安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 08 月 23 日

冠福股份（002102.SZ）

公司分析

证券研究报告

陶瓷

具备成本优势，创新工艺 VE 值得关注

■**技术、工艺研发能力强，发展后劲十足：**子公司能特科技拥有优秀的研究团队，定制医药中间体多为全球独家供应品种，非定制医药中间体也属于全球 2-3 个供应商之一。通过独创的化学反应工艺替换了产品的初始原材料，降低成本，从而提高毛利率。2016 年公司医药中间体业务的毛利率达 50.17%，处于同行业相关产品较高的毛利率水平。

■**创新工艺，VE 项目具备原料、成本优势：**公司采用新的合成路线，以对二甲苯为原料，生产 VE 关键中间体三甲基氢醌。打破国内间甲酚、三甲基氢醌被前两家寡头企业全面控制、供应量稀缺的界限；并且，新工艺的原料二甲苯来源充足，价格便宜，使公司具有较大的成本优势。公司 VE 产能为 2 万吨，约占全球产能的 17%。目前 VE 价格低迷，处于二次探底阶段，17 年 8 月初报价为 39 元/千克，处于整体行业生产成本附近。凭借新工艺充足的原料优势、成本优势，公司具有较强的竞争力；未来随着 VE 行业景气的改善，公司的业绩弹性较大。按照公司 2 万吨产能测算，VE 价格每上涨 10 元/kg 将为公司带来年化 1.28 亿元的利润弹性。

■**布局垂直电商，夯实销售网络：**子公司塑米信息是一家以塑料原料为主的大宗化工商品交易电子商务及供应链管理服务平台，通过为交易链上的客户提供全方位的电子商务服务，如线上的采购、金融；线下的仓储物流等，已发展成我国塑料行业影响力最大的供应链电商平台之一。塑米信息庞大的销售网络有望解决公司销售环节的不足，在业务上形成协同效应。同时，塑米信息丰厚的利润为公司提供了新的利润增长点，塑米城 17~19 年的业绩承诺为 1.5、2.25、3 亿元。

■**投资建议：**我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.08、0.13、0.18 元；首次给予增持-A 的投资评级，12 个月目标价为 4.9 元。

■**风险提示：**VE 下游需求放缓、塑米城业绩不及预期等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,316.2	887.2	8,436.5	12,021.9	15,544.4
净利润	193.3	245.4	221.5	338.8	484.6
每股收益(元)	0.07	0.09	0.08	0.13	0.18
每股净资产(元)	1.09	1.73	3.07	3.43	4.50

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	56.7	44.6	49.5	32.3	22.6
市净率(倍)	3.8	2.4	1.4	1.2	0.9
净利润率	14.7%	27.7%	2.6%	2.8%	3.1%
净资产收益率	6.7%	5.4%	2.7%	3.7%	4.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%
ROIC	9.5%	8.4%	5.6%	4.9%	6.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

首次评级

6 个月目标价： 4.90 元

股价（2017-08-23） 4.06 元

交易数据

总市值（百万元）	10,693.38
流通市值(百万元)	4,902.36
总股本（百万股）	2,633.84
流通股本(百万股)	1,207.48
12 个月价格区间	3.93/17.96 元

股价表现

资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.86	-9.53	-32.41
绝对收益	4.06	1.23	-28.93

袁善宸 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517040004
yuansc1@essence.com.cn
021-35082778

张汪强 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

邓健全 报告联系人
dengjq@essence.com.cn

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 公司概况 3
1.1. 通过并购实现战略转型，医药大健康业务将成发展重心 3
1.2. 华丽转身后，盈利状况好转 3
2. 技术、工艺研发能力强，发展后劲十足 4
2.1. 多个独创工艺，大大提高医药中间体毛利率 4
2.2. 创新工艺，VE 项目具备原料、成本优势 5
2.3. VE 价格二次触底，供给仍是主要因素 6
2.3.1. 价格二次触底，成本线支撑下跌空间有限 6
2.3.2. 需求稳定，供给仍是影响主要因素 7
3. 布局垂直电商，夯实销售网络 8
4. 优化产业布局，打造医药产业链生态体系 9
5. 投资建议：给予增持-A 评级，12 个月目标价 4.9 元 9

图表目录

图 1：公司业务变更图 3
图 2：公司股权示意图 3
图 3：公司主营业务比例图 4
图 4：公司各业务毛利率情况 4
图 5：公司营收及增速 4
图 6：公司净利润及增速 4
图 7：公司医药中间体产品介绍 5
图 8：与可比公司相关产品毛利率的比较（2016 年） 5
图 9：公司 VE 合成路线图 6
图 10：VE 价格走势（单位：元/千克） 7
图 11：浙江医药 VE 毛利率（或公司净利润）同比增速情况 7
图 12："塑米城"平台发展历程 8
图 13："塑米城"业务示意图 8
图 14：塑米信息未来几年业绩承诺 8
图 15：公司未来的战略布局 9
图 16：PE-Band 图 10
图 17：PB-Band 图 10

表 1：公司 VE 两大中间体创新工艺情况 6
表 2：2016 年全球 VE 企业产能分布 8

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 公司概况

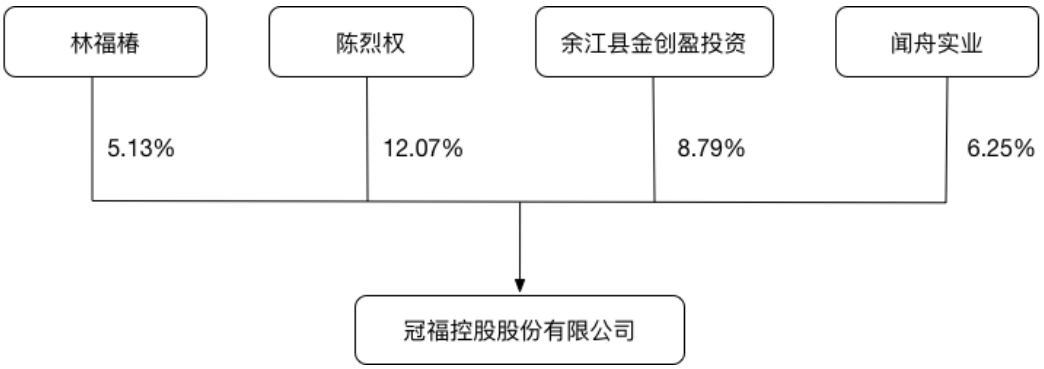
1.1. 通过并购实现战略转型，医药大健康业务将成发展重心

公司在 2014 年收购了能特科技 100%的股权，并剥离 16 家家用品生产子公司，由传统家用品制造行业向医药制造业转型，又在 2016 年完成收购塑米信息，向电商进军，通过塑米信息的网络销售渠道弥补能特科技销售环节的短板。今后，冠福股份将以医药大健康为核心业务，通过“内生性”增长和“外延式”并购增长实现上市公司在大健康产业的快速发展。

图 1：公司业务变更图

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：公司股权示意图



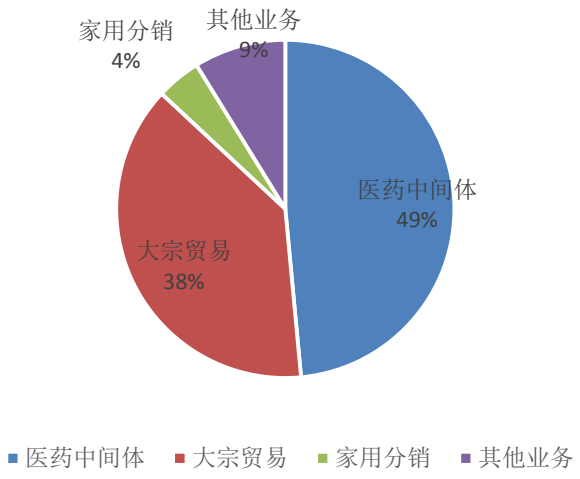
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 华丽转身后，盈利状况好转

公司及时调整产业结构，通过“并购、剥离、拟再并购”三步曲，得以华丽转身。目前主要业务为医药中间体、投资性房地产租赁经营业务、黄金采矿业务、塑贸电商业务，其中医药中间体、贸易两大收入板块在公司 2016 年营业收入中占比分别为 48.45%，38.38%。剥离不良资产并引入优质资产后，公司盈利能力明显得以改善。

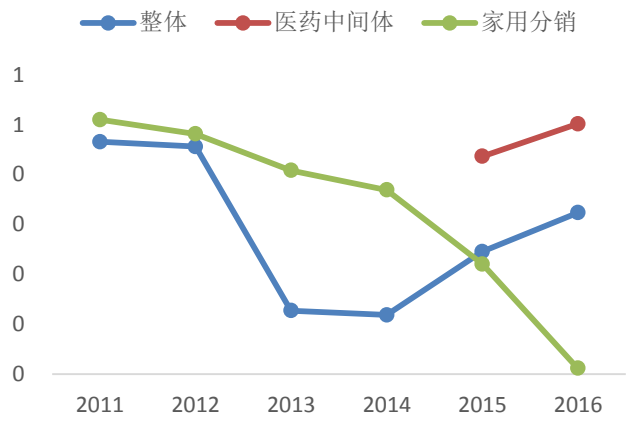
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：公司主营业务比例图



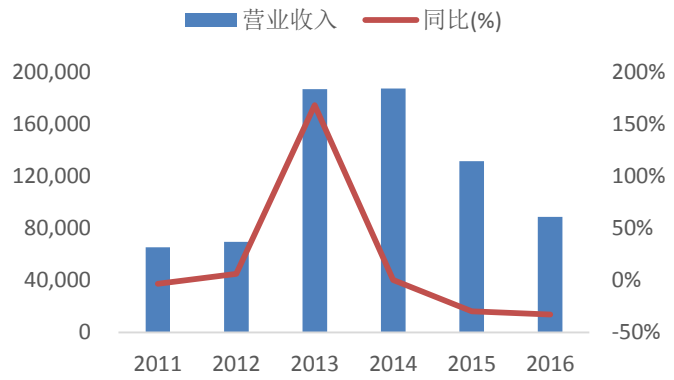
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：公司各业务毛利率情况



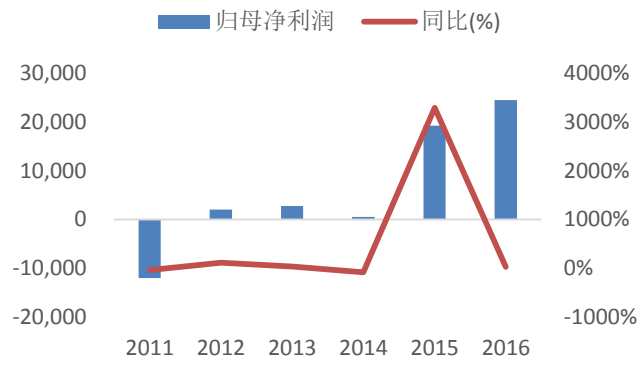
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：公司营收及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 技术、工艺研发能力强，发展后劲十足

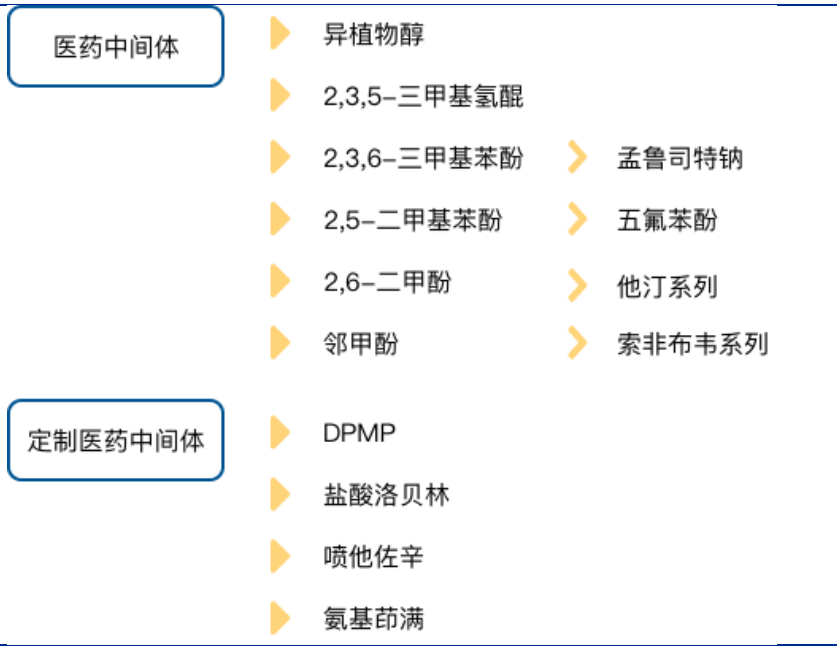
公司全资子公司能特科技拥有极强的研发能力和优秀人才，研发团队由国家“千人计划”入选者、美国斯坦福大学博士后、美国默克合成工艺研究室前高级研究员蔡东伟博士领衔。而现任董事长、总经理陈烈权先生是享受国务院特殊津贴的专家、正教授级高级工程师，拥有几十年的化工行业精细化管理经验，研发团队是能特科技的核心竞争力之一。

2.1. 多个独创工艺，大大提高医药中间体毛利率

公司医药中间体业务的经营环境较为良好，其中定制医药中间体多为全球独家供应品种，非定制医药中间体也属于全球 2-3 个供应商之一，具有一定的市场定价权。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

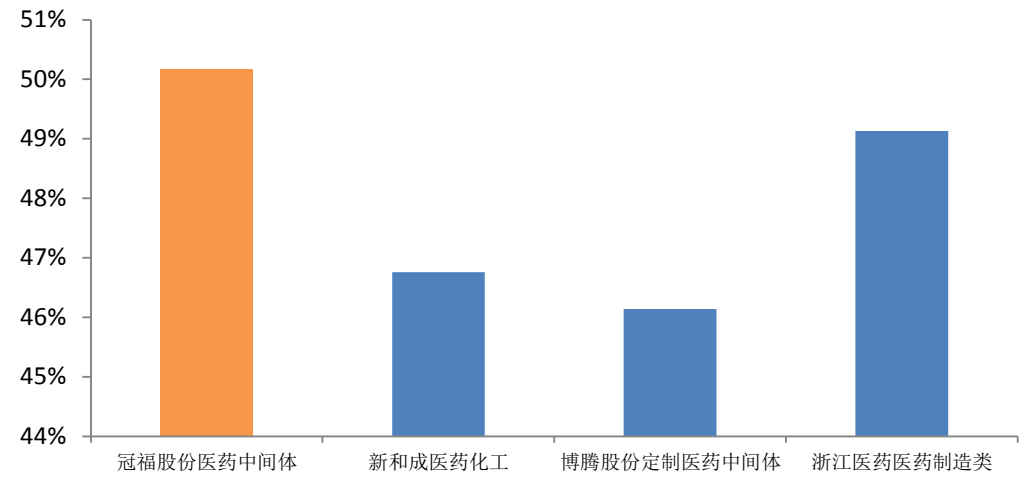
图 7：公司医药中间体产品介绍



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司通过不断的技术创新来优化化学反应工艺，提高反应收率，从而达到降低产品成本的目的。更有些产品是通过全球独创的化学反应工艺替换了初始原材料，使得产品成本降低较多，从而提高医药中间体产品的毛利率。

图 8：与可比公司相关产品毛利率的比较（2016 年）



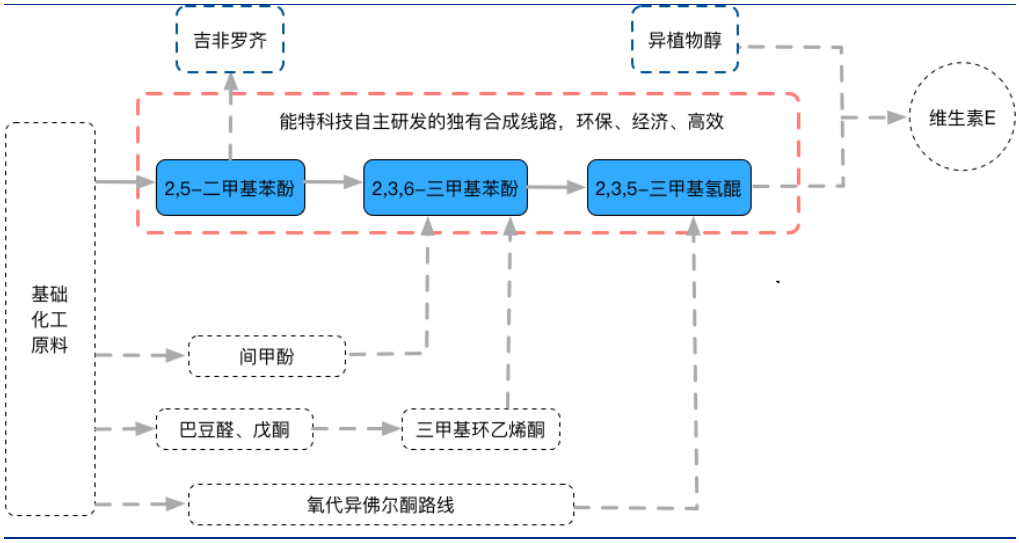
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 创新工艺，VE 项目具备原料、成本优势

VE 合成需要两个中间体：异植物醇和间甲酚，直接中间体三甲基氢醌是合成 VE 的关键因素。国内间甲酚、三甲基氢醌中间体的供应被前两家寡头企业的长期订单全面控制，供应量稀缺。多家 VE 生产企业因三甲基氢醌的供应问题而无法投产。能特科技采用新的合成路线，以对二甲苯为原料，生产三甲基氢醌，对二甲苯来源充足，价格便宜。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 9：公司 VE 合成路线图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 1：公司 VE 两大中间体创新工艺情况

	三甲基氢醌		异植物醇		
	起始原料	成本	起始原料	反应步骤	成本
传统工艺	异氟尔酮，三甲苯，间甲酚	高	乙炔，丙酮（罗氏法）	十几步	高
能特创新工艺	二甲苯	低	法尼烯 C15	三步	低

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

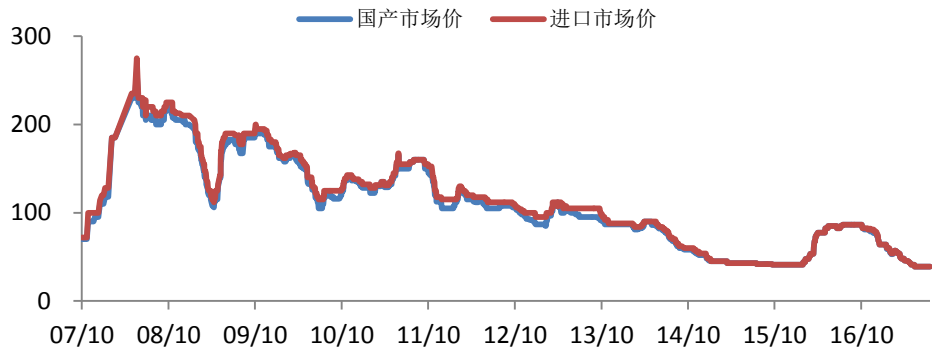
行业好转时公司业绩弹性较大。2016 年底，该项目建设基本结束，并进入调试生产阶段。该生产工业技术成熟，同时各项环保防治措施到位，安全措施设置可靠完全具备产业化的要求。2017 年 3 月份公司维生素 E 已正式对外销售，产品质量达预期目标并获得用户认可。我们认为，公司三甲基氢醌的技术形成了一定的技术壁垒，并且反应工艺的原料、步骤等能较大地降低公司产品的成本，从而提高产品的盈利能力与竞争力。未来随着 VE 行业景气的改善，公司的业绩弹性较大。按照公司 2 万吨产能测算，ve 价格每上涨 10 元/kg 将为公司带来年化 1.28 亿元的利润弹性。

2.3. VE 价格二次触底，供给仍是主要因素

2.3.1. 价格二次触底，成本线支撑下跌空间有限

VE 价格在 2008 年 6 月上涨至历史高点 260 元/kg，此后至今一直呈现震荡下跌状态。最近一轮涨价自 2015 年底开始，价格由 41 元/kg 一度涨价至 86.5 元/kg。进入 17 年之后又再震荡下跌，至 8 月初报价为 39 元/公斤。

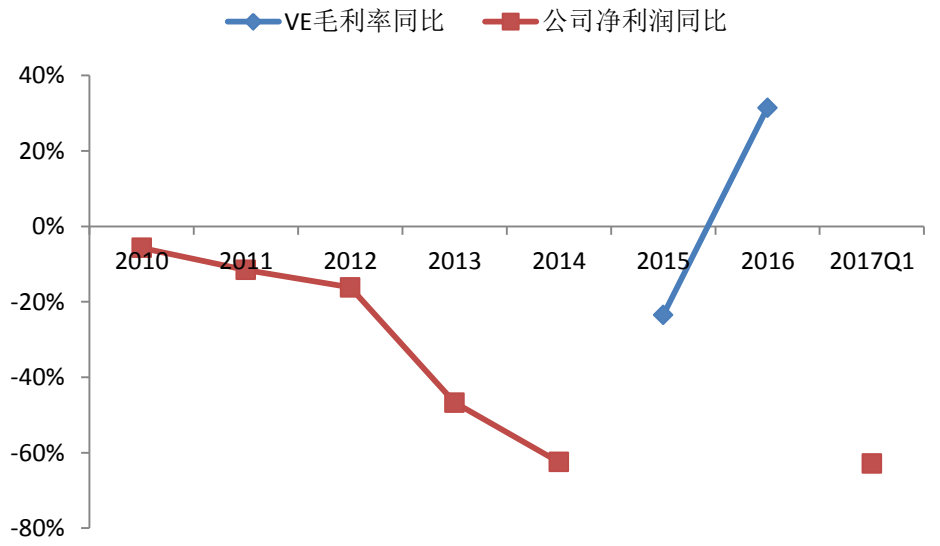
图 10：VE 价格走势（单位：元/千克）



资料来源：wind、安信证券研究中心

价格的下跌使得行业相关公司的 VE 产品盈利甚微，甚至亏损。以浙江医药为例，除了 2016 年 VE 价格反弹促使 VE 毛利率回升外，其余时间产品毛利率、或公司净利润同比增速持续下滑。

图 11：浙江医药 VE 毛利率（或公司净利润）同比增速情况



资料来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

成本线支撑，未来下跌空间有限。根据浙江医药披露的情况来看，2015 年公司 VE 的生产成本约 44 元/千克（50%维生素 E 粉，下同），2016 年的 VE 生产成约 33 元/千克，我们判断行业整体的生产成本在 35~45 元/千克的水平，按照这个情况来看，目前 VE 价格已经接近成本线附近，行业寡头影响下，未来下跌空间有限。

2.3.2. 需求稳定，供给仍是影响主要因素

近年来 VE 价格持续下跌的主要因素之一是全球产能的过剩。2016 年全球 VE 市场产能约 10 万吨，生产量达 8 万吨左右，而全球需求量约为 6 万吨。目前下游需求增速较为平稳，年增长速度约 2%左右，未来影响 VE 价格走势的主要因素仍是供给端。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 2：2016 年全球 VE 企业产能分布

企业	产能
帝斯曼	29%
巴斯夫	24%
浙江医药	24%
新和成	18%
其他	5%

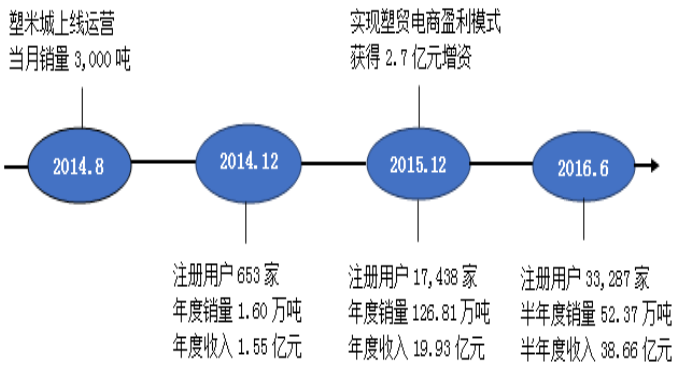
资料来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

3. 布局垂直电商，夯实销售网络

公司以发行股份及支付现金方式并购估值为 16.8 亿元的塑米信息，并于 2016 年 12 月 30 日完成工商的股权变更登记，塑米信息成为公司的全资子公司。

塑米信息是一家以塑料原料为主的大宗化工商品交易电子商务及供应链管理服务平台，“塑米城”积累的软件包括电子商务软件、移动电子商务云平台软件、客户保护软件、产品管理软件、报价软件及 api 开放平台等，其已发展成我国塑料行业影响力最大的供应链电商平台之一。

图 12：“塑米城”平台发展历程



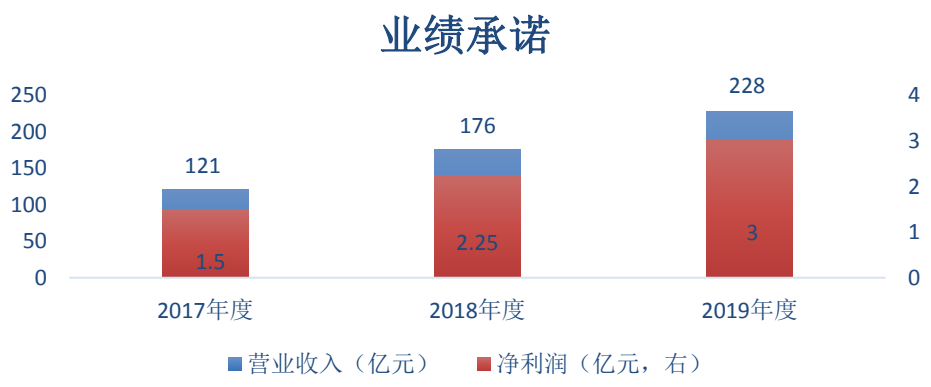
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 13：“塑米城”业务示意图

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

塑米信息庞大的销售网络解决了能特科技销售环节的不足，既在业务上与能特科技形成协同效应，又与现有板块的重资产形成轻重搭配、优势互补。同时，塑米信息丰厚的利润为公司提供了新的利润增长点。

图 14：塑米信息未来几年业绩承诺



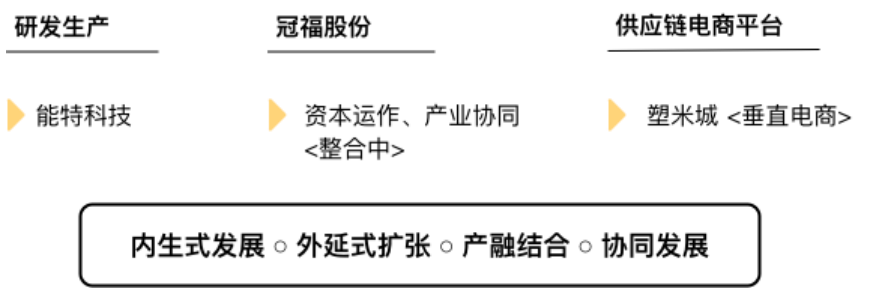
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. 优化产业布局，打造医药产业链生态体系

剥离传统主业、收购能特科技、并购塑米信息，公司在战略转型升级上迈出了坚实的一步，形成了“研发生产（能特科技）”、“供应链电商（塑米信息）”、“资本运作（母公司）”三大体系，为打造“医药制造产业链的研发、生产、供应链电商平台的生态体系”奠定了基础。

图 15：公司未来的战略布局



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

多元化经营格局或瘦身，未来将专注于医药体系。公司目前除了医药产业链外，还有其他经营业务，如黄金采矿业务、投资性房地产租赁经营业务。今后，公司将以医药大健康为核心业务，通过“内生性”增长和“外延式”并购增长实现公司在大健康产业的快速发展。

公司目前对矿业并未大规模开采，而是加强对金矿的管控，并且披露未来寻求与金矿企业或资源类上市公司重组实现资产证券化，或者用其他方式进行股权转让。

而公司下属子公司上海五天持有的投资性房地产“中国梦谷—上海西虹桥文化科技创意产业园”经营收入稳定，商业价值不断提升，2016 年按公允价值计量的投资性房地产变动收益达 0.76 亿元。公司未来或逐步退出非医药产业链的业务布局，将发展重点专注于医药制造的生态体系上来。

参与设立创业投资基金，为未来发展提供并购整合平台。为更有效推动公司业务发展，加快实现公司延伸产业链、整合所属产业的战略规划，公司拟与谦翌德闰投资共同发起设立股权基金，总规模不超过 10 亿元人民币，其中公司为基金的劣后级有限合伙人，拟以自有资金或自筹的方式合计认购不超过 10%的基金份额即不超过 1 亿元。

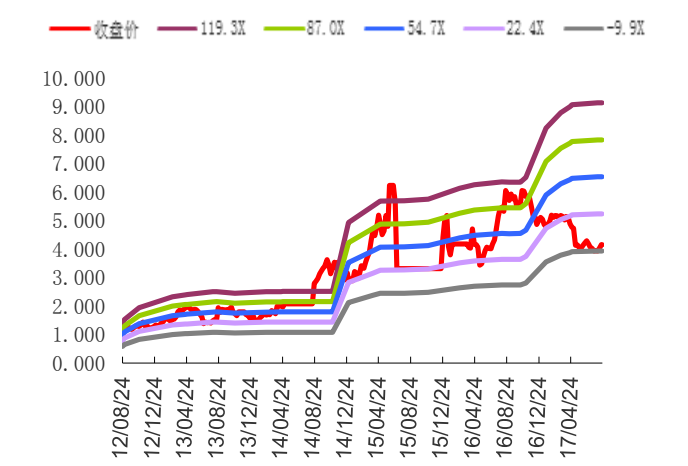
股权基金将作为公司的并购整合平台，范围主要围绕冠福股份产业链、产业协同、产业延伸、产业布局等企业，主要涉及大健康、生物医药、新材料、文创园区、电商平台等新兴、科技产业等。并促使被投资企业与公司相应业务板块形成战略协同，从而更好地实现公司的战略规划和布局，全面提升公司价值。

5. 投资建议：给予增持-A 评级，12 个月目标价 4.9 元

凭借新工艺充足的原料优势、成本优势，公司 VE 产品具有较强的竞争力；未来随着行业景气的改善，具有较大的业绩弹性。另外，并购塑米城为公司提供了新的利润增长点。我们预计 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.08、0.13、0.18 元；首次给予增持-A 的投资评级，12 个月目标价为 4.9 元。

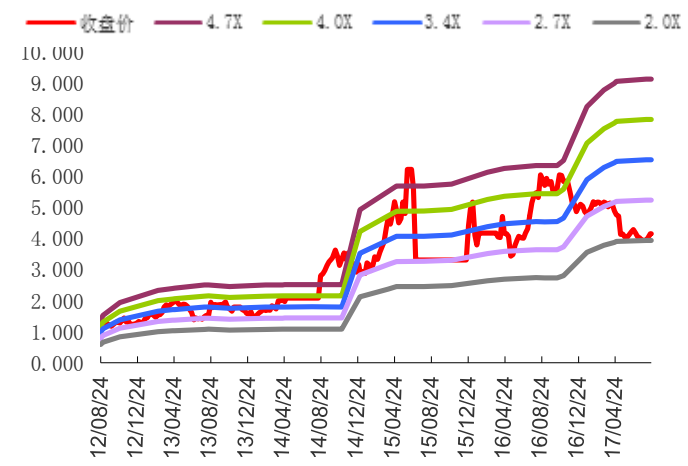
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 16：PE-Band 图



资料来源：wind

图 17：PB-Band 图



资料来源：wind

风险提示：VE 下游需求放缓、塑米城业绩不及预期等。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,316.2	887.2	8,436.5	12,021.9	15,544.4
减:营业成本	992.8	600.0	7,980.9	11,312.6	14,518.4
营业税费	8.3	4.2	6.7	9.6	12.4
销售费用	112.4	6.6	36.3	51.7	66.8
管理费用	121.5	86.3	133.3	189.9	245.6
财务费用	90.7	61.3	109.9	178.4	235.6
资产减值损失	10.7	-1.5	9.5	6.2	4.7
加:公允价值变动收益	37.2	91.9	-33.8	5.6	7.5
投资和汇兑收益	134.1	14.3	48.7	65.7	42.9
营业利润	151.0	236.6	174.8	344.7	511.1
加:营业外净收支	74.9	77.7	59.5	70.7	69.3
利润总额	225.9	314.3	234.3	415.4	580.4
减:所得税	34.6	66.8	58.6	103.8	145.1
净利润	193.3	245.4	221.5	338.8	484.6

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	232.0	707.2	2,615.3	3,726.8	4,818.8
交易性金融资产	-	50.6	16.9	22.5	30.0
应收帐款	1,045.1	547.0	8,304.2	7,417.5	14,093.0
应收票据	97.6	65.5	793.8	759.2	1,390.3
预付帐款	28.1	276.8	1,702.0	1,702.9	3,412.7
存货	104.7	298.4	3,969.0	2,511.2	6,100.2
其他流动资产	2.7	30.4	13.5	15.5	19.8
可供出售金融资产	31.6	6.6	15.5	17.9	13.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	36.0	35.3	35.3	35.3	35.3
投资性房地产	961.9	1,116.0	1,116.0	1,116.0	1,116.0
固定资产	438.8	568.9	529.6	490.2	450.9
在建工程	73.9	347.4	453.7	591.0	763.4
无形资产	280.6	332.4	325.0	317.5	310.0
其他非流动资产	1,538.8	2,737.3	2,725.1	2,721.2	2,702.2
资产总额	4,871.7	7,119.8	22,614.8	21,444.7	35,255.7
短期债务	436.9	388.5	2,098.9	2,635.7	3,971.1
应付帐款	171.2	595.2	7,086.6	4,981.6	11,021.7
应付票据	194.8	160.8	2,901.8	2,092.0	4,770.2
其他流动负债	133.0	241.5	464.1	531.3	867.1
长期借款	734.0	745.7	1,681.0	1,866.6	2,518.4
其他非流动负债	292.7	401.6	304.5	332.9	346.3
负债总额	1,962.7	2,533.3	14,536.9	12,440.2	23,494.9
少数股东权益	43.0	36.8	-6.7	-32.5	-79.3
股本	728.7	2,530.9	2,633.8	2,633.8	2,633.8
留存收益	2,024.8	1,871.0	5,450.9	6,403.3	9,206.4
股东权益	2,909.0	4,586.5	8,078.0	9,004.5	11,760.8

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	-29.8%	-32.6%	850.9%	42.5%	29.3%
营业利润增长率	2543.4%	56.6%	-26.1%	97.2%	48.3%
净利润增长率	3296.3%	27.0%	-9.7%	52.9%	43.0%
EBITDA 增长率	178.3%	12.6%	-5.3%	71.9%	39.2%
EBIT 增长率	179.0%	23.2%	-4.4%	83.7%	42.7%
NOPLAT 增长率	2235.2%	14.6%	-9.0%	83.7%	42.7%
投资资本增长率	29.7%	37.1%	111.6%	6.6%	42.6%
净资产增长率	41.4%	57.7%	76.1%	11.5%	30.6%
利润率					
毛利率	24.6%	32.4%	5.4%	5.9%	6.6%
营业利润率	11.5%	26.7%	2.1%	2.9%	3.3%
净利润率	14.7%	27.7%	2.6%	2.8%	3.1%
EBITDA/营业收入	23.6%	39.4%	3.9%	4.7%	5.1%
EBIT/营业收入	18.4%	33.6%	3.4%	4.4%	4.8%
运营效率					
固定资产周转天数	157	204	23	15	11
流动营业资本周转天数	107	239	101	139	154
流动资产周转天数	357	707	414	503	533
应收帐款周转天数	194	323	189	235	249
存货周转天数	70	82	91	97	100
总资产周转天数	1,276	2,433	634	660	657
投资资本周转天数	674	1,339	254	250	242
投资回报率					
ROE	6.7%	5.4%	2.7%	3.7%	4.1%
ROA	3.9%	3.5%	0.8%	1.5%	1.2%
ROIC	9.5%	8.4%	5.6%	4.9%	6.5%
费用率					
销售费用率	8.5%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	9.2%	9.7%	1.6%	1.6%	1.6%
财务费用率	6.9%	6.9%	1.3%	1.5%	1.5%
三费/营业收入	24.7%	17.4%	3.3%	3.5%	3.5%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	35.6%	64.3%	58.0%	66.6%
负债权益比	67.5%	55.2%	180.0%	138.2%	199.8%
流动比率	1.61	1.43	1.39	1.58	1.45
速动比率	1.50	1.21	1.07	1.33	1.15
利息保障倍数	2.66	4.86	2.59	2.93	3.17
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.02	0.03	0.05
分红比率	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	191.3	247.5	221.5	338.8	484.6
加:折旧和摊销	78.2	64.5	46.8	46.8	46.8
资产减值准备	10.7	-1.5	-	-	-
公允价值变动损失	-37.2	-91.9	-33.8	5.6	7.5
财务费用	83.1	65.6	109.9	178.4	235.6
投资损失	-134.1	14.3	-48.7	-65.7	-42.9
少数股东损益	-2.0	2.1	-45.8	-27.2	-49.3
营运资金的变动	-126.3	-185.7	-4,186.6	-443.2	-3,524.8
经营活动产生现金流量	68.0	15.7	-3,936.6	33.5	-2,842.5
投资活动产生现金流量	-647.6	355.8	-1.4	-81.9	-139.4
融资活动产生现金流量	635.5	-107.0	5,846.1	1,159.9	4,073.8

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.07	0.09	0.08	0.13	0.18
BVPS(元)	1.09	1.73	3.07	3.43	4.50
PE(X)	56.7	44.6	49.5	32.3	22.6
PB(X)	3.8	2.4	1.4	1.2	0.9
P/FCF	-30.9	-13.5	-7.8	20.6	-9.2
P/S	8.3	12.3	1.3	0.9	0.7
EV/EBITDA	34.6	34.9	33.0	18.5	14.4
CAGR(%)	17.7%	20.7%	280.2%	17.7%	20.7%
PEG	3.2	2.2	0.2	1.8	1.1
ROIC/WACC	1.1	0.9	0.6	0.5	0.7
REP	3.6	3.4	2.2	2.2	1.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

袁善宸、张汪强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。