

# 五粮液 (000858)

证券研究报告

2019年09月02日

## 半年报点评：管理改革不断释放增长动能

五粮液公布 2019 年公司中报，营业收入 271.51 亿元，同比增长 26.75%；净利润 98.07 亿元，同比增长 31.39%，企业盈利能力持续提升

2019 年中报显示，企业盈利能力持续提升。2019 年上半年公司实现营业收入 271.51 亿元，同比增长 26.75%；净利润 98.07 亿元，同比增长 31.39%；归属上市公司股东的净利润 93.36 亿元，同比增长 31.30%。酒类产品毛利率达到 78.16%，创近三年新高主要得益于五粮液核心产品量价增长，整体产品结构进一步优化。

财务分析显示公司费用率进一步下行，营销管理费用支出效率提升；利润分析，归母净利润

达到 93.36 亿元，保持高增速。毛利率和净利率稳中有升，分别为 78.16% 和 36.12%，为三年新高

当期公司销售费用为 26.5 亿元，同比增长 22.90%。销售费用率稳步下降，当期 9.76%；管理费用率为 4.8%，近年来管理费用率稳步下降。当期研发投入为 0.38 亿元，同比减少 4.23%。

最新更新：管理改革不断出招，与阿里巴巴合作带来渠道新动能

8 月 26 日，五粮液集团与阿里巴巴集团战略合作签约仪式在宜宾举行，双方宣布将在新零售、互联网技术与行业融合、供应链金融服务、企业信息技术服务等领域进行广泛深度合作。

五粮液的核心逻辑在于：

公司在千元这个未来高端酒放量空间最大的价格带有优势，公司自身的产品力品牌力持续提高后驱动性价比提高，由此激发真实需求，推动产品复购率提升，通过和 IBM，阿里及 5G 大数据等支撑的信息化实现对销售的精准把握。在以上两者结合下普五有望在 3-4 年继续放量，实现五粮液全国化的提升的加速过程。名酒全国化是食品饮料行业相对容易实现的全国化也是成本最低的，以上是收入端的空间。

另外从效率看，改革成效显著，改革红利不断释放，随着技术的提升和内部制度的完善及执行的优化公司的利润率有望持续提高，整体来说投入产出比非常高。另外，海外业务、系列酒及并购带来增量收入机会。另外对经销商而言普五的品牌力恢复大幅提升倒流能力，这些都要给估值溢价。另外我们预计第八代五粮液将要在三四季度投放加大 将品牌和产品的提升转化为量的提升，使白酒的千元价格带有更高的性价比。

盈利预测与估值

我们上调 21 年盈利预测为 19-21 年收入 500、600、700 亿元，同增 25%、20%、16.6%；19-21 年净利润分别为 175、232、300 亿元，19-21 年 eps 分别为 4.51、5.98、7.73 元/股，给予公司 2020 年估值 30 倍，16 个月目标价提高到 179.4 元。

风险提示：宏观经济不确定风险 行业竞争加剧风险 终端需求下降风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,186.78	40,030.19	50,037.74	60,045.28	70,000.79
增长率(%)	22.99	32.61	25.00	20.00	16.58
EBITDA(百万元)	10,466.48	18,105.98	24,499.95	32,243.07	41,611.09
净利润(百万元)	9,673.72	13,384.25	17,500.61	23,200.43	30,068.71
增长率(%)	42.58	38.36	30.76	32.57	29.60
EPS(元/股)	2.49	3.45	4.51	5.98	7.75
市盈率(P/E)	56.78	41.04	31.38	23.67	18.27
市净率(P/B)	10.30	8.65	7.64	6.62	5.64
市销率(P/S)	18.19	13.72	10.98	9.15	7.85
EV/EBITDA	25.14	8.24	20.46	15.12	11.48

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	141.5 元
目标价格	179.4 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股股本(百万股)	3,795.77
A 股总市值(百万元)	549,247.53
流通 A 股市值(百万元)	537,101.58
每股净资产(元)	17.06
资产负债率(%)	23.16
一年内最高/最低(元)	143.10/46.06

### 作者

刘鹏 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516070001  
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519070003  
hechangtian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《五粮液-公司点评:管理改革不断出招，与阿里巴巴合作带来渠道新动能》 2019-08-29
- 《五粮液-半年报点评:业绩预告略超预期，看好五粮液未来改革成效》 2019-08-11
- 《五粮液-公司点评:改革成效显著，性价比提升助推业绩释放》 2019-07-03

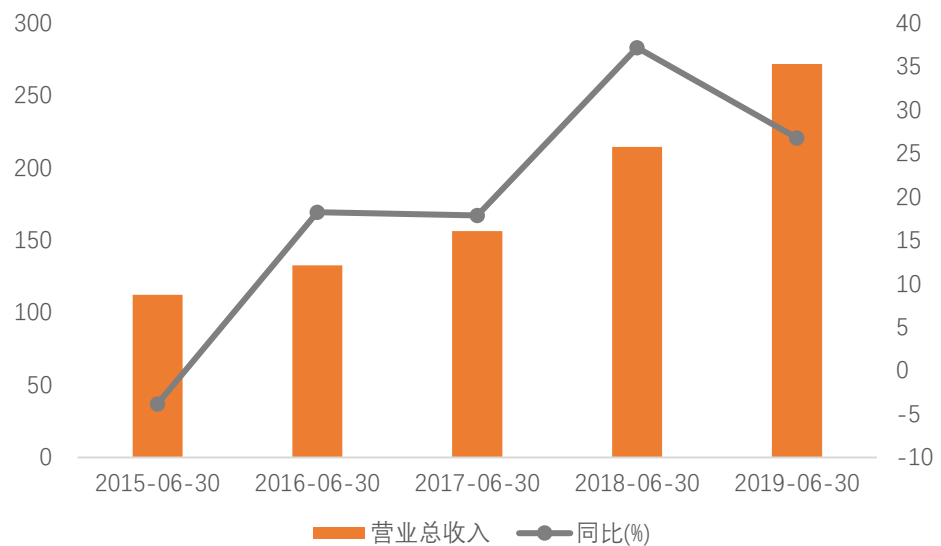
## 1. 五粮液公布 2019 年公司中报，营业收入 271.51 亿元，同比增长 26.75%；净利润 98.07 亿元，同比增长 31.39%，企业盈利能力持续提升

2019 年中报显示，企业盈利能力持续提升。2019 年上半年公司实现营业收入 271.51 亿元，同比增长 26.75%；净利润 98.07 亿元，同比增长 31.39%；归属上市公司股东的净利润 93.36 亿元，同比增长 31.30%；酒类产品毛利率达到 78.16%，创近三年新高；销售净利率达到 36.12%，同比提升 1.77 个百分点；主要得益于五粮液核心产品量价增长，整体产品结构进一步优化。

公司 Q2 营业总收入为 95.61 亿元，同比增长 27.08%；归母净利润为 28.61 亿元，同比增长 33.72%。

本期经营活动产生的现金流量净额为 83.7 亿元，同比增长 1,302.14%，主要系本报告期银行承兑汇票到期收现增加及贷款中收取的现金比例提高所致。

图 1：营业收入

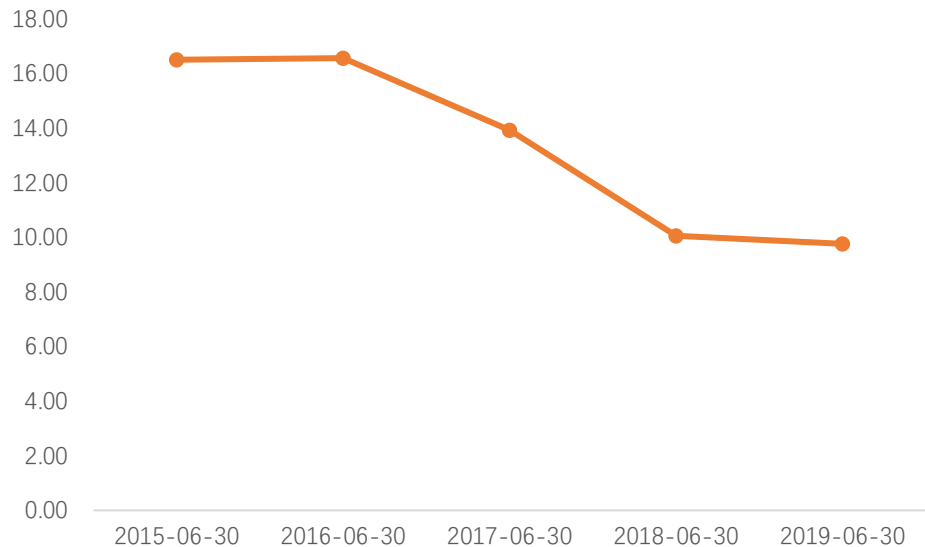


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 财务分析显示公司费用率进一步下行，营销管理费用支出效率提升

当期公司销售费用为 26.5 亿元，同比增长 22.90%。销售费用率稳步下降，当期 9.76%。销售费用率的下降叠加公司业绩的攀升，说明公司销售费用支出的效率提升。报告期内，公司营销数字化平台正式上线运作，第八代经典五粮液控盘分利模式正常运行，初步建立了五粮液品牌与产品数据库，为精准识别消费者群体、渠道维护、经营决策提供大数据支撑。随着消费者对产品的喜爱不断提升，核心产品市场价格稳步增长。科学高效的智慧营销模式，极大增强了市场信心，经销商也实现了较好的盈利，补货积极。消费市场数据反映，不管是商务还是个人消费都有所提升。

图 2：销售费用率 (%)

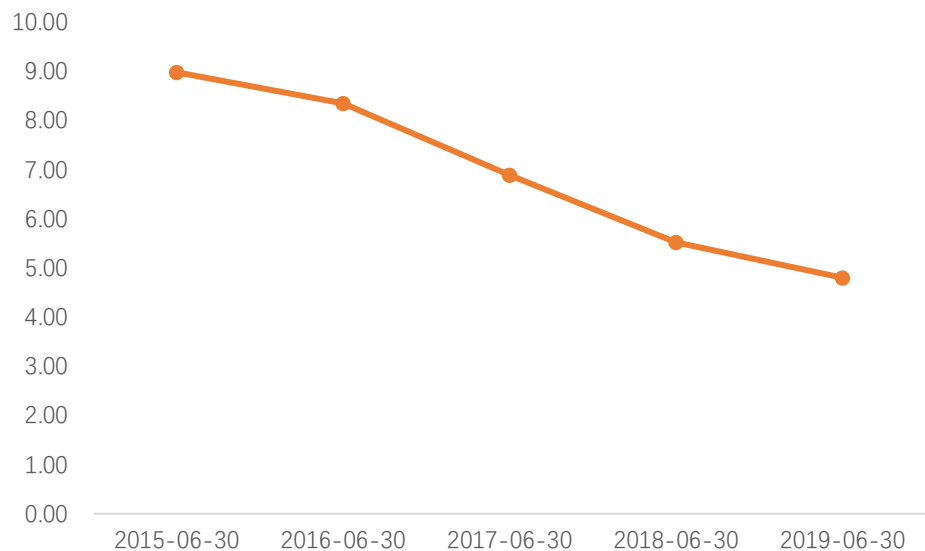


资料来源: wind, 天风证券研究所

当期公司管理费用为 12.67 亿元, 同比增加 10.90%。管理费用率为 4.8%, 近年来管理费用率稳步下降。当期研发投入为 0.38 亿元, 同比减少 4.23%。

公司主要产品“五粮液”酒是我国浓香型白酒的典型代表, 同时, 公司根据不同层次消费者需求, 开发了品类齐全、层次清晰的高低价位系列酒产品。公司制定了“1+3”(即以经典五粮液为核心, 打造高端化、国际化、时尚化三个维度的五粮液)和“4+4”(即五粮春、五粮醇、五粮特头曲、绵柔尖庄、五粮人家、百家宴、火爆、友酒)产品体系, 并得到进一步确立和完善。

图 3: 管理费用率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

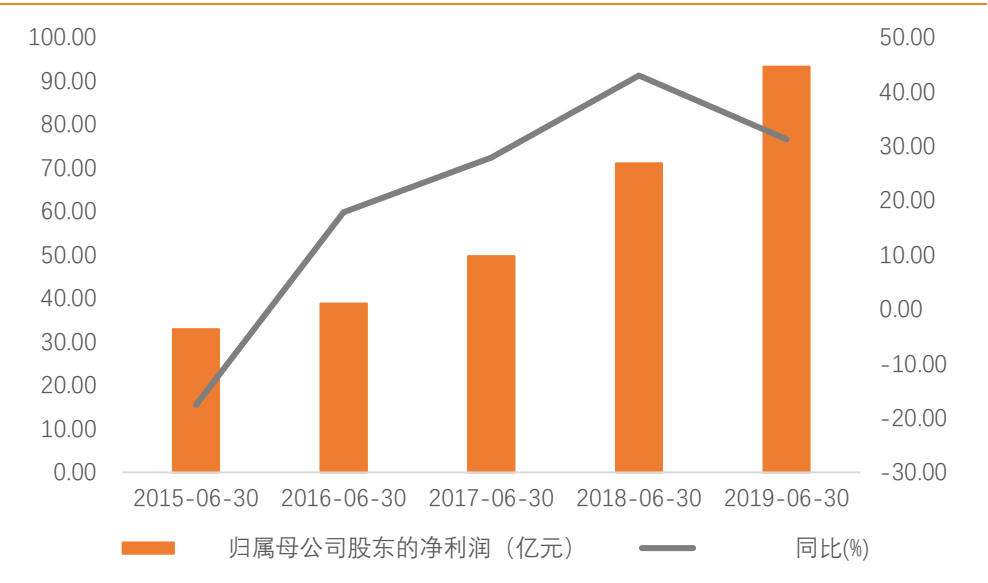
### 3. 公司利润分析, 归母净利润达到 93.36 亿元, 保持高增速。毛利率和净利率分别为 73.81%和 36.12%, 为三年新高

公司归属上市公司股东的净利润 93.36 亿元, 同比增长 31.30%; 毛利率达到 73.81%。净利率达到 36.12%, 为三年新高。

公司拥有数量最多、持续时间长、历史悠久的古窖池群, 尤其是独有的从 1368 年开始已连续发酵 651 年的明代古窖; 拥有独有的五种粮食配方; 拥有独有的被列入“国家级非物质文化遗产”五粮液酒传统酿造技艺; 拥有独有的中庸和谐品质; 拥有独有的自然生态环

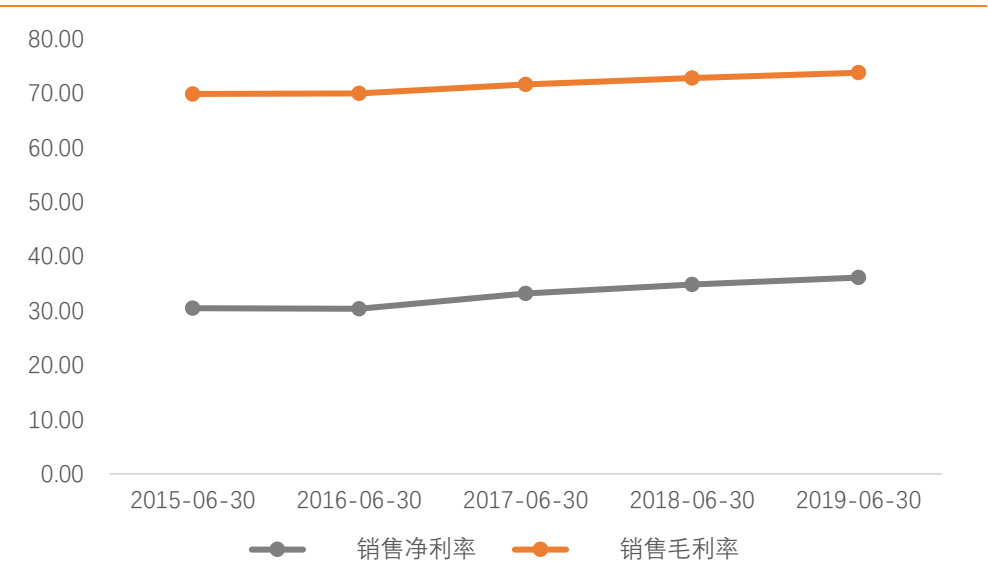
境；拥有独有的“十里酒城”规模（4万吨级特大型单体酿酒车间、年产白酒20万吨的生产能力和40万吨原酒储存能力）六大优势及严格的质量管理体系、雄厚的梯级人才资源等核心竞争力。报告期内公司核心竞争力进一步夯实提升。

图4：归母净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

图5：公司净利率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4. 最新更新：管理改革不断出招，与阿里巴巴合作带来渠道新动能

8月26日，五粮液集团与阿里巴巴集团战略合作签约仪式在宜宾举行，双方宣布将在新零售、互联网技术与行业融合、供应链金融服务、企业信息技术服务等领域进行广泛深度合作。阿里云将支持五粮液构建数字化的零售门店和生产检测，天猫和零售通将为五粮液拓展更加高效的销售渠道和营销阵地。

公司在千元这个未来高端酒放量最大的价格带有优势，性价比提高激发真实需求，推动产品复购率提升。消费品的核心是铺货和复购率，五粮液通过数字化营销构建稳定透明的渠道结构，帮助更好铺货，同时五粮液不断提高产品品质，品牌价值持续回归，使得产品性

价比不断提升，替代部分茅台酒的直接饮用需求，五粮液酒的真实需求增加，有望推动产品复购率提升，未来消费量有望持续扩大。

**改革成效显著，改革红利不断释放。**五粮液目前全面推动数字化工程、清理系列酒和普五副牌产品，并且从内部文化、战略定位、执行行动和自我评价等方面积极改革。预计改革将持续改善公司利润率、营销情况，帮助五粮液抓住产业整合、消费升级机会，不断释放公司内部优势，目前改革红利正在不断释放。

**低估值、高 ROE 拓宽前景，海外业务、系列酒及并购带来增量机会。**随着 MSCI 扩容，外资、保险等海外长期资金不断涌入。具有一定消费壁垒和消费者黏性的高 ROE 公司将成为这些资金的配置标的之一。近年来，外资对于国企改革的理解逐步提升，而五粮液作为国企改革的坚决执行者，前景可期。同时五粮液积极布局海外业务，实施普五和系列酒结合走出去的战略，预计未来三年一带一路沿线两个烈性酒市场将逐步进入业绩收获期，推动五粮液海外业务占比提升。

公司在千元这个未来高端酒放量最大的价格带有优势，公司自身的性价比提高激发真实需求，推动产品复购率提升，通过和 IBM，阿里及 5G 大数据等支撑的信息化实现对销售的精准把握。在以上两者结合下普五有望在 3-4 年继续放量。这是收入端的空间。另外从效率看，改革成效显著，改革红利不断释放，随着技术的提升和内部制度的完善及执行的优化公司的利润率有望持续提高。另外，海外业务、系列酒及并购带来增量收入机会。

## 5. 盈利预测与估值

公司在千元这个未来高端酒放量最大的价格带有优势，公司自身的性价比提高激发真实需求，推动产品复购率提升，通过和 IBM，阿里及 5G 大数据等支撑的信息化实现对销售的精准把握。在以上两者结合下普五有望在 3-4 年继续放量。这是收入端的空间。另外从效率看，改革成效显著，改革红利不断释放，随着技术的提升和内部制度的完善及执行的优化公司的利润率有望持续提高。另外，海外业务、系列酒及并购带来增量收入机会。另外对经销商而言普五的品牌力恢复大幅提升倒流能力，这些都要给估值溢价。另外我们预计第八代五粮液将要在三四季度投放加大 将品牌和产品的提升转化为量的提升，使白酒的千元价格带有更高的性价比。

考虑到公司的空间和可实现性，上调公司收入和估值。原预测为 19-21 年收入分别为 500、600、691 亿元，同增 25%、20%、15%；19-21 年净利润分别为 175、232、290 亿元，19-21 年 eps 分别为 4.51、5.98、7.47 元/股。前期估值为 28 倍，目标价原值为 166 元。

采用可比公司估值，选取贵州茅台和泸州老窖作为可比公司，目前 PE (TTM) 均大于 30 倍，基于审慎性考虑，将五粮液 2020 年估值预测有 28 倍调高至 30 倍。

表 1: 可比公司估值

公司名称	市值 (万元)	PE (TTM)
贵州茅台	143,457,788.76	36.42
泸州老窖	14,190,521.99	33.25
五粮液	54,924,753.27	36.89

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们上调 21 年盈利预测 19-21 年收入 500、600、700 亿元，同增 25%、20%、16.6%；19-21 年净利润分别为 175、232、300 亿元，19-21 年 eps 分别为 4.51、5.98、7.73 元/股，结合上文分析收入端空间、内部效率的持续提升并购增量以及经销商的助力，给予公司 2020 年估值 30 倍，16 个月目标价提高到 179.4 元。

## 6. 风险提示

**宏观经济不确定风险。**目前宏观经济内外部环境错综复杂，白酒行业的未来发展存在一定的不确定性。公司需要持续加强宏观经济形势研判，及时调整公司经营策略，提升公司综

合竞争力，主动适应经济形势变化，为公司持续健康发展夯实基础。

**行业竞争加剧风险。**随着白酒行业的集中度不断提升，行业竞争加剧。公司需要持续补短板、拉长板，升级新动能，持续提升生产效能、持续强化品牌营销、持续优化产品结构体系、持续深化营销体系改革、持续精耕渠道建设，不断提升核心竞争力。

**终端需求下降风险。**内外部宏观环境的不确定有可能影响消费者的消费习惯，五粮液作为中国高端白酒的代表，可能会因为消费者消费习惯的改变而产生终端需求下降的风险。这将直接导致公司业绩收入受到影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	40,591.80	48,960.05	49,601.49	64,334.60	75,120.76
应收票据及应收账款	11,297.77	16,261.97	19,360.22	22,582.18	26,392.55
预付账款	198.06	220.92	610.69	238.67	571.43
存货	10,557.80	11,795.46	20,573.62	16,641.88	19,339.49
其他	634.27	871.77	1,157.58	1,240.67	1,515.49
<b>流动资产合计</b>	<b>63,279.70</b>	<b>78,110.17</b>	<b>91,303.60</b>	<b>105,037.99</b>	<b>122,939.73</b>
长期股权投资	862.85	919.48	919.48	919.48	919.48
固定资产	5,292.87	5,262.16	5,154.08	5,005.53	4,819.70
在建工程	273.41	351.99	247.20	196.32	147.79
无形资产	399.36	412.65	397.24	381.82	366.41
其他	814.42	1,037.81	797.09	783.92	817.66
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,642.93</b>	<b>7,984.10</b>	<b>7,515.08</b>	<b>7,287.06</b>	<b>7,071.04</b>
<b>资产总计</b>	<b>70,922.63</b>	<b>86,094.27</b>	<b>98,818.68</b>	<b>112,325.06</b>	<b>130,010.77</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,767.58	3,566.29	5,564.79	5,910.11	5,084.80
其他	12,200.45	17,141.52	18,719.01	19,916.81	22,987.45
<b>流动负债合计</b>	<b>15,968.03</b>	<b>20,707.82</b>	<b>24,283.80</b>	<b>25,826.91</b>	<b>28,072.25</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	280.27	267.01	275.98	274.42	272.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>280.27</b>	<b>267.01</b>	<b>275.98</b>	<b>274.42</b>	<b>272.47</b>
<b>负债合计</b>	<b>16,248.30</b>	<b>20,974.83</b>	<b>24,559.78</b>	<b>26,101.34</b>	<b>28,344.72</b>
少数股东权益	1,340.24	1,632.17	2,399.83	3,266.24	4,324.56
股本	3,795.97	3,881.61	3,881.61	3,881.61	3,881.61
资本公积	953.26	2,682.65	2,682.65	2,682.65	2,682.65
留存收益	49,538.11	59,605.66	67,977.45	79,075.87	93,459.88
其他	(953.26)	(2,682.65)	(2,682.65)	(2,682.65)	(2,682.65)
<b>股东权益合计</b>	<b>54,674.33</b>	<b>65,119.44</b>	<b>74,258.90</b>	<b>86,223.72</b>	<b>101,666.05</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>70,922.63</b>	<b>86,094.27</b>	<b>98,818.68</b>	<b>112,325.06</b>	<b>130,010.77</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	10,085.97	14,038.65	17,500.61	23,200.43	30,068.71
折旧摊销	550.41	563.10	288.30	294.84	299.77
财务费用	0.17	(0.16)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(68.21)	(100.86)	(67.50)	(78.86)	(82.41)
营运资金变动	1,041.26	397.83	(8,726.32)	2,553.45	(4,905.94)
其它	(1,843.42)	(2,581.19)	767.67	866.41	1,058.32
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,766.18</b>	<b>12,317.36</b>	<b>9,762.76</b>	<b>26,836.26</b>	<b>26,438.45</b>
资本支出	394.89	631.06	51.03	81.56	51.95
长期投资	68.21	56.62	0.00	0.00	0.00
其他	(663.98)	(1,019.24)	(43.53)	(82.70)	(19.54)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(200.88)</b>	<b>(331.56)</b>	<b>7.50</b>	<b>(1.14)</b>	<b>32.41</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	890.51	2,900.04	0.00	0.00	0.00
其他	(4,529.75)	(6,517.97)	(9,128.82)	(12,102.01)	(15,684.70)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,639.24)</b>	<b>(3,617.92)</b>	<b>(9,128.82)</b>	<b>(12,102.01)</b>	<b>(15,684.70)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>5,926.05</b>	<b>8,367.88</b>	<b>641.44</b>	<b>14,733.11</b>	<b>10,786.16</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>30,186.78</b>	<b>40,030.19</b>	<b>50,037.74</b>	<b>60,045.28</b>	<b>70,000.79</b>
营业成本	8,450.09	10,486.78	14,009.01	16,449.76	16,100.18
营业税金及附加	3,494.70	5,908.50	5,711.98	7,556.17	9,044.00
营业费用	3,625.40	3,778.43	3,283.92	2,209.91	1,866.77
管理费用	4,701.80	2,340.50	2,774.00	1,825.26	1,604.18
研发费用	18.74	84.08	105.10	126.12	147.04
财务费用	(890.51)	(1,085.01)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	5.63	10.88	9.57	8.69	9.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	68.21	100.86	67.50	78.86	82.41
其他	(2,661.81)	(313.23)	(135.00)	(157.72)	(164.82)
<b>营业利润</b>	<b>13,374.54</b>	<b>18,718.39</b>	<b>24,211.65</b>	<b>31,948.23</b>	<b>41,311.32</b>
营业外收入	45.13	43.80	69.28	52.74	55.27
营业外支出	27.98	155.37	67.36	83.57	102.10
<b>利润总额</b>	<b>13,391.69</b>	<b>18,606.82</b>	<b>24,213.58</b>	<b>31,917.40</b>	<b>41,264.50</b>
所得税	3,305.72	4,568.17	5,945.30	7,850.56	10,137.47
<b>净利润</b>	<b>10,085.97</b>	<b>14,038.65</b>	<b>18,268.28</b>	<b>24,066.83</b>	<b>31,127.03</b>
少数股东损益	412.25	654.40	767.67	866.41	1,058.32
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9,673.72</b>	<b>13,384.25</b>	<b>17,500.61</b>	<b>23,200.43</b>	<b>30,068.71</b>
每股收益(元)	2.49	3.45	4.51	5.98	7.75

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.99%	32.61%	25.00%	20.00%	16.58%
营业利润	44.79%	39.96%	29.35%	31.95%	29.31%
归属于母公司净利润	42.58%	38.36%	30.76%	32.57%	29.60%
<b>获利能力</b>					
毛利率	72.01%	73.80%	72.00%	72.60%	77.00%
净利率	32.05%	33.44%	34.97%	38.64%	42.95%
ROE	18.14%	21.08%	24.35%	27.97%	30.89%
ROIC	73.49%	100.26%	120.79%	100.96%	147.64%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.91%	24.36%	24.85%	23.24%	21.80%
净负债率	-74.24%	-75.18%	-66.80%	-74.61%	-73.89%
流动比率	3.96	3.77	3.76	4.07	4.38
速动比率	3.30	3.20	2.91	3.42	3.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.88	2.90	2.81	2.86	2.86
存货周转率	3.05	3.58	3.09	3.23	3.89
总资产周转率	0.45	0.51	0.54	0.57	0.58
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.49	3.45	4.51	5.98	7.75
每股经营现金流	2.52	3.17	2.52	6.91	6.81
每股净资产	13.74	16.36	18.51	21.37	25.08
<b>估值比率</b>					
市盈率	56.78	41.04	31.38	23.67	18.27
市净率	10.30	8.65	7.64	6.62	5.64
EV/EBITDA	25.14	8.24	20.46	15.12	11.48
EV/EBIT	26.38	8.47	20.70	15.26	11.56

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com