

柳州医药 (603368)

证券研究报告

2017年03月08日

省内份额存在提升空间，供应链+品种驱动业绩增长

以柳州、南宁为中心，继续向省内其他城市扩展，份额存在提升空间

公司是广西省内的省级医药商业龙头企业，2015年在广西省医药流通市场的份额为27.04%，其主要的竞争对手是国药一致（国控旗下两广地区的商业平台）。公司业务包括医院纯销、商业调拨、第三终端（连锁药店、基层医疗机构）配送及零售四块，医院纯销业务占总收入的75%。目前公司建立了以柳州和南宁现代物流为中心，桂林、玉林等为重要节点，全面覆盖广西省内14个地级市的销售配送网络。公司在南宁、柳州、桂林及玉林有较高的市占率，四城市收入占总收入的80%以上，但这四个城市的人口总和不足全广西省的50%，其余地区的市场潜力巨大，近两年公司在其他地区的收入保持较快增速（20%以上）。

强化品种端优势，打通从品种到流通的产业链闭环

公司继续调整品种结构，加大对中药饮片、医疗器械、疫苗生物制品的采购力度，争取更多产品代理权，实现品种的专业化经营。2015年公司经营品种2万多个、代理品种3156个，基本覆盖了医院常用药品和新特药。由于品种和终端方面的优势，近年整体的毛利率持续上升，2016Q3达到9.03%。2016年初公司与广西医科大学制药厂共同投资设立广西医大仙晟制药有限公司，广西医科大学制药厂会将已取得的全部药品生产批文转移至医大仙晟名下。公司南宁饮片基地是集中药加工和现代医药物流配送于一体的综合性现代化中药生产加工基地，2016年已完成GMP认证开始试生产。今年3月公司与润达医疗共同成立合资公司（柳州医药持股51%），排他性的在广西打造体外诊断集成业务优势平台。

供应链延伸模式创新，获得增量配送收入，为处方外流做好准备

2015年底公司非公开发行募资（发行价55.28元/股）用于医院供应链延伸项目（建设期3年，该项目达产后预计新增收入25亿，税后净利1.07亿），目前已与18家三甲医院和3家二级医院签订协议。供应链延伸对医院和公司来讲是双赢的，对医院而言院内药械的物流管理成本大幅降低（免费安装物流相关设备），每一笔的采购和使用都将实现有记录可查；对于公司来讲不仅提高了与医院的粘性，获得增量配送额度，也为处方外流做好准备。

估值评级

广西省的医药流通市场受控费和招标的影响较小，2014、2015年的自然增长率分别为15%和10%，作为省内的商业龙头，公司有能力实现20%的营收增长，预计2016-2018年备考EPS为2.20、2.81、3.42元，考虑到公司在广西地区的高增长，根据行业估值水平给予33倍PE，未来十二个月公司目标价92.73元，给予“增持”评级。

风险提示：部分地区竞争加剧，广西地区政策扰动

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,655.35	6,507.66	7,544.86	9,055.41	10,829.28
增长率(%)	24.35	15.07	15.94	20.02	19.59
EBITDA(百万元)	276.86	307.19	387.63	485.06	599.49
净利润(百万元)	169.80	208.38	313.02	399.68	486.39
增长率(%)	13.64	22.72	50.22	27.69	21.69
EPS(元/股)	1.19	1.46	2.20	2.81	3.42
市盈率(P/E)	66.52	54.21	36.09	28.26	23.22
市净率(P/B)	9.77	8.50	3.56	3.30	3.01
市销率(P/S)	2.00	1.74	1.50	1.25	1.04
EV/EBITDA	19.79	33.52	24.73	20.49	16.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	79.35元
目标价格	92.73元

基本数据

A股总股本(百万股)	142.35
流通A股股本(百万股)	57.38
A股总市值(百万元)	11,295.32
流通A股市值(百万元)	4,553.42
每股净资产(元)	21.77
资产负债率(%)	45.17
一年内最高/最低(元)	97.00/58.46

作者

杨焯辉	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



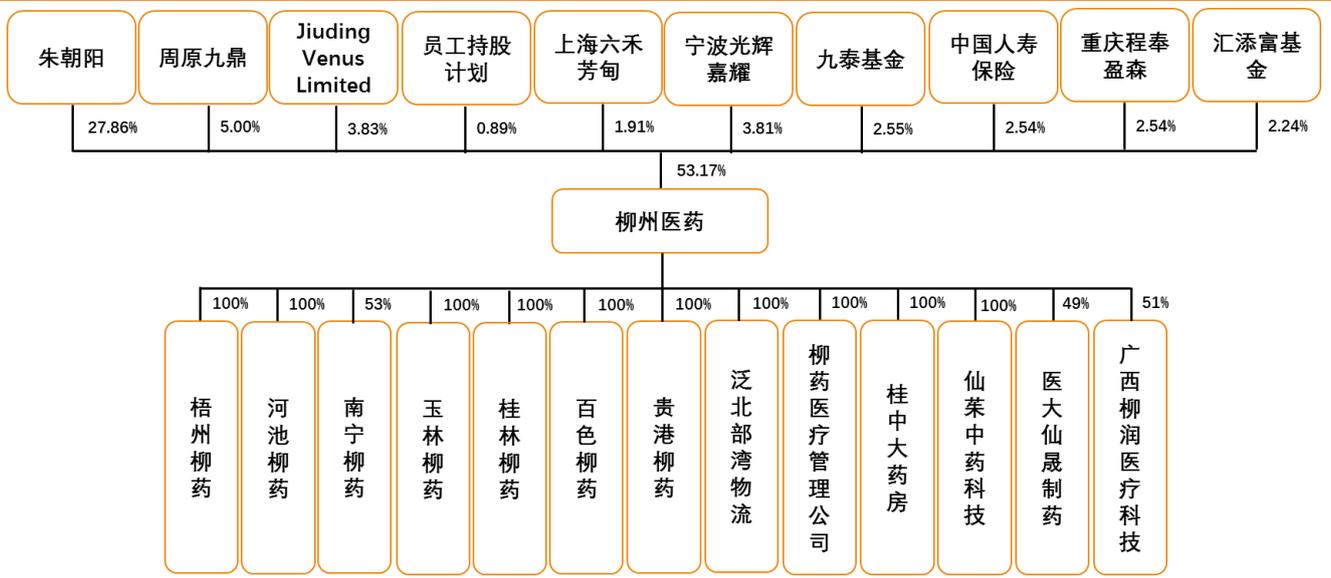
资料来源：贝格数据

相关报告

公司简介及股权结构

公司前身为 1953 年成立的广西柳州医药批发站，曾是广西壮族自治区药监局直属的国营单位，2002 年改制为有限责任公司，朱朝阳、郑祖春、曾松林、朱显双鹤蔡雄昌为改制发起人，2014 年 8 月公司 IPO 在主板上市，公司实际控制人为朱朝阳，其余股东包括周原九鼎、Jiuding Venus Limited 等。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务分析

由于 2015 年受到药品招标降价及控费的影响，公司收入增速下降到 15% 左右，但由于公司供应的品种齐全，且医院纯销业务占总收入的 75% 左右，所以近年整体的毛利率持续上升，2016Q3 达到 9.03%。2013 年公司净利增速较高主要是因为适用的所得税率由 25% 降低到 15%；2015、2016 年净利增速提高除了业务规模的扩大外，也是因为上市和定增募集资金偿还银行贷款，资产负债率下降，公司财务费用大幅下降。

图 1：公司近年营收、增速及毛利率（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

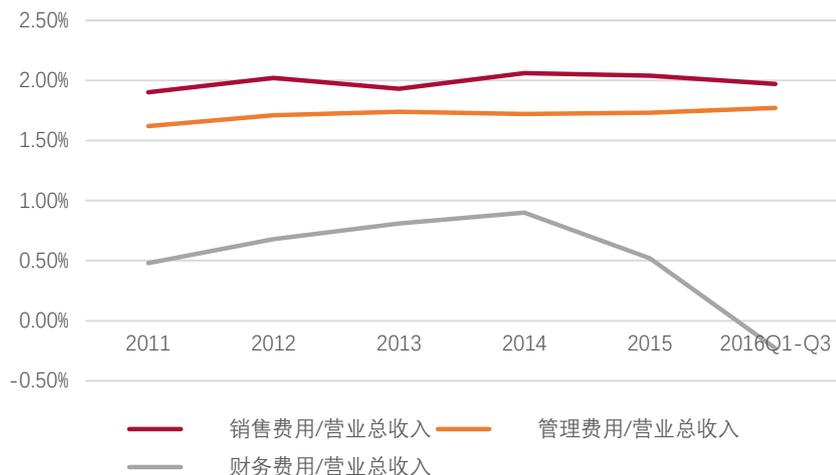
图 2：公司归母净利润、增速及净利率（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

随着 2014 年公司上市，业务范围逐渐向贺州、玉林、河池等地区渗透，但总体销售费用率保持稳定，由于募投的连锁药店扩张项目导致租金、折旧及装修费用增加，导致管理费用率略有上升。上市后资产负债率由之前的 81% 下降到目前的 45% 左右，财务费用率大幅下降，这也是近年公司净利增速提高的重要原因。

图 4：公司三费情况



资料来源：wind，天风证券研究所

扩大覆盖面、创新物流模式助力提升规模&市占率

公司业务集中在广西省，包括医院纯销、商业调拨、第三终端（连锁药店、基层医疗机构）配送及零售四块。目前公司建立了以柳州和南宁现代物流为中心，桂林、玉林等重要节点，全面覆盖广西省内 14 个地级市的销售配送网络和售后服务体系。随着业务规模和配送范围的持续扩大，公司继续调整品种结构，加大对中药饮片、医疗器械、疫苗生物制品的采购力度，争取更多产品代理权。管理层面，以终端市场和产品形态为划分设立了基药终端销售部、特殊药品部、生物制品经营部、药材经营部、器械经营部等，实现品种的专业化经营。

分销业务：分销品种不断丰富，覆盖地区由重点城市向其他城市扩张

2015 年公司上游供货商 2000 家，经营品规 2 万多个，上游总经销授权工业企业数量 337 个，代理品种 3156 个，基本覆盖了医院常用药品和新特药。公司在广西的主要竞争对手是国药一致在广西的子公司（一致是国控在“两广”地区的医药商业平台），如国控广西、国控柳州、国控玉林、国控梧州、国控百色和国控桂林等。

图 5：公司以柳州、南宁两个物流基地可以覆盖广西省内 200-400km 的区域



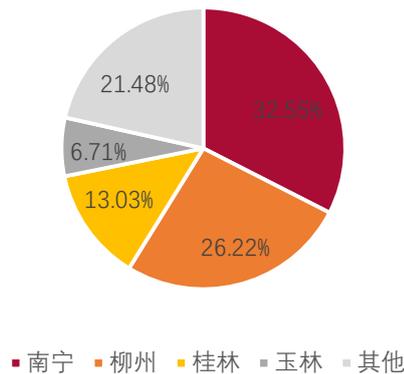
资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据商务部数据，2015 年广西医药流通市场规模为 240.67 亿，公司 2015 年分销和零售的收入分别是 60.32 亿和 4.68 亿，在广西省的医药流通市场份额为 27.04%。公司在南宁、

柳州、桂林及玉林有较高的市占率，公司收入也主要来源于这几个重点市场，这几个城市收入占主营总收入的 80%以上，但这四个城市的人口总和不足全广西省的 50%，其余地区的市场潜力巨大，因此公司将加大其他城市的开发力度，通过自建、并购的方式开拓来宾、贵港、河池、梧州、有色、贺州及北海等市场。近两年公司在其他地区的收入保持较快增速，增速都维持在 20%以上。

对于上述这些地区的基药市场（第三终端），针对县市区域内优质的医药商业企业公司会逐步走向参股、控股、托管、并购的方式提高二线市场的占有率。并以柳州、南宁基地为中心，向下延伸设立二、三级配送站，下沉配送服务网络，为深入拓展基层医疗市场打下基础。

图 6：2015 年公司在广西省分地区收入构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

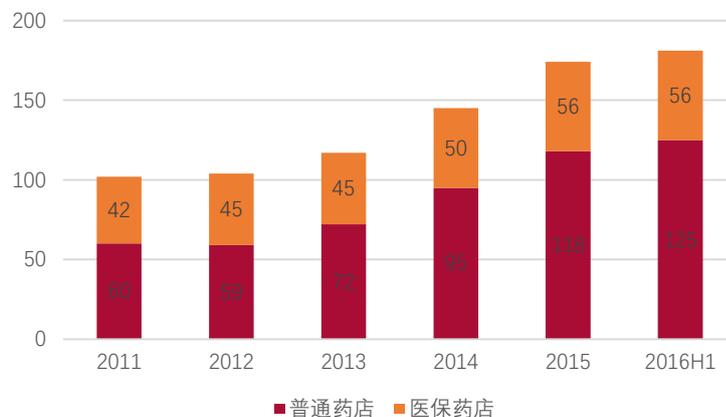
零售业务：传统药店+电商+DTP 药房三维发展零售业务

2016 年 H1，公司旗下桂中大药房的连锁药店达 181 家，其中医保店 56 家，主要布局在柳州、南宁及桂林。2014 年募投的连锁药店扩张项目使得零售业务发展较快，预计该项目完成后门店数将达到 200 家。

桂中大药房于 2013 年取得互联网药品交易资格和信息服务资格证书，是广西首家获得网上药店资质的企业。桂中大药房通过自营网上药店（<http://www.gzdyf.cn>）和天猫设立旗舰店方式，着手运作药品电商业务。

应对处方外流业务模式创新方面，2014 年公司成立专门的 DTP 药房发展团队，现已在南宁、柳州、来宾、贵港等地开设 15 家 DTP 药店，直接面向终端客户提供高值大病药品。

图 7：公司零售药店数量（家）



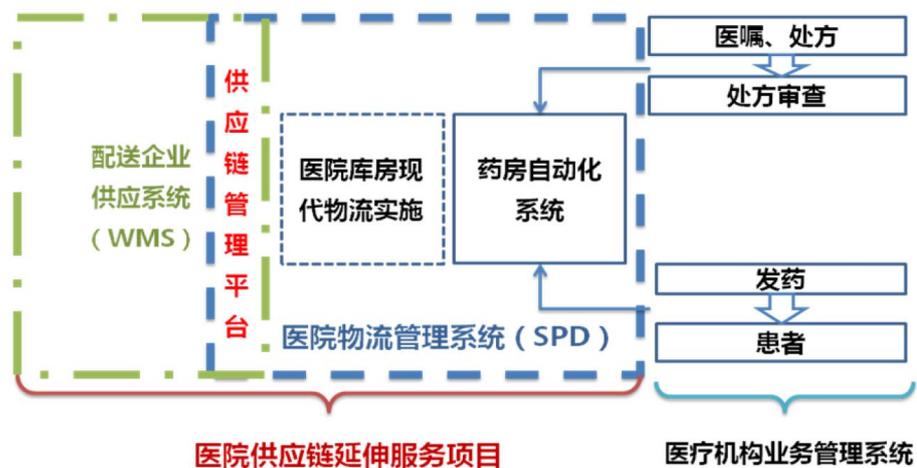
资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过供应链延伸的模式创新，增强医院粘性、获得增量收入

2015 年底公司以非公开发行方式完成第一期员工持股计划，合计认购 7000 万元，发行价格 55.28 元/股。本次非公开发行募资 16.50 亿元，锁定期 36 个月，其他参与方还包括人寿资管、九泰基金、上海六禾芳甸投资、重庆程奉盈森投资、宁波光辉嘉耀投资，以及实际控制人朱朝阳。本次发行资金用于医院供应链延伸项目一期（建设期 3 年，该项目达产后预计新增收入 25 亿，税后净利 1.07 亿）。

公司计划在广西 15-20 家三级医院和 30-50 家二甲医院实施供应链延伸服务，其核心是构建医院供应链管理平台，实现将企业的物流信息系统(WMS)与医院业务管理系统(HIS)对接，实现药品器械供应商与医疗机构间的信息交互。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 (SPD)，并对医院药房施行自动化改造，实现流通企业对医院库存的动态管理，并最终实现其零库存管理。供应链延伸将企业与医院间的物资流、信息流、资金流统一起来，实现从企业到医院再到患者的一体化供应链延伸服务。

图 8：医院供应链延伸服务业务示意图

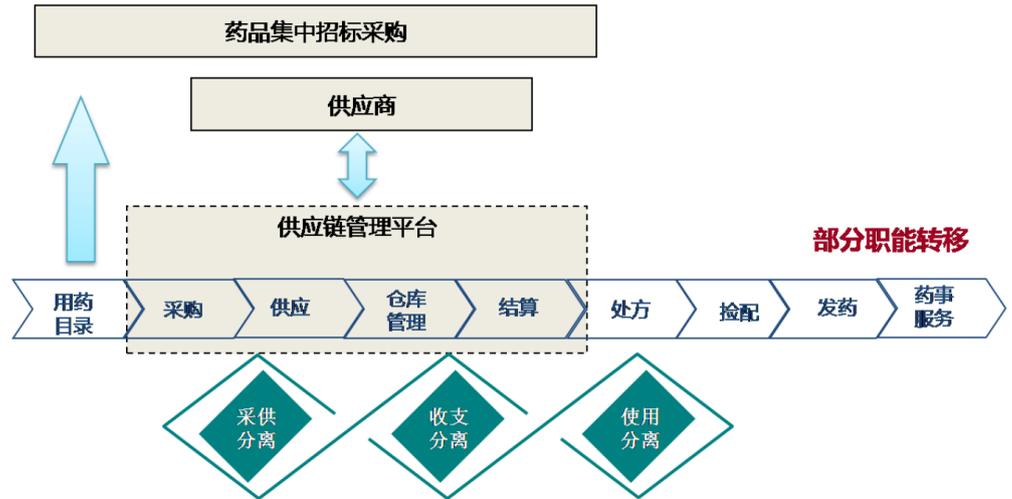


资料来源：公司公告，天风证券研究所

药品的采购、物流、仓储是以往医院药库和药房的重要职能，供应链延伸实质上是医院内的第三方物流，医院整体将物流业务外包。医院取消 15%的药品加成以后，这缺失的药品收入，由财政补贴 2%，提高诊疗费弥补 4%-5%，通过将院内管理药械的成本以费用平移的方式由商业企业承担 3%-4%，还有 4%-5%的收入缺失由商业企业承包供应链延伸或药房托管项目来弥补。供应链延伸对医院和公司来讲是双赢的，对医院而言院内药械的物流管理成本大幅降低（免费安装物流相关设备），每一笔的采购和使用都将实现有记录可查；对于公司来讲不仅提高了与医院的粘性，强化公司在配送的及时、安全方面的能力，提升在医院的药械供应配送额度（或获得优先配送权），为处方外流做好准备。

医院供应链延伸服务具有如下意义：1. 药库、药房等自动化设施设备的导入可显著提升药品、器械和耗材的流转效率和准确率、降低药库药房人员的工作量和重复作业，减少患者等待时间；2. 医院物流信息系统的建立则有利于医院与供应商之间、药库与药房、药房与科室之间的信息互联连通，填补医院药品流通信息管理的空白；3. 实现患者和医院用药的信息记录和追溯，这也是医院处方外流的信息基础，相关信息的汇总利用对于疾病谱变化和药品消费结构分析、医保目录调整、药品价格形成机制的优化等也都具有重要意义。

图 9：医院供应链延伸服务业务示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，已经与公司签订供应链延伸服务合作协议的有 18 家三甲医院和 3 家二级医院，具体包括：广西科技大学第一附院、广西医科大学第二附属医院、南宁市第一人民医院、南宁市第二人民医院、南宁市第三人民医院、玉林市中医院、广西壮族自治区脑科医院、广西壮族自治区南溪山医院、广西中医药大学第一附院、来宾市人民医院、广西中医药大学附属瑞康医院、广西壮族自治区人民医院、柳州市人民医院、柳州市工人医院、柳州市妇幼保健院、柳州市柳铁中心医院、桂林市医学院附属医院、桂林市第二人民医院、桂林市医学院第二附院（二甲）、柳江县人民医院（二甲）、大化瑶族自治县人民医院（二乙）。

器械粗放配送时代已过去，统一物流配送迎合流通环节整合诉求

由于医疗器械耗材的名称、型号和归类口径难于统一，极大的增加了医院内的管理难度；其次，我国许多医疗机构对于医疗器械和耗材的管理仍停留在粗放管理阶段，容易导致追溯体系的失效，难以保障医用耗材的使用安全；再次，我国医用器械、耗材厂家授权普遍比较混乱，代理商的频繁变更也在无形中加重了医院的管理负担。

借助 2015 年末的定增募投项目，公司正在建立统一的医疗器械、耗材物流配送平台，充分利用自己的专业配送能力以及市场渠道、管理水平、后台处理能力，改善医院的器械耗材管理水平，并建立可追溯的器械和耗材物流体系，从而提升医院满意度和与医院之间的信息交互，以提升市场份额，创造新的盈利增长点。

2015 年公司器械板块实现了 1.49 亿销售额，同比增长 41.51%，毛利率 14.03%，预计 2016 年收入达到 2.10 亿，同比增长 41%，按公司器械耗材物流配送平台项目达产后测算的业绩贡献（建设期 1 年，达产后预计新增收入 5 亿，税后净利 4564 万元），预计 2017 年器械板块收入将达到 4-5 亿，同比增长 90%-138%。

切入上游工业端，逐渐打通产业链闭环

2016 年初公司与广西医科大学制药厂共同投资设立广西医大仙晟制药有限公司，广西医科大学制药厂会将已取得的全部药品生产批文转移至医大仙晟名下。从 SFDA 官网查询到的数据显示，广医大制药厂取得的批文共有 37 个，其中胃乐胶囊（11 家）、盐酸小檗碱胶囊（10 家）、毛冬青片（13 家）、正胃片（7 家）、散痰宁糖浆（3 家）、归芪补血口服液（独家）、安神养血口服液（独家）、复方金蒲片（独家）竞争格局相对较好。公司南宁饮片基地是集中药加工和现代医药物流配送于一体的综合性现代化中药生产加工基地，2016 年已完成 GMP 认证开始试生产。

同时，今年 1 月，公司与其他机构共同出资 7.52 亿成立健康产业并购基金寻找合适的投资标的实现对上下游的扩张布局。今年 3 月，公司与润达医疗（603108）共同成立合资

公司（柳州医药持股 51%），排他性的在广西打造体外诊断集成业务优势平台，借助公司在广西地区的终端资源优势 and 物流配送资源，以及润达医疗在体外诊断领域集成服务的管理经验，本次合作有助于公司增加新的配送品种和利润增长点，打通从产品端到流通端的闭环。

盈利预测&估值评级

虽然公司在广西省医药流通市场的市占率已经达到 27%，但公司收入 80%来源的四个重点城市的人口不足全省的 50%，而且在广西最主要的竞争对手是国药一致，公司通过向其他城市拓展，不断丰富代理和供应的品类（包括生物制品、器械耗材和中药饮片等），通过供应链延伸模式的创新提高医院端的覆盖率和 service 能力，我们认为公司在广西省的市占率和毛利率还存在较大的提升空间。预计 2016-2018 年备考 EPS 为 2.20 元、2.81 元、3.42 元，考虑到公司在广西地区的高增长，根据行业估值水平给予 33 倍 PE，未来十二个月公司目标价 92.73 元，给予“增持”评级。

风险提示

部分地区竞争加剧，广西地区政策扰动

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	932.28	723.91	1,844.02	1,516.51	1,602.05
应收账款	1,853.77	2,380.21	2,675.85	3,574.52	4,124.48
预付账款	72.11	88.41	87.66	128.89	126.30
存货	602.00	662.44	774.50	961.26	1,102.56
其他	4.71	39.83	13.49	48.44	24.90
流动资产合计	3,464.87	3,894.79	5,395.52	6,229.62	6,980.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	17.95	147.25	226.05	299.18	355.90
在建工程	163.66	149.73	125.84	123.50	104.10
无形资产	65.07	83.71	81.38	79.05	76.72
其他	24.06	29.50	27.55	23.97	24.49
非流动资产合计	270.75	410.19	460.82	525.70	561.21
资产总计	3,735.62	4,304.98	5,856.34	6,755.33	7,541.49
短期借款	559.89	681.12	120.00	120.00	120.00
应付账款	1,684.75	2,029.14	2,207.16	2,880.65	3,162.49
其他	193.47	172.17	268.30	211.03	363.04
流动负债合计	2,438.11	2,882.42	2,595.45	3,211.68	3,645.53
长期借款	74.74	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	48.85	61.92	46.40	52.39	53.57
非流动负债合计	123.59	61.92	46.40	52.39	53.57
负债合计	2,561.70	2,944.35	2,641.85	3,264.07	3,699.10
少数股东权益	18.28	31.49	43.34	63.81	90.62
股本	112.50	112.50	142.35	142.35	142.35
资本公积	593.87	593.87	2,189.30	2,189.30	2,189.30
留存收益	1,043.15	1,216.65	3,028.80	3,285.10	3,609.42
其他	(593.87)	(593.87)	(2,189.30)	(2,189.30)	(2,189.30)
股东权益合计	1,173.92	1,360.64	3,214.49	3,491.25	3,842.39
负债和股东权益总	3,735.62	4,304.98	5,856.34	6,755.33	7,541.49

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	177.27	226.24	313.02	399.68	486.39
折旧摊销	7.97	12.99	7.42	11.54	15.01
财务费用	47.70	35.01	(4.44)	(24.00)	(21.89)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(328.76)	(374.75)	(120.04)	(535.81)	(230.61)
其它	(36.60)	(6.74)	13.17	22.74	29.79
经营活动现金流	(132.42)	(107.25)	209.12	(125.86)	278.69
资本支出	97.06	130.36	75.53	74.01	48.82
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(217.93)	(261.22)	(135.53)	(154.01)	(98.82)
投资活动现金流	(120.87)	(130.85)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	634.63	681.12	120.00	120.00	120.00
股权融资	478.91	(33.87)	1,629.72	24.00	21.89
其他	(636.37)	(569.39)	(778.73)	(265.66)	(285.04)
筹资活动现金流	477.18	77.86	970.99	(121.66)	(143.15)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	223.89	(160.24)	1,120.11	(327.51)	85.54

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,655.35	6,507.66	7,544.86	9,055.41	10,829.28
营业成本	5,154.70	5,942.88	6,865.06	8,224.80	9,819.45
营业税金及附加	7.90	10.79	11.90	13.98	17.26
营业费用	116.25	132.90	150.90	181.11	216.59
管理费用	97.22	112.89	127.51	152.13	181.93
财务费用	50.93	33.87	(4.44)	(24.00)	(21.89)
资产减值损失	8.14	10.44	9.29	9.87	9.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(0.00)	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	220.21	263.88	384.65	497.53	606.37
营业外收入	1.73	7.36	4.07	4.39	5.27
营业外支出	6.71	3.18	4.97	4.95	4.37
利润总额	215.24	268.06	383.75	496.97	607.27
所得税	37.97	41.82	57.56	74.55	91.09
净利润	177.27	226.24	326.19	422.42	516.18
少数股东损益	7.48	17.86	13.17	22.74	29.79
归属于母公司净利润	169.80	208.38	313.02	399.68	486.39
每股收益(元)	1.19	1.46	2.20	2.81	3.42

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	24.35%	15.07%	15.94%	20.02%	19.59%
营业利润	18.42%	19.83%	45.77%	29.35%	21.88%
归属于母公司净利润	13.64%	22.72%	50.22%	27.69%	21.69%
获利能力					
毛利率	8.85%	8.68%	9.01%	9.17%	9.32%
净利率	3.00%	3.20%	4.15%	4.41%	4.49%
ROE	14.69%	15.68%	9.87%	11.66%	12.96%
ROIC	54.28%	29.49%	25.08%	27.51%	23.99%
偿债能力					
资产负债率	68.57%	68.39%	45.11%	48.32%	49.05%
净负债率	79.50%	73.11%	47.89%	19.42%	42.36%
流动比率	1.42	1.35	2.08	1.94	1.91
速动比率	1.17	1.12	1.78	1.64	1.61
营运能力					
应收账款周转率	3.52	3.07	2.98	2.90	2.81
存货周转率	10.66	10.29	10.50	10.43	10.49
总资产周转率	1.76	1.62	1.49	1.44	1.51
每股指标(元)					
每股收益	1.19	1.46	2.20	2.81	3.42
每股经营现金流	-0.93	-0.75	1.47	-0.88	1.96
每股净资产	8.12	9.34	22.28	24.08	26.36
估值比率					
市盈率	66.52	54.21	36.09	28.26	23.22
市净率	9.77	8.50	3.56	3.30	3.01
EV/EBITDA	19.79	33.52	24.73	20.49	16.48
EV/EBIT	20.21	34.58	25.22	20.99	16.90

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com