

鸿合科技（002955）2020年报点评

受疫情影响 20 年业绩下滑较大，21 年有望恢复增长

事项:

- ❖ 公司 4 月 7 日发布 2020 年报，全年公司实现营业收入 39.94 亿元，同比减少 17.32%，实现归母净利润 0.82 亿元，同比减少 74%，扣非归母净利润 0.2 亿元，同比减少 92.82%，经营活动现金流净额 1.46 亿元，同比增长 190.96%。2020 年公司业绩下滑主要受疫情影响导致国内外订单减少以及加大研发投入带来的费用增加。

评论:

- ❖ **受疫情影响 20 年业绩下滑较大。**2020 年公司实现营业收入 39.94 亿元，同比减少 17.32%，实现归母净利润 0.82 亿元，同比减少 74%。主要原因是疫情之下企业、政府和教育机构的采购均受到抑制，国内国外订单减少，市场竞争加剧，IWB 产品和其他智能交互产品销售均受到较大影响。随着国内外疫情的好转，21 年受到抑制的采购需求有望复苏，公司业绩或迎来修复。
- ❖ **成本费用上升导致毛利率下降。**成本端，公司面临部分原材料供应紧缺，生产和运输成本增加，2020 年公司营业成本为 20.56 亿元，占营业收入的比例同比增加 1.87%；费用端，公司由于加大研发投入和人才引进力度，导致管理费用、财务费用较去年有所增加，其中管理费用为 2.09 亿元，同比增加 16.06%，财务费用为 0.28 亿元，同比增长 2610.93%，财务费用的大幅增加是由于汇率波动引起的汇兑变动。
- ❖ **聚焦智慧教育业务，开启鸿合教育服务元年。**2020 年公司全面聚焦智慧教育业务，实施以硬件产品为核心、以“师训服务”和“教室服务”代表的教育服务业务为抓手的“一核两翼”战略，分别通过优化升级产品强化“一核”优势、围绕教育服务开拓“两翼”业务，开启鸿合教育服务元年。得益于 20 年教育服务业务的顺利开展，我们期待 21 年教育服务业务实现突破。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们预计公司 2021-2023 年实现营收 50.48/56.08/61.97 亿元，同比增长 26.4%/11.1%/10.5%，实现归母净利润 3.23/3.72/3.97 亿元，同比增长 295.5%/15.1%/6.8%，对应 EPS 1.37/1.57/1.68，现价对应 PE 14.9/12.9/12.1。可比公司视源股份、亿联网络 21 年 PE Wind 一致预期分别为 40X、35X，公司估值具备较高性价比。结合公司未来业绩增速和行业地位，给予公司 21 年 PE 23X~27X，对应目标价区间 31.51~36.99 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**新业务拓展速度不及预期；原材料价格波动超预期；教育信息化渗透率提升速度不及预期。

主要财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	3994	5048	5608	6197
同比增速(%)	-17.3%	26.4%	11.1%	10.5%
归母净利润(百万)	81	323	372	397
同比增速(%)	-74.0%	295.5%	15.1%	6.8%
每股盈利(元)	0.35	1.37	1.57	1.68
市盈率(倍)	58.9	14.9	12.9	12.1
市净率(倍)	1.6	1.4	1.4	1.1

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2021 年 4 月 8 日收盘价

推荐（首次）

目标价区间：31.51-36.99 元

当前价：20.33 元

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859

邮箱：gengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360517100004

公司基本数据

总股本(万股)	23,645
已上市流通股(万股)	9,725
总市值(亿元)	48.07
流通市值(亿元)	19.77
资产负债率(%)	26.6
每股净资产(元)	12.8
12 个月内最高/最低价	37.04/17.9

市场表现对比图(近 12 个月)



目 录

一、受疫情影响 20 年业绩下滑较大，21 年有望恢复增长.....	4
二、公司简介：智能交互产品龙头，教育&商用双轮驱动.....	5
（一）智慧教育：聚焦教育业务，“一核两翼”战略加速推进.....	7
（二）商用业务：拓展多场景解决方案，开发市场新客户	8
三、投资建议.....	9
四、风险提示.....	9

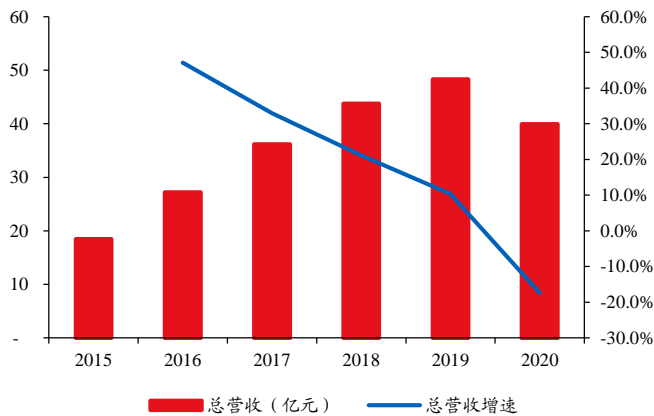
图表目录

图表 1	公司营收情况	4
图表 2	公司归母净利润情况	4
图表 3	公司单季度营收情况	4
图表 4	公司单季度净利润情况	4
图表 5	公司整体毛利率和净利率情况	5
图表 6	公司不同产品毛利率情况	5
图表 7	公司费用率情况	5
图表 8	公司发展历程	6
图表 9	按产品类型区分看营收情况	6
图表 10	按应用场景区分看营收情况	6
图表 11	公司教育硬件产品	7
图表 12	公司针对教育场景提出的系列解决方案	8
图表 13	公司部分商用平板产品	8

一、受疫情影响 20 年业绩下滑较大，21 年有望恢复增长

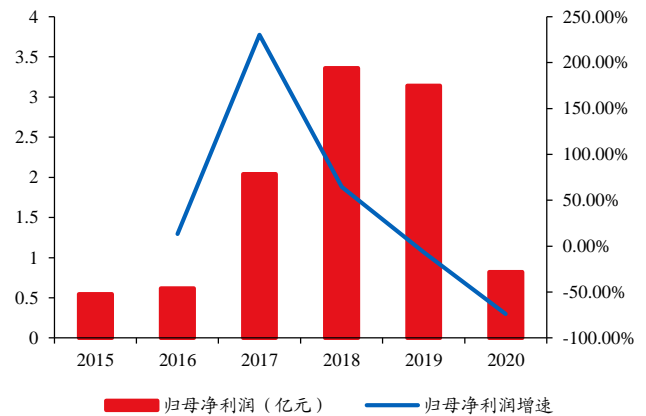
公司 2020 年受疫情影响，营收和归母净利润同比大幅下滑。20 年公司实现营收 39.94 亿元，同比下降 17.32%，公司实现归母净利润 0.82 亿元，同比下降 73.9%。分析公司历史业绩，2015-2019 年公司营收 CAGR 21%，同比增速分别为 47.1%、32.9%、21.1%、10.3%，同期归母净利润 CAGR 42%，同比增速 13.3%、230.3%、64.7%、-6.5%，营收和利润增速逐步放缓的原因我们认为可能是国内教育信息化设备渗透率已经较高。

图表 1 公司营收情况



资料来源: Wind, 华创证券

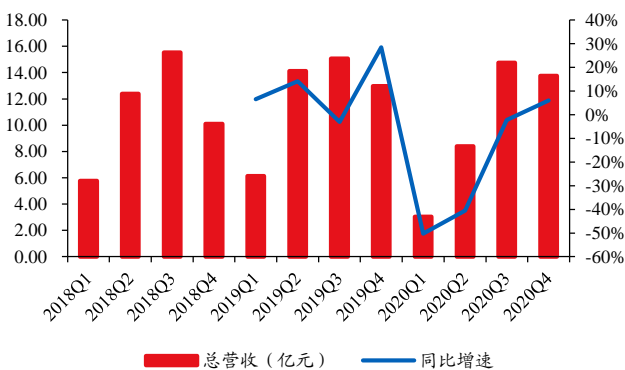
图表 2 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 华创证券

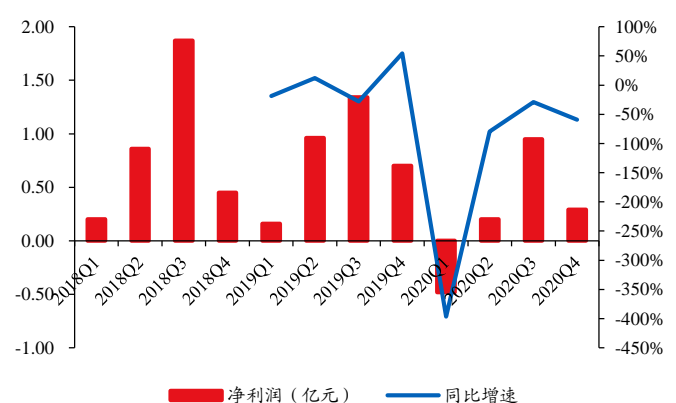
疫情仍有影响但逐步恢复，四季度营收恢复增长。公司 20 年 Q1 到 Q4 分别实现营收 3.04、8.40、14.74、13.76 亿元（同比-50.3%、-40.5%、-2.3%、5.97%），分别实现净利润-0.48、0.20、0.95、0.29 亿元（同比-396.3%、-79.3%、-29.2%、-59.20%）。可以看到，随着国内疫情的恢复，公司经营状况已经逐步恢复正常，Q4 营收已经实现了同比增长。虽然下半年海外疫情的爆发对公司海外业务产生了一定不利影响，但随着疫苗的大面积接种和海外生产生活的逐步恢复秩序，21 年 Q2 开始疫情对于公司的不利影响将有望基本消除。而教育硬件采购本身具有较强的季节性，一季度本身营收占比较低，21Q1 海外被抑制的采购需求也有希望在疫情后得到释放，因此我们认为海外疫情对于今年公司整体业绩表现影响不大。

图表 3 公司单季度营收情况



资料来源: Wind, 华创证券

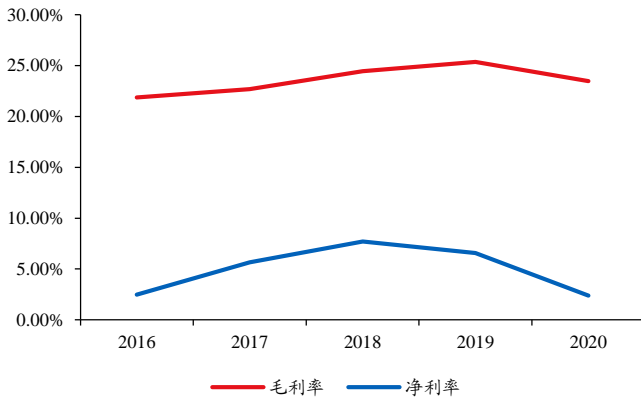
图表 4 公司单季度净利润情况



资料来源: Wind, 华创证券

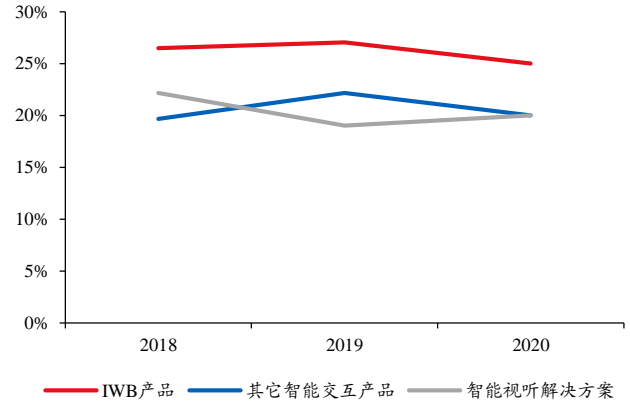
盈利能力: 公司 20 年毛利率、净利率分别为 23.48%、2.38%，比 19 年分别减少了 1.87% 和 4.18%。按照业务类型类看，IWB 产品毛利率 25.05%，比 19 年下降约 2%，其他智能交互产品毛利率 19.91%，比 19 年下降 2.24%，智能视听解决方案毛利率 20.38%，比 19 年上升 1.54%。

图表 5 公司整体毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

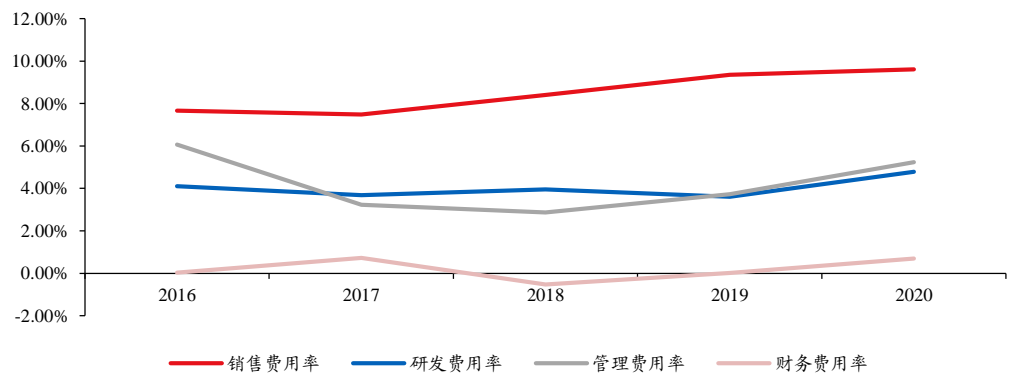
图表 6 公司不同产品毛利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

费用率: 20 年公司费用率略有提升。公司 20 年销售费用率、研发费用率、管理费用率、财务费用率分别为 9.61%、4.78%、5.24%、0.70%，对比 2019 年分别增加 0.25%、1.78%、1.51%、0.68%。其中管理费用率提升较大，主要由于公司积极引进优秀人才、总部乔迁办公新址、2019 年实施的限制性股票激励计划在 2020 年进行相应的股份支付费用摊销等原因所致，我们认为 21 年管理费用率有望恢复到正常水平。

图表 7 公司费用率情况



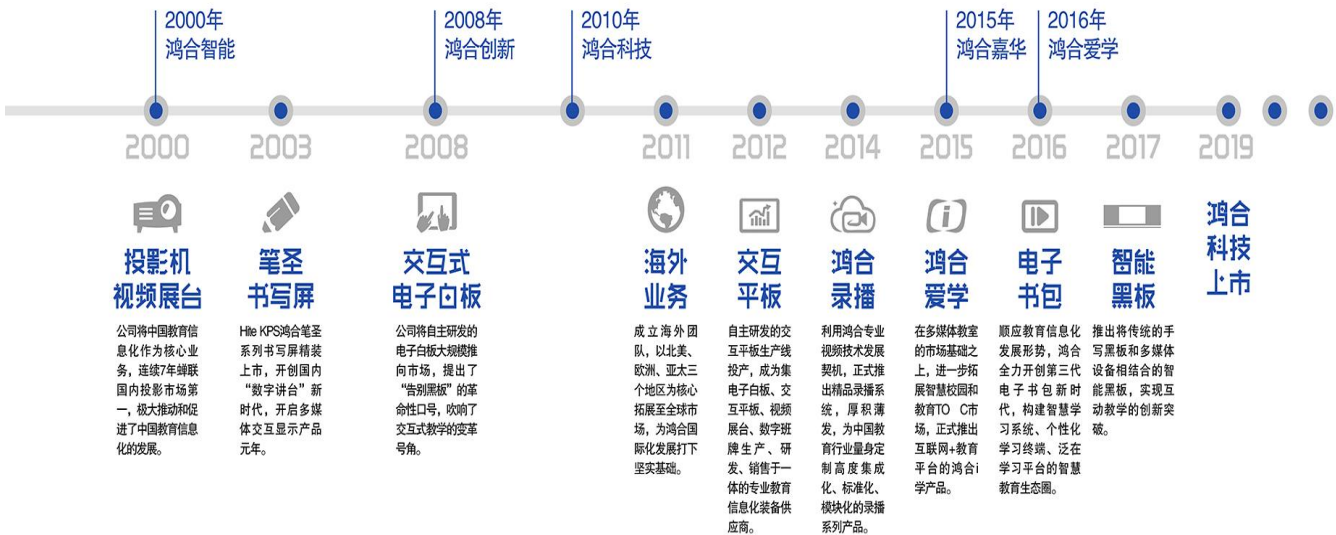
资料来源: Wind, 华创证券

二、公司简介: 智能交互产品龙头, 教育&商用双轮驱动

公司是智能交互硬件产品领域龙头, 深耕教育和商用两大场景。公司 2000 年就通过投影机设备进入了教育信息化市场, 随后又研发生产了书写屏、交互式电子白板、交互平板、电子书包、智能黑板等系列产品。目前, 公司形成了以智能交互平板、电子交互白板、投影机、视频展台等智能交互显示产品为基础, 智能视听解决方案为拓展和延伸的多媒体电子产品业务线。旗下主要有“鸿合 HiteVision”和“newline”两大品牌, 其中“鸿

合 HiteVision”主攻教育交互平板、投影白板市场，“newline”面向商用交互平板市场，提供全方位智能交互显示解决方案。公司已经成为国内教育信息化重要企业、智能交互显示行业知名品牌，是全球少有的集研发、设计、生产、销售、经营等环节于一身的行业龙头型企业之一，在全球范围内设立 44 家分支机构，员工规模超 3000 人。

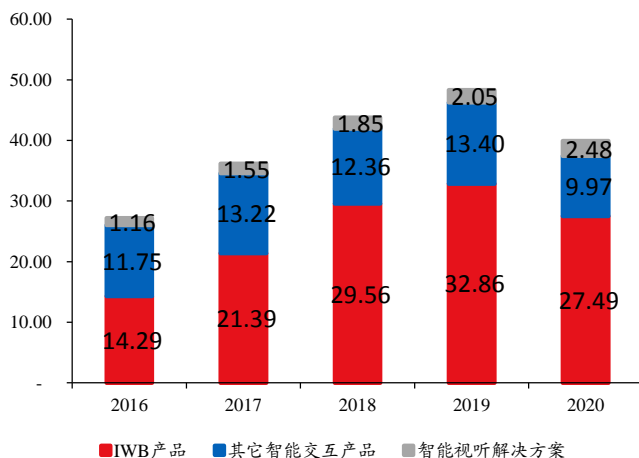
图表 8 公司发展历程



资料来源：公司官网

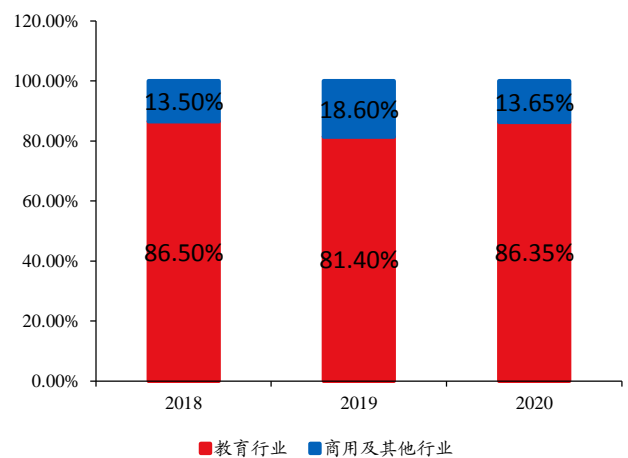
从公司营收结构上看，IWB 产品贡献了绝大多数的营收，2020 年 IWB 产品营收占比 68.8%。而按照应用场景区分，2020 年教育场景贡献了 86.35% 的营收，对比 2019 年 81.40% 的营收占比进一步提升，可能与教育场景采购相对刚需且集中于国内市场，受疫情影响较小有关。

图表 9 按产品类型区分看营收情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 10 按应用场景区分看营收情况



资料来源：Wind，华创证券

(一) 智慧教育：聚焦教育业务，“一核两翼”战略加速推进

公司 20 年开始战略转型，全面聚焦智慧教育业务，推进以硬件产品为核心，以“师训服务”和“教室服务”为抓手的“一核两翼”发展战略。面向教育信息化 2.0 时代，公司将进一步优化升级产品，强化硬件优势。一是针对智慧教育大屏集中爆发的更新换代需求，升级产品，推出“大黑板”战略，接下来有望进一步提高市场份额；二是积极布局高职教和幼教市场，建立了专业化的团队，拓展了新的服务场景；三是对软件进行优化，更新了鸿合 π 系列互动教学软件，扩展了鸿合云平台，提升了软硬件产品兼容性和消费者体验。根据年报中公司提及的第三方公司 DISCIEN 的数据显示，2020 年公司智慧黑板在国内市占率排名保持前两名，引领国内市场。除此之外，公司的电子交互白板、投影机、视频展台、录播系统、电子书包、班牌系统都具有较高市场占有率。

2020 年，新冠疫情催生和改变了教育教学模式和学习方式，智慧教学、线上线下教学融合的新模式助推教育信息化高质量发展。公司是国内教育信息化领军企业，“鸿合 HiteVision”智慧教育品牌深耕教育信息化领域逾 20 年，在全国范围内形成了 8 个销售大区，31 家分支机构，覆盖除西藏外的所有省、直辖市、自治区及港澳台地区，与近 4,000 家经销商建立了良好的合作关系。目前，我国财政性教育经费支出占国内生产总值的比例基本维持在 4% 以上，加上民间资本投入，我国教育信息化整体市场增长空间巨大。

图表 11 公司教育硬件产品

硬件产品	智能交互黑板	采用电容/红外技术的鸿合智能交互黑板，中间互动显示区域与两侧黑板一体化纯平设计，通屏支持粉笔、水溶性粉笔等书写，保留教师传统书写习惯的同时，又嵌入了现代化设计，与鸿合视频展台、电子书包等一系列软硬件设备融合，可为师生创设多元化的互动教学场景。	
	智能交互平板	新一代鸿合智能交互平板，高清显示，搭载笔式人机交互技术以及多媒体信息处理等技术，内置鸿合π交互教学软件，可实现多人触控、多人书写、多屏互动等丰富交互教学形式，标配一体化4K摄像头，轻松实现AI课堂、专递课堂，让课堂更生动、教学更高效。	
	智能交互白板	鸿合智能交互白板一体机是整合中控、音箱、内置电脑等多媒体设备于一体的综合性交互式电子白板。配合投影机、插拔式OPS电脑、视频展台等周边设备，满足不同教学场景需求。	
	互动录播主机	鸿合互动录播主机集课件录制、直播、点播、存储、互动等多功能于一体，产品高度稳定、方便操作，内置互动模块，可满足专递课堂的远程互动需求，为学生带来跨区域沉浸式课堂体验，是互动录播教室的重要硬件组成部分。	
	投影机	可在不同距离投射大尺寸画面，适应各种规格的教室使用	
	电子书包	鸿合电子书包是一款专为信息化教学设计的便携式终端设备，内置正版人教社数字教材等教学资源，将学生书包里的教材、作业本、课外读物、字典等全部数字化，实现师生之间的交互式教学。	
	电子班牌	鸿合电子班牌是专为学校打造的一款关于校园文化建设、班级考勤、班级信息展示的信息化产品。作为班级的标志，是传达班级文化、学生近况的重要平台，着力成为校园信息发布窗口、班级文化建设窗口、课堂教学反馈窗口。	

资料来源：公司官网，华创证券整理

在疫情期间，公司向全国学校和师生推出免费的“鸿合直播互动课堂”，与钉钉联合推出“疫情防控、停课不停学解决方案”，以及嵌入于钉钉平台中的公司旗下应用软件“爱学班班”等。鸿合爱学班班作为钉钉平台的重要教学应用工具，已经与钉钉联合部署十六个区县的教育局和学校，为智慧教室提供硬件、教学软件、课程内容产品和服务，拥有超过一万所学校用户，服务数十万名老师，建立了良好口碑。

图表 12 公司针对教育场景提出的系列解决方案



资料来源：公司官网，华创证券

（二）商用业务：拓展多场景解决方案，开发市场新客户

“Newline”是商用平板的领军品牌，主要针对政府机构、金融机构、大型企业、互联网公司医疗机构等各领域客户提供会议平板产品，可通过“newline”会议平板通过集成音视频、主机、高清显示、电子白板等功能，满足视频会议、多方通信、共享白板、无线投屏、应用程序共享等多种需求，为用户带来显示、交互、协同的一体化体验，帮助用户提升会议及运营效率。

图表 13 公司部分商用平板产品



资料来源：公司官网，华创证券

全球布局+本地化管理，海外商用进一步拓展市场份额。“newline”通过在当地组建售后服务团队、提供本地仓储备货以及运送服务的方式进行本地化布局。同时积极参与与

大国际专业视听集成展览，不断强化市场竞争力，带动营收增长。20 年与 Logitech 等知名视频会议厂商合作等方式，整合方案与服务，将业务延伸至多个领域，并进一步拓展市场份额，“newline”海外业绩逆势增长。截至 20 年 12 月 31 日，“newline”已在美国、西班牙、波兰、英国、德国、印度、韩国、中国香港、中国台湾等地区设立了分子公司及办事处，除此之外，在中国、印度、波兰的多个城市建立体验中心，并且在全球与数百家渠道商合作。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年实现营收 50.48/56.08/61.97 亿元，同比增长 26.4%/11.1%/10.5%，实现归母净利润 3.23/3.72/3.97 亿元，同比增长 295.5%/15.1%/6.8%，对应 EPS1.37/1.57/1.68 元，对应 PE14.9/12.9/12.1。可比公司视源股份、亿联网络 21 年 PE Wind 一致预期分别为 40X、35X，公司估值具备较高性价比。结合公司未来业绩增速和行业地位，给予公司 21 年 PE 23X~27X，对应目标价区间 31.51~36.99 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示

新业务拓展速度不及预期；原材料价格波动超预期；教育信息化渗透率提升速度不及预期。

资产负债表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,338	1,434	1,547	1,377
应收票据	0	2	2	3
应收账款	607	578	710	876
预付账款	63	109	101	100
存货	741	782	835	891
其他流动资产	665	1,012	893	928
流动资产合计	3,414	3,917	4,088	4,175
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	136	142	149	156
在建工程	388	485	586	692
无形资产	76	85	95	105
其他非流动资产	125	145	178	204
非流动资产合计	725	857	1,008	1,157
资产合计	4,139	4,774	5,096	5,332
短期借款	20	41	51	67
应付票据	60	265	252	208
应付账款	706	687	782	882
预收款项	0	50	42	34
其他应付款	72	72	72	72
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	126	162	193	228
流动负债合计	1,015	1,316	1,435	1,538
长期借款	8	8	8	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	79	68	70	71
非流动负债合计	87	76	78	71
负债合计	1,102	1,392	1,513	1,609
归属母公司所有者权益	3,016	3,348	3,530	3,644
少数股东权益	21	34	53	79
所有者权益合计	3,037	3,382	3,583	3,723
负债和股东权益	4,139	4,774	5,096	5,332

现金流量表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	146	450	283	295
现金收益	187	377	442	477
存货影响	-254	-41	-53	-56
经营性应收影响	287	-11	-107	-129
经营性应付影响	11	237	73	49
其他影响	-85	-111	-72	-47
投资活动现金流	201	-448	-56	-264
资本支出	-364	-147	-161	-174
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	565	-301	105	-90
融资活动现金流	7	94	-114	-201
借款增加	18	21	11	8
财务费用	-10	-206	-123	-194
股东融资	0	504	573	707
其他长期负债变化	-1	-225	-575	-722

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,994	5,048	5,608	6,197
营业成本	3,056	3,842	4,224	4,609
税金及附加	8	18	16	16
销售费用	384	429	477	545
管理费用	209	192	224	279
财务费用	28	7	8	4
资产减值损失	-70	-8	-18	-36
公允价值变动收益	-8	3	-2	1
投资收益	40	14	16	20
其他收益	41	31	36	34
营业利润	124	399	468	515
营业外收入	4	6	7	4
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	126	404	474	518
所得税	31	68	83	96
净利润	95	336	391	422
少数股东损益	14	13	19	25
归属母公司净利润	81	323	372	397
NOPLAT	116	342	397	426
EPS(摊薄) (元)	0.35	1.37	1.57	1.68

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	-17.3%	26.4%	11.1%	10.5%
EBIT 增长率	-58.9%	166.3%	17.3%	8.5%
归母净利润增长率	-74.0%	295.5%	15.1%	6.8%
获利能力				
毛利率	23.5%	23.9%	24.7%	25.6%
净利率	2.4%	6.7%	7.0%	6.8%
ROE	2.7%	9.6%	10.4%	10.7%
ROIC	5.7%	14.2%	14.6%	15.3%
偿债能力				
资产负债率	26.6%	29.2%	29.7%	30.2%
债务权益比	3.5%	3.4%	3.6%	3.7%
流动比率	3.4	3.0	2.8	2.7
速动比率	2.6	2.4	2.3	2.1
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转天数	65	42	41	46
应付账款周转天数	78	65	63	65
存货周转天数	72	71	69	67
每股指标(元)				
每股收益	0.35	1.37	1.57	1.68
每股经营现金流	0.62	1.90	1.20	1.25
每股净资产	12.76	14.16	14.93	15.41
估值比率				
P/E	58.9	14.9	12.9	12.1
P/B	1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	36.1	17.7	15.0	13.7

传媒组团队介绍

组长，首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

助理分析师：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.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分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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。如征得本公司许可进行引用、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	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522