

索菲亚 (002572)

买入 (维持)

渠道营销业内领跑，龙头效应竞争力凸显

2017年03月24日

市场数据

报告日期	2017-03-24
收盘价(元)	67.30
总股本(百万股)	461.71
流通股本(百万股)	289.06
总市值(百万元)	31073.30
流通市值(百万元)	19453.42
净资产(百万元)	3888.39
总资产(百万元)	5338.17
每股净资产	8.42

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4530	6301	8714	11735
同比增长(%)	41.8%	39.1%	38.3%	34.7%
净利润(百万元)	664	936	1273	1693
同比增长(%)	44.7%	41.0%	36.0%	33.0%
毛利率(%)	36.6%	37.6%	38.0%	37.9%
净利润率(%)	14.7%	14.9%	14.6%	14.4%
净资产收益率(%)	17.1%	19.4%	21.4%	22.6%
每股收益(元)	1.44	2.03	2.76	3.67
每股经营现金流(元)	2.58	3.45	3.41	4.51

相关报告

《索菲亚 2016 年报点评：全屋定制强势攫取市场，大家居+大建材版图可见》2017-03-16

《索菲亚 2016 业绩快报点评：全年业绩优异，橱柜业务即将步入收获期》2017-02-21

《索菲亚 2016Q3 点评：Q3 业绩亮眼，客单量价齐升驱动同店快速增长》2016-10-26

分析师：

王婉婷

wangwt@xyzq.com.cn

S0190514070009

雒雅梅

luoym@xyzq.com.cn

S0190510120006

投资要点

- **索菲亚近两年进入品牌效应与市场份额快速扩张的黄金时期**，通过推出促销“拳头”产品快速巩固龙头地位及品牌影响力，树立强有力的品牌形象，通过攫取订单客流的方式最有效的获取市场份额，形成较强的客户粘性，随后逐步在大家居战略的指引下，在已形成的客户基础上提高客单价水平（主要通过提高单个客户定制量实现），同时公司目前正在积极推广高端定制产品系列，引导家装环保消费趋势，我们预计将拉升平均售价。我们认为公司市场策略复合行业特征及消费升级趋势，客单价及客单量的同步提升持续成为同店快速增长的动力。
- **定制行业标杆，看好龙头马太效应**：中国家居市场集中度极低（中国/美国/日本/韩国 CR6 约：5%/15%/20%/30%），龙头企业不断增强的品牌渠道管理将使家居消费不断进行品牌/非品牌的分化。我国家居建材行业由粗放式经营逐步步入精细化营销管理，龙头市场份额快速提升，小企业生存空间越来越小，品牌化正是消费升级进入加速阶段的重要标志。索菲亚凭借优异的柔性生产制造及品牌营销能力在定制家居行业内脱颖而出，在供应链体系及营销渠道的深耕细作已经使其在定制衣柜领域形成了显著的龙头地位及行业标杆，公司强大的运营管理能力及上下游议价力毋庸置疑。预计公司 2017-2018 年 EPS 为 2.03 元、2.76 元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：橱柜市场开拓风险、原材料价格风险

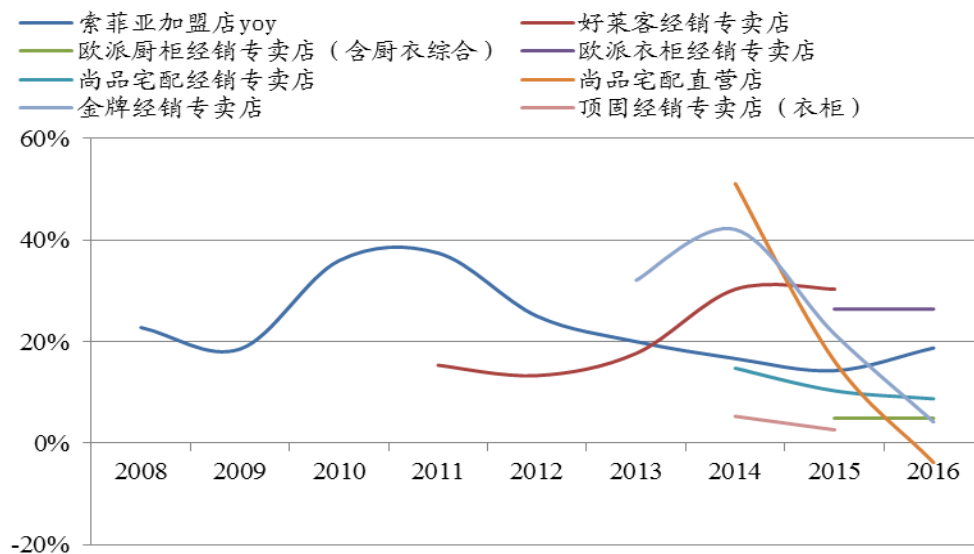
报告正文

- **全屋定制强势攫取市场，渠道拓展力及单店营销力领跑：**索菲亚的渠道拓展能力及单店营销能力领跑家居行业，强大的品牌运营与渠道拓展相得益彰，我们测算索菲亚全屋定制均店提货销售额为 200 万元左右，远高于我们测算家居行业约 100 万的均店平均水平，验证索菲亚品牌口碑价值、高效的营销吸客能力及客户转化率水平。

索菲亚全屋定制店面超过 1900 家，2016 年同比增长 19%，我们预计 2017 年新开门店保持 200-300 家态势，此外公司于一二线重点城市购物中心、商场等开设小店，目前品牌宣传及客户引流效果良好。2016 年索菲亚客户数达到 48.7 万，同比增长 20%，客单价 8600 元/客单。我们预测未来几年公司网点数量增长、客单价、客单数量增长对收入的贡献分别约为 10%、15%、15% 左右。

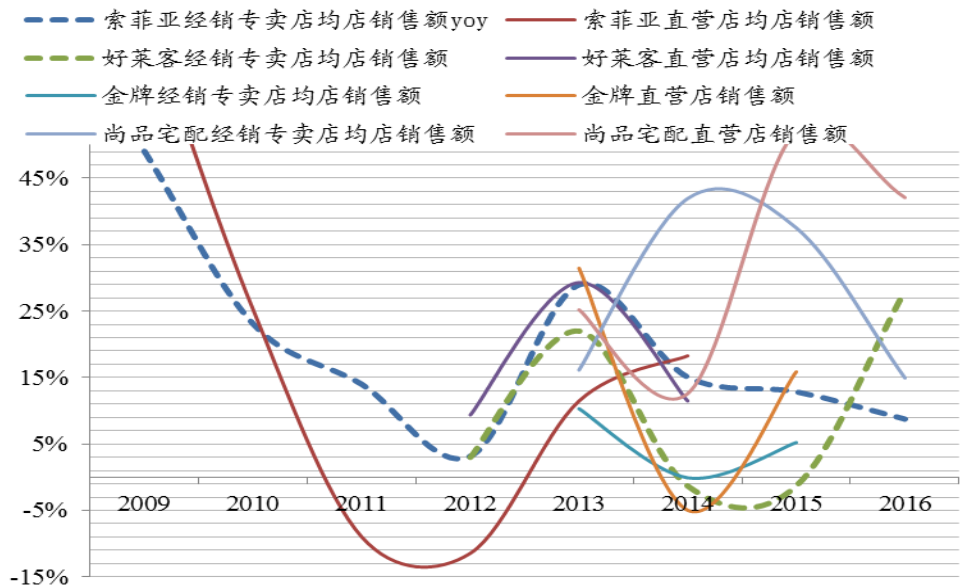
2016 年公司衣柜、橱柜渠道均增加约 300 家门店。衣柜 300 家新增门店中约 200 家门店为老经销商加密，100 家门店为新经销商开拓，新开店主要分布在 3/4/5 线城市。我们测算新开店约 3-6 个月左右可达到盈亏平衡，很多三四线城市提货额达到单店约 100 万元水平，体现到终端则为 200 多万。

图 1、定制家居品牌企业渠道增速



数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 2、定制家居品牌企业均店销售额增速测算



数据来源：公司资料、兴业证券研究所

- **索菲亚单位成本继续下降，质优价廉竞争力凸显：**公司 2016 年衣柜及配套销量为 2899 万平方米，同比增长 34%，我们测算平均销售单价为 135 元/平方米，同比进一步下降 4.6%（2015 年销售单价同比下降 9.4%），销售单价下行主要有两方面原因：

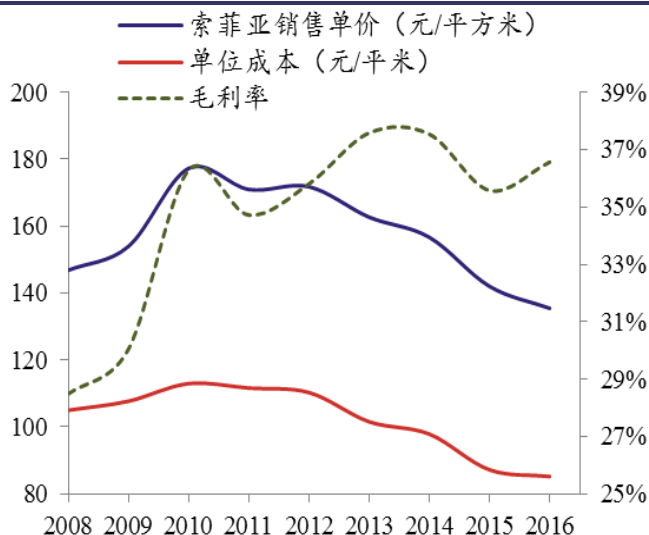
1) 公司从 2015 年开始以 799/899 套餐作为拳头产品，大力抢占市场份额，致出厂单价有所下行，但订单量规模成长迅速，2016 年经销商激励加码，公司对于业绩优异的经销商给予返点折扣激励，公司通过经销商返利政策引导终端市场，2016 年虽然出厂价略有下降，但我们测算订单数量同比增长 40%；

2) 公司不断优化提升工厂端信息自动化水平，单平米直接材料、人工成本、制造费用均趋势性下行，使得公司有较强的后方支持以让利于流通环节及市场，为消费者提供质优价廉的全屋定制产品。2016 年我们测算公司单位生产成本 85 元/平米，同比下降 2%，2011-2016 年 5 年间下降 24%。直接材料 67 元/平米，16 年同比上升 2%（主要由于原材料价格上升，公司板材利用率实际上升约 3%），2011-2016 年 5 年间下降 31%；直接人工 11 元/平米，16 年同比降 21%；制造费用 8 元/平米，16 年同比降 5%。人工、制造费用下行为信息化进一步提升的成本效益显现。

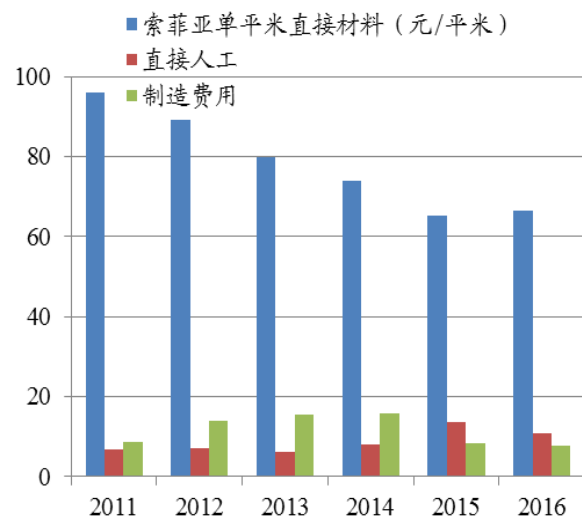
2016 年工厂平均交货周期为 10 天左右，较 2015 年的 13-20 天左右进一步缩短，公司 CNC 数码控制比例已达 99%，板材利用率已达 80%，一次性安装成功率稳定在 80% 以上。

图 3、索菲亚销售单价、单位成本及毛利率

图 4、索菲亚单平米直接材料/人工/制造费用成本



数据来源：公司资料，兴业证券研究所



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

索菲亚近两年进入品牌效应与市场份额快速扩张的黄金时期，通过推出促销“拳头”产品快速巩固龙头地位及品牌影响力，树立强有力的品牌形象，通过攫取订单客流的方式最有效的获取市场份额，形成较强的客户粘性，随后逐步在大家居战略的指引下，在已形成的客户基础上提高客单价水平（主要通过提高单个客户定制量实现），同时公司目前也在积极推广高端定制产品，引导家装环保消费趋势，我们预计将拉升平均售价。我们认为公司市场策略复合行业特征及消费升级趋势，客单价及客单量的同步提升持续成为同店快速增长的动力。

- **橱柜 2017 将步入收获期**：1) 作为经销商开店的激励政策，16 年橱柜出厂价有所下调，虽然公司和经销商亏损，但公司首先着力于市场的开发和渠道的拓展，2016 年司米品牌效应、终端市场规模、开店数量等各项指标均超额完成，截止 2016 年底，公司约有 600 多家橱柜门店，我们预计 2017 年新开橱柜门店 200-300 家左右，2017 年底达到近 1000 家门店；2) 公司提前进行了橱柜业务的人员储备和奖金发放，团队建设对后期橱柜业务终端发力举足轻重。

板材在衣柜营业成本中占比达到约 40%，但在橱柜营业成本中仅占约 20%，因此橱柜业务实现盈亏平衡需要达到更高的营收规模。与定制衣柜相比，定制橱柜企业需要更强大的标准化能力。厨房的构成有电器、台面、木制品、五金配件，橱柜生产制造过程中要考虑柜体、电器、台面的配比，产品构成、操作方式、排版等问题，导致橱柜定制难度加大。我们看好公司在定制领域的积累沉淀、营销管理能力以及与定制业务的协同效应，橱柜发力将更大程度的巩固公司的核心竞争力。

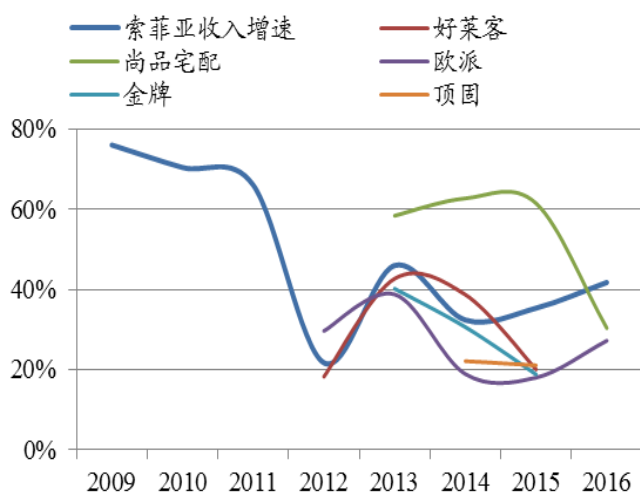
2017 年我们预计橱柜业务收入或实现翻番，利润方面或达到盈亏平衡，橱柜销售的不断扩容将极大提高生产端利润水平。2017 年是公司大家居战略至关重要的一年，随着橱柜业务步入收获期，未来公司大家居战略的步伐更加稳健。

- 索菲亚优异的财务数据表现是综合竞争力的集中体现：定制家居行业是一个准入壁垒较低，但规模化壁垒较高的行业。在终端消费接受度较为一定的情况下，定制家居品牌生产企业规模扩张的关键在于如何运用规模化、信息化手段降低生产端成本，从而在保障生产毛利的同时扩大经销环节利润空间，让利于终端消费，激励终端渠道营销网络的市场培育及成长。市场份额开拓、品质/价格的把握与消费者利益、企业利润、经销商利润空间的平衡决定定制家居企业市场综合竞争力。

定制行业进入门槛低，但是规模化门槛高，要求出错率低，交货及时。设计、测量、生产、配送、安装，每一个环节都存在瓶颈，后端生产、供应链管理与前端营销及服务的无缝对接才能达到产业链各环节的规模效应。交货周期是衡量定制家居企业运营效率的一个重要指标。

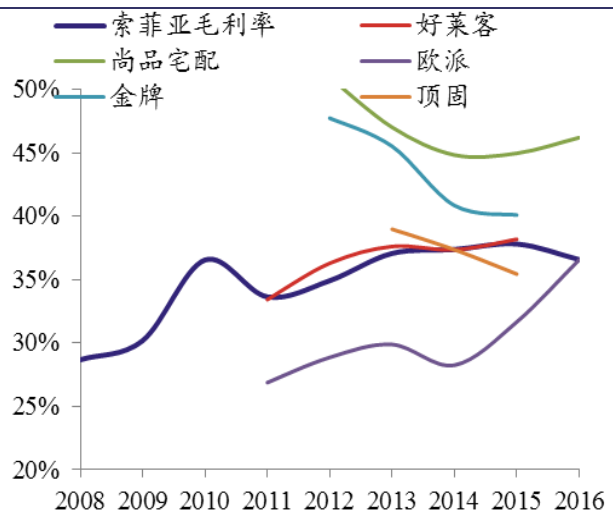
较短的生产交货周期使得定制家居企业预收账款占总收入中的比例较小，严格的交货控制力避免过多占用经销商现金流，有利于经销商市场的开拓。

图 5、定制家居品牌企业收入增速



数据来源：公司资料、兴业证券研究所

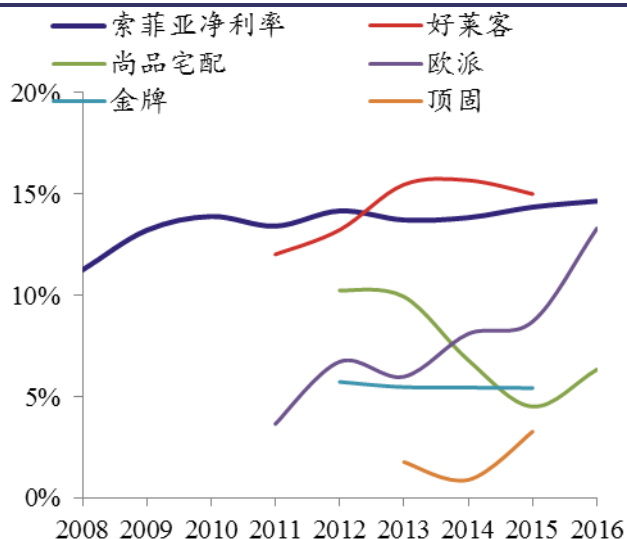
图 6、定制家居品牌企业毛利率



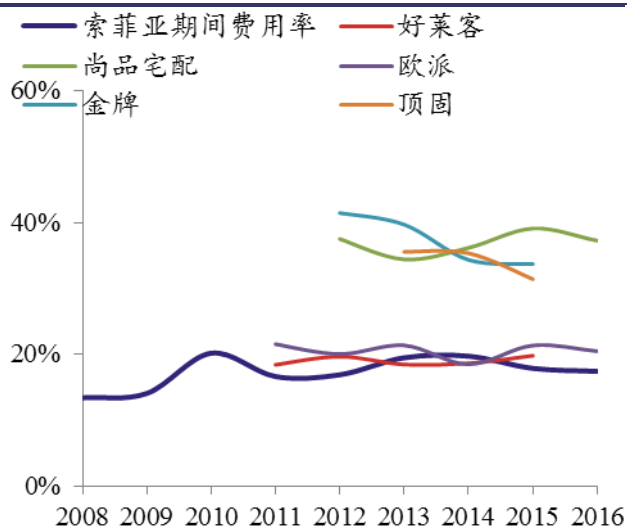
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 7、定制家居品牌企业净利率

图 8、定制家居品牌企业期间费用率



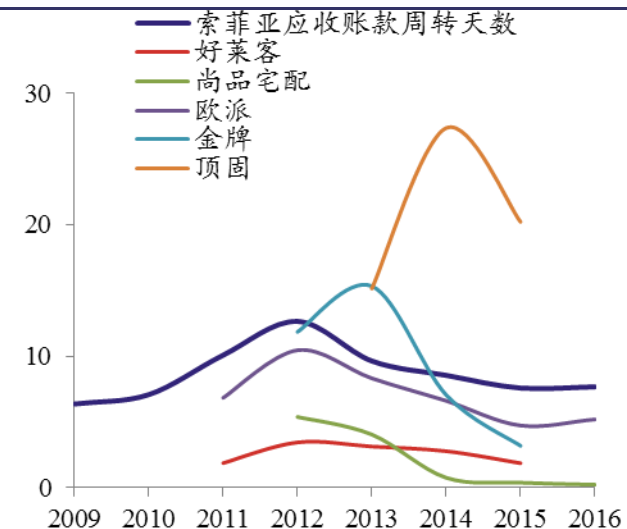
数据来源：公司资料、兴业证券研究所



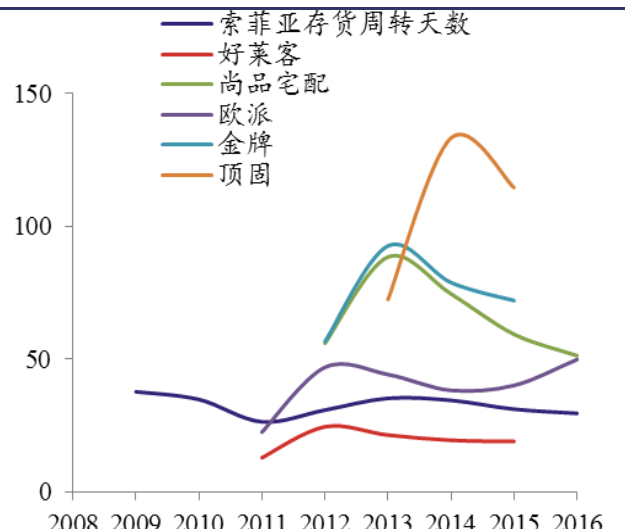
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 9、定制家居品牌企业应收账款周转天数

图 10、定制家居品牌企业存货周转天数

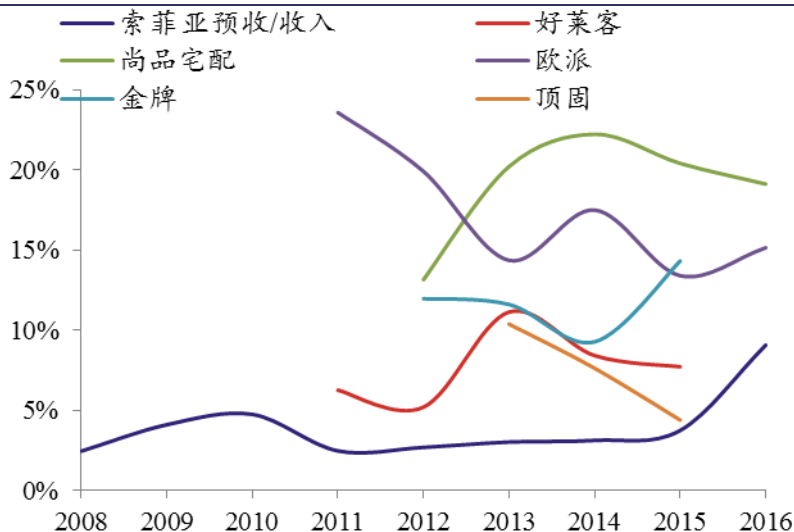


数据来源：公司资料、兴业证券研究所



数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 11、定制家居品牌企业预收账款占营业收入比例



数据来源：公司资料、兴业证券研究所

- **进军木门，大家居+大建材版图可见：**索菲亚与华鹤集团有限公司签订《合作意向书》，设立新公司作为合作平台，初步商定索菲亚占新公司的股权比例为 51%，华鹤集团占新公司的股权比例为 49%。索菲亚全面进入“大家居”战略，拓展定制木门品类。2014 年我国木门产值达到 1150 亿元，同比增长 11%，是家居建材行业另一个具有千亿市场级别的细分领域。华鹤集团作为定制木门行业的代表企业，拥有先进的生产设备和 20 多年的木门生产销售经验，500 多家专卖店全国布局。

木门有三种类型：第一种是整体板材进行切割，对软件和工艺的要求不高，且板材利用率有限。第二种是实木复合门，中间是实木，两面贴复合板，制作工艺相对复杂。第三种则是全实木门，需要喷漆、打磨，生产工序长且效率较低。我们认为公司木门大家居建材业务拓展或主要开拓实木复合门市场。

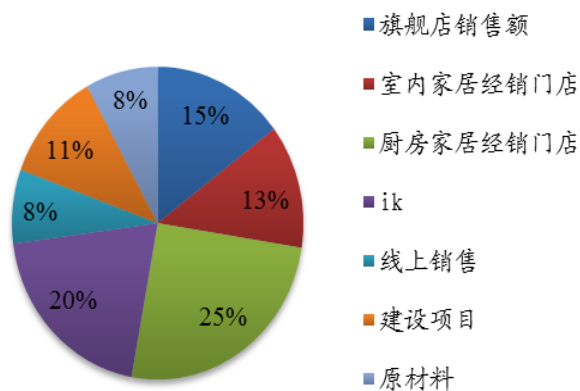
家居消费区别于其他消费品的重要特点是消费者对一站式采购以及对家装风格统一性的需求不断升级，因而从硬装到软装各个产业链环节的横向延伸能够使得品牌龙头扩充规模，韩国汉森为橱柜→室内家居→建材的发展路径，近年汉森通过大家居扩张战略、精细化渠道管理、及流通渠道延伸逐步确立韩国家居“霸主”地位，厨房家居及大家居市占率分别达 20%、10%以上。我们认为索菲亚完全有潜力成为我国整合大家居多品类的家居建材龙头企业，成为“中国宜家”“中国汉森”。

从海内外经验看家居品牌巨头共通性：1) 品类&渠道多元化相配合的战略导向，渠道扩张与品类扩张、商品数量的增长相同步；2) 回归产品本质，品质设计才能与所倡导的生活理念契合，合理定位价格，持续新品更替&老品降价策略；3) 极强的供应链及营销体系联动降低商品价格但确保品质（或通过信息化生产&供应链效益提升实现），强化门店运营效率、供应链仓储管理（集中仓储+厂家直供+自助购买等），IT 信息化升级成为发展关键节点。

渠道多元化精细化是家居品牌发展的先锋力量：1) 多元化：代理经销渠道在不少国际家居品牌的流通渠道中逐步下降。汉森各渠道中代理经销占比 40%（经销 40%/家装公司渠道 20%/零售旗舰店 15%），我国家居经销渠道占比约 80%-90%，直营零售旗舰店、家装公司是未来重要的潜力渠道。2) 精细化：精细化的营销管理持续成为家居品牌龙头攫取市场份额的核心竞争力，同店增长使龙头企业不断壮大。汉森（以渠道划分事业部组织架构，最大化利用资源进行精细化营销）；宜家（终端打造极致体验，高坪效&供应链闭环成就高盈利）；无印良品（针对不同类型消费者定制门店，渠道深耕配合 7000 多个品类组合搭配，提高客单价及复购率）。

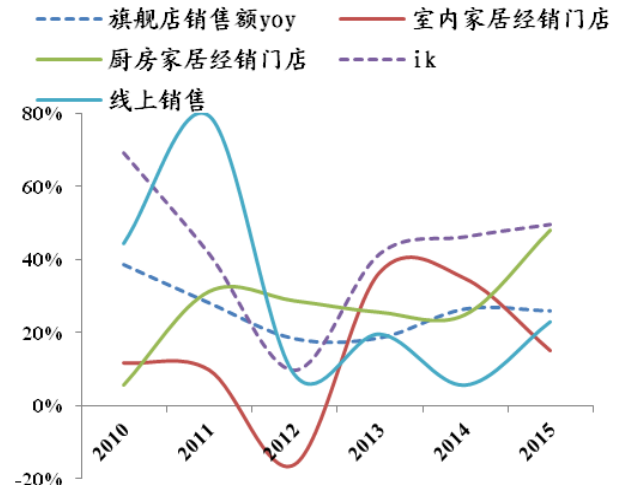
图 12、汉森多元化渠道销售额占比

图 13、汉森分渠道销售额增速



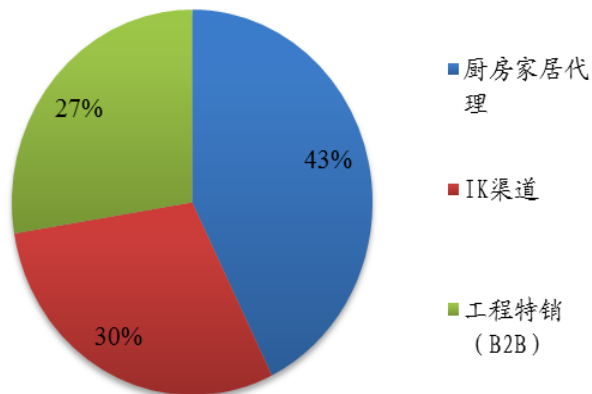
数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 14、汉森厨房家居渠道分布

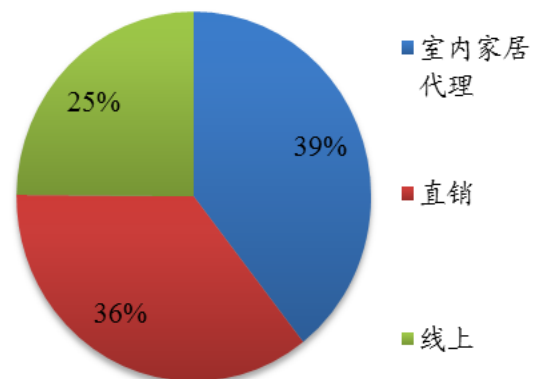


数据来源：公司资料、兴业证券研究所

图 15、汉森室内家居渠道分布



数据来源：公司资料、兴业证券研究所



数据来源：公司资料、兴业证券研究所

- **定制行业标杆，看好龙头马太效应：**中国家居市场集中度极低（中国/美国/日本/韩国 CR6 约：5%/15%/20%/30%），龙头企业不断增强的品牌渠道管理将使家居消费不断进行品牌/非品牌的分化。我国家居建材行业由粗放式经营逐步步入精细化营销管理，龙头市场份额快速提升，小企业生存空间越来越小，品牌化正是消费升级进入加速阶段的重要标志。

索菲亚凭借优异的柔性生产制造及品牌营销能力在定制家居行业内脱颖而出，在供应链体系及营销渠道的深耕细作已经使其在定制衣柜领域形成了显著的龙头地位及行业标杆，公司强大的运营管理能力及上下游议价力毋庸置疑。预计公司 2017-2018 年 EPS 为 2.03 元、2.76 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**橱柜市场开拓风险、原材料价格风险

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3174	4024	5553	7661
货币资金	1387	2769	3988	5722
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	120	159	220	296
其他应收款	19	28	39	52
存货	269	388	524	707
非流动资产	2164	2150	2176	2191
可供出售金融资产	101	50	50	50
长期股权投资	25	18	21	22
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1166	1416	1539	1594
在建工程	459	255	152	101
油气资产	0	0	0	0
无形资产	246	276	304	329
资产总计	5338	6174	7729	9853
流动负债	1291	1215	1579	2052
短期借款	134	73	84	89
应付票据	0	0	0	0
应付账款	414	468	664	912
其他	743	675	830	1052
非流动负债	56	31	47	45
长期借款	25	29	31	29
其他	31	2	16	16
负债合计	1346	1246	1626	2098
股本	462	462	462	462
资本公积	1942	1942	1942	1942
未分配利润	1319	2190	3227	4669
少数股东权益	103	103	156	249
股东权益合计	3992	4928	6103	7755
负债及权益合计	5338	6174	7729	9853

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	664	936	1273	1693
折旧和摊销	107	144	170	188
资产减值准备	7	10	10	12
无形资产摊销	47	38	41	41
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	4	-1	-4
投资损失	-6	-5	-5	-5
少数股东损益	-27	0	52	94
营运资金的变动	425	-520	-55	-107
经营活动产生现金流量	1193	1592	1576	2082
投资活动产生现金流量	-1789	-156	-221	-218
融资活动产生现金流量	949	-53	-135	-130
现金净变动	353	1382	1219	1734
现金的期初余额	989	1387	2769	3988
现金的期末余额	1341	2769	3988	5722

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4530	6301	8714	11735
营业成本	2874	3929	5400	7287
营业税金及附加	47	58	82	111
销售费用	388	536	749	997
管理费用	404	554	758	1009
财务费用	-5	4	-1	-4
资产减值损失	7	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	5	5	5
营业利润	821	1224	1730	2338
营业外收入	15	11	11	12
营业外支出	5	3	3	3
利润总额	831	1231	1738	2346
所得税	193	295	413	559
净利润	637	936	1325	1787
少数股东损益	-27	0	52	94
归属母公司净利润	664	936	1273	1693
EPS (元)	1.44	2.03	2.76	3.67

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长性 (%)				
营业收入增长率	41.8%	39.1%	38.3%	34.7%
营业利润增长率	36.8%	49.1%	41.4%	35.2%
净利润增长率	44.7%	41.0%	36.0%	33.0%
盈利能力 (%)				
毛利率	36.6%	37.6%	38.0%	37.9%
净利率	14.7%	14.9%	14.6%	14.4%
ROE	17.1%	19.4%	21.4%	22.6%

偿债能力 (%)

资产负债率	25.2%	20.2%	21.0%	21.3%
流动比率	2.46	3.31	3.52	3.73
速动比率	2.25	2.99	3.18	3.38

营运能力 (次)

资产周转率	106.7%	109.5%	125.3%	133.5%
应收帐款周转率	4253.7%	4072.0%	4145.3%	4099.0%

每股资料 (元)

每股收益	1.44	2.03	2.76	3.67
每股经营现金	2.58	3.45	3.41	4.51
每股净资产	8.42	10.45	12.88	16.26

估值比率 (倍)

PE	44.8	31.8	23.4	17.6
PB	7.7	6.2	5.0	4.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

