

普通机械

钢研高纳(300034.SZ)/16.66 元

订单是业绩增长瓶颈

事 项

近日我们对钢研高纳（300034）进行了调研，与相关管理人员进行了交流。

主要观点

（1）公司目前销售净利润率为 18%，净资产收益率只有 4.8%，我们认为资产周转率过慢的原因包括：一是募集资金项目建设进程过慢，资产中有大量货币资金；二是现有产能利用率不足。

（2）从产能看，公司母合金产能为 900 吨，其中 300-400 吨外售，另 500-600 吨进一步加工成铸造高温合金和变形高温合金出售。我们认为，公司过于依赖军工订单，客户集中，市场开发力度不够，没有将现有产能有效释放。

（3）我国高温合金年生产量约 1 万吨，年需求 2 万吨以上，市场容量超过 80 亿元。尽管市场空间较大，但国内技术没有完全突破、进口无法替代前，公司在军工领域继续开发拓展的空间十分有限。

（4）公司民用领域的开发重点是工业燃气轮机和汽车涡轮增压器。工业燃气轮机初步估计市场空间 10 亿元以上，目前已经给哈尔滨汽轮机厂供货。

（5）公司目前还没有涉足汽车涡轮增压器领域，超募资金项目——真空水平连铸高温母合金项目完成后，将能批量生产涡轮增压器用高温合金。

（6）公司实际控制人为钢研集团，正面临转型发展的关键时期，将由科研单位向生产为主的企业发展转变，钢研集团 2010 年的收入为 80 亿元，2011 年的目标是 120 亿元，2015 年目标是 300 亿元。钢研高纳将同步发展。

（7）公司为了更适应市场发展，成立了产品部，并恢复了市场部，进一步贴近市场需求，加大开发市场力度。

盈利预测

我们预计 2011 年-2013 年公司营业收入分别为 3.4 亿元、4 亿元和 4.9 亿元，分别增长 4%、16%和 24%，EPS 分别为 0.30 元、0.34 元和 0.42 元，对应 PE 分别为 54 倍、48 倍和 40 倍，虽然公司估值偏高，但考虑到公司作为高温合金龙头企业，正处于转型期，管理效率、市场开拓都将有效改善，同时，公司将得到钢铁“十二五”规划、新材料“十二五”规划、高端装备“十二五”规划等政策扶持，维持“推荐”评级。

风险提示（1）相关政策有会补贴不能落实；（2）募集资金项目低于预期。

证券分析师：韩振国
执业编号：S0850200010364

联系人：刘建民
Tel: 010-66500870
Email: Liu Jianmin@hczq.com

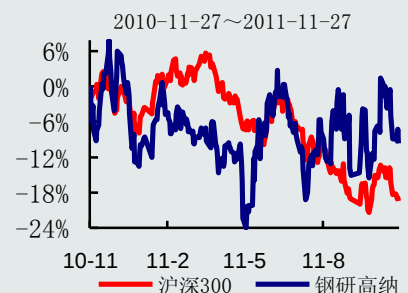
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	21199
流通 A 股/B 股(万股)	9934/0
资产负债率(%)	4.94
每股净资产(元)	4.14
市盈率(倍)	54
市净率(倍)	4.02
12 个月内最高/最低价	36.88/13.98

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《募集资金项目低于预期，利息支撑业绩》
2011-10-25
- 《业绩增长，在建项目明年贡献业绩》
2011-08-22
- 《钢研高纳：行业、企业迎“拐点”，业内龙头始“升温”》
2011-06-26

目录

一、投资概要	3
(一) 判断公司价值的主要因素	3
(二) 股价表现催化剂	3
(三) 主要风险因素	3
二、三季度业绩靠利息收入支撑	3
三、症结——过分依赖军工订单，产能未完全释放	4
(一) “一高一低”，营业收入仍有增长空间	4
(二) 生产方式决定产能不是增长限制性环节	5
(三) 销售费用低，市场开拓力度偏小	5
四、解症——民用高温合金市场潜力大，公司管理转型	6
(一) 军工领域开拓空间有限	6
(二) 民用市场亟待开发	7
(三) 钢研集团面临转型	7
五、盈利预测	7
(一) 关键假设	7
(二) 营收、成本预测	8
(三) 维持“推荐”评级	8

图表目录

图表 1. 公司成长催化剂	3
图表 2. 公司利润简表	4
图表 3. 公司 ROE 较低	4
图表 4. 公司销售利润率较高	4
图表 5. 公司工艺图	5
图表 6. 公司销售费用率	5
图表 7. 公司三项费用率	5
图表 8. 军工订单充足，关键看民用市场的开发	6
图表 9. 高温合金应用领域	6
图表 10. 项目盈利情况	7
图表 11. 项目完成进度	8
图表 12. 营收、成本预测	8

一、 投资概要

（一）判断公司价值的主要因素

公司作为高科技金属材料公司，技术实力、装备水平都处于国内一流，但由于公司前身是科研单位，管理理念、市场开拓明显与公司研发能力不相匹配，尤其在民用市场开拓方面，远远低于市场预期，我们认为，短期（一年）公司市场开拓力度是否加大，订单能否大幅增加，长期（2-5年）募集资金项目、超募资金项目能否顺利实施是判断公司投资价值的主要因素。

（二）股价表现催化剂

目前，从公司股价、估值来看，主题投资大于价值投资，在募集资金项目建成投产之前这种状况不会改变，钢铁“十二五”规划（特钢部分）、新材料“十二五”规划、高端装备“十二五”规划都将惠及公司，或有相应补贴收入，成为公司股价催化剂。

随着募集资金项目建成投产贡献业绩，对民用高温合金市场领域的开发，公司将逐渐回归价值投资。

图表1. 公司成长催化剂

行业发展		进入快速发展期			
外延式	外部收购	收购相关高温合金企业、集团资产注入			
内涵式	母合金	真空水平连铸高温合金母合金项目投产		贡献业绩	
	铸造高温合金制品	铸造高温合金高品质精铸件项目投产			
	变形高温合金制品				
	新型高温合金材料及制品	航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目		贡献业绩	
		航空航天用钛铝金属材料制品项目			
		新型高温固体自润滑复合材料及制品项目			
确定事件		2011年	2012年	2013年	2014年
大概率事件					

数据来源：华创证券

（三）主要风险因素

- （1）相关政策优惠补贴不能落实；
- （2）募集资金项目低于预期。

二、 三季度业绩靠利息收入支撑

公司在高温合金领域，无论是技术水平还是人才储备都是业内龙头，从题材——金属新材料，到公司管理、技术积累等方面，资本市场也给予了重点关注，但自上市以来，公司业绩增长比较“温和”，与一个成长型公司应有的快速增速有差距，2008-2010年公司营业收入同比分别增长 10.8%、3.3%和 13.6%，如果剔除原材料价格上涨因素，公司产量增幅十分有限。

再从三季度公司经营情况来看，利息收入占归母净利润的 30%以上。目前公司募集资金专户有资金 5.1 亿元，利息收入使得公司财务费用为-1436 万元，支撑了公司业绩。

图表2. 公司利润简表

单位: 万元	10/Q1-Q3	10/Q4	10	11/Q1	11/Q2	11H	11/Q3	11/Q1-Q3
营业收入	21551	11515	33066	7269	9173	16442	7282	23724
营业成本	15819	8949	24768	5357	6815	12173	5316	17489
毛利	5733	2565	8298	1911	2358	4269	1966	6236
营业税金及附加	75	100	176	31	11	43	22	65
销售费用	47	33	80	21	21	42	41	83
管理费用	2322	995	3317	622	1090	1712	710	2422
财务费用	(400)	(43)	(443)	(430)	(715)	(1146)	(291)	(1436)
三费	1969	986	2954	213	396	608	460	1068
YOY	2.7%	139.1%	26.9%	-64.2%	-30.3%	-47.6%	-43.0%	-45.7%
QOQ		22.2%		-78.4%	85.9%		16.3%	
资产减值损失	48	(68)	(21)	57	169	226	(73)	152
营业利润	3641	1548	5189	1611	1782	3393	1557	4950
加: 营业外收入	0	199	199	3	0	3	0	3
减: 营业外支出	5	0	5	0	0	0	0	0
利润总额	3636	1747	5383	1613	1782	3395	1557	4952
减: 所得税费用	545	193	738	242	267	509	234	744
净利润	3091	1554	4645	1371	1515	2886	1323	4209
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归母净利润	3091	1554	4645	1371	1515	2886	1323	4209
YOY	13.9%	42.3%	22.0%	51.1%	46.3%	48.6%	15.2%	36.2%
所得税率%	15.0%	11.0%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
EPS	0.15	0.07	0.22	0.06	0.07	0.14	0.06	0.20

数据来源: 华创证券

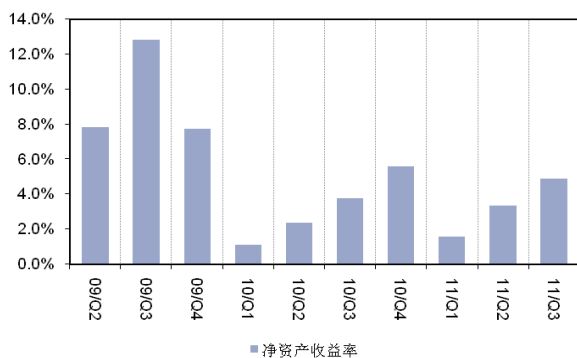
我们对公司价值分析的逻辑是寻找限制公司发展的瓶颈, 破除瓶颈的因素是否出现, 进而研判业绩快速增加的时间节点。

三、症结——过分依赖军工订单, 产能未完全释放

(一) “一高一低”, 营业收入仍有增长空间

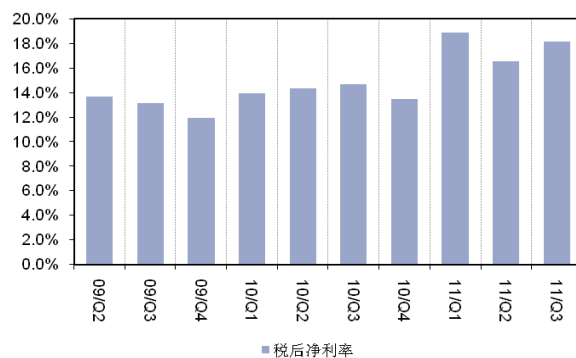
从杜邦分析来看, “一高一低”是对公司的最好概括, 即具有较高的销售利润率, 较低的净资产收益率。目前公司销售净利率为 18%, 净资产收益率只有 4.8%, 营业收入相对总资产而言太少, 资产周转率过慢, 我们认为主要原因包括: 一是募集资金项目建设进程过慢, 资产中有大量货币资金; 二是现有产能利用率不足, 目前公司生产执行每周五天、八小时工作制, 我们预估产能利用率不超过 70%。

图表3. 公司 ROE 较低



数据来源: 华创证券

图表4. 公司销售利润率较高



数据来源: 华创证券

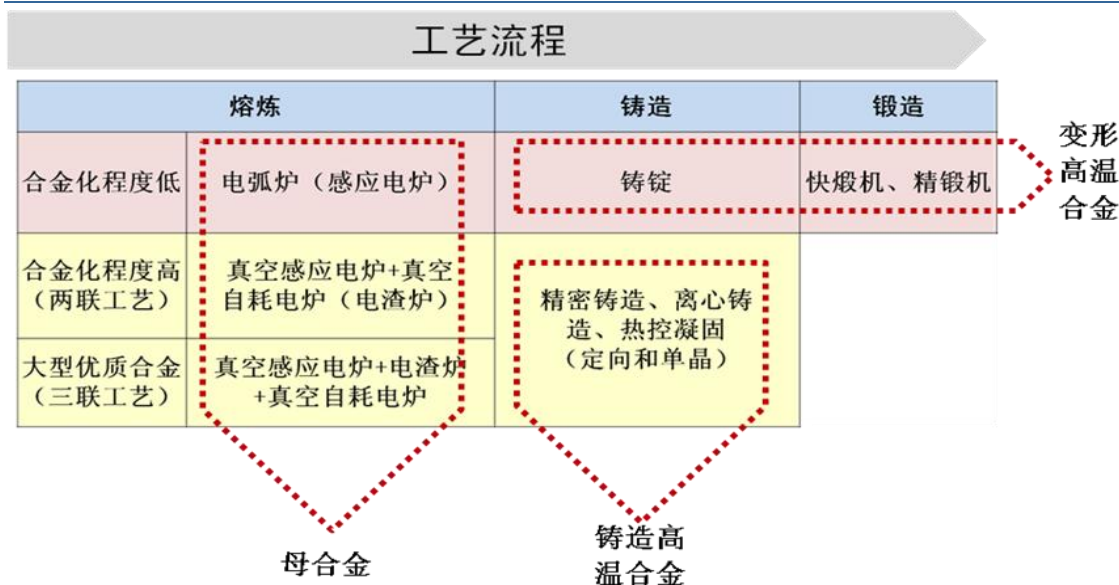
（二）生产方式决定产能不是增长限制性环节

图 4 是我们对公司生产工艺的简要概括，购买原料生产母合金，部分母合金通过铸造加工形成产品——铸造高温合金；另外部分铸成锭子，再经过锻造形成产品——变形高温合金。

从具体产能来看，公司母合金产能是 900 吨，其中 300-400 吨外售，另 500-600 吨进一步加工成铸造高温合金和变形高温合金出售。铸造高温合金主要在永兴基地生产，变形高温合金主要是对外委托加工，目前主要交由西南铝和二重锻造加工。

从母合金部分外售、变形高温合金委托加工等来看，公司产能利用并不十分充足。

图表5. 公司工艺图

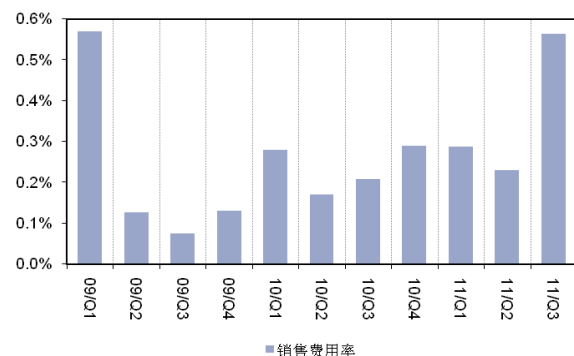


数据来源：华创证券

（三）销售费用低，市场开拓力度偏小

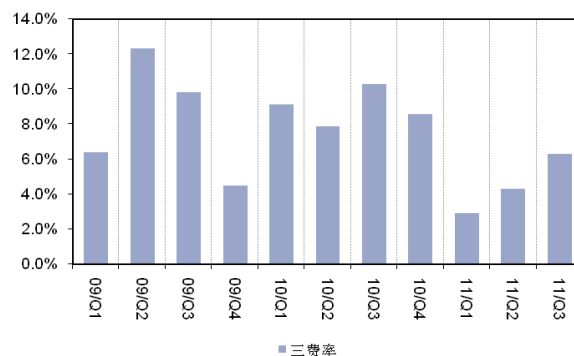
公司销售费用一直比较低，销售费用率不到 0.5%，公司解释称，因为公司为专家销售，部分费用计入了管理费用，但从三项费用率来看，也只有 5%，这在上市公司里是比较少见的，我们认为，销售费用低虽然能够表明公司管理效率、费用控制能力较高，但从另一个侧面也反映了公司市场开拓力度还不够。

图表6. 公司销售费用率



数据来源：华创证券

图表7. 公司三项费用率



数据来源：华创证券

从前五大客户来看，近两年未发生大的变动，2010 年年报显示，前五大客户中，四家属于军工领域，一家属于民用领域，合计收入占比为 32.6%，2011 年中报显示，前五大客户收入占比达到了 44.8%。

我们认为，公司发展的症结在于过分依赖军工订单，客户集中，市场开发力度不够，没有将现有产能有效释放。

图表8. 军工订单充足，关键看民用市场的开发

产品	市场分类	生产厂家	公司情况
铸造高温合金精铸件	自行生产	专业发动机厂家	
	承接对外委托	沈阳金属所	
		航材院	
		钢研高纳	规模最大，市场占有率 90%
变形高温合金	普通产品	抚顺特钢	
		宝钢特殊钢	
		攀钢长城特钢	
	高端产品	钢研高纳	市场占有率超过 30%
粉末高温合金	小批量生产阶段	航材院	
		钢研高纳	除这两家公司外，其他公司还不能生产
ODS 合金		钢研高纳	国内唯一一家掌握该项技术
Ti-Al 中间化合物	小批量生产阶段	北科大	
		金属所	
		钢研高纳	技术储备国内领先

数据来源：华创证券

四、解症——民用高温合金市场潜力大，公司管理转型

（一）军工领域开拓空间有限

军工领域用高温合金主要应用在航空涡轮发动机和火箭发动机上，统计数据显示，在航空航天领域高温合金用量占发动机总重量的 40%~60%，航空发动机的四大热端部件——燃烧室、导向器、涡轮叶片和涡轮盘均使用的是高温合金。根据中国金属学会高温材料分会统计，我国高温合金年生产量约 1 万吨，而年需求在 2 万吨以上，市场容量超过 80 亿元。尽管市场空间较大，但国内技术没有完全突破、进口无法替代之前，公司在军工领域继续开发拓展的空间很小，

图表9. 高温合金应用领域

领域	使用部件	高温合金种类
军工领域	航空涡轮发动机热端部件	燃烧室
		变形高温合金
		导向叶片
		铸造高温合金(精密铸造、定向凝固)
	火箭发动机高温部件	涡轮叶片
		变形高温合金、铸造高温合金
民用领域	柴油机 and 内燃机	涡轮盘
		变形高温合金、铸造高温合金、粉末高温合金
	烟气轮机	增压涡轮
		铸造高温合金
		轮盘
		变形高温合金
	工业燃气轮机	动叶片
		精密铸造、变形高温合金
	汽车内燃机	静叶片
		铸造高温合金
		涡轮片
		变形高温合金、铸造高温合金
		燃机导叶
		变形高温合金、铸造高温合金
		进排气阀座
		铸造高温合金

数据来源：华创证券

（二）民用市场亟待开发

我国燃气轮机发电比例偏低。目前燃气轮机发电在世界上已广为应用，其发电容量占世界总发电容量的 11%。目前全世界每年新增加的装机容量中，有 1/3 以上系采用燃气—蒸汽联合循环机组，而美国则接近 1/2，而国内的这一比例还很低，国内燃气轮机的发展前景为高温合金的使用提供了巨大的空间，而且每年的备件供应将是非常稳定的需求，初步估计市场空间在 10 亿元以上。目前公司已经给哈尔滨汽轮机厂供货工业燃气轮机用高温合金，2011 年公司收入增加就主要是受益于此。

而从汽车涡轮增压器市场来看，全球领先的涡轮增压器开发厂商——霍尼韦尔预计，由于各汽车厂商希望通过给发动机增压，在不降低性能的前提下帮助提高燃油效率，减少有害排放，到 2013 年，全球涡轮增压器市场在总体汽车市场中所占份额将从 30% 提高到 38%。公司目前还没有开发该市场领域，因为汽车涡轮增压器要求材料低成本高质量，公司超募资金项目——真空水平连铸高温母合金项目完成后，将能批量供货，公司真空水平连铸高温母合金项目也是国内第一条高温合金连铸生产线。

（三）钢研集团面临转型

公司实际控股股东为钢研集团，是冶金行业内的科研龙头单位，拥有安泰科技、金自天正和钢研高纳三家上市公司。目前钢研集团正面临转型发展的关键时期，将由科研单位向生产为主的企业方向转变，前董事长干勇院士已经卸任，目前董事长是财务专家、藏族干部才让，进入“才让时代”的钢研集团的发展重点是，将雄厚的技术积累产业化，钢研集团 2010 年的收入为 80 亿元，2011 年的目标是 120 亿元，2015 年目标是 300 亿元，钢研高纳作为集团上市公司之一，将与之同步发展。

另外，公司为了更适应市场发展，成立了产品部，并恢复了市场部，进一步贴近市场需求，加大开发市场力度。

五、盈利预测

（一）关键假设

- （1） 募集资金和超募资金项目建设顺利，分别在 2012 年底、2013 年底投产，达产期均是两年，第一年释放 50% 产能；
- （2） 募集资金和超募资金项目盈利与可行性分析相吻合；
- （3） 现有产能稳定释放；
- （4） 公司产品定价方式为成本加成法，假设 2011 年-2013 年毛利率分别 26%、27% 和 28%；
- （5） 民用领域市场开发顺利；
- （6） 相关政策补贴预测中不予以考虑。

图表10. 项目盈利情况

项目名称		总投资 (万元)	预计收入 (万元)	预计利润 (万元)
募募集资金项目	航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	9995	7,275	1,996
	航空航天用钛铝金属材料制品项目	6588	6,700	1,309
	新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	6447	7,600	1,231
超募资金项目	铸造高温合金高品质精铸件项目	13695	11610	4358
	真空水平连铸高温合金母合金项目	22395	24100	5462

数据来源：华创证券

图表11. 项目完成进度

项目名称		投产日期	实施地点	完成进度（2011 年 10 月）
募集资金项目	航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	2012-12- 31	涿州基地	用地增加，占用了新型高温固体自润滑复合材料及制品项目用地，完成 26.43%
	航空航天用钛铝金属材料制品项目	2012- 12-31	永丰基地	购置和改造中国钢研科技集团有限公司北京中关村永丰高新技术产业基地 4#厂房 厂房改造、设备进厂阶段，未新建厂房
	新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	2012-12-31	涿州基地	由于用地被募投项目 1 占用，目前租赁厂房先期建设
超募资金项目	铸造高温合金高品质精铸件项目	2013-12-31	永丰基地	原计划是永丰基地附近购置土地，现改为永丰基地自有土地
	真空水平连铸高温合金母合金项目	2013-12-31	涿州基地	原计划是永丰基地附近购置土地，现改为涿州基地购置土地

数据来源：华创证券

（二）营收、成本预测

图表12. 营收、成本预测

单位：百万元		2010年	2011年（E）	2012年（E）	2013年（E）
收入	现有产能	331	344	399	415
	yoy		4%	16%	4%
	新增产能				80
	合计	331	344	399	495
	yoy		4%	16%	24%
毛利率		26%	26%	25%	28%
成本		245	245	258	288
yoy				5%	11%

数据来源：华创证券

（三）维持“推荐”评级

我们预计 2011 年-2013 年公司营业收入分别为 3.4 亿元、4 亿元和 4.9 亿元，分别增长 4%、16%和 24%，EPS 分别为 0.30 元、0.34 元和 0.42 元，对应 PE 分别为 54 倍、48 倍和 40 倍，公司作为高温合金龙头企业，将受益于钢铁“十二五”规划、新材料“十二五”规划、高端装备“十二五”规划等政策支持，继续维持“推荐”评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	799	805	805
现金	675	667	670	669
应收账款	40	38	42	40
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	6	5	6	6
存货	36	32	32	33
其他	59	56	54	56
非流动资产	78	189	561	516
长期投资	0	0	0	0
固定资产	58	169	540	495
无形资产	11	11	13	13
其他	9	9	8	8
资产总计	893	989	1366	1320
流动负债	47	162	486	378
短期借款	0	118	442	334
应付账款	23	14	15	17
其他	24	30	30	27
非流动负债	1	9	9	8
长期借款	0	0	0	0
其他	1	9	9	8
负债合计	48	171	495	387
少数股东权益	0	0	0	0
股本	118	212	212	212
资本公积金	561	391	391	391
留存收益	167	215	267	330
归属母公司股东权益	846	818	870	934
负债和股东权益	893	989	1366	1320

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	39	70	99	137
净利润	46	65	73	88
折旧摊销	5	10	30	46
财务费用	-4	-17	-2	5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-12	13	-2	-2
其它	4	-0	0	-0
投资活动现金流	-7	-121	-401	-1
资本支出	7	120	400	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-1	-1	-1
筹资活动现金流	-8	43	305	-137
短期借款	0	118	323	-107
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	94	0	0
资本公积增加	2	-170	0	0
其他	-10	-0	-18	-29
现金净增加额	25	-8	3	-1

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	331	344	399	495
营业成本	248	258	288	357
营业税金及附加	2	2	2	3
营业费用	1	1	1	1
管理费用	33	25	27	29
财务费用	-4	-17	-2	5
资产减值损失	-0	0	1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	52	74	83	101
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	54	75	84	102
所得税	7	10	12	14
净利润	46	65	73	88
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	65	73	88
EBITDA	52	67	111	152
EPS（元）	0.22	0.30	0.34	0.42

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	13.6%	4.1%	16.0%	24.0%
营业利润	22.2%	43.3%	12.3%	21.3%
归属母公司净利润	27.7%	38.9%	12.5%	21.2%
获利能力				
毛利率	25.1%	25.0%	28.0%	28.0%
净利率	14.0%	18.7%	18.2%	17.8%
ROE	5.5%	7.9%	8.3%	9.4%
ROIC	24.0%	18.3%	10.9%	15.2%
偿债能力				
资产负债率	5.3%	17.3%	36.3%	29.3%
净负债比率	0.00%	69.37%	89.21%	86.48%
流动比率	17.34	4.94	1.66	2.13
速动比率	16.58	4.74	1.59	2.04
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.37	0.34	0.37
应收帐款周转率	7	9	10	12
应付帐款周转率	16.46	14.06	20.41	22.53
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.30	0.34	0.42
每股经营现金	0.18	0.33	0.47	0.64
每股净资产	3.99	3.86	4.11	4.41
估值比率				
P/E	42.24	54.73	48.65	40.14
P/B	2.32	4.32	4.06	3.78
EV/EBITDA	55	43	26	19

煤炭钢铁组分析师介绍

韩振国：煤炭行业首席分析师，煤炭钢铁组组长。

高 羽：煤炭行业分析师。

刘建民：钢铁行业分析师，钢铁冶金硕士，宝钢、中国冶金报四年从业经验，熟悉钢铁产业政策、生产流程，2010年11月进入华创证券从事钢铁行业研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558