权益比	183.7%	160.2%	90.9%	85.4%	99.4%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.15	1.21	1.81	1.70	1.63
应收帐款	127.5	128.6	129.5	166.4	170.0	速动比率	0.73	0.87	1.45	1.40	1.20
应收票据	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	利息保障倍数	10.42	-5.63	9.90	24.61	31.41
预付帐款	28.8	28.0	50.1	45.8	74.9	营运能力					
存货	220.8	208.4	296.9	265.0	527.9	固定资产周转天数	69	57	41	46	52
其他流动资产	38.6	39.9	10.0	20.0	23.3	流动营业资本周转天数	-19	-28	-51	-57	-51
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	213	172	217	234	219
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	48	33	25	23	21
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	71	55	49	44	49
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	295	241	268	290	277
固定资产	229.3	217.1	204.3	382.4	447.7	投资资本周转天数	57	35	-4	-6	3
在建工程	11.5	16.9	23.9	35.8	-	费用率					
无形资产	18.9	20.3	18.2	16.2	14.2	销售费用率	9.7%	11.1%	11.3%	11.5%	11.5%
其他非流动资产	11.1	13.6	14.8	16.4	14.0	管理费用率	12.5%	13.5%	11.5%	11.3%	11.3%
资产总额	871.1	1,008.4	1,756.0	1,970.8	2,470.4	财务费用率	0.4%	-0.9%	0.7%	0.3%	0.2%
短期债务	75.0	20.0	-	-	-	三费/营业收入	22.6%	23.7%	23.5%	23.1%	23.0%
应付帐款	166.9	209.0	295.5	332.4	450.6	投资回报率					
应付票据	232.6	297.4	427.7	464.9	657.3	ROE	19.3%	22.8%	12.0%	13.5%	14.2%
其他流动负债	45.3	84.3	102.7	99.1	113.1	ROA	6.8%	8.8%	6.3%	7.3%	7.1%
长期借款	30.5	-	-	-	-	ROIC	27.6%	31.0%	201.8%	-140.3	726.9%
其他非流动负债	13.8	10.2	10.0	11.3	10.5	分红指标					
负债总额	564.1	620.9	835.9	907.7	1,231.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	100.0	100.0	133.3	133.3	133.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	213.4	301.7	786.7	929.7	1,105.6						
股东权益	307.0	387.5	920.0	1,063.1	1,238.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-	-	110.5	143.0	175.8	EPS(元)	0.44	0.66	0.83	1.07	1.32
加:折旧和摊销	-	-	24.8	46.0	57.5	BVPS(元)	2.30	2.91	6.90	7.97	9.29
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	58.8	39.5	31.6	24.4	19.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.4	9.0	3.8	3.3	2.8
财务费用	-	-	13.1	6.4	6.1	P/FCF	-10.0	21.6	13.8	217.5	20.1
投资损失	-	-	-3.5	-3.0	-2.2	P/S	2.9	2.5	1.9	1.5	1.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	47.5	31.3	16.0	12.0	9.1
营运资金的变动	-8.4	19.2	152.2	59.5	27.2	CAGR(%)	34.1%	25.8%	6.7%	34.1%	25.8%
经营活动产生现金流量	120.2	247.1	297.1	251.9	264.5	PEG	1.7	1.5	4.7	0.7	0.8
投资活动产生现金流量	-15.2	-24.9	-13.5	-231.0	-82.8	ROIC/WACC	2.6	3.0	19.2	-13.4	69.2
融资活动产生现金流量	-89.3	-84.5	389.0	-6.4	-6.1						

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

叶中正、谭志勇声明，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