

天广中茂 (002509)

证券研究报告

2017年03月27日

微生物技术光芒闪耀!业绩有望2年翻两倍

公司介绍: 微生物技术领导者, 园林与菌菇业务双轮驱动

公司是微生物技术领域的领军者, 2015年11月公司通过发行股份的方式收购中茂园林及中茂生物100%股权, 未来可能会剥离消防业务, 将来形成园林绿化与生态修复、食用菌两大新主业双轮驱动。同时, 在2017年3月, 公司又计划通过外延并购方式收购神农菇业、裕灌农业以壮大菌菇板块。

园林业务: 百亿优质订单不断落地, 且生态修复技术潜力巨大

2011年, 中茂园林开始尝试开拓生态修复绿化业务, 经过多年的研究已经形成了一套较为成熟的生态修复绿化技术, 这将成为中茂园林未来的重点发展方向和新的利润增长点。随着技术提升与开发, 业务订单大幅增加, 公司目前在手优质订单60亿, 整体园林工程订单达100亿, 具备长期的盈利能力和增长保证; 生态修复技术的利润率能达到35%左右。不考虑外延, 我们预测中茂园林16-18年净利润分别为1.8/4.8/7亿元。长期来看, 若完成60亿订单, 利润率能达到25%以上, 有15亿元利润。

菌菇业务: 外延并购持续落地, 规模正倍数扩张

菌菇板块是公司微生物技术领域另一重大应用, 不仅包括已经完成收购的中茂生物, 还有尚处收购之中的神农菇业、裕灌农业两家公司, 未来还可能继续围绕这一领域开展外延并购。不考虑尚处收购中的两公司, 预计公司菌菇板块16-18年净利润分别为1.5/2/2.5亿元, 17-18年增速分别为33%、25%。考虑后两家新收购公司, 预计公司菌菇板块17-18年净利润分别为3.7/5亿元。

投资建议: 园林与菌菇业务双轮驱动, 且外延持续落地, 目标价20元, 58%空间

我们认为公司属于微生物技术领域的领导者, 从园林绿化与生态修复、食用菌两大领域着手, 推动公司迎来新一轮成长, 且外延并购持续落地。不考虑外延, 预计公司16-18年EPS分别为0.28/0.50/0.67元, 对应PE分别为46/25/19倍(如果考虑本次收购, 且不算配套资金增发股份, 预计公司16-18年EPS分别为0.24/0.54/0.73元, 对应PE分别为52/24/17倍)。考虑到公司尚处扩张发展初期, 且外延并购持续推进, 未来几年复合增速超50%, 给予公司18年30倍估值(暂未考虑外延), 目标市值315亿元, 12个月目标价20元, 58%空间。

风险提示: 食品安全问题, 工程款回收风险。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	693.73	691.82	2,460.10	4,305.17	5,725.88
增长率(%)	21.20	(0.28)	255.60	75.00	33.00
EBITDA(百万元)	157.44	140.04	516.76	966.22	1,280.32
净利润(百万元)	120.25	105.24	431.15	779.72	1,049.26
增长率(%)	32.03	(12.48)	309.68	80.84	34.57
EPS(元/股)	0.08	0.07	0.28	0.50	0.67
市盈率(P/E)	164.27	187.69	45.81	25.33	18.83
市净率(P/B)	13.17	4.82	3.76	3.39	3.01
市销率(P/S)	28.47	28.55	8.03	4.59	3.45
EV/EBITDA	32.99	102.78	36.66	21.71	14.22

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	12.68元
目标价格	20元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,557.81
流通A股股本(百万股)	838.94
A股总市值(百万元)	19,753.00
流通A股市值(百万元)	10,637.79
每股净资产(元)	2.78
资产负债率(%)	28.00
一年内最高/最低(元)	20.30/8.03

作者

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

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号: S1110517010004
zourunfang@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

内容目录

1. 微生物技术领导者，助推公司再起航.....	3
2. 园林业务：百亿优质订单不断落地，且生态修复技术潜力巨大.....	4
3. 菌菇业务：内生+外延双轮驱动，实现超越行业高增长.....	4
3.1. 中茂生物：立足华南市场，主打金针菇等产品.....	4
3.2. 神农菇业：立足福建市场，主打海鲜菇等产品.....	5
3.3. 裕灌农业：立足江苏市场，主打双孢菇等产品.....	6
4. 投资分析：微生物技术领导者，目标价 20 元，58%空间.....	7
5. 附录：团队介绍.....	8

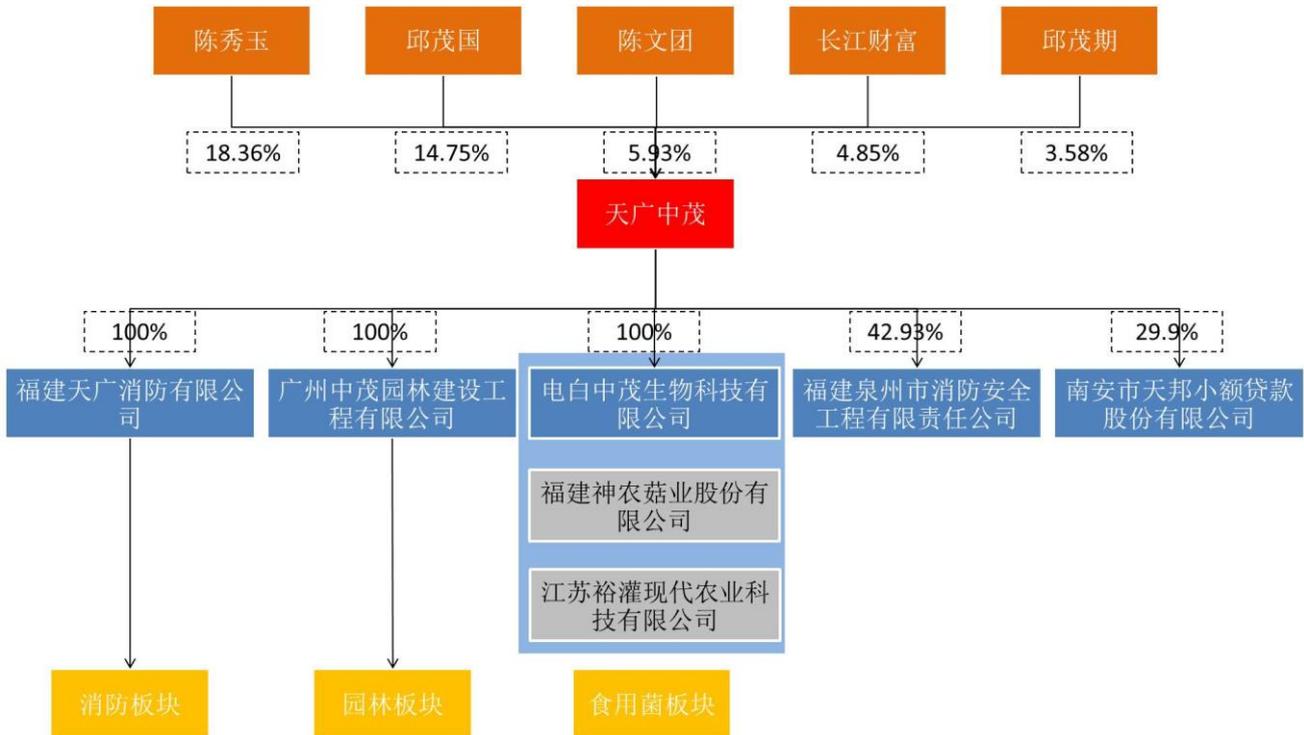
图表目录

图 1：天广中茂股权结构及其主要业务结构示意图.....	3
图 2：2007-2016 年天广中茂收入与净利润（亿元）.....	3
图 3：2013-2015H1 中茂园林收入与净利润（百万元）.....	4
图 4：2013-2015H1 中茂园林园林工程施工业务收入结构.....	4
图 5：2013-2015H1 中茂生物收入与净利润（万元）.....	5
图 6：2013-2015H1 中茂生物各项业务收入占比.....	5
图 7：2008-2017 年浙江绍兴金针菇均价（元/公斤）.....	5
图 8：2008-2017 年北京新发地杏鲍菇均价（元/公斤）.....	5
图 9：2014-2016 年三季度神农菇业收入与毛利率水平（亿元）.....	6
图 10：2014-2016 三季度神农菇业海鲜菇收入与单价.....	6
图 11：2014-2016 三季度神农菇业海鲜菇销量（万吨）.....	6
图 12：2014-2016 年三季度裕灌农业收入与净利润（万元）.....	7

1. 微生物技术领导者，助推公司再起航

公司是微生物技术领域的领军者，2015年11月公司通过发行股份的方式收购中茂园林及中茂生物100%股权，未来可能会剥离消防业务，将来形成园林绿化与生态修复、食用菌两大新主业双轮驱动。2017年3月，公司又计划通过外延并购方式收购神农菇业、裕灌农业以壮大菌菇板块。

图 1：天广中茂股权结构及其主要业务结构示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所（神农菇业、裕灌农业尚处于收购之中）

2016年，公司收入24.6亿元，同比增长256%；净利润4.3亿元，同比增长310%，主要是因为收购的中茂园林、中茂生物并表所致。2015年，公司全年收入也只有7亿元，净利润1.1亿元。不考虑外延，我们预计公司17-18年净利润可以达到7.8/10.5亿元，同比增速分别为81%、35%。

图 2：2007-2016 年天广中茂收入与净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 园林业务：百亿优质订单不断落地，且生态修复技术潜力巨大

中茂园林自 2003 年开始从事园林景观工程相关业务，通过不断深化扩展，已成为一家集园林景观设计、工程施工、绿化养护、苗木生产和生态修复为一体的综合性园林公司。中茂园林业务主要涵盖市政景观工程、房地产景观工程及生态景观恢复工程。其中，园林工程施工业务收入占中茂园林总收入的 97%以上，是中茂园林的核心业务。

2011 年，中茂园林开始尝试开拓生态修复绿化业务，经过多年的研究已经形成了一套较为成熟的生态修复绿化技术，这将成为中茂园林未来的重点发展方向和新的利润增长点。随着技术提升与开发，业务订单大幅增加，公司目前在手优质订单 60 亿，整体园林工程订单达 100 亿，具备长期的盈利能力和增长保证；生态修复技术的利润率能达到 35%左右。中茂园林承诺 15-18 年扣非后归母净利润分别不低于 1.45/1.8/2.2 亿元。

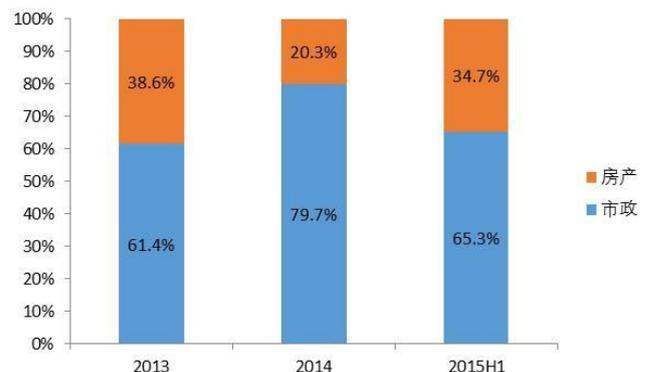
不考虑外延，我们预测中茂园林 16-18 年净利润分别为 1.8/4.8/7 亿元。长期来看，若完成 60 亿订单，利润率能达到 25%以上，有 15 亿元利润。

图 3：2013-2015H1 中茂园林收入与净利润（百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2013-2015H1 中茂园林园林工程施工业务收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 菌菇业务：内生+外延双轮驱动，实现超越行业高增长

目前，公司菌菇板块包括已经完成收购的中茂生物，以及尚处收购之中的神农菇业、裕灌农业两家公司，未来还可能会继续围绕这一领域开展外延并购。不考虑尚处收购中的两家公司，预计公司菌菇板块 16-18 年净利润分别为 1.5/2/2.5 亿元，17-18 年增速分别为 33%、25%。考虑后两家新收购公司，预计公司菌菇板块 17-18 年净利润分别为 3.7/5 亿元。

3.1. 中茂生物：立足华南市场，主打金针菇等产品

电白中茂生物科技有限公司是公司菌菇业务主要运营平台，主要产品包括金针菇、杏鲍菇、海鲜菇、蟹味菇等食用菌产品，在同类企业中成本控制优势明显。主要产品金针菇菇帽均匀、菇体洁白度高、菇条较粗，食用起来口感甜脆，具有较强的市场竞争力。未来几年，通过自建生产基地或者外延扩张，将大幅提高产能，实现超越行业高增长。并且，中茂园林承诺 15-18 年扣非后归母净利润分别不低于 0.8/1.5/1.8/2 亿元。

2014 年，中茂生物收入 1.2 亿元，净利润 3982 万元。其中，金针菇和杏鲍菇是最大的两个品类，分别占总收入的 77%、21%。此外，公司还有海鲜菇、蟹味菇、白玉菇等产品，正通过小批量试产向根据市场需求调节生产模式转化。

图 5：2013-2015H1 中茂生物收入与净利润（万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

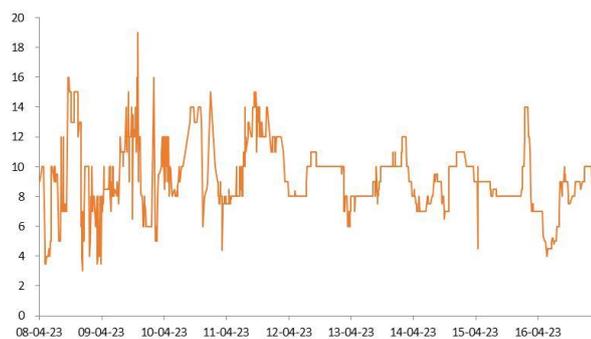
图 6：2013-2015H1 中茂生物各项业务收入占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

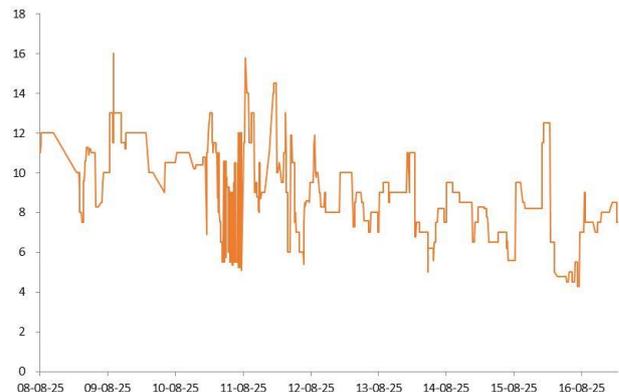
价格方面，参考浙江绍兴，北京新发地等数据，今年初至今金针菇与杏鲍菇均维持在相对稳定位置。

图 7：2008-2017 年浙江绍兴金针菇均价（元/公斤）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：2008-2017 年北京新发地杏鲍菇均价（元/公斤）



资料来源：wind、天风证券研究所

中茂生物现有两个生产基地地处华南，分别位于广东佛山市和茂名市，未来将通过内生与外延方式推动产能大幅扩增，实现超越行业加速增长。一方面，公司新品海鲜菇、蟹味菇和白玉菇等实现由前期的小批量试产转为依据市场需求情况的常态化生产，公司也积极推动中茂生物食用菌北方生产基地的选址和可行性研究工作。

3.2. 神农菇业：立足福建市场，主打海鲜菇等产品

福建神农菇业股份有限公司成立于 2003 年 6 月，拥有 2 家全资子公司兆丰生物、神农食品。神农菇业主要从事食用菌的研发、工厂化种植与销售，主要产品为海鲜菇（占总收入的 98%）。并且，神农菇业承诺 17-20 年净利润分别为 0.73/0.97/1.36/1.7 亿元，18-20 年 34%、39%、25%。

海鲜菇是一种具有营养价值和药用价值的珍稀食用菌。海鲜菇颜色天然洁白，口感细腻，质地脆嫩，味道鲜美，因其富含氨基酸、谷氨酸，有天然的海鲜味，因而得名海鲜菇，又名玉蕈，有“香在松茸，味在玉蕈”之说。海鲜菇富含维生素和 17 种氨基酸，其中赖氨酸、精氨酸含量显著高于其他菇类；还含有数种多糖体，有清除人体自由基的作用。因此常食海鲜菇具有提高人体的免疫力、降低血压等多种保健功能。

2016 年 Q1-3，神农菇业收入 1.5 亿元，净利润 1030 万元。其中，海鲜菇收入 1.4 亿元，销量 1.87 万吨，单价降至 7700 元/吨。但是，公司生产效率提升，成本控制得当，近三年毛利率呈现稳步提升趋势，已从 2014 年的 17% 提升至 2016 年前三季度的 24%。虽然过去几年海鲜菇价格出现下滑，但是我们认为公司通过产品提升以及成本控制，盈利能力能够

保持下相对稳定。

图 9：2014-2016 年三季度神农菇业收入与毛利率水平（亿元）



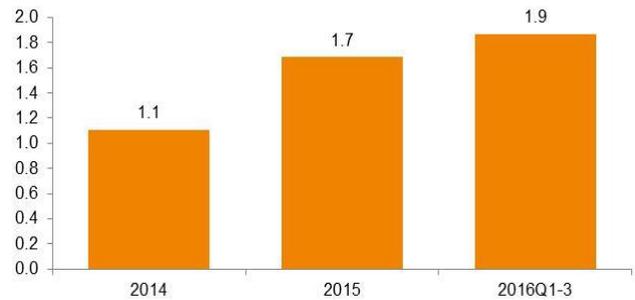
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2014-2016 三季度神农菇业海鲜菇收入与单价



资料来源：公司公告、天风证券研究所（收入：亿元，单价：元/吨）

图 11：2014-2016 三季度神农菇业海鲜菇销量（万吨）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.3. 裕灌农业：立足江苏市场，主打双孢菇等产品

裕灌农业成立于 2010 年 10 月，主要从事食用菌的研发、工厂化种植与销售，主要产品为双孢菇（占裕灌农业收入的 99%）。裕灌农业旗下有两家全资子公司，分别是江苏裕灌食品工业有限公司、江苏裕灌进出口贸易有限公司。同时，裕灌农业承诺 17-20 年净利润分别为 1.0/1.5/2.2/2.7 亿元，18-20 年同比增速分别为 54%、45%、24%。

其中，双孢菇是最常见的食用菌种之一，肉质肥厚，担子上有两个担孢子，所以称为双孢蘑菇，简称双孢菇。双孢菇的菌肉肥嫩，并含有较多的甘露糖、海藻糖及各种氨基酸类物质，所以味道鲜美，营养丰富。由于它的营养比一般蔬菜高，所以有“植物肉”之称。

2016 年 Q1-3，公司收入 1.7 亿元，净利润 1773 万元。随着公司 2015 年开始投产，收入与利润均出现大幅增长，从 2015 年到 2016 年前三季度，毛利率从 26%提升至 42%；同期，销量由 1.2 万吨提升至 1.7 万吨，且价格处于相对稳定水平。未来公司产能逐渐释放，将能获得持续高增长。

图 12：2014-2016 年三季度裕灏农业收入与净利润（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 投资分析：微生物技术领导者，目标价 20 元，58%空间

我们认为公司属于微生物技术领域的领导者，从园林绿化与生态修复、食用菌两大领域着手，推动公司迎来新一轮成长。园林业务方面，公司目前在手优质订单 60 亿，整体园林工程订单达 100 亿，具备长期的盈利能力和增长保证。而且经过多年的研究已经形成了一套较为成熟的生态修复绿化技术，利润率能够达到 35%左右，未来有望成为中茂园林未来的重点发展方向和新的利润增长点。预计公司园林业务 16-18 年贡献业绩 1.8/4.8/7 亿元。长期来看，若完成 60 亿订单，利润率能达到 25%以上，有 15 亿元利润。菌菇业务方面，相比较于同行不仅成本控制有优势，而且产品质量稳定，消费反馈好。未来几年，通过自建生产基地或者外延扩张，将大幅提高产能，实现超越行业高增长。不考虑外延，预计菌菇类业务 16-18 年贡献业绩 1.5/2/2.5 亿元。

整体来看，不考虑外延，预计公司 16-18 年净利润分别为 4.3/7.8/10.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.28/0.50/0.67 元，对应 PE 分别为 46/25/19 倍。如果考虑本次收购，且不算配套资金增发股份，预计公司 16-18 年净利润分别为 4.3/9.5/13 亿元，对应 EPS 分别为 0.24/0.54/0.73 元，对应 PE 分别为 52/24/17 倍。考虑到公司尚处扩张发展初期，且外延并购持续推进，给予公司 18 年 30 倍估值（暂未考虑外延），目标市值 315 亿元，12 个月目标价 20 元，58%空间。

5. 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)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	593.43	619.12	788.68	344.41	1,512.88
应收账款	314.81	732.18	1,447.73	2,734.25	2,827.78
预付账款	51.42	39.68	416.12	275.50	624.63
存货	71.63	1,222.27	662.13	3,426.15	1,060.66
其他	112.83	37.57	176.29	185.54	255.72
流动资产合计	1,144.13	2,650.83	3,490.94	6,965.86	6,281.67
长期股权投资	150.03	165.18	165.18	165.18	165.18
固定资产	283.21	549.08	625.03	690.59	736.93
在建工程	127.53	176.93	142.16	133.29	109.98
无形资产	102.07	196.97	192.91	188.86	184.81
其他	12.81	1,368.93	1,330.05	1,335.24	1,343.57
非流动资产合计	675.65	2,457.09	2,455.34	2,513.17	2,540.46
资产总计	1,819.78	5,107.91	5,946.28	9,479.03	8,822.13
短期借款	192.64	207.00	0.00	1,319.25	0.00
应付账款	68.03	613.30	457.90	1,836.26	1,871.86
其他	47.48	153.27	214.41	213.41	367.07
流动负债合计	308.16	973.56	672.31	3,368.92	2,238.94
长期借款	0.00	12.23	0.00	270.56	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.54	15.94	7.83	9.43	11.07
非流动负债合计	4.54	28.17	7.83	279.99	11.07
负债合计	312.70	1,001.73	680.14	3,648.91	2,250.00
少数股东权益	7.53	7.23	6.73	5.52	3.53
股本	456.44	708.09	1,557.81	1,557.81	1,557.81
资本公积	598.08	2,865.22	2,865.22	2,865.22	2,865.22
留存收益	1,038.10	3,383.10	3,701.61	4,266.79	5,010.78
其他	(593.06)	(2,857.46)	(2,865.22)	(2,865.22)	(2,865.22)
股东权益合计	1,507.08	4,106.18	5,266.15	5,830.12	6,572.13
负债和股东权益总	1,819.78	5,107.91	5,946.28	9,479.03	8,822.13

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	120.18	104.93	431.15	779.72	1,049.26
折旧摊销	19.12	23.03	22.96	27.40	31.07
财务费用	4.57	4.15	(6.37)	25.02	19.34
投资损失	(15.76)	(22.80)	(14.40)	(14.40)	(14.40)
营运资金变动	(225.15)	34.37	(718.60)	(2,548.18)	2,031.84
其它	81.81	(73.65)	(0.50)	(1.21)	(1.98)
经营活动现金流	(15.22)	70.04	(285.77)	(1,731.66)	3,115.12
资本支出	220.86	1,733.13	68.11	78.39	48.37
长期投资	101.44	15.15	0.00	0.00	0.00
其他	(817.45)	(1,774.02)	(114.04)	(143.78)	(83.99)
投资活动现金流	(495.14)	(25.73)	(45.93)	(65.39)	(35.62)
债权融资	192.64	242.04	7.60	1,599.94	13.52
股权融资	490.90	2,522.18	848.33	(25.02)	(19.34)
其他	(22.74)	(2,841.45)	(354.68)	(222.14)	(1,905.21)
筹资活动现金流	660.81	(77.23)	501.26	1,352.78	(1,911.03)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	150.44	(32.93)	169.56	(444.27)	1,168.47

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	693.73	691.82	2,460.10	4,305.17	5,725.88
营业成本	472.48	467.13	1,722.07	2,970.57	3,899.32
营业税金及附加	6.96	7.12	23.72	43.00	57.11
营业费用	17.35	20.75	76.02	120.54	176.93
管理费用	59.12	84.42	147.61	232.48	343.55
财务费用	0.99	(0.64)	(6.37)	25.02	19.34
资产减值损失	14.32	16.89	11.29	14.17	14.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.76	22.80	14.40	14.40	14.40
其他	(31.51)	(45.60)	(28.81)	(28.81)	(28.81)
营业利润	138.26	118.95	500.18	913.79	1,229.92
营业外收入	2.06	2.66	2.15	2.29	2.36
营业外支出	0.19	0.20	0.18	0.19	0.19
利润总额	140.13	121.41	502.14	915.89	1,232.09
所得税	19.95	16.48	71.49	137.38	184.81
净利润	120.18	104.93	430.65	778.51	1,047.28
少数股东损益	(0.06)	(0.31)	(0.50)	(1.21)	(1.98)
归属于母公司净利润	120.25	105.24	431.15	779.72	1,049.26
每股收益(元)	0.08	0.07	0.28	0.50	0.67

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	21.20%	-0.28%	255.60%	75.00%	33.00%
营业利润	32.21%	-13.97%	320.50%	82.69%	34.60%
归属于母公司净利润	32.03%	-12.48%	309.68%	80.84%	34.57%
获利能力					
毛利率	31.89%	32.48%	30.00%	31.00%	31.90%
净利率	17.33%	15.21%	17.53%	18.11%	18.32%
ROE	8.02%	2.57%	8.20%	13.39%	15.97%
ROIC	17.99%	9.35%	11.58%	17.92%	15.07%
偿债能力					
资产负债率	17.18%	19.61%	11.44%	38.49%	25.50%
净负债率	-9.10%	-11.53%	2.67%	-1.99%	25.94%
流动比率	3.71	2.72	5.19	2.07	2.81
速动比率	3.48	1.47	4.21	1.05	2.33
营运能力					
应收账款周转率	2.94	1.32	2.26	2.06	2.06
存货周转率	11.10	1.07	2.61	2.11	2.55
总资产周转率	0.49	0.20	0.45	0.56	0.63
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.07	0.28	0.50	0.67
每股经营现金流	-0.01	0.04	-0.18	-1.11	2.00
每股净资产	0.96	2.63	3.38	3.74	4.22
估值比率					
市盈率	164.27	187.69	45.81	25.33	18.83
市净率	13.17	4.82	3.76	3.39	3.01
EV/EBITDA	32.99	102.78	36.66	21.71	14.22
EV/EBIT	37.30	121.65	38.37	22.34	14.58

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