



吸收合并持续推进，终端市场爆发式增长

共达电声 (002655)

► 拟吸收合并万魔声学，万魔声学品牌占有率持续提升

2018年11月公司公告了《吸收合并万魔声学科技有限公司暨关联交易预案》，共达电声拟通过向万魔声学全体股东非公开发行股份的方式收购万魔声学100%股权，从而实现对万魔声学实施吸收合并。近日，公司公告对《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》进行了相关回复，吸收合并仍在持续推进过程中。根据ZOL中关村互联网消费中心提供的耳机品牌占有率情况（更新至2019年12月4日）显示，目前1MORE的品牌占有率高达15.5%，排名第一，而2019年4月，1MORE的品牌占有率只是10%，万魔声学自有品牌产品的品牌占有率在持续提升中。

► TWS 耳机市场火爆，公司业务有望实现快速发展

Counterpoint 调研机构数据指出，2019年二季度全球TWS耳机出货量为2700万副，相比一季度1750万副环比增长约54%，2019年上半年出货量为4450万副，超过2018年全年出货量。根据智研咨询发布的数据显示TWS耳机2020年市场规模将达110.42亿美元，2017-2020年的复合增速高达76.7%。万魔声学ODM业务主要客户是小米、华为，随着高通、恒玄、华为、络达等厂商不断推出自己的解决方案，使得非苹果TWS耳机的连接性问题也得以实现很好的解决，非苹果TWS耳机有望迎来高速增长，假设公司《吸收合并万魔声学科技有限公司暨关联交易预案》能够成功，在ODM业务模块未来将持续受益于安卓阵营TWS耳机的渗透。

投资建议

如果不考虑吸收合并，我们预计2019-2021年公司营收为9.66亿元、11.59亿元、13.33亿元，对应EPS分别为0.08元、0.12元、0.14元。如果考虑到吸收合并时，根据《共达电声吸收合并万魔声学科技有限公司暨关联交易报告书（草案）》，若本次吸收合并于2020年实施完毕，则业绩补偿期间为2020年至2022年三个完整的会计年度，2020年度、2021年度和2022年度实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于22,000万元、28,500万元、35,700万元。假设2020年吸收合并能够实施完毕，我们预计2020-2022年共达电声归母净利润约为26247.36万元、33456.25万元、41151.88万元。吸收合并完成后公司股本数约为92491万股，预计2020-2022年公司备考EPS分别为0.28元、0.36元、0.44元。参考申万电子制造指数过去5年PE(TTM)平均值约为50倍，区间在22倍~100倍之间，考虑到公司所处业务的成长性，我们给与公司2020年60倍PE，目标价16.80元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

吸收合并失败风险：若公司吸收合并万魔声学失败，导致业绩不及预期。

TWS耳机市场竞争加剧进而导致公司收入不达预期的风险。

宏观经济下滑，系统性风险。公司处于电子制造行业，与宏观经济有正相关性，中美贸易摩擦加剧可能对公司所处产业链产生负面影响，进而影响公司的收入增长。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	16.80
最新收盘价:	14.59
股票代码:	002655
52周最高价/最低价:	14.85/5.92
总市值(亿)	52.52
自由流通市值(亿)	52.52
自由流通股数(百万)	360.00



分析师: 孙远峰

邮箱: sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

分析师: 张大印

邮箱: zhangdy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090005

盈利预测与估值（未考虑吸收合并）

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	786.94	804.77	965.72	1158.87	1332.70
YoY (%)	9.90%	2.27%	20.00%	20.00%	15.00%
归母净利润(百万元)	-174.92	21.35	30.36	42.47	49.56
YoY (%)	-1071.33%	112.21%	42.20%	39.89%	16.69%
毛利率 (%)	27.44%	25.33%	25.00%	25.00%	25.00%
每股收益 (元)	-0.49	0.06	0.08	0.12	0.14
ROE	-37.43%	4.37%	5.84%	7.55%	8.10%
市盈率	-25.05	205.20	144.30	103.15	88.40

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 拟吸收合并万魔声学，万魔声学品牌占有率持续提升.....	4
2. TWS 耳机市场火爆，公司业务有望实现快速发展	6
3. 投资建议.....	8
4. 风险提示.....	9

图表目录

图 1 公司产品	4
图 2 2016-2018 年公司营收及增速.....	4
图 3 2016-2018 年万魔声学营收及扣非后归母净利润.....	5
图 4 2018 年万魔声学前五大客户占比.....	5
图 5 万魔声学 2016-2018 年各业务收入（万元）	5
图 6 万魔声学 2019-2023 年毛利率和归母净利率预测.....	6
图 7 2019Q2 全球 TWS 耳机销售前 10 产品.....	6
图 8 2019Q2 各 TWS 耳机品牌市场份额（%）	6
图 9 万魔声学 TWS 耳机	7
图 10 万魔声学 ODM 产品（小米 Air）	7
图 11 耳机品牌占有率	7
图 12 全球耳机市场销量预测	8
图 13 一半的使用者平均两年会换掉他们的无线耳机（即使他们的耳机没有坏）	8

1. 拟吸收合并万魔声学，万魔声学品牌占有率持续提升

共达电声成立于 2001 年 4 月，是专业的电声元器件及电声组件制造商、服务商和电声技术整体解决方案提供商，是国家级高新技术企业、中国电子元件百强企业，公司致力于成为世界一流的电声技术整体解决方案提供商，主要产品包括微型麦克风、微型扬声器/受话器及其阵列模组，广泛应用于移动通讯设备及其周边产品、笔记本电脑、平板电视、个人数码产品、汽车电子等消费类电子产品领域。

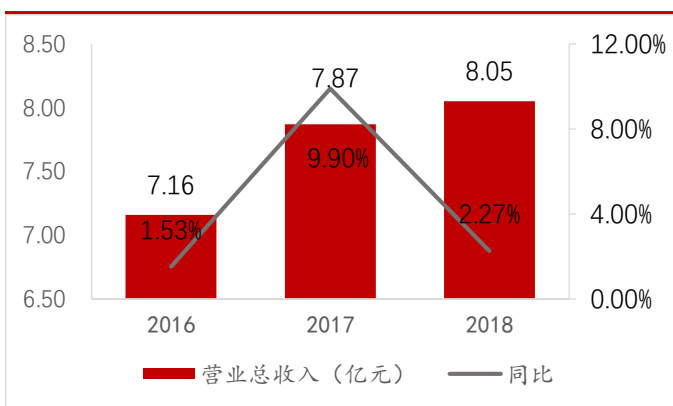
截至 2019 年 6 月底，公司上半年营收为 4.57 亿元，同比增长 25.12%，净利润 700.36 万元，同比增长 157.74%。

图 1 公司产品



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 2 2016-2018 年公司营收及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

2017 年 12 月根据公司公告显示，公司于 2017 年 12 月 28 日收到控股股东潍坊高科通知，潍坊高科与爱声声学签署了《潍坊爱声声学科技有限公司与潍坊高科电子有限公司关于山东共达电声股份有限公司股份收购协议》，潍坊高科将其持有的共达电声 15.27% 的股份全部转让给爱声声学，股份过户完成后，爱声声学成为公司控股股东，爱声声学为万魔声学子公司，通过本次股份转让，万魔声学为共达电声的间接控股股东。

2018 年 11 月公司公告了《吸收合并万魔声学科技有限公司暨关联交易预案》，共达电声拟通过向万魔声学全体股东非公开发行股份的方式收购万魔声学 100% 股权，从而对万魔声学实施吸收合并。共达电声为吸收合并方，万魔声学为被吸收合并方。

万魔声学是一家专注于智能声学科技研发及应用的高新技术企业，主要通过 ODM 模式（提供原始设计）和 OBM 模式（1MORE 自有品牌）开展业务经营，主要产品包括有线耳机、蓝牙无线耳机、智能真无线耳机、智能音箱、声学关键组件等。公司以技术为驱动，通过在声学、外观、精密结构、软件、电子、算法等方面持续的研发投入，已在 ANC 主动降噪技术、ENC 通话降噪技术、多单元调音技术、音频虚拟环绕扩展技术、多种材料喇叭技术（如动铁单元喇叭以及钛、石墨烯、类钻碳等振膜喇叭）、天线技术、真无线蓝牙系统整合技术、MIC 阵列智能音箱唤醒技术、智能音箱系统整合技术等声学科技关键领域取得了一系列研发成果，并运用完善的供应链管理能力和精益求精的品质管控能力，为客户提供“端到端”的整体声学产品解决方案，致力于成为业界最具竞争力的智能声学自有品牌及 ODM 方案提供商。

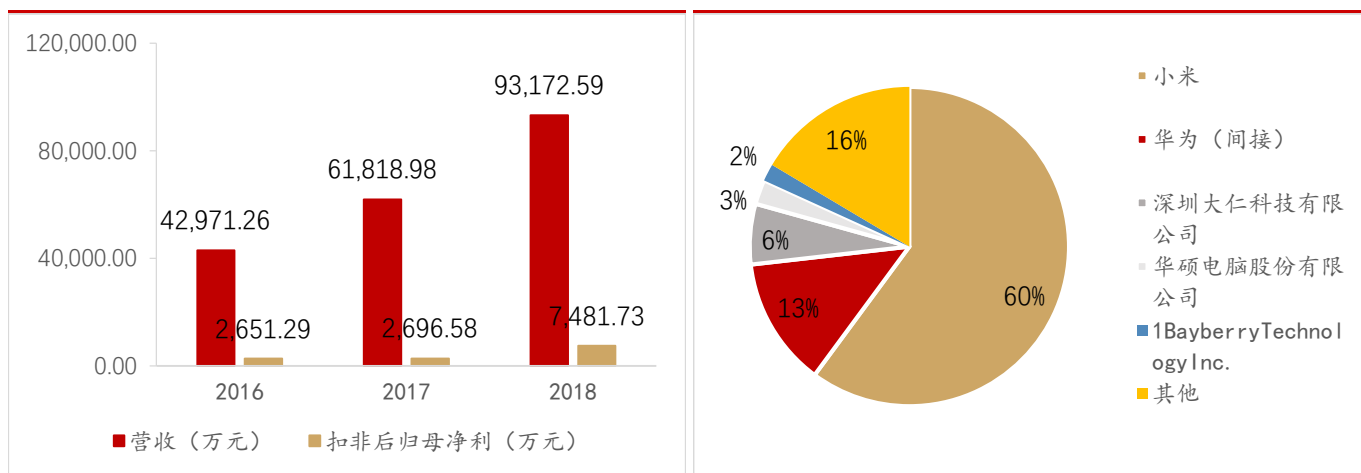
万魔声学的 ODM 业务的主要客户包括小米、华为（间接客户）、华硕、亚马逊、网易、京东、酷我、咕咚等，未来公司拟进一步开发现有客户的更多样化的产品线，

以及进一步扩展 OPPO、VIVO、阿里、谷歌、沃尔玛、Cisco/思科、Jabra/捷波朗等业内知名客户。

公司的自主品牌 1MORE，覆盖了 HIFI 高保真耳机、运动耳机、电竞耳机、降噪耳机、时尚耳机、智能真无线耳机、智能音箱等多个产品层次

万魔声学销售的声学关键组件包含动铁模组、真无线蓝牙耳机模组（PCBA 板与电池）等。

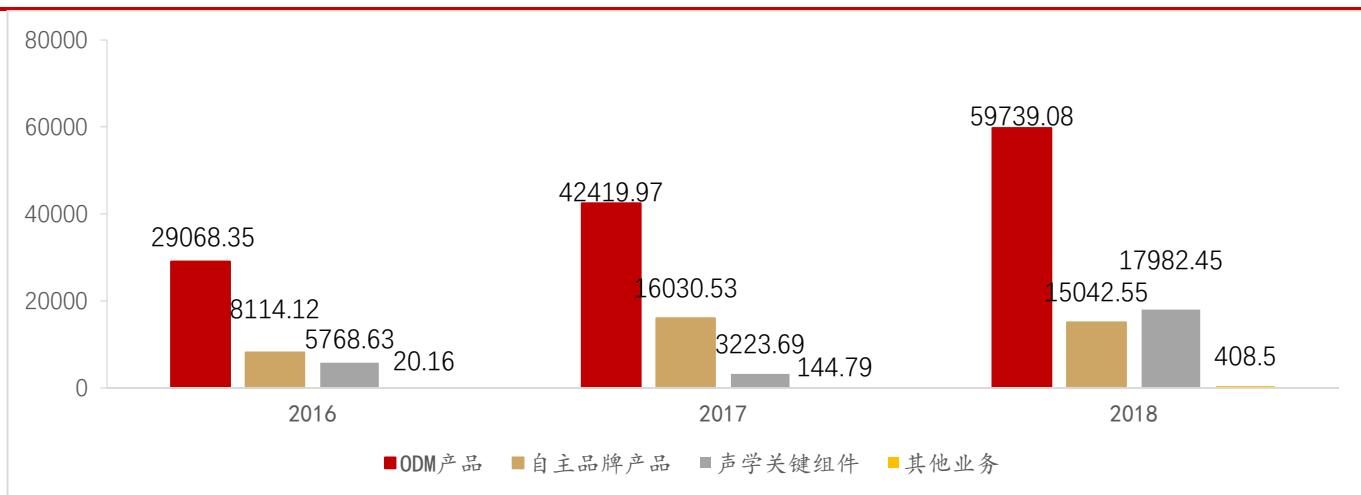
图 3 2016-2018 年万魔声学营收及扣非后归母净利润 图 4 2018 年万魔声学前五大客户占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 万魔声学 2016-2018 年各业务收入 (万元)

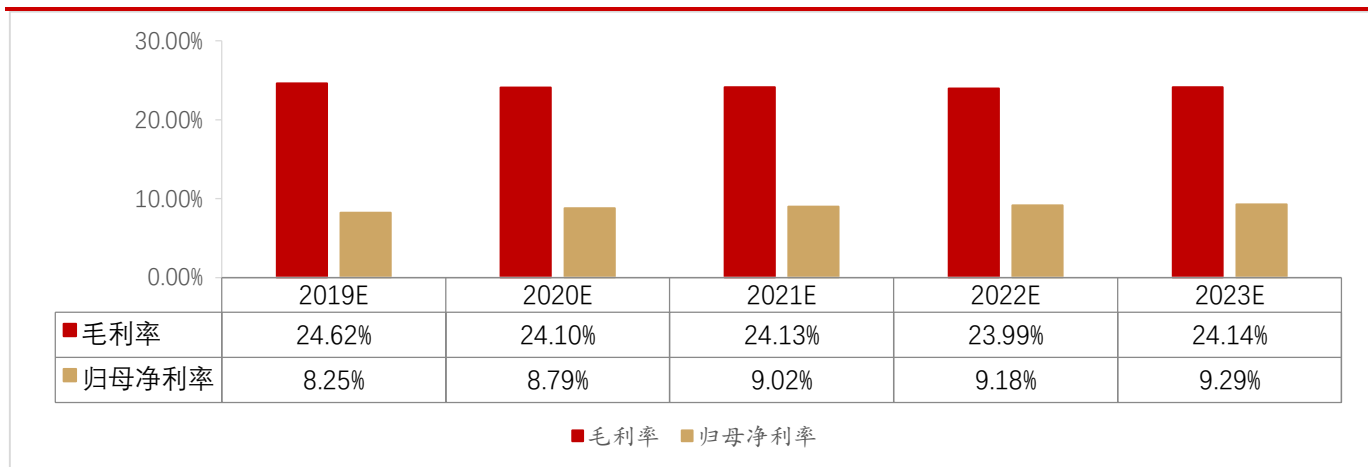


资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据《共达电声吸收合并万魔声学科技有限公司暨关联交易报告书（草案）》，承诺万魔声学 2019-2021 年度实现的扣非后净利润分别不低于 14,500 万元、22,000 万元、28,500 万元。若本次吸收合并于 2020 年实施完毕，则业绩承诺期间为 2020-2022 年度，实现的扣非后净利润分别不低于 22,000 万元、28,500 万元、35,700 万

元。对深圳证券交易所问询函的回复公告中，万魔声学对其 2019-2023 年合并口径毛利率和归母净利率也做了预测。

图 6 万魔声学 2019-2023 年毛利率和归母净利率预测

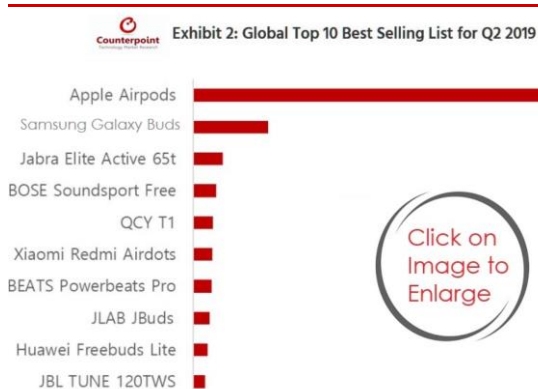


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. TWS 耳机市场火爆，公司业务有望实现快速发展

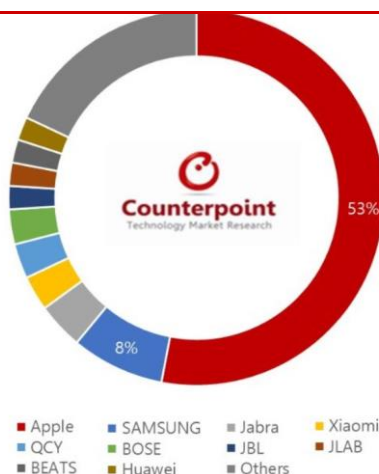
2017 年 9 月苹果第一代 AirPods 一经推出，便风靡全球，开启了 TWS 耳机的新时代，预计未来几年 TWS 市场将维持火爆局面。Counterpoint 调研机构数据指出，2019 年二季度全球 TWS 耳机出货量为 2700 万副，相比一季度 1750 万副环比增长约 54%，2019 年上半年出货量为 4450 万副，超过 2018 年全年出货量。同时，预期今年全球 TWS 耳机出货量上调至 1.2 亿副，年增长超过 160%，而苹果二季度的占比则为 53%成为主导者。

图 7 2019Q2 全球 TWS 耳机销售前 10 产品



资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

图 8 2019Q2 各 TWS 耳机品牌市场份额 (%)



资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

根据智研咨询发布的数据显示 TWS 耳机 2020 年市场规模将达 110.42 亿美元，2017-2020 年的复合增速高达 76.7%。

苹果由于布局较早，技术相对领先，因此 AirPods 系列得以占据 TWS 耳机半壁江山，但经过近两年的发展，其他厂商 TWS 相关技术也得到了较快发展，未来随着华为小米等厂商以及其他非苹果品牌的崛起，将会进一步推动 TWS 耳机的渗透。万魔声学 ODM 产品主要客户是小米、华为，未来将持续受益于安卓阵营 TWS 耳机的渗透。

另外，万魔声学公司自身具备较强的研发实力，公司的人员结构以研发人员为主，公司的声学实验室人员毕业于国内外顶尖高校声学专业，行业工作经验丰富，曾在富士康、哈曼国际、楼氏电子等国际一流企业任职。万魔声学已在关键元器件、无线连接、智能语音算法、声学设计等方面取得较大的成果，相关技术也已陆续投入了量产产品中，同时也在不断继续研发提升产品性能。自从 2015 年下半年开始万魔声学推出了自有品牌（1MORE），并得到了迅速的发展，公司设立时主打产品为有线耳机、小耳机、头戴耳机，随着公司技术的成熟，2017 年下半年开始公司重点发展蓝牙无线耳机、智能真无线耳机、智能音箱等无线产品，并附带降噪、防水、心率监测、通话智能交互等功能，逐渐在智能声学领域深耕发展。

图 9 万魔声学 TWS 耳机

图 10 万魔声学 ODM 产品（小米 Air）

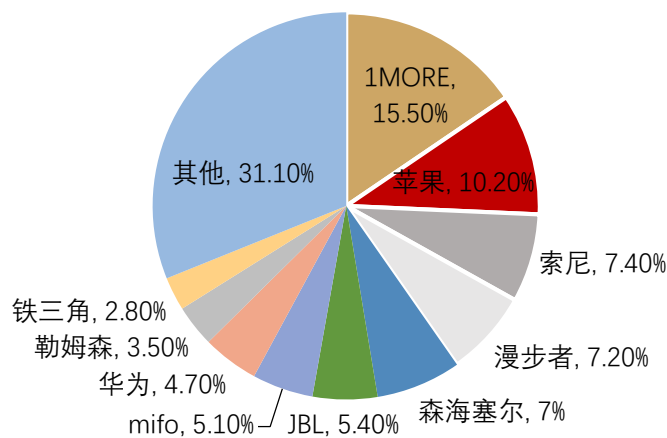


资料来源：公司官网，华西证券研究所

资料来源：公司官网，华西证券研究所

根据 ZOL 中关村互联网消费中心提供的耳机品牌占有率情况（更新至 2019 年 12 月 4 日）显示，目前 1MORE 的品牌占有率高达 15.5%，排名第一，而 2019 年 4 月，1MORE 的品牌占有率只是 10%。

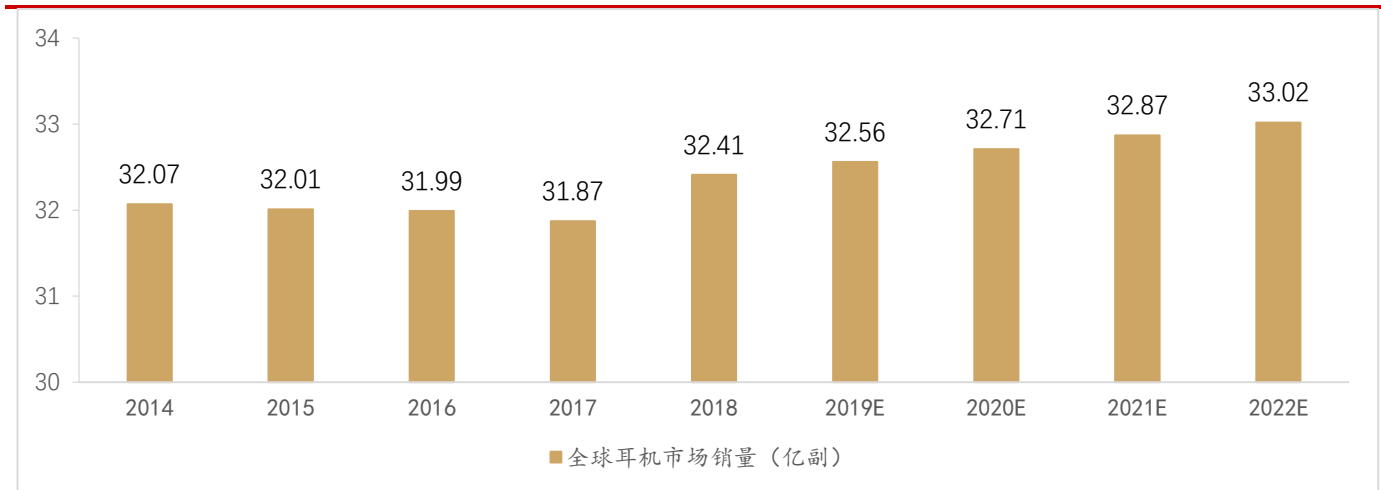
图 11 耳机品牌占有率



资料来源：中关村在线，华西证券研究所

根据前瞻产业研究院的统计与预测，目前耳机市场在全球已是 30 亿副销量的市场，2014 年全球耳机市场销量已达 32.07 亿副，截至 2017 年全球耳机市场销量呈逐渐下滑至 31.87 亿副。2018 年之后全球耳机市场销量有望逐年上升，前瞻产业研究院预测 2019 年全球耳机市场销量将达 32.56 亿副，并在 2022 年达到 33.02 亿副。

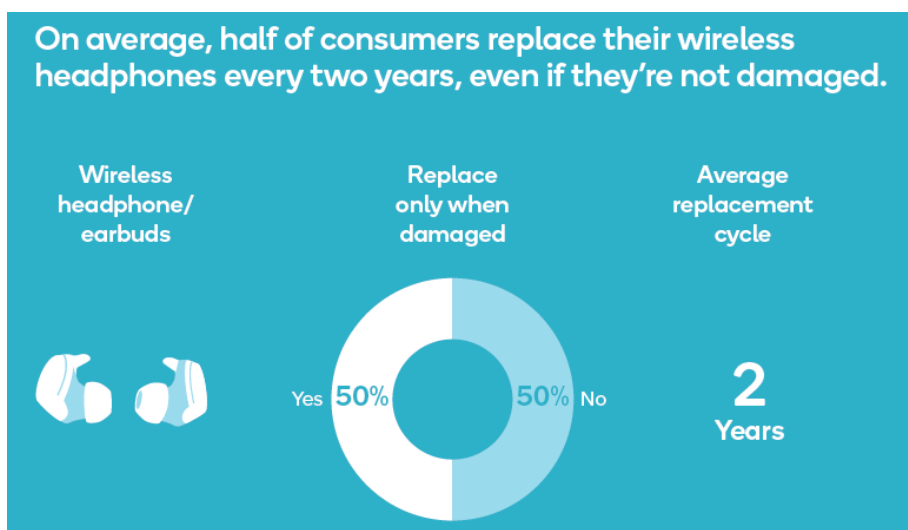
图 12 全球耳机市场销量预测



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

根据高通发布的《The State of Play Report 2019》显示，即使没有用坏，仍有一半的使用者平均两年就会换掉他们的无线耳机。

图 13 一半的使用者平均两年会换掉他们的无线耳机（即使他们的耳机没有坏）



资料来源：Qualcomm，华西证券研究所

假设共达电声吸收万魔声学成功，公司无论是自有品牌产品还是 ODM 业务预计都将迎来较大的增速。

3. 投资建议

不考虑吸收合并，万魔声学目前是共达电声大股东爱声声学的母公司，预计会与共达电声具有业务协同性，随着万魔声学业务未来几年的持续增长，共达电声的营收也将有望实现更高的增速。

2019 年上半年共达电声自身营收同比增长 25.12%，营收增速明显高于往年，考虑到下游终端市场持续加温，预计公司下半年表现至少不会弱于上半年。考虑到市场空间及成长性，我们预计未来几年，公司营收也将有望实现高于 2018 年之前的增速。从销售毛利率来看，公司近两年毛利率变化不大，考虑到终端需求旺盛，预计未来几年的公司毛利率下降幅度不大。在此假设前提下我们预计 2019-2021 年公司营收为 9.66 亿元、11.59 亿元、13.33 亿元，归母净利润为 0.3 亿元、0.42 亿元、0.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.08 元、0.12 元、0.14 元。

考虑到吸收合并时，根据《共达电声吸收合并万魔声学科技有限公司暨关联交易报告书（草案）》，若本次吸收合并于 2020 年实施完毕，则业绩补偿期间为 2020 年至 2022 年三个完整的会计年度，2020 年度、2021 年度和 2022 年度实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 22,000 万元、28,500 万元、35,700 万元。假设 2020 年吸收合并能够实施完毕，我们预计 2020-2022 年共达电声归母净利润约为 26247.36 万元、33456.25 万元、41151.88 万元。

根据最新的吸收合并方案，共达电声拟通过向万魔声学全体股东非公开发行股份的方式收购万魔声学 100% 股权，同时，持有的共达电声 5,498 万股股票将相应注销，万魔声学的全体股东将成为共达电声的股东。共达电声通过向交易对方合计新发行 619,892,973 股 A 股股份支付本次吸收合并的全部对价，本次交易不涉及现金支付。如果方案最终不变的情况下，吸收合并完成后公司股本数约为 92491 万股，2020-2022 年备考 EPS 分别为 0.28 元、0.36 元、0.44 元。参考申万电子制造指数过去 5 年 PE (TTM) 平均值约为 50 倍，区间在 22 倍~100 倍之间，考虑到公司所处业务的成长性，我们给与公司 2020 年 60 倍 PE，目标价 16.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1 收入拆分和预测

营收 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
电子元器件产品	716.03	786.94	804.77	965.72	1158.87	1332.70
同比增速	1.53%	9.90%	2.27%	20%	20%	15%
毛利率	29.55%	27.44%	25.33%	25%	25%	25%
毛利润	211.59	215.94	203.85	241.43	289.72	333.17
营收合计	716.03	786.94	804.77	965.72	1158.87	1332.70
同比增速	1.53%	9.90%	2.27%	20%	20%	15%
毛利率	29.55%	27.44%	25.33%	25%	25%	25%
毛利润	211.59	215.94	203.85	241.43	289.72	333.17

资料来源：Wind，华西证券研究所

4. 风险提示

吸收合并失败风险：若公司吸收合并万魔声学失败，导致业绩不及预期。

TWS 耳机市场竞争加剧进而导致公司收入不达预期的风险。

宏观经济下滑，系统性风险。公司处于电子制造行业，与宏观经济有正相关性，中美贸易摩擦加剧可能对公司所处产业链产生负面影响，进而影响公司的收入增长。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	804.77	965.72	1158.87	1332.70	净利润	21.35	30.36	42.47	49.56
YoY (%)	2.27%	20.00%	20.00%	15.00%	折旧和摊销	74.71	0.00	0.00	0.00
营业成本	600.89	724.29	869.15	999.52	营运资金变动	-66.44	7.17	-16.87	-18.59
营业税金及附加	12.19	9.66	11.59	13.33	经营活动现金流	60.06	45.28	29.38	33.42
销售费用	18.74	23.15	27.52	31.74	资本开支	-37.79	0.01	-2.08	-1.39
管理费用	84.97	108.18	127.33	147.38	投资	13.12	0.00	0.00	0.00
财务费用	14.11	6.78	3.78	2.46	投资活动现金流	-24.67	0.01	-2.08	-1.39
资产减值损失	32.83	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	18.54	0.00	0.00	0.00	债务募资	-20.96	-134.80	-23.57	-29.58
营业利润	22.19	35.72	49.97	58.31	筹资活动现金流	-42.38	-141.35	-27.35	-32.04
营业外收支	-0.79	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-6.99	-96.06	-0.05	0.00
利润总额	21.40	35.72	49.97	58.31	主要财务指标				
所得税	0.05	5.36	7.50	8.75	成长能力 (%)				
净利润	21.35	30.36	42.47	49.56	营业收入增长率	2.27%	20.00%	20.00%	15.00%
归属于母公司净利润	21.35	30.36	42.47	49.56	净利润增长率	112.21%	42.20%	39.89%	16.69%
YoY (%)	112.21%	42.20%	39.89%	16.69%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.06	0.08	0.12	0.14	毛利率	25.33%	25.00%	25.00%	25.00%
资产负债表 (百万元)					净利率率	2.65%	3.14%	3.67%	3.72%
货币资金	96.12	0.06	0.01	0.01	总资产收益率 ROA	1.94%	2.86%	3.64%	3.93%
预付款项	1.18	1.69	1.92	2.25	净资产收益率 ROE	4.37%	5.84%	7.55%	8.10%
存货	199.83	229.78	273.93	315.71	偿债能力 (%)				
其他流动资产	267.00	291.32	351.01	403.08	流动比率	0.93	0.99	1.05	1.13
流动资产合计	564.12	522.85	626.87	721.05	速动比率	0.60	0.55	0.59	0.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	344.28	344.28	344.28	344.28	资产负债率	55.63%	50.92%	51.74%	51.47%
无形资产	104.77	104.77	104.77	104.77	经营效率 (%)				
非流动资产合计	536.96	536.95	539.03	540.42	总资产周转率	0.73	0.89	1.04	1.10
资产合计	1101.08	1059.79	1165.90	1261.47	每股指标 (元)				
短期借款	222.29	87.49	63.92	34.34	每股收益	0.06	0.08	0.12	0.14
应付账款及票据	284.83	339.18	406.34	467.55	每股净资产	1.36	1.44	1.56	1.70
其他流动负债	96.40	104.00	124.04	138.41	每股经营现金流	0.17	0.13	0.08	0.09
流动负债合计	603.52	530.67	594.30	640.31	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	8.97	8.97	8.97	8.97	PE	205.20	144.30	103.15	88.40
非流动负债合计	8.97	8.97	8.97	8.97	PB	4.81	8.42	7.79	7.16
负债合计	612.49	539.64	603.28	649.28					
股本	360.00	360.00	360.00	360.00					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	488.59	520.15	562.62	612.19					
负债和股东权益合计	1101.08	1059.79	1165.90	1261.47					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：表中数据未考虑吸收合并

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

张大印：华西证券研究所电子行业分析师，北京邮电大学工学学士、工学硕士，近3年电子实业工作经验，累计申请国家专利18项；曾就职于民生证券、安信证券，2019年加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。