

# 白云山 (600332)

证券研究报告

2017年01月05日

## 入股一心堂实现双赢发展，且自身业绩弹性与外延弹性兼备

### 事项:

公司拟以 19.28 元/股的价格，认购一心堂非公开发行的 4149.38 万股 A 股股份，认购金额为 8 亿元，限售期为 36 个月，占一心堂发行完成后股权比例为 6.92%。同时，公司对全资子公司王老吉大健康、全资子公司明兴制药分别增资 8 亿元、6 亿元。

### 战略入股一心堂，可把握医药零售业发展机遇，又可扩大自身产品销售

我们认为公司入股一心堂，完成后成为其第三大股东，合作层次非常高，利于双方互相导流，推动共同发展。一方面，白云山旗下广药医药有限公司是华南地区最大医药流通企业，在当地具备非常强的资源优势，而且自身优势医药工业品种丰富，独家中药品种近百个；而一心堂是国内最大的直营药店终端，药店近 4000 家。双方有望形成医药工业、商业，以及零售业三位一体的互助格局，既可帮助一心堂实现外地扩张的同时享受发展红利，又可助力自身医药工业产品通过其丰富渠道扩大销路。2015 年，一心堂归母净利润 3.46 亿元。根据持股比例测算，白云山相对应的投资收益约 0.24 亿元，占白云山 2015 年净利润的 1.84%，未来有望持续提升。

### 王老吉：相对加多宝优势强化同时，营销投入力度加大，夺取份额能力将大大提升

在近一年来饮料行业相对低迷的背景下，王老吉相对加多宝品牌、渠道优势日益强化。而且在营销上，王老吉加大投入，预计未来一年内王老吉将从加多宝手上抢夺更多的市场份额。我们判断未来三年内公司通过夺取加多宝份额以及收回绿盒包装，收入规模能够达到 110-120 亿元。而随着利润率从现在的 5% 左右提升至 10%-15%，三年内王老吉业绩有望达到 11-18 亿元，年复合增速超 30%。给予王老吉业务 25 倍估值，仅此部分市值就可达到 275-450 亿元，而公司当前市值也才 376 亿元，提升弹性巨大。

### 投资分析：安全边际高，王老吉业绩释放弹性大，且外延整合与国改预期强，目标价 33 元，38%空间

不考虑外延，预计 16-18 年 EPS0.91/1.13/1.36 元，对应 16-18 年 PE 分别为 26/21/18 倍。扣除公司账上 138 亿元现金，市值仅 238 亿元，对应 16-18 年 PE 分别为 16/13/11 倍。考虑到公司估值历史低位，现价仅超增发价 2%，安全边际高；诉求加强，利润释放速度有望加快，且外延与国企改革可期，给予公司 17 年 29 倍估值，目标价 33 元，38%空间。

### 风险提示：食品药品安全问题，医药政策不确定性。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	18,799.88	19,124.66	20,237.37	21,946.32	23,589.89
增长率(%)	6.77	1.73	5.82	8.44	7.49
EBITDA(百万元)	1,560.13	1,606.30	1,778.48	2,168.65	2,581.31
净利润(百万元)	1,192.47	1,300.35	1,480.70	1,843.87	2,205.81
增长率(%)	21.68	9.05	13.87	24.53	19.63
EPS(元/股)	0.73	0.80	0.91	1.13	1.36
市盈率(P/E)	32.71	29.99	26.34	21.15	17.68
市净率(P/B)	5.04	4.62	3.93	3.41	2.92
市销率(P/S)	2.07	2.04	1.93	1.78	1.65
EV/EBITDA	20.45	21.75	20.06	13.99	12.32

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	23.99 元
目标价格	33 元
上次目标价	33 元

### 基本数据

总股本(百万股)	1,625.79
流通股本(百万股)	1,071.18
总市值(百万元)	39,002.72
流通 A 股市值(百万元)	25,697.59
每股净资产(元)	10.69
每股净资产(元)	13.71
一年内最高/最低(元)	28.17/19.60

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《白云山-季报点评:大南药恢复增长,王老吉持续抢夺份额,且外延预期强》 2016-10-28
- 《白云山-半年报点评:王老吉毛利率大幅提升,净利率有望两年内翻倍,看好公司内外兼修战略》 2016-08-20
- 《白云山-公司点评:定增即将落地,凉茶王者归来,利润率提升空间大,且存外延预期,目标价 34.5 元》 2016-07-27

## 1. 入股一心堂，既可把握医药零售业发展之机遇，又可扩大医药产品销售

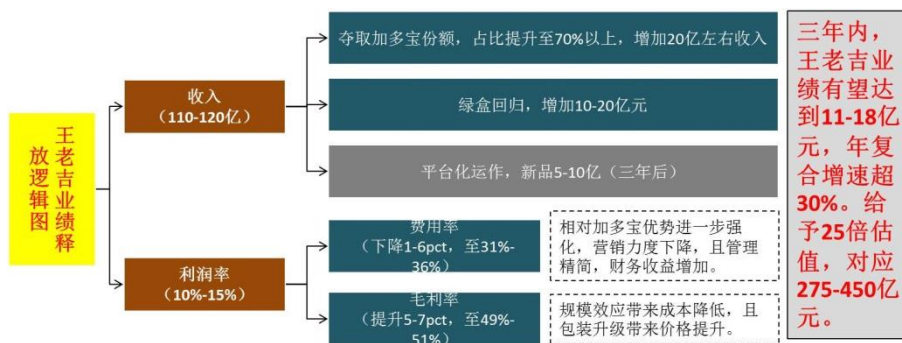
对于公司参与一心堂定增，我们认为可以帮助公司把握医药零售行业未来的发展机遇，同时又可以扩大自身医药工业产品的销路。具体包括：

- 一方面，公司入股一心堂，组建紧密战略合作关系，有望分享医药零售业巨大发展机遇。其中，白云山旗下具备华南地区最大的医疗流通企业广州医药有限公司，收入规模在 300 亿元左右，行业排名第五名，不仅对接医院终端，利于未来医药分家实质性推动以后，可实现医院处方药流量顺利向药店终端转移，而且相比一心堂在华南地区能够以更低的价格拿到各类医药工业产品；而且白云山医药工业品种繁多，中药独家生产品种 97 个，国家中药保护品种 17 个，可以提供众多优势品种。相比之下，一心堂作为国内最大的直营药店运营商，连锁门店近 4000 家，管理经验丰富。双方互相合作，形成医药工业、商业以及零售业三位一体的互助格局，帮助一心堂走出云南，开拓华南等地区巨大医药市场。而在这一过程中，白云山将能够享受一心堂成长巨大红利。2015 年，一心堂归母净利润 3.46 亿元，根据持股比例测算，白云山相对应的投资收益约 0.24 亿元，占白云山 2015 年净利润的 1.84%。
- 另一方面，白云山自身医药工业产品有望借助一心堂渠道，扩大销路。无论是一心堂现有的主基地云南地区，还是正在扩张中的西南其他地区，以及未来可能进一步发展的华南等其他地区，我们认为这些渠道扩张的同时，也非常有助于白云山自身医药工业产品销售。目前，我们预测白云山通过一心堂渠道所实现的销售收入只有几千万，未来有望实现数倍扩增。

## 2. 相对加多宝优势强化同时，王老吉营销投入力度加大，夺取份额能力将大大提升

在近一年来饮料行业相对低迷的背景下，王老吉相对加多宝品牌、渠道优势日益强化。而且在营销上，王老吉加大投入，预计未来一年内王老吉将从加多宝手上抢夺更多的市场份额。我们判断，未来三年内公司通过夺取加多宝份额以及收回绿盒包装，收入规模能够达到 110-120 亿元。而随着利润率从现在的 5% 左右提升至 10%-15%，三年内王老吉业绩有望达到 11-18 亿元，年复合增速超 30%。给予王老吉业务 25 倍估值，单纯这一项业务市值就可以达到 275-450 亿元，而公司当前整体市值也才 376 亿元，还有巨大提升弹性。

图 1：王老吉业绩释放逻辑分析图

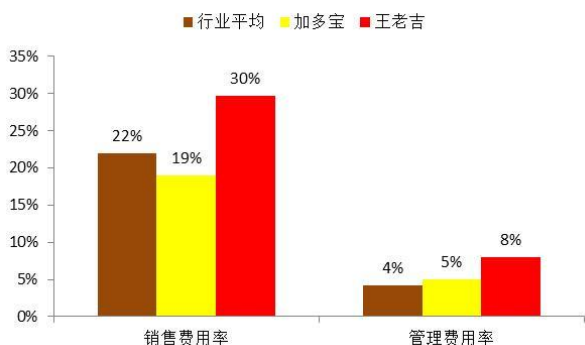


资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润率方面，我们从两个角度来进行对比分析。一方面，加多宝一家独大时 52% 的毛利率对应 22% 的净利润率，而当前王老吉毛利率已经十分接近这一水平，而净利润率仅在 5% 左右，还有很大提升空间。另一方面，参考蒙牛、伊利、统一、康师傅等大型龙头食品饮

料公司，行业平均销售费用率为 22%，平均管理费用率为 4%。相比之下，王老吉费用率存在极大下降空间，净利润率提升至 10%以上是大概率事件。

图 2：王老吉与其他食品饮料公司对比



资料来源：公司公告，天风证券研究所（行业平均选取的是伊利、统一、蒙牛、康师傅 2013-2015 年平均值）

图 3：王老吉与加多宝盈利能力对比分析

年份	王老吉假设分析			加多宝最高峰	
	2016	2017	2018		
毛利率	50%	51%	52%	52%	
费用	销售费用率			19%	
	管理费用率	42%	40%	38%	5%
	财务费用率				-1%
所得税率	25%	25%	25%	25%	
<b>净利润率</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>11%</b>	<b>22%</b>	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

王老吉与加多宝之间的竞争对比关系，我们认为可以从以下两方面来进行分析：

- 一方面，由于受雨水天气，消费升级变化等方面的影响，整个饮料行业增速降至非常低的水平。而且从各个上市公司数据来看，2016 年康师傅、统一、百润等企业的饮料业务均出现下滑。在此背景下，凉茶业务也受到一些冲击，龙头企业加多宝、王老吉面临一定压力，而这种弱市环境给双方拉开差距提供了一定的环境。
- 另一方面，今年王老吉已经全部收回了商标、广告语、红罐包装以及配方案等四大资产的唯一使用权。加多宝年初由红罐包装更换成金冠包装，而且营销投入下降，例如好声音（如今的新歌声）等综艺节目已不再赞助。受此影响，我们认为加多宝品牌力受到较大冲击。另一方面，王老吉在此变革的关键时期，加大营销宣传，产品曝光度，未来将能大举抢夺加多宝的市场份额。而随着份额的提升，王老吉净利润率也有望在现有基础上提升一倍以上。

例如，公司在 2017 年 1 月 1 日至 13 日于 CCTV9 播放王老吉文化宣传片，并赞助浙江卫视综艺节目《我们十七岁》，该节目于每周六晚 8:30 黄金时间播出，参演明星包括固定成员是郭富城、林志颖、孙杨、华少、范明、韩东君等知名演艺圈人员。可以参考的是，2015 年上半年 RIO 销售持续攀升高峰，有一部分原因就是赞助《奔跑的兄弟》给予其产品非常大的曝光度。

图 4：王老吉品牌文化宣传片在 CCTV9 播放宣传广告



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

图 5：王老吉赞助浙江卫视综艺节目《我们十七岁》片段



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

此外，公司还推出了无糖、少糖型王老吉，采用不同的，代表流行包装的瘦高罐包装，不仅可以拉开与加多宝之间的差距，还可以覆盖更多的消费人群。

图 6：白云山低糖、无糖王老吉产品示意图



资料来源：公司公众号，天风证券研究所

### 3. 投资分析：安全边际高，王老吉业绩释放弹性大，且外延整合与国改预期强，目标价 33 元，38%空间

我们认为公司当前位置处于一个非常安全的位置，而且王老吉利润释放提供巨大业绩弹性，外延整合与国企改革有望持续推进，带来估值与业绩提升。

一方面，公司 16 年整体估值仅 26 倍（剔除账上现金后估值只有 16 倍），而近三年平均估值为 25 倍，当前已经处于非常低的位置。此外，公司当前股价仅超定增价（23.56 元/股）2%，安全边际非常高。

另一方面，王老吉三年内业绩有望达到 11-18 亿元，提供巨大业绩弹性。同时，在今年的定增中，广州市政府（包括控股股东广药集团）73 亿元现金参与定增，代表着政府态度以及整合广州地区医药资源的决心，给予白云山提供强大的资源背书。此外，近期云南白药国改方案落地，大超市场预期。而白云山作为广州市唯一医药上市平台，重要性不亚于云南白药，后续也有望推动更深层次国企改革。

不考虑外延，预计 16-18 年 EPS0.91/1.13/1.36 元，对应 16-18 年 PE 分别为 26/21/18 倍。扣除公司账上 138 亿元现金，市值仅 238 亿元，对应 16-18 年 PE 分别为 16/13/11 倍。考虑到公司安全边际高，诉求加强，利润释放速度有望加快，且外延可期，给予公司 17 年 29 倍估值，目标价 33 元，38%空间

## 4. 附录：团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。曾向多家消费品产业基金提供专业性建议，并获得高度认可。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

刘健：天风证券食品饮料行业分析师。武汉大学医学本科，金融硕士。2014年5月进入国信证券研究所医药生物团队，一年后又进入食品饮料团队，并于2016年8月正式加入天风证券研究所。主要研究领域包括大健康（药食同源、保健食品等领域）、肉制品、白酒以及部分其他食品公司等。

周东景：天风证券食品饮料行业分析师，主要负责调味品，乳制品及其细分子行业的研究。本科毕业于西南财经大学，取得经济学学士学位。研究生毕业于美国Pepperdine University，取得金融学硕士学位。2015年12月进入国信证券经济研究所。

丁一：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责食品类研究。2014年11月进入东吴证券研究所，大消费组-食品饮料行业；2016年8月，正式加入天风证券研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

刘畅：现为天风食品饮料行业分析师。主要负责大食品和大白酒的研究。先后在东方基金，泰达宏利基金担任食品饮料分析师。毕业于英国杜伦大学金融学取得硕士学位。2016年9月，正式加入天风证券研究所。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,180.89	4,118.29	2,711.44	8,081.00	6,682.54	营业收入	18,799.88	19,124.66	20,237.37	21,946.32	23,589.89
应收账款	1,312.24	1,260.91	1,218.90	402.32	1,340.31	营业成本	12,173.92	12,200.50	12,569.77	13,480.70	14,280.68
预付账款	326.86	316.80	593.38	316.30	600.74	营业税金及附加	154.48	169.63	179.50	194.65	209.23
存货	2,578.59	2,543.87	2,125.74	3,211.02	2,163.83	营业费用	3,942.79	4,167.68	4,632.33	4,940.12	5,260.55
其他	1,490.47	1,564.85	1,327.19	1,977.60	1,563.29	管理费用	1,265.27	1,374.81	1,353.88	1,448.46	1,556.93
<b>流动资产合计</b>	<b>8,889.05</b>	<b>9,804.71</b>	<b>7,976.64</b>	<b>13,988.24</b>	<b>12,350.70</b>	财务费用	1.72	(21.94)	(38.70)	(96.18)	(131.56)
长期股权投资	1,950.77	2,111.21	2,111.21	2,111.21	2,111.21	资产减值损失	61.17	36.31	36.80	44.76	39.29
固定资产	1,824.15	1,933.90	2,076.74	2,144.04	2,153.02	公允价值变动收益	1.32	1.81	(1.65)	0.50	0.22
在建工程	441.81	555.91	369.54	269.73	191.84	投资净收益	160.98	210.85	195.00	201.50	202.45
无形资产	399.45	545.68	529.17	512.65	496.14	其他	(324.61)	(425.33)	(386.70)	(403.99)	(405.34)
其他	705.55	919.16	888.68	893.12	885.72	<b>营业利润</b>	<b>1,362.84</b>	<b>1,410.34</b>	<b>1,697.14</b>	<b>2,135.80</b>	<b>2,577.44</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,321.73</b>	<b>6,065.86</b>	<b>5,975.35</b>	<b>5,930.75</b>	<b>5,837.93</b>	营业外收入	182.07	331.20	213.04	242.10	262.11
<b>资产总计</b>	<b>14,210.78</b>	<b>15,870.58</b>	<b>13,951.99</b>	<b>19,919.00</b>	<b>18,188.63</b>	营业外支出	77.73	113.41	69.29	86.81	89.84
短期借款	560.53	629.68	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>1,467.18</b>	<b>1,628.12</b>	<b>1,840.89</b>	<b>2,291.09</b>	<b>2,749.72</b>
应付账款	3,620.50	4,391.73	1,912.07	5,618.82	2,553.82	所得税	256.53	282.84	322.16	400.94	481.20
其他	1,880.50	1,807.09	1,614.41	2,292.10	1,638.30	<b>净利润</b>	<b>1,210.64</b>	<b>1,345.29</b>	<b>1,518.73</b>	<b>1,890.15</b>	<b>2,268.52</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,061.53</b>	<b>6,828.50</b>	<b>3,526.49</b>	<b>7,910.92</b>	<b>4,192.11</b>	少数股东损益	18.17	44.94	38.03	46.28	62.71
长期借款	0.00	39.76	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,192.47</b>	<b>1,300.35</b>	<b>1,480.70</b>	<b>1,843.87</b>	<b>2,205.81</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.73	0.80	0.91	1.13	1.36
其他	190.28	318.39	225.62	244.76	262.92						
<b>非流动负债合计</b>	<b>190.28</b>	<b>358.14</b>	<b>225.62</b>	<b>244.76</b>	<b>262.92</b>						
<b>负债合计</b>	<b>6,251.81</b>	<b>7,186.64</b>	<b>3,752.10</b>	<b>8,155.68</b>	<b>4,455.04</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	219.68	233.12	271.15	317.43	380.14	<b>成长能力</b>					
股本	1,291.34	1,291.08	1,625.79	1,625.79	1,625.79	营业收入	6.77%	1.73%	5.82%	8.44%	7.49%
资本公积	2,486.28	2,346.44	2,346.44	2,346.44	2,346.44	营业利润	21.67%	3.49%	20.34%	25.85%	20.68%
留存收益	6,436.08	7,160.47	8,302.94	9,820.09	11,727.66	归属于母公司净利润	21.68%	9.05%	13.87%	24.53%	19.63%
其他	(2,474.41)	(2,347.17)	(2,346.44)	(2,346.44)	(2,346.44)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,958.98</b>	<b>8,683.93</b>	<b>10,199.88</b>	<b>11,763.32</b>	<b>13,733.60</b>	毛利率	35.24%	36.21%	37.89%	38.57%	39.46%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>14,210.78</b>	<b>15,870.58</b>	<b>13,951.99</b>	<b>19,919.00</b>	<b>18,188.63</b>	净利率	6.34%	6.80%	7.32%	8.40%	9.35%
						ROE	15.41%	15.39%	14.91%	16.11%	16.52%
						ROIC	22.24%	24.79%	31.73%	25.51%	72.42%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	43.99%	45.28%	26.89%	40.94%	24.49%
						净负债率	34.84%	28.91%	23.52%	8.85%	0.54%
						流动比率	1.47	1.44	2.26	1.77	2.95
						速动比率	1.04	1.06	1.66	1.36	2.43
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.24	14.86	16.32	27.07	27.07
						存货周转率	7.79	7.47	8.67	8.22	8.78
						总资产周转率	1.42	1.27	1.36	1.30	1.24
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.73	0.80	0.91	1.13	1.36
						每股经营现金流	1.08	1.19	-0.57	3.38	-0.85
						每股净资产	4.76	5.20	6.11	7.04	8.21
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	32.71	29.99	26.34	21.15	17.68
						市净率	5.04	4.62	3.93	3.41	2.92
						EV/EBITDA	20.45	21.75	20.06	13.99	12.32
						EV/EBIT	23.38	25.17	21.51	14.88	13.01

现金流量表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,210.64	1,345.29	1,480.70	1,843.87	2,205.81
折旧摊销	200.61	223.87	120.04	129.03	135.43
财务费用	24.75	41.14	(38.70)	(96.18)	(131.56)
投资损失	(160.98)	(210.85)	(195.00)	(201.50)	(202.45)
营运资金变动	278.91	432.30	(2,333.82)	3,771.82	(3,457.17)
其它	207.45	110.21	36.38	46.78	62.93
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,761.38</b>	<b>1,941.96</b>	<b>(930.40)</b>	<b>5,493.82</b>	<b>(1,387.02)</b>
资本支出	377.29	622.60	152.77	60.85	31.84
长期投资	(21.73)	160.45	0.00	0.00	0.00
其他	(642.98)	(1,589.05)	(14.47)	59.65	120.17
<b>投资活动现金流</b>	<b>(287.42)</b>	<b>(806.00)</b>	<b>138.30</b>	<b>120.51</b>	<b>152.01</b>
债权融资	560.53	669.44	0.00	0.00	0.00
股权融资	57.28	(78.72)	444.98	152.79	191.40
其他	(981.81)	(938.17)	(1,059.73)	(397.56)	(354.85)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(364.00)</b>	<b>(347.45)</b>	<b>(614.75)</b>	<b>(244.77)</b>	<b>(163.45)</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>1,109.96</b>	<b>788.50</b>	<b>(1,406.85)</b>	<b>5,369.56</b>	<b>(1,398.46)</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 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 3 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 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com