

# 新业务放量，日系全球业务增长空间广阔

## 敏实集团 (425.HK) 跟踪报告

### 核心结论

**中报业绩打消市场疑虑：贸易战实际负面影响有限，墨西哥二工厂毛利率企稳回升。**公司公布1H19北美地区实现毛利率30%，同比增长5.7pct，环比提升8.8pct，打消了此前市场的两大疑虑：1) 关税上调拖累公司1H19毛利率0.4pct，显示中美贸易战实际负面影响有限；2) 墨西哥二工厂良率和产能利用率显著提升，我们估算1H19二工厂毛利率环比改善12pct。往前看，我们测算中美贸易战对2019年净利润的影响在2%以内，并且随着中国出口美国产能转移到泰国和北美，影响将逐步消除，而墨西哥二工厂良率也处于上升通道中，毛利率仍有上行空间。

**主力新品2020年进入业绩收获期。**我们预计铝门框、铝电池盒、ACC标牌合计贡献2020/2021年5.0%/8.7%的营收和5.6%/10.7%的净利润，增长确定性高。值得注意的是，铝门框是敏实为OEM制定轻量化方案时首推的新品，不仅ASP高达500-700元，公司在全球范围内没有直接竞争对手。我们认为首批产品示范效应形成后，公司有望获取更多订单。

**日系产业链受益标的，全球业务增长空间广阔。**敏实作为最早打开日系车型配套市场的国内零部件供应商，具备明显的先发优势，将受益于日系品牌在国内市场份额扩张。此外，敏实对日系品牌在全球市场的配套业务刚刚起步，日系全球业务的开拓是公司长期的一大看点。

**业绩拐点已至，调高目标价至31港元，维持“买入”评级。**我们认为下半年公司业绩将重拾增长，预计2019-2021年净利润为19.1/23.8/27.4亿元，年复合增速达18%。我们调高目标价至31港元，基于DCF模型，隐含2019/2020年17/14倍的市盈率。

**风险提示：**整车厂降价压力、原材料涨价、新工厂产能爬坡不及预期。

| 公司评级 | 买入    |
|------|-------|
| 股票代码 | 00425 |
| 前次评级 | 买入    |
| 评级变动 | 维持    |
| 当前价格 | 25.50 |

### 近一年股价走势



### 分析师

雷肖依 S0800519060004  
021-38584242  
leixiaoyi@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

敏实集团：短期毛利率承压，新品发力尚需时间—敏实集团 (425.HK) 2018 年年报业绩点评 2019-03-23  
敏实集团：北美业务拖累毛利率—敏实集团 2018 年中报点评 2018-08-23  
敏实集团：利润率拐点推迟至 2018 年—敏实集团 2017 年年报点评 2018-03-22

### 核心数据

|            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 11,384 | 12,553 | 12,880 | 15,637 | 17,924 |
| 增长率 (%)    | 21.1%  | 10.3%  | 2.6%   | 21.4%  | 14.6%  |
| 净利润 (百万元)  | 2,025  | 1,661  | 1,907  | 2,376  | 2,735  |
| 增长率 (%)    | 17.8%  | -18.0% | 14.8%  | 24.6%  | 15.1%  |
| 每股收益 (EPS) | 1.78   | 1.45   | 1.67   | 2.08   | 2.39   |
| 市盈率 (P/E)  | 13.0   | 15.9   | 13.9   | 11.1   | 9.7    |
| 市净率 (P/B)  | 2.2    | 2.0    | 1.8    | 1.7    | 1.3    |

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

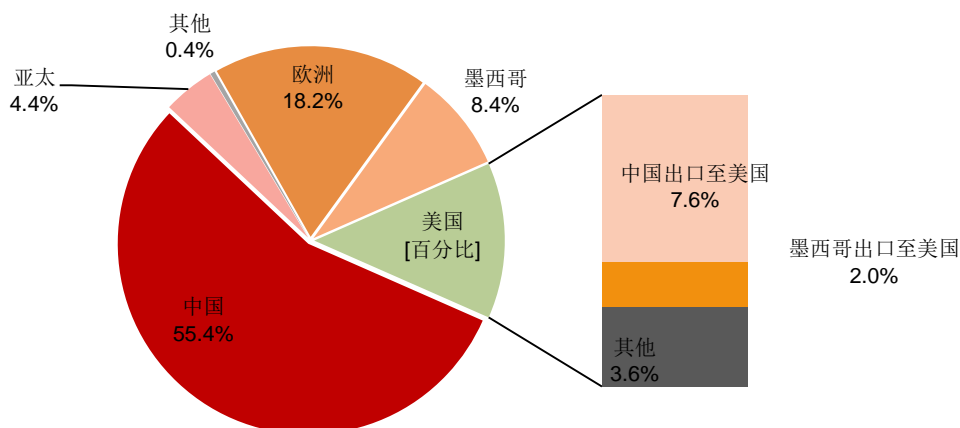
## 中报业绩打消市场疑虑

公司公布 1H19 实现营收 61.3 亿元，同比增长 2.3%，净利润 6.7 亿元，同比下滑 10%，毛利率为 32.4%，同比下滑 1pct，环比增长 1.6pct，符合我们预期。**其中北美地区实现毛利率 30%，同比增长 5.7pct，环比提升 8.8pct**，打消了此前市场对于公司的两大疑虑：1) 关税上调拖累公司 1H19 毛利率 0.4pct，显示中美贸易战实际负面影响有限；2) 墨西哥二工厂良率和产能利用率显著提升，我们预计上半年二工厂毛利率环比改善约 12pct。

### 我们测算中美贸易战对2019年净利润影响将不超过2%

公司从中国直接出口北美的收入占比约 7.6%，合约形式为 FOB (free on board) 和 CIF (cost, insurance, freight)，潜在加收的关税理论上由客户承担。并且从 2019 年下半年开始，敏实将把产能转移到泰国和北美，**从中国直接出口美国的业务比例将进一步降低**。我们中性预期是 2H19 关税税率为 25%，敏实和主机厂各自分担 50% 的关税上涨成本，并且暂时不考虑产能转移的影响，保守预计 2019 年北美地区将实现毛利率 29.2%。如果贸易战加剧，税率上调至 30%/40%，我们测算对公司 2019 年净利润的负面影响为 -0.5%/-1.6%。

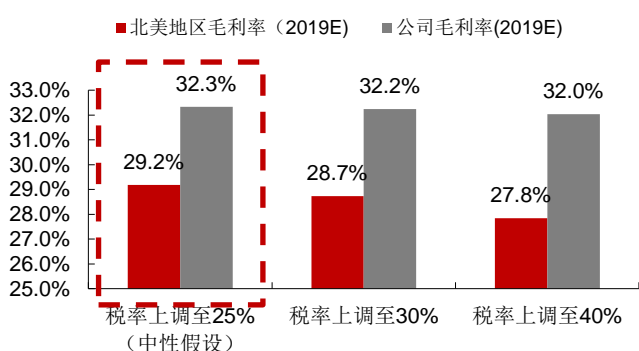
图 1：1H19 中国出口美国、墨西哥出口美国业务占比 7.6%、2.0%



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

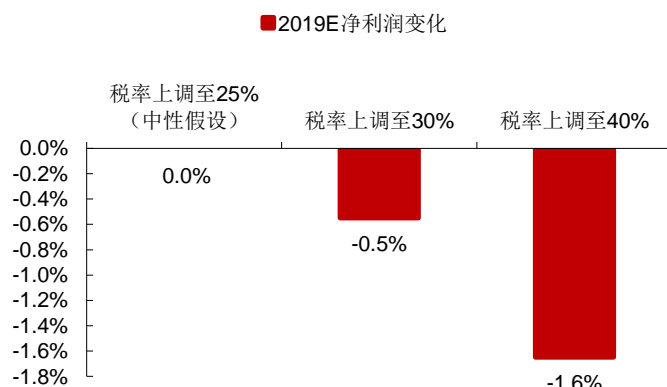
\*收入占比按照交货地划分

图 2：2019 年公司毛利率受贸易战影响在 0.3pct 以内



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 3：2019 年公司净利润受贸易战影响在 2pct 以内

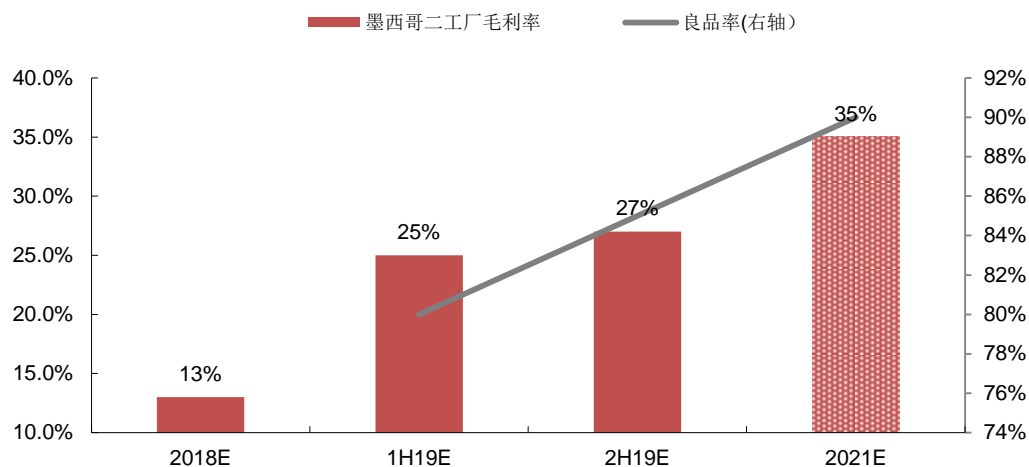


资料来源：公司公告、西部证券研发中心

### 墨西哥二工厂良品率和毛利率在上升通道中

墨西哥二工厂是北美地区铝产品生产基地，承接对工艺要求较高豪华车订单，投产初期由于当地资源未能及时匹配，良品率波动较大，因此成为 2018 年拖累北美业务毛利率的主要因素。墨西哥二工厂交由淮安事业部接管后，1H19 良品率和毛利率均有明显提升。**往前看，我们预期墨西哥二工厂稳态毛利率将达到 35%**，一是墨西哥地区承接订单报价高于国内，二是目前二工厂良品率在 80%左右，相比于淮安和嘉兴工厂超过 90%的良品率仍有较大提升空间。

图 4：预期 2H19 墨西哥二工厂毛利率、良品率提升至 27%、85%



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

## 主力新品2020年进入业绩收获期

公司培育的新品中，铝门框、铝电池盒、ACC 标牌将成为 2020-2021 年新的业绩增长点。根据在手订单测算，我们预计三大新品合计贡献 2020-2021 年 5.0%/8.7%的营收和 5.6%/10.7%的净利润，增长确定性高。

铝门框是公司为主机厂制定轻量化方案时首推的全新产品，单车配套金额在 500-700 元之间。公司已经拿到日产在中国、英国、美国的订单，计划年产量 90 万台，于 2020 年三季度量产。值得注意的是，该产品全球范围内仅 Dura 和百慕在工艺上可以视同为竞争对手，随着主机厂对轻量化重视程度越来越高，**我们认为在首批产品示范效应形成以后，公司有望获取更多订单。**

铝电池盒单车配套金额在 2000-5000 元之间，公司已经收到来自 11 家主机厂和 15 个车型的订单，首款车型已经在 1H2019 年量产，我们预期铝电池盒到稳态毛利率在 25%-30%之间。

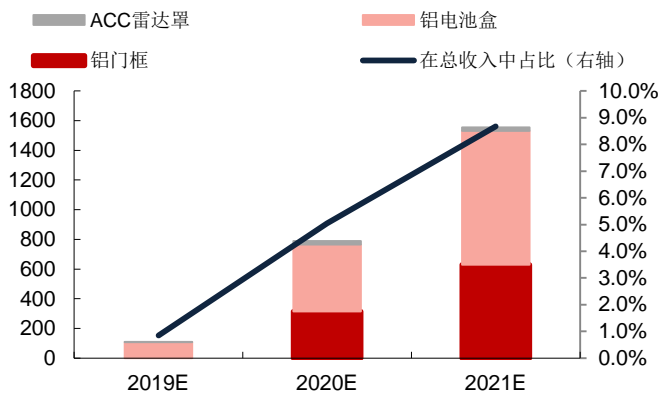
图 5：三大新品订单情况和量产进度

| 新产品  | 单车配套价值     | 量产时间   | 客户                            | 配套车型数量 |
|--|------------|--------|-------------------------------|--------|
| <br>铝电池盒  | 2000-5000元 | 1H2019 | 雷诺、日产、宝马、福特、本田、戴姆勒、捷豹路虎等11家客户 | 15     |
| <br>铝门框   | 500-700元   | 2020Q3 | 日产                            | 2      |
| <br>ACC标牌 | 300-500元   | 2018   | 本田、丰田                         | n.a.   |

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 6：预计三大新品贡献 2020/2021 年营收 5%/9%

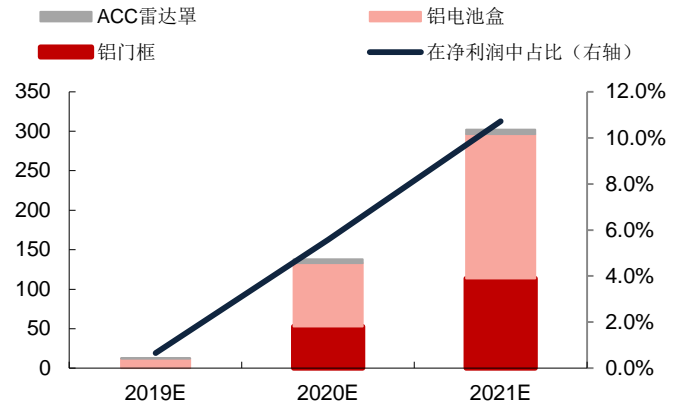
(单位：百万元)



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 7：预计三大新品合计贡献净利润 2020/2021 年 6%/9%

(单位：百万元)



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

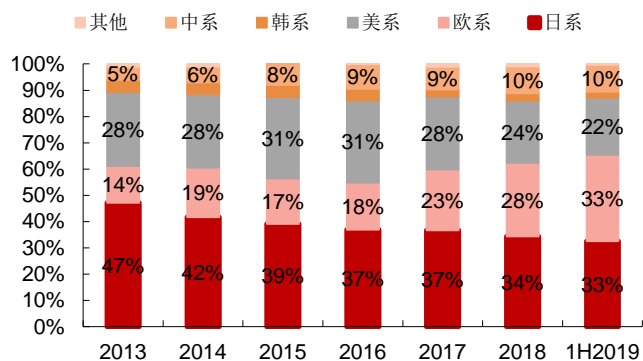
## 日系产业链受益标的，全球业务增长空间广阔

敏实是最早打开日系车型配套市场的国内零部件供应商，具备明显的先发优势，公司将受益于日系品牌国内市场份额扩张。此外，敏实对日系品牌在全球市场的配套业务刚刚起步，我们认为日系全球业务的开拓是公司长期的一大看点。

- 1) 公司依靠日系品牌起家，和主机厂配套关系稳固。敏实在 90 年代末通过与日系零部件供应商战略结盟的方式，从合作伙伴获取管理和技术优势，打入了日系主机厂供应链体系(详见图表 10)，实现了对东风日产、广汽本田、广汽丰田、东风本田、一汽丰田等国内主流日系车企的全面覆盖，日系业务在营收中占比一度接近 50%。随着日系品牌在国内市场份额持续提升和供应链进一步本土化，我们认为公司将率先受益。

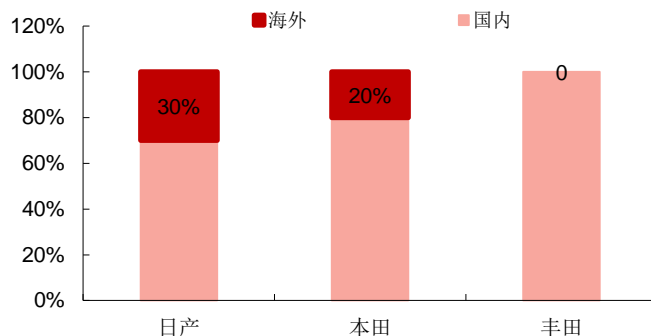
2) 敏实对日系品牌海外业务刚刚起步, 凭借成本优势和全球化布局, 有望在海外市场获取更多份额。公司日系业务中海外订单占比不高, 日产、本田占比约 30%、20%, 丰田目前尚属于空白。根据公司指引, 本田供应商三惠和敏实正在探讨全球性战略合作计划, 或将共同开拓北美市场。丰田方面也希望利用公司的成本优势在北美增加生产线, 订单可期。

图 8: 公司早年依靠日系业务起家, 营收占比曾接近 50%



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 9: 公司日系业务多数来自国内, 海外订单占比不高



资料来源: 西部证券研发中心

图 10: 敏实早期通过与日系零部件供应商战略结盟的方式, 从合作伙伴获取管理和技术优势, 打入了主流日系品牌的配套体系

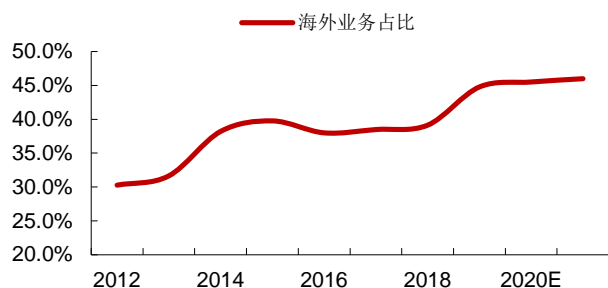
| 时间     | 战略同盟             | 战略同盟背景     | 结盟业务       |
|--------|------------------|------------|------------|
| 1999 年 | 三惠技研             | 本田供应商      | 门框、装饰条     |
| 2002 年 | 东海兴业             | 丰田和本田的供应商  | 装饰件、装饰条    |
| 2002 年 | Katayama         | 马自达和三菱的供应商 | 门框、装饰条     |
| 2003 年 | 桥本               | 日产供应商      | 装饰件、装饰条、门框 |
| 2004 年 | 岐阜               | 丰田供应商      | 座椅滑槽       |
| 2006 年 | 爱信               | 日系零部件供应商   | 装饰条        |
| 2010 年 | 野岛               | 日本座椅生产商    | 汽车座椅骨架系统   |
| 2011 年 | Toyota Auto Body | 丰田供应商      | 福祉车        |

资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

## 业绩拐点已至，维持“买入”评级

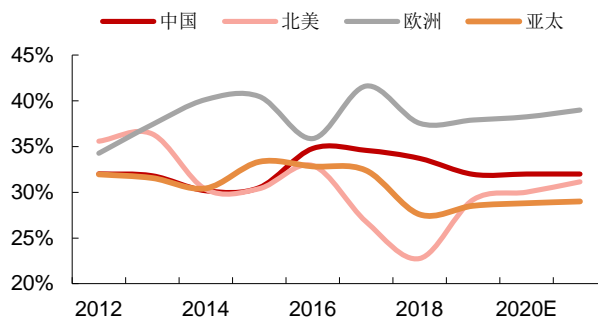
我们认为下半年公司业绩将重拾增长，预计 2019-2021 年净利润为 19.1/23.8/27.4 亿元，年复合增速达 18%，基于以下理由：1) 北美地区毛利率稳步上行，一是中国出口到北美的产品转移到其他基地生产后，贸易战影响将逐步消除，二是墨西哥二工厂良品率持续改善；2) 新产品 2020-2021 年放量，贡献 5.6%/10.7%的净利润，增长确定；3) 欧系业务比例进一步增加。我们调高目标价至 31 港元，基于 DCF 模型，隐含 2019/2020 年 17/14 倍的市盈率。

图 11：我们预计公司海外业务占比进一步提升



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 12：北美地区毛利率仍有提升空间



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 11：零部件标的估值表

| 公司名称         | 股票代码      | 收盘价    | 市值<br>(亿元) | 每股收益增长率(%)   |             | 市盈率(x)      |             | 市净率(x)<br>2019F | 股利收益率(%)<br>2019F |
|--------------|-----------|--------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------------------|
|              |           |        |            | 2019F        | 2020F       | 2019F       | 2020F       |                 |                   |
| <b>H股零部件</b> |           |        |            |              |             |             |             |                 |                   |
| 敏实集团         | 425 HK    | 25.50  | 243        | 14.8         | 24.6        | 13.9        | 11.1        | 1.8             | 2.9               |
| 耐世特          | 1316 HK   | 6.53   | 139        | -24.7        | 8.8         | 7.4         | 6.8         | 1.1             | 2.6               |
| 福耀玻璃         | 3606 HK   | 22.95  | 506        | -17.6        | 14.1        | 13.7        | 12.0        | 2.1             | 4.5               |
| <b>全球零部件</b> |           |        |            |              |             |             |             |                 |                   |
| 奥拓立夫         | ALV US    | 79.41  | 436        | 172.7        | 18.0        | 13.4        | 11.3        | 2.9             | 3.2               |
| 麦格纳          | MGA US    | 53.8   | 1059       | -5.8         | 8.8         | 8.6         | 7.9         | 1.4             | 2.6               |
| 佛吉亚          | EO FP     | 46.44  | 533        | 1.0          | 11.4        | 9.0         | 8.1         | 1.7             | 3.1               |
| 大陆           | CON GY    | 124.84 | 2107       | -27.2        | 20.0        | 11.8        | 9.9         | 1.3             | 3.5               |
| <b>平均值</b>   |           |        |            | <b>35.2</b>  | <b>14.5</b> | <b>10.7</b> | <b>9.3</b>  | <b>1.8</b>      | <b>3.1</b>        |
| <b>A股零部件</b> |           |        |            |              |             |             |             |                 |                   |
| 华域汽车         | 600741.SH | 25.92  | 797        | -12.3        | 8.3         | 11.6        | 10.7        | 1.9             | 3.9               |
| 京威股份         | 002662.SZ | 3.44   | 49         | n.a.         | n.a.        | n.a.        | n.a.        | 0.9             | 0.0               |
| 凌云股份         | 600480.SH | 8.14   | 43         | -33.2        | 42.4        | 20.3        | 14.3        | 1.1             | 0.7               |
| 拓普集团         | 601689.SH | 11.93  | 122        | -48.6        | 23.7        | 22.3        | 18.0        | 1.7             | 1.2               |
| 继峰股份         | 603997.SH | 8.94   | 55         | 10.6         | 17.6        | 17.0        | 14.4        | 3.1             | 2.2               |
| 岱美股份         | 603730.SH | 26.09  | 102        | 21.5         | 22.7        | 15.8        | 12.9        | 4.0             | 0.0               |
| 均胜电子         | 600699.SH | 16.82  | 210        | -29.4        | 20.5        | 16.7        | 13.8        | 1.1             | 1.2               |
| <b>平均值</b>   |           |        |            | <b>-15.2</b> | <b>22.5</b> | <b>17.3</b> | <b>14.0</b> | <b>2.0</b>      | <b>1.3</b>        |

资料来源：Wind、Bloomberg、西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元)      |               |               |               |               |               | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |                  | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| 现金及现金等价物         | 3,850         | 4,522         | 3,830         | 4,738         | 6,525         | 营业收入             | 11,384       | 12,553       | 12,880       | 15,637       | 17,924       |
| 应收款项             | 4,017         | 4,207         | 4,089         | 4,904         | 5,429         | 营业成本             | -7,535       | -8,530       | -8,718       | -10,521      | -11,988      |
| 存货净额             | 2,078         | 1,974         | 2,154         | 2,559         | 2,819         | 营业税金及附加          | -            | -            | -            | -            | -            |
| 其他流动资产           | 113           | 443           | 2,366         | 856           | 2,217         | 销售费用             | -481         | -520         | -559         | -672         | -771         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>10,057</b> | <b>11,147</b> | <b>12,439</b> | <b>13,057</b> | <b>16,990</b> | 管理费用             | -852         | -941         | -998         | -1,259       | -1,434       |
| 固定资产及在建工程        | 6,246         | 7,933         | 9,141         | 10,042        | 10,745        | 财务费用             | -95          | -138         | -38          | 78           | 80           |
| 长期股权投资           | 461           | 314           | 224           | 224           | 224           | 其他费用/( -收入)      | -369         | -453         | -530         | -720         | -832         |
| 无形资产             | 50            | 63            | 62            | 57            | 50            | <b>营业利润</b>      | <b>2,053</b> | <b>1,972</b> | <b>2,037</b> | <b>2,543</b> | <b>2,978</b> |
| 其他非流动资产          | 1,295         | 1,811         | 234           | 234           | 234           | 营业外净收支           | 264          | 179          | 179          | 160          | 160          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>8,052</b>  | <b>10,121</b> | <b>9,662</b>  | <b>10,556</b> | <b>11,252</b> | <b>利润总额</b>      | <b>2,317</b> | <b>2,151</b> | <b>2,216</b> | <b>2,703</b> | <b>3,138</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>18,109</b> | <b>21,268</b> | <b>22,101</b> | <b>23,613</b> | <b>28,242</b> | 所得税费用            | -396         | -334         | -367         | -503         | -577         |
| 短期借款             | 2,494         | 4,091         | 3,835         | 3,835         | 3,835         | <b>净利润</b>       | <b>2,025</b> | <b>1,661</b> | <b>1,907</b> | <b>2,376</b> | <b>2,735</b> |
| 应付款项             | 2,890         | 3,292         | 3,145         | 3,514         | 4,175         | 少数股东损益           | -67          | -52          | -79          | -80          | -83          |
| 其他流动负债           | 159           | 210           | 92            | 92            | 92            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2,025</b> | <b>1,661</b> | <b>1,907</b> | <b>2,376</b> | <b>2,735</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5,543</b>  | <b>7,593</b>  | <b>7,072</b>  | <b>7,441</b>  | <b>8,102</b>  |                  |              |              |              |              |              |
| 长期借款及应付债券        | 101           | 163           | 63            | 63            | 63            | <b>财务指标</b>      | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 其他长期负债           | 67            | 84            | 100           | 100           | 100           | <b>盈利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 长期负债合计           | 168           | 247           | 162           | 162           | 162           | ROE              | 17.4%        | 12.9%        | 13.5%        | 15.4%        | 15.2%        |
| <b>负债合计</b>      | <b>5,711</b>  | <b>7,839</b>  | <b>7,234</b>  | <b>7,603</b>  | <b>8,265</b>  | 毛利率              | 33.8%        | 32.0%        | 32.3%        | 32.7%        | 33.1%        |
| 股本               | 114           | 115           | 115           | 115           | 115           | 营业利润率            | 18.0%        | 15.7%        | 15.8%        | 16.3%        | 16.6%        |
| 股东权益             | 12,284        | 13,314        | 14,751        | 15,895        | 19,862        | 销售净利率            | 17.8%        | 13.2%        | 14.8%        | 15.2%        | 15.3%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>18,109</b> | <b>21,268</b> | <b>22,101</b> | <b>23,613</b> | <b>28,242</b> | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | 营业收入增长率          | 21.1%        | 10.3%        | 2.6%         | 21.4%        | 14.6%        |
|                  |               |               |               |               |               | 营业利润增长率          | 12.7%        | -4.0%        | 3.3%         | 24.8%        | 17.1%        |
|                  |               |               |               |               |               | 净利润增长率           | 17.8%        | -18.0%       | 14.8%        | 24.6%        | 15.1%        |
|                  |               |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | 资产负债率            | 31.5%        | 36.9%        | 32.7%        | 32.2%        | 29.3%        |
|                  |               |               |               |               |               | 流动比              | 1.8          | 1.5          | 1.8          | 1.8          | 2.1          |
|                  |               |               |               |               |               | 速动比              | 1.4          | 1.2          | 1.5          | 1.4          | 1.7          |
|                  |               |               |               |               |               | <b>每股指标与估值</b>   | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
|                  |               |               |               |               |               | <b>每股指标</b>      |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | EPS              | 1.78         | 1.45         | 1.67         | 2.08         | 2.39         |
|                  |               |               |               |               |               | BVPS             | 10.66        | 11.50        | 12.65        | 13.65        | 17.12        |
|                  |               |               |               |               |               | <b>估值</b>        |              |              |              |              |              |
|                  |               |               |               |               |               | P/E              | 13.0         | 15.9         | 13.9         | 11.1         | 9.7          |
|                  |               |               |               |               |               | P/B              | 2.2          | 2.0          | 1.8          | 1.7          | 1.3          |
|                  |               |               |               |               |               | P/S              | 2.8          | 2.5          | 2.4          | 2.0          | 1.7          |

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

|     |  |
|-----|--|
| 买入: | 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上       |
| 增持: | 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间   |
| 中性: | 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5% |
| 卖出: | 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%        |

## 联系我们

**联系地址:** 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

|     |    |        |             |                                    |
|-----|----|--------|-------------|------------------------------------|
| 徐青  | 全国 | 全国销售总监 | 17701780111 | xuqing@research.xbmail.com.cn      |
| 李佳  | 上海 | 资深机构销售 | 18616873177 | lijia@research.xbmail.com.cn       |
| 王倚天 | 上海 | 资深机构销售 | 15601793971 | wangyitian@research.xbmail.com.cn  |
| 曲泓霖 | 上海 | 高级机构销售 | 15800951117 | quhonglin@research.xbmail.com.cn   |
| 张璐  | 上海 | 高级机构销售 | 18521558051 | zhanglu@research.xbmail.com.cn     |
| 龚泓月 | 上海 | 高级机构销售 | 15180166063 | gonghongyue@research.xbmail.com.cn |
| 程瑶  | 上海 | 高级机构销售 | 13581671012 | chengyao@research.xbmail.com.cn    |
| 丁可莎 | 上海 | 高级机构销售 | 18121342865 | dingkesha@research.xbmail.com.cn   |
| 陈妙  | 上海 | 机构销售   | 18258750681 | chenmiao@research.xbmail.com.cn    |
| 钱丹  | 上海 | 机构销售   | 16602165959 | qiandan@research.xbmail.com.cn     |
| 倪欢  | 上海 | 机构销售助理 | 15201924180 | nihuan@research.xbmail.com.cn      |
| 程琰  | 深圳 | 区域销售总监 | 15502133621 | chengyan@research.xbmail.com.cn    |
| 唐小迪 | 深圳 | 高级机构销售 | 13418584996 | tangxiaodi@research.xbmail.com.cn  |
| 杨洋  | 深圳 | 机构销售助理 | 13760192366 | yangyang@research.xbmail.com.cn    |
| 孙曼  | 深圳 | 机构销售助理 | 18516326070 | sunman@research.xbmail.com.cn      |
| 滕雪竹 | 深圳 | 机构销售助理 | 18340820535 | tengxuezhu@research.xbmail.com.cn  |
| 李思  | 广州 | 高级机构销售 | 13122656973 | lisi@research.xbmail.com.cn        |
| 李梦含 | 北京 | 区域销售总监 | 15120007024 | limenghan@research.xbmail.com.cn   |
| 夏一然 | 北京 | 高级机构销售 | 15811140346 | xiayiran@research.xbmail.com.cn    |
| 高飞  | 北京 | 高级机构销售 | 15120002898 | gaofei@research.xbmail.com.cn      |
| 袁盼锋 | 北京 | 高级机构销售 | 18611362059 | yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn |
| 滕飞  | 北京 | 机构销售助理 | 15010106246 | tengfei@research.xbmail.com.cn     |
| 刘文清 | 北京 | 机构销售助理 | 13262708812 | liuwenqing@research.xbmail.com.cn  |



## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。