

瑞康医药 (002589)

证券研究报告

2017年01月08日

器械流通布局完成，开启未来高成长赛道

山东省内经验模式复制全国各省，器械流通渠道布局基本完成

2011年底开始公司在山东省内启动医疗器械配送业务，2014年起，药品和器械供应链业务在山东省规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率分别超过98%、95%，目前公司已将山东省直销模式在全国各省份复制，以掌控终端医疗机构销售渠道，建设全国药品及器械渠道平台，其中已收购6个省的药品配送公司和27个省的器械配送平台公司（预计年底可实现30个省全覆盖）。随着全国销售渠道的逐渐建立，与公司实际发生业务的供应商数量由2010年的1380家增加至2015年的5321家，增幅达285%。

器械流通行业洗牌在所难免，集中招标采购完全利好公司布局

目前国内医疗器械经销商数量已达到18万余家。经过对药品流通行业的洗牌及集中采购招标、配送的普及，国内药品经销商约1.35万家，仅为医疗器械代理商的7.5%。政府对医疗器械合规和监管的要求正在提高，同时分级诊疗、两票制（及营改增）的推行，未来器械集中招标、配送趋势在所难免，行业集中度的提升已成定局。器械耗材在业务交易环节，与药品有很大差别和专业壁垒，建立全国性的器械耗材配送服务网络具有较高的门槛，至少需要3-4年的时间。

灵活合理的合作机制保障了全国器械流通业务拓展的执行力 and 积极性

目前公司在省外拓展的业务架构是以全资控股平台+业务子公司的形式实现在该省的市场拓展，瑞康对业务子公司的持股比例一般在51%（合伙人持股49%），为当地的合伙人留足激励空间保证了利益的一致性。同时每个业务子公司的收购也是按三年业绩对赌完成情况分次支付收购价款，实现了业绩和风险的可控。控股平台公司主要负责招投标、配送和省内市场业务协调职能，业务子公司主要负责市场开拓和学术推广。

估值评级

我们预计公司16-18年EPS分别为0.72、1.09和1.45元，对应PE为46、30和23倍，近三个月医药商业板块的PE为30-33倍，公司作为医疗器械流通行业布局最完善的主要企业之一，经过4年在山东省内的积累及已经建设的覆盖全国27个省的十类器械耗材流通渠道，可享受行业溢价，给予2017年38倍估值，未来12个月目标价41.42元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：器械流通布局进度低于预期，器械流通价格降低

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	33.3元
目标价格	41.42元

基本数据

总股本(百万股)	654.22
流通股本(百万股)	300.22
总市值(百万元)	21,785.59
流通A股市值(百万元)	9,997.35
每股净资产(元)	10.18
资产负债率(%)	52.80
一年内最高/最低(元)	37.14/23.38

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
柴博	联系人
chaibo@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,785.91	9,749.96	14,976.54	21,415.76	29,075.20
增长率(%)	31.39	25.23	53.61	43.00	35.77
EBITDA(百万元)	337.01	426.55	836.85	1,242.82	1,631.50
净利润(百万元)	180.99	235.94	474.08	715.03	948.51
增长率(%)	26.07	30.36	100.94	50.82	32.65
EPS(元/股)	0.28	0.36	0.72	1.09	1.45
市盈率(P/E)	120.37	92.34	45.95	30.47	22.97
市净率(P/B)	12.12	6.82	4.42	3.72	2.91
市销率(P/S)	2.80	2.23	1.45	1.02	0.75
EV/EBITDA	22.90	47.98	28.43	19.25	15.41

资料来源：wind，天风证券研究所

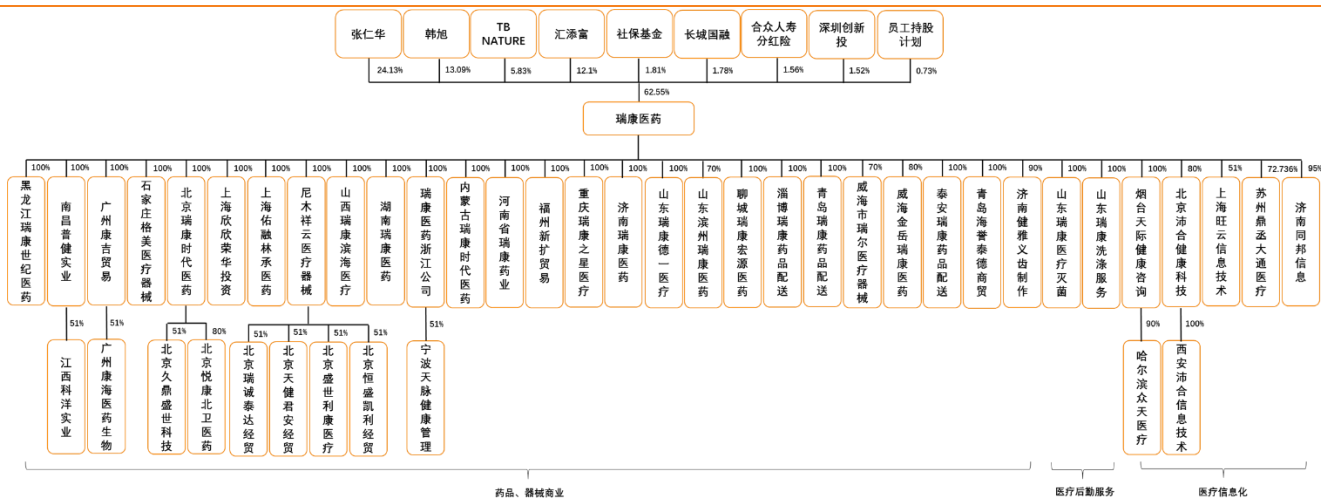


1. 器械供应链服务开启公司成长新赛道

1.1. 公司简介及股权结构

公司 2011 年在中小板上市,实际控制人为张仁华和韩旭夫妇,合计直接持股比例为 37.22%。公司已由最早的药品供应链业务扩展到目前的药品供应链服务、医疗器械供应链服务、医疗后勤服务、移动医疗信息化、第三方物流五大业务板块。2011 年底开始在山东省内启动医疗器械配送业务,2014 年起,药品和器械供应链业务在山东省规模以上医院、基层医疗机构的覆盖率分别超过 98%、95%,目前公司已将山东省直销模式在全国各省份复制,以掌控终端医疗机构销售渠道,建设全国药品及器械渠道平台,其中已收购 6 个省的药品配送公司和 27 个省的器械配送平台公司。2016 年上半年山东省内药品收入 49.16 亿、省外 8.39 亿,山东省内器械收入 5.97 亿,省外 5.41 亿。随着全国销售渠道的逐渐建立,与公司实际发生业务的供应商数量由 2010 年的 1380 家增加至 2015 年的 5321 家,增幅达 285%。

图表 1: 公司股权结构图

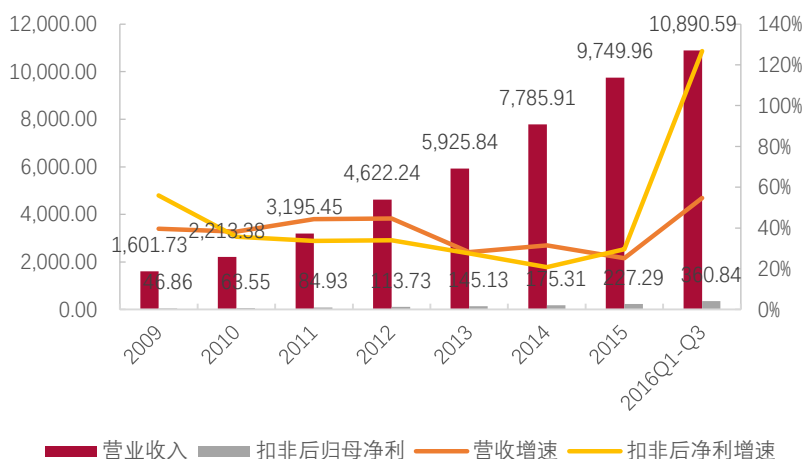


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 财务分析

2010-2015 年公司收入复合增速为 35.12%，净利的复合增速为 30.10%，2013 年公司药品配送在山东省医疗市场的覆盖已基本完成,省内的器械配送业务也实现了 2.36 亿收入,疫苗业务也于 2013 年开展当年实现营收 1136 万。经过两年的全国性布局和渠道整合,器械配送业务显著带动了公司营收和净利的增长,2015 年器械业务收入增长了 94.66%,2016 年增速达到 181.68%,省外器械业务收入接近省内收入规模。这一趋势还将延续,预计 2016 年公司整体将实现 5.5-6 亿净利润。

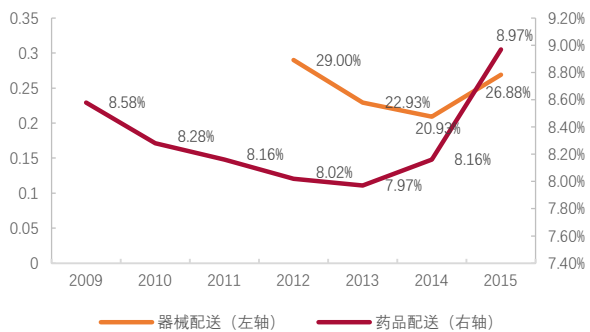
图表 2: 公司历年营收、净利及相应增速情况(百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

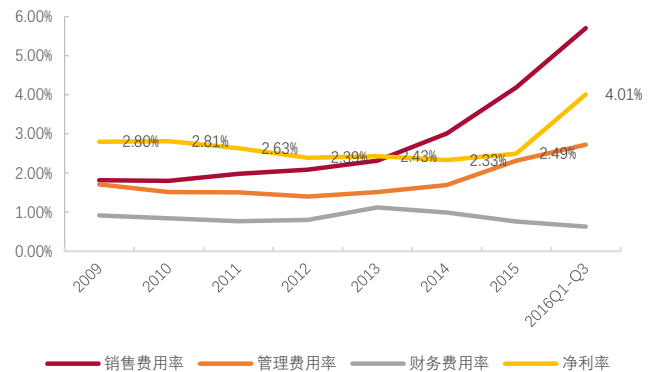
由于器械流通行业的洗牌并未完全开始，以及公司在器械流通业务的产品线非常齐全，器械流通的毛利率一直较高，预计今年可以达到 30%以上。随着公司业务的增长，特别是省外器械业务的开拓，公司业务人员增加及市场开拓费用的增长导致公司销售费用率逐年提高。管理费用中，除了 2014 年济南药品现代物流项目、烟台药品现代物流项目投入使用，导致折旧每年增加 928.20 万元，相应职工薪酬和办公费用都导致管理费用率提高。随着 2014 年公司非公开发行 12 亿补充流动资金导致公司的财务费用率下降。总体来看，随着高毛利的器械配送业务占比提高，公司整体的净利率逐渐提高，2016 年 Q3 达到 4.01%。

图表 3：公司历年药品和器械流通业务毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司历年销售、管理和财务费用率及净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 器械物流服务网络布局完成，开启公司成长新篇章

1.3.1. 医疗器械流通行业集中度提高将直接利好瑞康医药

由于运输和服务半径的问题以及器械领域的高毛利现状，吸引了大量规模不同的企业进入器械流通领域，有的仍然存在个人挂靠在其他合法平台向医院销售器械及耗材，目前国内医疗器械经销商数量已达到 18 万余家。经过对药品流通行业的洗牌及集中采购招标、配送的普及，国内药品经销商约 1.35 万家，仅为医疗器械代理商的 7.5%。

医疗器械行业经历了代理、分销的发展历程，政府对医疗器械合规和监管的要求正在提高，针对 3 类医疗器械提出全流程追溯的要求，同时分级诊疗、两票制（及营改增）的推行，目前已有部分大型医院指定 10-15 家配送企业实现器械和耗材的集中配送，未来器械集中招标、配送趋势在所难免，行业集中度的提升已成定局，这将直接利好具有全国器械配送服务网络的瑞康医药。

1.3.2. 全国性器械配送服务网络建设具备较高壁垒

器械耗材在业务交易环节，与药品有很大差别和专业壁垒：1. 器械耗材在配送层面是小批量、高频次的交易，需要医药代表的手术跟台、医生培训和售后服务；2. 高值耗材物流是双向和多项物流，手术完成后经销商需要把配送多余的耗材及手术工具拿回来，而药品是单向物流，直接送进医院进行存储；3. 为了给不同疾病和个体体征的准备全套手术产品，器械存在很多非标准和个性化需求，需要复杂的基础库存备货，准备相当数量的手术备货才实现交易，药品送到医院交易便达成了；4. 器械耗材在产品进入医院后存在复杂的环节，包括调整货物、补货、盘点、开票、结算等，且对仓储面积的要求较小，而药品不存在复杂的进院后环节，且具有大面积的仓储需求。因此，建立全国性的器械耗材配送服务网络具有较高的门槛，至少需要 3-4 年的时间。

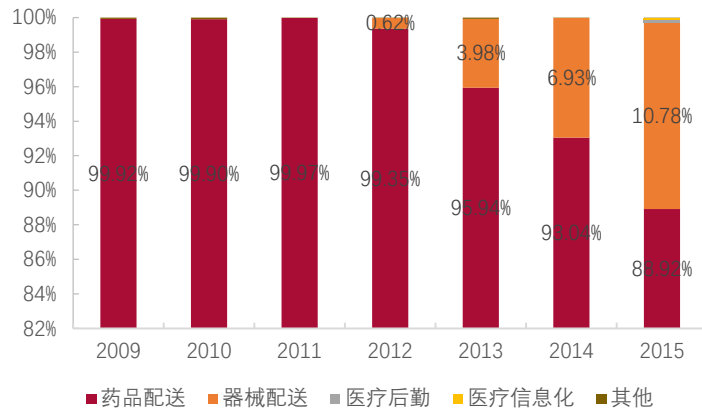
1.3.3. 公司已基本完成全国器械网络布局，合作架构合理激励充分

目前公司在省外拓展的业务架构是以全资控股平台+业务子公司的形式实现在该省的市场拓展，瑞康对业务子公司的持股比例一般在 51%（合伙人持股 49%），为当地的合伙人留足激励空间保证了利益的一致性。同时每个业务子公司的收购也是按三年业绩对赌完成情况分次支付收购价款，实现了业绩和风险的可控。控股平台公司主要负责招投标、配送和省内外市场业务协调职能，业务子公司主要负责市场开拓和学术推广。在各业务公司管理层面，SAP 管理软件今年 9 月启动，预计 2017 年 6 月实现全面上线，实现费用、财务、运营全

国统一管理的局面。同时，公司按照 GSP 标准完成第三方物流战略布局，已获得山东省内药品和器械第三方物流资格，并拥有冷链产品配送资格（已通过外企罗氏公司的冷链审计），通过收购全国检验耗材流通企业，公司已经具备全国性的冷链配送网络（预计第三方物流今年贡献 20-30 亿收入）。

经过 3 年在山东省内的摸索和经验积累，现已将山东的医疗器械医用耗材经营模式跨省复制，构建起覆盖全国的医疗器械配送平台，公司在省内建立了检验、介入、骨科、设备、医护、五官科、口腔、血液透析、康复、设备维修等十大事业部，由这十大事业部（产品线）统管全国其他省份的十条业务线，并形成了一整套符合医疗器械行业特性的信息化管理系统。

图表 5：公司历年营收构成占比



资料来源：wind，天风证券研究所

1.4. 转型供应链管理服务商，寻找新的利润增长点成为未来方向

在基本完成器械耗材配送网络的全国布局后，转型综合性供应链管理服务商及寻找新的利润增长点成为公司战略推进的重点。

向医院输出物流信息化系统、自动化技术和管理服务。近日公布的《全国药品流通行业发展规划（2016-2020 年）》鼓励流通企业从配送商向服务商转型。2016 年公司定增的主要投建项目之一即建立医药、器械供应商与医疗机构间的信息交互平台（即 WMS 与 HIS 系统对接），同时将现代物流系统和设施设备引入医院，协助医院开发、实施符合医院需求的医院内部物流管理系统，并通过对医院药房的自动化改造，引入药房自动化管理软件和设备，优化医院药械收发作业模式，实现流通企业对医院库存的动态管理，实现工业企业、流通企业与医院三方的物流信息共享。

表格 1：公司历次员工持股及定增项目及情况（定增价和持股价均为前复权价格）

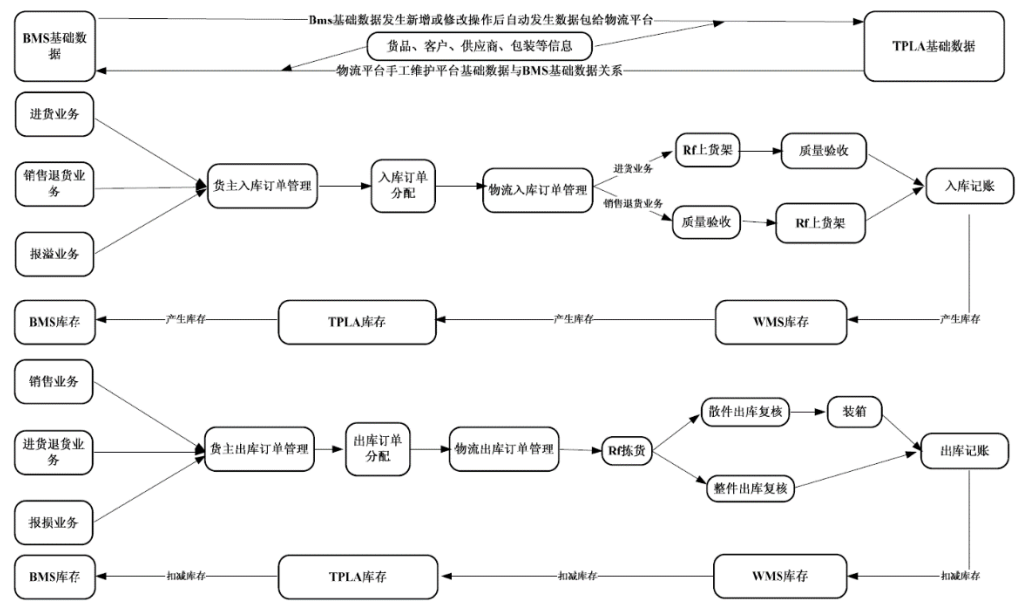
时间	定增价	募集资金	参与对象	募集资金投向
2013.11	11.33 元	6 亿	平安大华、汇添富、浙商资管、兴业全球、申万证券、人合安泰投资、融通基金	医疗器械配送项目； 医用织物洗涤配送项目； 医用织物生产项目； 补充流动资金
2014.7	14.13 元	12 亿	张仁华、汇添富	补充流动资金
2015.4	42.07 元	2 亿	公司员工	员工持股计划（2017 年 5 月 13 日到期）
2016.2	31.10 元	31 亿	深圳市创新投、汇添富、华安基金、中信证券、财通基金、合众人寿保险、华融证券、长城国融投资、张仁华	医疗器械全国销售网络建设； 医院供应链延伸服务

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司已具备较好的物流管理能力，可以实现供应链向上下游延伸。公司打破了企业 ERP 系统与仓储 WMS 一对一连接的局限性，通过建立三方物流平台的中间管控和转换平台，将企业 ERP 系统的业务需求和多家 WMS 资源使用有机结合，最终达到物流一体化管理和

实现可为多家货主提供物流存储和配送服务的高效率运营网络。企业 ERP 系统通过药品信息共享平台向供应商下订单同时向仓库下发收货计划，供应商发货至配送中心，配送中心 WMS 按 ERP 系统传递来的收货计划验收入库。

图表 6：公司先进的仓储系统实现了药品收货、存储、拣货、传输、运输的机械化和全自动化



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

新的利润增长点包括医疗后勤和医疗信息化板块：

医疗后勤服务板块，一方面包括为主要医疗机构提供被服洗涤、消毒、租赁服务，目前募投的“医用织物洗涤配送项目”已投入使用，项目引进全球最先进的德国成套流水线，采用欧洲医用织物洗涤标准，为医疗机构提供专业的被服消毒洗涤服务；另一方面包括为医疗机构提供社会化第三方手术器械消毒灭菌服务，项目引进欧洲先进设备，满足不同规模医疗机构的需求。预计后勤服务今年带来的收入规模在 2000 万左右。

医疗信息化板块，包括药品福利管理（PBM）、GPO、医院信息化管理等业务，公司以并购整合与战略合作相结合的方式整合人才资源、技术资源与管理资源，先后收购了苏州鼎丞大通医疗科技有限公司、上海旺云信息技术有限公司、济南同邦信息技术有限公司等，依托被并购公司先进的信息技术与专业化的运营团队，加速市场布局，利用前期开拓药品、器械配送形成的下游资源将信息化业务作为利润创收点和未来供应链管理的协同点，探索建立“临床使用、采购供应、支付理赔、疾病管理”环节的合理用药管理与服务闭环。预计今年医疗信息化带来的收入在 1400 万左右。

1.5. 盈利预测

2016H1 公司药品总收入 57.55 亿元，同比增长 40.55%；医疗器械配送业务实现营业收入 11.38 亿元，同比增长 181.68%；根据调研公司今年在第三方物流方面可以接到 20-30 亿的订单，因此给出以下的分业务拆分假设：

表格 2：分业务拆分盈利假设（百万元）

		2015	2016E	2017E	2018E
药品	收入	8,670.00	10,837.50	13,005.00	14,305.50
	YOY	19.68%	25.00%	20.00%	10.00%
	毛利率	8.97%	9.50%	9.50%	9.50%
器械	收入	1,051.00	2,102.00	3,363.20	4,708.48
	YOY	94.75%	100.00%	60.00%	40.00%
	毛利率	26.88%	32.00%	32.00%	32.00%
医疗后勤	收入	16.02	20.83	27.07	35.20
	YOY		30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
医疗信息化	收入	10.94	14.22	18.49	24.04
	YOY		30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	72.24%	50.00%	50.00%	50.00%
第三方物流	收入		2,000.00	5,000.00	10,000.00
	YOY			150.00%	100.00%
	毛利率		10%	10%	10%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.6. 估值评级

我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.72、1.09 和 1.45 元，对应 PE 为 45、30 和 22 倍，近三个月医药商业板块的 PE 为 30-33 倍，公司作为医疗器械流通行业布局最完善的主要企业之一，经过 4 年在山东省内的积累及已经建设的覆盖全国 27 个省的十类器械耗材流通渠道，可享受行业溢价，给予 2017 年 38 倍估值，未来 12 个月第一目标价 41.42 元，首次覆盖给予“买入”评级。

1.7. 风险提示

器械流通布局进度低于预期，器械流通价格降低

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	578.52	1,177.58	1,048.36	1,499.10	1,453.76
应收账款	3,293.48	4,613.38	7,896.42	10,349.77	14,917.69
预付账款	123.49	117.70	248.42	256.91	439.93
存货	710.58	1,025.41	1,716.82	2,302.69	3,307.61
其他	342.79	518.43	845.56	1,081.93	1,507.08
流动资产合计	5,048.86	7,452.48	11,755.58	15,490.41	21,626.07
长期股权投资	0.00	6.68	94.00	94.00	94.00
固定资产	403.89	730.56	832.00	856.44	874.34
在建工程	46.77	59.58	71.75	91.05	84.63
无形资产	76.34	82.82	79.48	76.13	72.78
其他	102.48	529.56	1,452.87	1,454.23	1,451.82
非流动资产合计	629.47	1,409.21	2,530.10	2,571.84	2,577.56
资产总计	5,678.33	8,861.69	14,285.67	18,062.25	24,203.63
短期借款	1,272.75	1,583.75	2,579.16	2,998.53	3,868.17
应付账款	2,189.29	3,086.01	5,247.03	6,967.41	9,915.58
其他	390.99	787.58	1,008.36	1,548.66	1,936.29
流动负债合计	3,853.03	5,457.34	8,834.55	11,514.59	15,720.04
长期借款	0.00	0.00	241.05	297.88	453.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	241.05	297.88	453.50
负债合计	3,853.03	5,457.34	9,075.60	11,812.47	16,173.53
少数股东权益	27.41	209.95	284.81	397.72	547.50
股本	217.90	554.54	654.22	654.22	654.22
资本公积	1,021.99	1,864.22	3,069.45	3,353.61	4,131.70
留存收益	1,580.00	2,639.86	4,271.04	5,197.83	6,828.37
其他	(1,021.99)	(1,864.22)	(3,069.45)	(3,353.61)	(4,131.70)
股东权益合计	1,825.30	3,404.35	5,210.07	6,249.78	8,030.09
负债和股东权益总	5,678.33	8,861.69	14,285.67	18,062.25	24,203.63

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	181.76	243.13	474.08	715.03	948.51
折旧摊销	25.52	46.63	37.18	39.61	41.87
财务费用	68.91	75.80	80.44	116.16	146.47
投资损失	(1.16)	(1.15)	(2.25)	(2.25)	(2.25)
营运资金变动	(442.78)	(858.42)	(2,037.44)	(1,024.77)	(2,842.80)
其它	4.13	27.75	77.18	116.40	154.41
经营活动现金流	(163.62)	(466.26)	(1,370.81)	(39.82)	(1,553.78)
资本支出	199.39	803.87	1,171.13	80.00	50.00
长期投资	0.00	6.68	87.32	0.00	0.00
其他	(401.24)	(1,210.86)	(2,427.33)	(157.75)	(97.75)
投资活动现金流	(201.85)	(400.31)	(1,168.88)	(77.75)	(47.75)
债权融资	1,272.75	1,583.75	2,820.21	3,296.40	4,321.67
股权融资	(76.83)	1,104.40	1,224.48	168.00	631.63
其他	(918.46)	(1,342.63)	(1,634.22)	(2,896.09)	(3,397.11)
筹资活动现金流	277.46	1,345.52	2,410.47	568.31	1,556.19
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(88.02)	478.95	(129.22)	450.74	(45.34)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,785.91	9,749.96	14,976.54	21,415.76	29,075.20
营业成本	7,080.52	8,680.34	13,058.82	18,583.91	25,183.29
营业税金及附加	12.96	15.10	24.36	34.55	46.40
营业费用	234.03	408.62	690.43	1,016.90	1,449.62
管理费用	131.91	225.28	363.35	535.15	762.88
财务费用	76.75	74.49	80.44	116.16	146.47
资产减值损失	15.11	38.35	42.18	44.29	45.62
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.16	1.15	2.25	2.25	2.25
其他	(2.31)	(2.30)	(4.50)	(4.50)	(4.50)
营业利润	235.77	308.94	719.23	1,087.05	1,443.16
营业外收入	6.93	11.09	15.00	15.00	15.00
营业外支出	0.94	1.58	2.70	2.70	2.70
利润总额	241.76	318.46	731.53	1,099.35	1,455.46
所得税	60.00	75.32	180.26	267.92	352.54
净利润	181.76	243.13	551.26	831.43	1,102.92
少数股东损益	0.77	7.20	77.18	116.40	154.41
归属于母公司净利润	180.99	235.94	474.08	715.03	948.51
每股收益(元)	0.28	0.36	0.72	1.09	1.45

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	31.39%	25.23%	53.61%	43.00%	35.77%
营业利润	20.72%	31.04%	132.80%	51.14%	32.76%
归属于母公司净利润	26.07%	30.36%	100.94%	50.82%	32.65%
获利能力					
毛利率	9.06%	10.97%	12.80%	13.22%	13.39%
净利率	2.32%	2.42%	3.17%	3.34%	3.26%
ROE	10.07%	7.39%	9.63%	12.22%	12.68%
ROIC	12.64%	11.84%	16.09%	13.13%	15.07%
偿债能力					
资产负债率	67.85%	61.58%	63.53%	65.40%	66.82%
净负债率	68.12%	58.80%	51.75%	83.32%	87.38%
流动比率	1.31	1.37	1.33	1.35	1.38
速动比率	1.13	1.18	1.14	1.15	1.17
营运能力					
应收账款周转率	2.74	2.47	2.39	2.35	2.30
存货周转率	12.72	11.23	10.92	10.66	10.36
总资产周转率	1.54	1.34	1.29	1.32	1.38
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.36	0.72	1.09	1.45
每股经营现金流	-0.25	-0.71	-2.10	-0.06	-2.38
每股净资产	2.75	4.88	7.53	8.95	11.44
估值比率					
市盈率	120.37	92.34	45.95	30.47	22.97
市净率	12.12	6.82	4.42	3.72	2.91
EV/EBITDA	22.90	47.98	28.43	19.25	15.41
EV/EBIT	24.70	53.37	29.75	19.89	15.82

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