

公司研究/更新报告

2018年12月16日

轻工制造/家用轻工 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.05
合理价格区间(元): 3.21~3.59

陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004
研究员 025-83387511
chenyufeng@htsc.com

倪娇娇 执业证书编号: S0570517110005
研究员 nijiaojiao@htsc.com

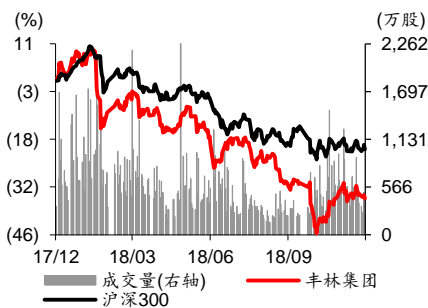
张前 执业证书编号: S0570517120004
研究员 0755-82492080
zhang_qian@htsc.com

周鑫
联系人 zhou.xin@htsc.com

相关研究

- 1 《丰林集团(601996,增持): 收购东盾木业, 拓展华东市场》2017.11
- 2 《丰林集团(601996,增持): 定增新建产能, 打开发展空间》2017.03
- 3 《丰林集团(601996,增持): 业绩高增长, 股权激励提升积极性》2017.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,149
流通 A 股 (百万股)	944.98
52 周内股价区间 (元)	2.56-5.20
总市值 (百万元)	3,506
总资产 (百万元)	3,615
每股净资产 (元)	2.25

资料来源: 公司公告

林板一体化集团, 内生外延共助成长

丰林集团(601996)

核心观点

公司深耕人造板产业, 形成了营林造林+人造板生产的“林板一体化”产业链, 18 年下半年南宁、池州生产线技改完成后相继投产, 公司产能达到 130 万立方米, 随着产能逐步释放, 有望支撑公司营收稳步增长。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.11、0.15、0.17 元, 维持“增持”评级。

产能爬坡期盈利受影响, 前三季度归母净利润有所下滑

公司是我国领先的林板一体化集团, 2018 年前三季度公司实现营业收入 10.9 亿元, 同比增长 13%; 归母净利润 1.1 亿元, 同比下滑 11%。其中, Q3 单季度实现营收 4.4 亿元, 同比增长 26%, 增速较 Q2 有所回升; 单季度归母净利润 0.4 亿元, 同比下滑 26%。受益于公司产品结构持续优化, 前三季度公司毛利率同比提升 0.5pct 至 23%; 期间费用率同比上升 2.3pct 至 14.5%, 其中销售/管理/财务费用率同比分别上升 0.1/1.4/0.8pct 至 7.8%/6.0%/0.7%, 管理费用同比大幅增加主要系公司中介费及高管工资同比增加所致; 财务费用率下滑主要系利息收入减少所致。

人造板装备技术领先, 产品结构不断优化

近年来, 环保标准的不断提高和监管力度的日益加强, 使得人造板行业落后产能淘汰加快。丰林集团作为人造板龙头企业, 不断进行装备技术升级改造, 目前共拥有五条的绿色环保生产线, 产能规模达到 130 万立方米(不含新西兰项目), 产品品质行业领先。与此同时, 公司以市场为导向, 不断优化产品结构, 无醛板、防潮板等高端产品销售收入占比不断提升。

生产线陆续投产, 支撑公司收入进一步增长

2017 年底公司收购东盾木业并对其位于池州的生产线进行技术改造, 生产线 2018 年 7 月正式投产, 薄款纤维板有望与公司现有产品形成互补, 同时弥补公司在华东市场覆盖能力有限的短板。同时, 丰林集团下属南宁工厂年产 30 万立方米超级刨花板生产线也于 8 月正式投产, 技改完成后产品强度可提高至细木工板、胶合板强度水平, 拓展产品适用范围。此外, 公司非公开发行股票顺利完成, 募集资金 6.45 亿元用于新西兰卡韦劳年产 60 万立方米刨花板生产线建设项目。随着各条人造板生产线陆续投产, 公司销售收入有望实现稳步增长。

看好长期发展前景, 维持“增持”评级

丰林集团综合实力位于行业前列, 有望受益于行业整合提供的发展机遇持续扩大市场份额。公司产品质量领先, 客户关系稳定, 我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 1.28、1.68、1.90 亿元, 对应 EPS 分别为 0.11、0.15、0.17 元。参考公司历史估值水平 (PB (LF) 估值中枢为 2.3x), 考虑到当前地产景气度下行, 公司主要下游定制家居行业需求存在较大不确定性, 给予公司 2019 年 1.7-1.9 倍 PB 估值, 对应合理价格区间 3.21~3.59 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游客户销售不达预期, 原材料成本大幅上涨。

经营预测指标与估值

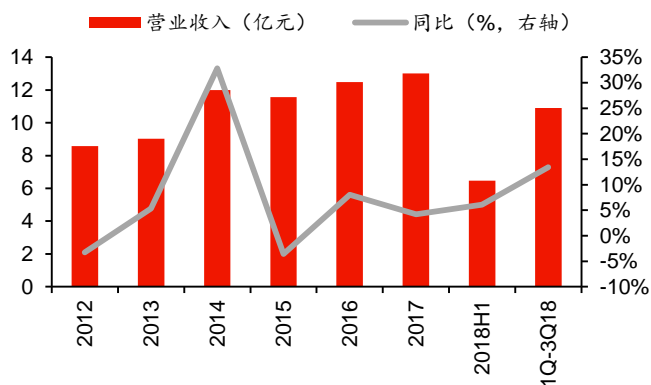
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,249	1,302	1,503	1,822	2,114
+/-%	8.03	4.21	15.45	21.23	16.05
归属母公司净利润 (百万元)	88.70	120.22	128.10	167.62	190.22
+/-%	64.42	35.53	6.56	30.85	13.48
EPS (元, 最新摊薄)	0.08	0.10	0.11	0.15	0.17
PE (倍)	39.52	29.16	27.37	20.92	18.43

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

林板一体化集团，产能爬坡期盈利略受影响

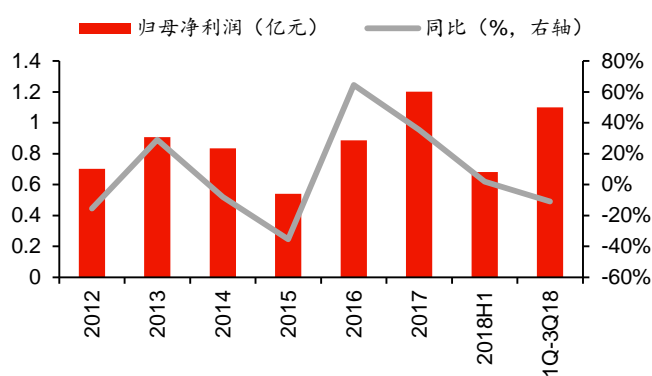
丰林集团是我国最早从事人造板生产的公司之一，是国内领先的林板一体化产业集团。2017 年公司实现营收 13.0 亿元，同比增长 4.2%，实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 35.5%。2018 年前三季度公司实现营业收入 10.9 亿元，同比增长 13%；归母净利润 1.1 亿元，同比下滑 11%，主要系下半年池州、南宁新产能相继投产，产能爬坡期带来的阶段性影响。其中，Q3 单季度实现营收 4.4 亿元，同比增长 26%，增速较 Q2 有所回升；单季度归母净利润 0.4 亿元，同比下滑 26%。

图表1：丰林集团 2012 年以来营业收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

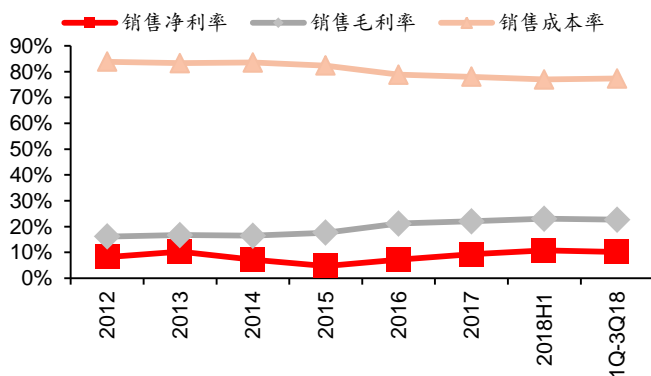
图表2：丰林集团 2012 年以来归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

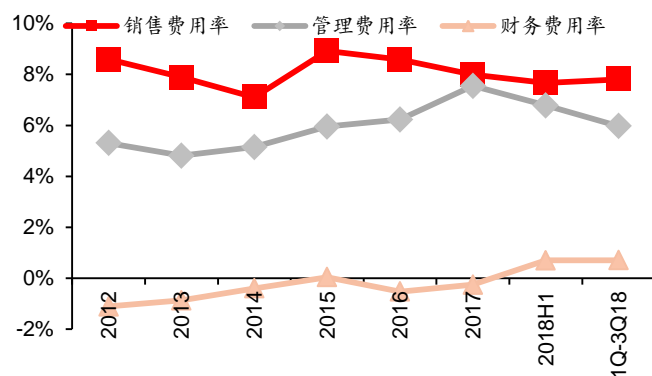
受益于公司产品结构持续优化，2018 年前三季度公司毛利率同比提升 0.5pct 至 23%；期间费用率同比上升 2.3pct 至 14.5%，其中销售/管理/财务费用率同比分别上升 0.1/1.4/0.8pct 至 7.8%/6.0%/0.7%，管理费用同比大幅增加主要系公司中介费及高管工资同比增加所致；财务费用率下滑主要系利息收入减少所致。现金流方面，公司经营现金流净额同比下滑 79%，主要系池州、南宁生产线投产后生产备货增加，现金购买原材料金额同比大幅增加。

图表3：丰林集团 2012 年以来销售净利率、毛利率、成本率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：丰林集团 2012 年以来各项费用率情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

产能逐步释放，新西兰项目建设在即

深耕人造板产业，积累众多优质客户资源。公司深耕人造板产业，形成了营林造林+人造板生产的“林板一体化”产业链，并通过加强技术创新、技术改造等方式不断提升产品质量、巩固公司在人造板领域的龙头优势地位。经过多年发展，公司与下游大自然、索菲亚、尚品宅配、皮阿诺、好莱客、欧派家居、宜华生活、全友等家居建材企业建立了良好的合作关系，为公司提供下游持续稳定的需求带来有力保障。

设备升级、技术改进、产能扩张，拓展刨花板适用范围。近年来，环保标准的不断提高和监管力度的日益加强，使得人造板行业落后产能淘汰加快。丰林集团作为人造板龙头企业，不断进行装备技术升级改造、产品结构优化以及研发生产创新。2018 年上半年公司南宁工厂完成技改，新增年产 30 万立方米超级刨花板生产线，这也是国内第一条、世界第三条超级刨花板生产线。同时，公司在超级刨花板生产工艺上进行创新改进，使刨花板强度大幅提升，从而将其试用范围由家具拓展延伸到装饰装修领域。目前公司共拥有五条的绿色环保生产线，产能规模达到 130 万立方米（不含新西兰项目）。

收购东盾木业，提升在华东区域实力。2018 年公司顺利完成安徽东盾木业收购事项并将其改名为池州丰林木业，目前公司投入 1 亿余元对其生产线进行自动化、智能化改造已于 6 月完成，池州丰林产能在 18 年下半年逐步释放。此次收购一方面有利于发挥东盾木业优势产品薄款纤维板优势，与公司现有产品形成互补，另一方面还可以发挥其区位优势，弥补公司在华东市场覆盖能力有限的短板，使得公司整体竞争实力得到增强。

非公开发行股票顺利完成，募资用于新西兰刨花板项目建设。林业是我国重要的战略资源，2017 年开始我国全面停止天然林商业性木材砍伐，根据国家林业局测算停止天然林砍伐将带来国内每年约 5000 万立方米的木材缺口。在国内木材供需压力日趋紧张背景下，丰林集团计划在新西兰建设刨花板项目，缓解人造板行业原料供需矛盾。据公司公告，2018 8 月底公司非公开发行股票顺利完成，共募集资金 6.45 亿元，用于新西兰卡韦劳年产 60 万立方米刨花板生产线建设项目。该项目的推进在促进新西兰木材加工产业发展并增加当地就业的同时，也将缓解我国日益增加的生态环境压力，优化公司产品结构并推动公司国际化布局。此外，索菲亚出资 2.2 亿元认购公司非公开发行股票，成为公司持股超过 5% 的股东，有助于与定制家居龙头深度绑定，带来较为稳定的销售订单。

依托江苏大丰港港口及当地高端木材产业集群，拓展高端结构用材市场。2018 年 12 月 5 日公司发布公告称，公司将出资 3.5 亿元（占注册资本的 70%）与盐城市物资集团有限公司设立合资公司江苏丰林木业有限公司，发挥临港木材产业优势及当地高端木材产业的集群效应，满足境内外家具、装修、建筑市场、木结构房屋等对于高端结构用材产品的需求。此次对外投资将有利于公司进一步优化产品结构，提升在高端木材市场的竞争实力。

盈利预测及估值分析

盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做出如下假设：

- 人造板业务：**近几年受益于下游定制家居行业快速发展，人造板需求持续增长。公司在人造板业务行业龙头地位稳固，与索菲亚等定制家居龙头建立了良好的合作关系。2017 年由于南宁工厂一季度末停产进行技术改造，公司人造板业务全年产销量减少，2018 年 3 月南宁 30 万立方米生产线已投产，人造板销量有望逐步回升；同时，公司于 2017 年末收购东盾木业并对生产基地进行技改，2018 年下半年该生产基地已技改完成，设计产能 20 万吨。上述两条生产线陆续投产但尚处爬坡期，我们预计 2018 年有望贡献 13 万吨新增产量，后续随着产能逐步释放，我们预计公司人造板产销量逐步增长，2018-2020 年人造板销量分别增长 16%/20%/15%至 87、105、121 万吨。价格方面，据 Wind 数据，2018 年初至 12 月 12 日刨花板等人造板价格较 2017 年均价上涨约 1.4%，后续公司凭借产品结构优化，仍有望实现均价提升，我们预计 2018 年-2020 年公司人造板均价分别提升 1.5%/1.0%/1.0%，对应人造板业务收入增速分别为 17.7%、21.2%、16.2%。此外，随着技改完成生产效率提升以及收购奕宏化工后原材料自给率提升，人造板业务毛利率有望继续提升，我们预计公司 2018-2020 年毛利率分别为 22.5%、23.5%、23.7%。
- 营林造林业务：**经过十多年的营林造林，公司在广西南宁、百色、环江等地营造速生丰产林 20 余万亩。受可伐林地面积、蓄积量变化、各块造林质量影响等因素，营林造林业务收入和毛利率水平波动较大。因此，我们参照 2018 年上半年林木业务收入-44%增速、53%毛利率，预计 2018 年营林业务收入同比下滑 35%，毛利率为 50%。考虑到速生林轮伐期一般为 3-5 年，我们预计未来两年公司营林造林业务收入将逐步恢复，预计 2019-2020 年公司营林造林业务收入增速分别为 5%、10%，考虑到该业务毛利率受林木质量等多种因素影响存较大波动，我们参照该业务 2013-2017 年 46%的毛利率均值，预计该业务 2019-2020 年毛利率分别为 46%/46%。
- 其他主营业务及其他业务：**2016 年 11 月 30 日公司收购奕宏化工 51%股权且开始并表，使得公司 2017 年其他主营业务收入同比增长 328%。奕宏化工被收购成成为公司原材料胶水的主要供应商之一，营收增长相对稳定，参照 2018 年上半年其他主营业务 13%收入增速及 14%毛利率水平，考虑到公司人造板业务放量对原材料需求相应增长，我们预计 2018-2020 年公司其他主营业务收入同比分别增长 15%/20%/15%，毛利率分别为 14%/14%/14%。

根据模型测算，丰林集团 2018~2020 年收入同比增速分别为 15.5%、21.2%、16.1%，综合毛利率分别为 23.5%、24.0%、24.1%。费用率方面，公司费用管控能力较强，随着规模效应逐步发挥，销售费用率有望降低，预计 2018~2020 年销售费用率分别为 7.5%/7.2%/7.2%；2017 年管理费用率提升主要系股权激励费用及中介费用增加，后续随着股权激励费用逐期减少，我们预计管理费用率将有所下降，预计管理费用率分别为 6.0%/5.5%/5.2%。根据模型，我们预计公司 2018~2020 年归母净利润分别为 1.28、1.68、1.90 亿元（2018-2019 年预测前值为 1.9、2.2 亿元），对应 EPS 分别为 0.11、0.15、0.17 元。

图表5: 丰林集团 2018-2020 年分业务收入预测

单位: 百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
人造板	1,090.51	1,175.82	1,136.29	1,337.87	1,621.50	1,883.37
YoY	-0.98%	7.82%	-3.36%	17.74%	21.20%	16.15%
销量(万立方米)	75.00	81.30	75.30	87.35	104.82	120.54
YoY		8.40%	-7.38%	16.00%	20.00%	15.00%
均价(元/立方米)	1,454.01	1,446.27	1,509.02	1,531.65	1,546.97	1,562.44
YoY	-0.98%	-0.53%	4.34%	1.50%	1.00%	1.00%
林木业务	54.89	45.05	67.93	44.15	46.36	51.00
YoY	-33.24%	-17.93%	50.79%	-35.00%	5.00%	10.00%
占比	4.75%	3.61%	5.22%	2.94%	2.54%	2.41%
其他主营业务	75.69	35.63	157.36	180.96	217.16	249.73
YoY	-0.96%	-52.93%	341.65%	15.00%	20.00%	15.00%
其他业务	9.28	13.73	7.88	8.27	8.69	9.12
YoY	-4.13%	47.95%	-42.61%	5.00%	5.00%	5.00%
内部抵销	-74.13	-21.14	-67.77	-68.45	-71.87	-79.06
YoY	5.72%	-71.48%	220.58%	1.00%	5.00%	10.00%
营业收入	1,156.23	1,249.09	1,301.69	1,502.81	1,821.83	2,114.16
YoY	-3.60%	8.03%	4.21%	15.45%	21.23%	16.05%
毛利率(%)						
综合毛利率	17.62%	21.19%	22.02%	23.53%	24.01%	24.12%
人造板	15.77%	20.28%	21.53%	22.50%	23.50%	23.70%
林木业务	44.67%	41.09%	38.27%	50.00%	46.00%	46.00%
其他主营业务	3.67%	4.10%	7.00%	14.00%	14.00%	14.00%
其他业务	55.06%	43.19%	63.07%	63.07%	63.07%	63.07%
内部抵销	0.77%	-1.51%	0.07%	0.30%	0.30%	0.30%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 丰林集团盈利预测核心假设对比表

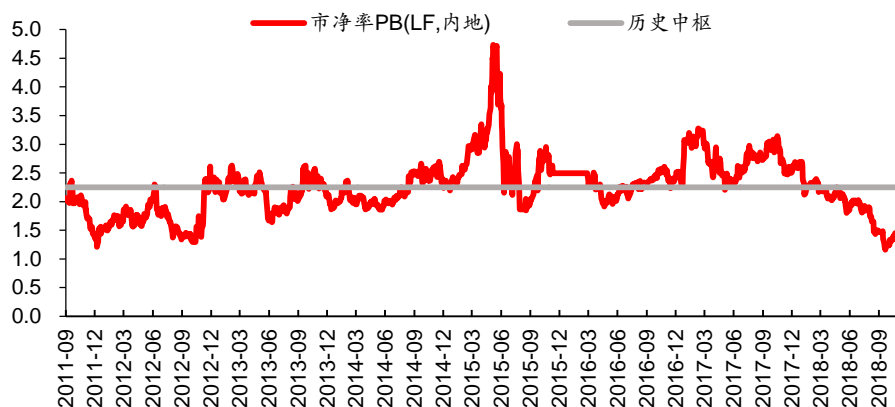
	调整前		调整后	
	2018E	2019E	2018E	2019E
人造板销量(万立方米)	73	93	87	105
人造板均价(元/立方米)	1684	1641	1532	1547
人造板毛利率(%)	21%	22%	23%	24%
林木业务收入增速(%)	45%	10%	-35%	5%
林木业务毛利率(%)	51%	51%	50%	46%
销售费用率	8.4%	8.4%	7.2%	7.2%
管理费用率	5.4%	5.4%	6.0%	5.5%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

估值分析

截至2018年12月14日，公司上市至今7年PB(LF)估值中枢为2.3x，当前股价对应市盈率为1.4x，低于历史估值平均水平。参考公司历史估值水平，考虑到当前地产景气度下行，公司主要下游定制家居行业需求存在较大不确定性，给予公司2019年1.7-1.9倍PB估值，对应合理价格区间3.21~3.59元，维持“增持”评级。

图表7：丰林集团PB(LF)走势及中枢



资料来源：Wind，华泰证券研究所

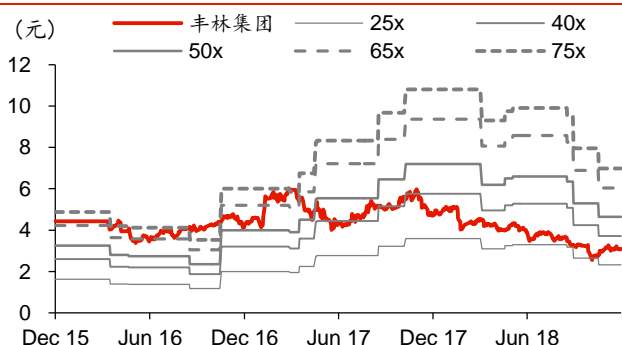
图表8：可比公司估值对比（2018年12月14日，参考Wind一致性预测）

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	当前市值 (亿元)	净利润(亿元)			PB(X)		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000910.SZ	大亚圣象	11.33	62.77	7.98	9.23	10.70	1.47	1.23	1.03
002043.SZ	兔宝宝	5.36	44.50	3.79	4.59	5.75	2.03	1.80	1.58
600076.SH	康欣新材	4.61	47.68	5.73	6.74	7.45	1.18	1.05	0.92
平均值							2	1.4	1

资料来源：Wind，华泰证券研究所

PE/PB - Bands

图表9：丰林集团历史PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：丰林集团历史PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,397	1,232	1,149	907.70	700.45
现金	647.60	531.87	359.28	(34.28)	(382.80)
应收账款	320.72	280.63	322.07	390.44	453.09
其他应收账款	3.97	3.44	3.97	4.81	5.58
预付账款	9.53	34.98	39.60	47.70	55.28
存货	408.89	324.31	367.14	442.29	512.56
其他流动资产	6.63	56.74	56.74	56.74	56.74
非流动资产	810.54	1,083	1,684	2,153	2,611
长期投资	30.05	30.05	30.05	30.05	30.05
固定投资	533.12	505.47	693.47	731.22	765.60
无形资产	200.49	196.63	426.17	648.14	862.78
其他非流动资产	46.88	351.14	533.95	743.43	952.61
资产总计	2,208	2,315	2,832	3,061	3,311
流动负债	214.63	214.60	543.36	593.00	629.77
短期借款	0.00	0.00	300.00	300.00	300.00
应付账款	135.45	114.08	129.14	155.58	180.29
其他流动负债	79.18	100.53	114.21	137.43	149.48
非流动负债	198.11	198.89	258.89	269.29	292.76
长期借款	186.52	186.52	246.52	256.92	280.38
其他非流动负债	11.60	12.37	12.37	12.37	12.37
负债合计	412.74	413.49	802.24	862.29	922.53
少数股东权益	22.34	22.65	22.98	23.42	23.91
股本	468.91	958.18	1,149	1,149	1,149
资本公积	715.19	260.00	260.00	260.00	260.00
留存公积	588.40	660.79	597.60	765.22	955.45
归属母公司股东权益	1,772	1,879	2,007	2,175	2,365
负债和股东权益	2,208	2,315	2,832	3,060	3,311

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	239.25	316.39	406.89	159.60	216.67
净利润	88.70	120.22	128.10	167.62	190.22
折旧摊销	76.62	55.31	334.45	75.60	86.61
财务费用	(6.54)	(3.30)	4.72	18.67	34.21
投资损失	(6.34)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营运资金变动	48.23	77.44	(60.71)	(102.72)	(94.87)
其他经营现金	38.58	66.73	0.33	0.43	0.49
投资活动现金	72.38	(377.02)	(934.80)	(544.80)	(544.80)
资本支出	47.62	308.23	934.81	544.81	544.81
长期投资	(120.01)	68.79	(0.00)	(0.00)	(0.00)
其他投资现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(114.85)	(47.38)	355.32	(8.36)	(20.38)
短期借款	0.00	0.00	300.00	0.00	0.00
长期借款	(28.80)	0.00	60.00	10.40	23.47
普通股增加	0.00	489.27	191.30	0.00	0.00
资本公积增加	(5.85)	(455.19)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(80.20)	(81.46)	(195.97)	(18.76)	(43.85)
现金净增加额	196.78	(108.00)	(172.59)	(393.56)	(348.51)

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,249	1,302	1,503	1,822	2,114
营业成本	984.38	1,015	1,149	1,384	1,604
营业税金及附加	11.71	13.90	16.05	19.46	22.58
营业费用	107.18	104.00	117.22	138.46	160.68
管理费用	77.83	98.24	95.23	99.60	107.72
财务费用	(6.54)	(3.30)	4.72	18.67	34.21
资产减值损失	35.04	(2.29)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	3.31	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.34	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	42.52	120.50	120.43	161.29	184.65
营业外收入	52.61	4.62	10.00	10.00	10.00
营业外支出	4.45	0.84	(2.00)	(2.00)	(2.00)
利润总额	90.68	124.28	132.43	173.29	196.65
所得税	0.33	3.75	3.99	5.23	5.93
净利润	90.34	120.53	128.43	168.06	190.72
少数股东损益	1.64	0.31	0.33	0.43	0.49
归属母公司净利润	88.70	120.22	128.10	167.62	190.22
EBITDA	144.61	125.76	459.60	255.55	305.47
EPS (元, 基本)	0.08	0.10	0.11	0.15	0.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	8.03	4.21	15.45	21.23	16.05
营业利润	3.40	9.26	8.01	8.85	8.73
归属母公司净利润	64.42	35.53	6.56	30.85	13.48
获利能力 (%)					
毛利率	21.19	22.02	23.53	24.01	24.12
净利率	7.10	9.24	8.52	9.20	9.00
ROE	5.00	6.40	6.38	7.71	8.04
ROIC	4.32	5.71	4.58	5.57	6.02
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.69	17.86	28.32	28.17	27.86
净负债比率 (%)	(24.38)	(18.38)	9.33	27.18	40.32
流动比率	6.51	5.74	2.11	1.53	1.11
速动比率	4.61	4.23	1.44	0.78	0.30
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.56	0.53	0.60	0.64
应收账款周转率	1.83	13.99	13.99	13.99	13.99
应付账款周转率	8.19	8.14	9.45	9.72	9.55
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.10	0.11	0.15	0.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.28	0.35	0.14	0.19
每股净资产(最新摊薄)	1.54	1.63	1.75	1.89	2.06
估值比率					
PE (倍)	39.52	29.16	27.37	20.92	18.43
PB (倍)	1.98	1.87	1.75	1.61	1.48
EV_EBITDA (倍)	24.24	27.88	7.63	13.72	11.48

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com