

杉杉股份 (600884)

证券研究报告

2017年03月29日

正极业务爆发，锂电材料巨头腾飞在即

正极材料规模优势、技术优势、渠道优势齐备

2016年正极材料出货量1.9万吨，出货规模全球第一，今年出货量有望达到3万吨，规模优势显著。正极材料方面，公司已建成2000吨622产能，5000吨811产能也已经开工建设；钴酸锂方面，公司是国内唯一一家可以量产高电压钴酸锂的企业，其中，4.45V钴酸锂通过ATL应用于苹果手机。客户方面，公司拥有包括ATL、CATL、SONY、BYD、LG、国轩高科、力神等国内外电池业巨头在内的优质客户，并成功进入了奔驰、宝马、苹果（通过ATL）、三星、华为等品牌的上游供应链。优质的客户资源造就了公司巨大的渠道优势，为公司的市场开拓打下了良好的基础。

受益钴价上涨，公司正极材料吨毛利大幅提升

公司三元正极材料主要原材料为硫酸钴，钴酸锂正极材料主要原材料为四氧化三钴。从我们监测的数据显示，年初以来，由于钴金属涨价，硫酸钴和四氧化三钴价格均大幅上涨，年初至今涨幅分别为86%和105%。以材料分子式换算，1吨钴酸锂需要0.82吨四氧化三钴，1吨三元NCM523需要0.582吨硫酸钴，1吨三元NCM111需要0.967吨硫酸钴。根据我们的测算，除NCM111价格涨幅与成本涨幅持平，NCM523和钴酸锂价格涨幅均高于成本涨幅，吨毛利涨幅分别为1.99万元和1.35万元，单位盈利弹性显著增加。

名副其实的锂电材料龙头

公司正极材料出货规模全球第一；目前负极材料产能2.5万吨，新增3.5万吨产能正在建设中，出货规模国内第二、人造石墨领域国内第一，世界第二；电解液产能约1.5万吨，出货规模国内前五；2016年10月，公司以现金1.32亿元增资入股浙江巨化凯蓝新材料有限公司，增资完成后持股60.95%，巨化凯蓝拥有2万吨电解液和2000吨六氟磷酸锂产能，其六氟磷酸锂均供应公司电解液生产，通过产业链优势提高毛利率，且可以部分抵御上游材料价格上涨所带来的风险，电解液的盈利能力预计将大幅提升。

盈利预测与估值

公司作为国内锂电正极材料龙头企业，短期显著受益钴涨价，另外按最新收盘价，公司持有的宁波银行市值约28亿元，同时公司持有稠州银行24,726万股，账面价值10.7亿元，扣除这两部分，公司当前市值仅130亿元左右。我们预计公司2016-2018年可实现净利润2.83亿元、6.96亿元和8.89亿元，当前股价对应PE分别为62.6/25.5/19.9倍，维持“买入”评级。

风险提示：金属钴及钴盐价格转为下跌；产能扩张低于预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,658.99	4,302.30	5,427.35	9,201.64	11,463.40
增长率(%)	(9.61)	17.58	26.15	69.54	24.58
EBITDA(百万元)	604.50	968.20	485.73	970.21	1,190.28
净利润(百万元)	348.42	664.81	283.32	696.06	888.95
增长率(%)	89.58	90.81	(57.38)	145.68	27.71
EPS(元/股)	0.31	0.59	0.25	0.62	0.79
市盈率(P/E)	50.88	26.67	62.57	25.47	19.94
市净率(P/B)	4.18	3.69	4.36	3.79	3.26
市销率(P/S)	4.85	4.12	3.27	1.93	1.55
EV/EBITDA	8.66	15.12	36.98	19.24	15.09

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	综合/综合
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.99元
目标价格	23.1元
上次目标价	23.1元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,122.76
流通A股股本(百万股)	821.72
A股总市值(百万元)	17,953.01
流通A股市值(百万元)	13,139.25
每股净资产(元)	7.50
资产负债率(%)	36.43
一年内最高/最低(元)	39.70/12.13

作者

李恩国	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010001	
lienguo@tfzq.com	
杨藻	联系人
yangzao@tfzq.com	
吴用	联系人
wuyong@tfzq.com	
李丹丹	联系人
lidandan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

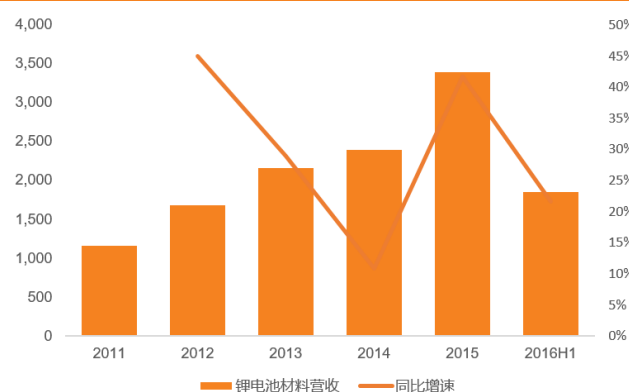
- 《杉杉股份-公司点评：“钴”涨价链条上的锂电正极材料龙头》2017-03-14
- 《杉杉股份-半年报点评：锂电材料龙头，中报扣非净利润同比增137%》2016-08-21

1. 名副其实的全球锂电材料巨头

杉杉股份成立于 1992 年，是中国服装行业第一家上市公司。自 1999 年启动业务转型，目前已经成为全球第一大锂电池材料综合供应商，完成了从服装到新能源产业的转型。

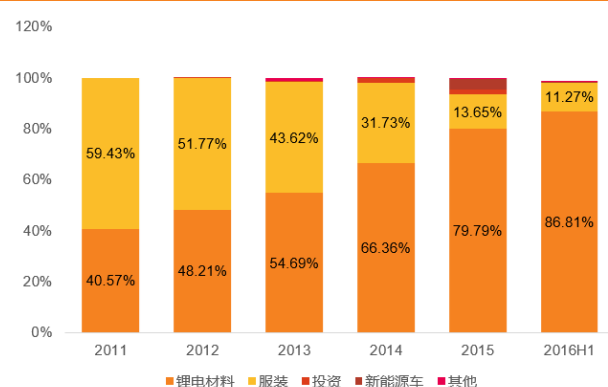
公司覆盖了电芯四大关键材料中的正极材料、负极材料和电解液三个部分，并且都规模领先。公司正极材料出货规模全球第一；负极产品中，中间相系列、人造石墨系列、天然石墨系列、综合型系列等四大系列成熟产品，出货规模国内第二、人造石墨领域国内第一，世界第二；电解液的各种规格型号锂离子电池电解液，出货规模国内前五。公司目前已经形成正极、负极、电解液三大业务协同发展、齐头并进的经营格局。

图 1：锂电材料业务营收快速增长（百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：锂电材料业务营收占比持续扩大



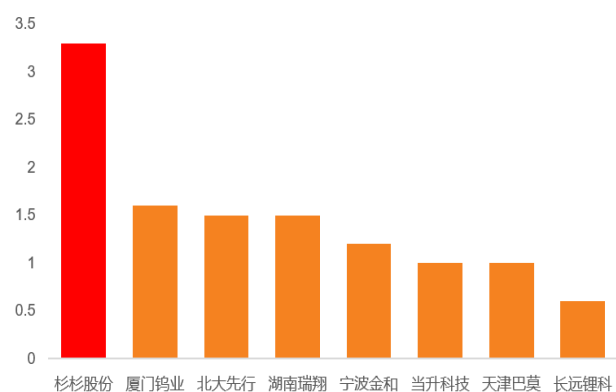
资料来源：wind，天风证券研究所

1.1. 正极材料龙头显著受益钴涨价，弹性最为显著

杉杉股份下属湖南杉杉新能源有限公司成立于 2003 年，专门从事锂电池正极材料的产业化生产，产品包括钴酸锂、NCM 和锰酸锂，其中，钴酸锂和 NCM 产品销售是公司的主要收入及利润来源，产品主要运用于各类数码产品、电动工具、储能、新能源汽车用锂电池电芯。

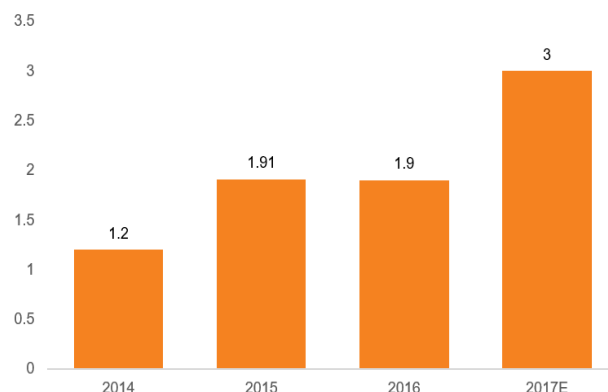
规模优势：公司现有正极材料产能 3.3 万吨（钴酸锂和三元占比分别为 64%和 36%），包括长沙麓谷基地 1.2 万吨钴酸锂，宁乡基地一期 1.6 万吨钴酸锂和三元以及宁夏石嘴山 5000 吨三元，预计 2017 年宁乡基地二期将新增 1 万吨三元产能，年底前产能将达到 4.3 万吨。2016 年公司正极材料出货量 1.9 万吨，国内排名第一，今年出货量有望达到 3 万吨。

图 3：2016 年主要正极材料企业产能（万吨）



资料来源：中国电池网，天风证券研究所

图 4：杉杉股份正极材料出货量（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

技术优势: 近几年杉杉股份在 3C 产品锂电池的正极材料方面, 引入高压实密度和高电压, 包括 4.35 伏、4.4 伏、4.45 伏, 是国内唯一一家可以量产高电压钴酸锂的企业, 其中, **4.45V 钴酸锂通过 ATL 应用于苹果手机**。三元材料方面, 公司当前具备 2000 吨 NCM622 产能, 年产 5000 吨 NCM811 交钥匙工程产线建设近期在宁夏石嘴山基地全面启动, 产线设计及厂房基础已经完成, 设备已经开始定购, 预计 2018 年上半年可实现投产。

渠道优势: 公司与多个锂电池行业巨头建立了长期稳定的合作关系, 共同开发定制化产品。下游客户为了保证原材料质量的稳定性, 不会轻易更换供应商, 粘性较强。公司拥有包括 **ATL、CATL、SONY、BYD、LG、国轩高科、力神等国内外电池业巨头在内的优质客户**, 并成功进入了**奔驰、宝马、苹果(通过 ATL)、三星、华为等品牌**的上游供应链。优质的客户资源造就了公司巨大的渠道优势, 为公司的市场开拓打下了良好的基础。

受益钴涨价, 正极材料吨毛利大幅提升。公司三元正极材料主要原材料为硫酸钴, 钴酸锂正极材料主要原材料为四氧化三钴。从我们监测的数据显示, 年初以来, 由于钴金属涨价, 硫酸钴和四氧化三钴价格均大幅上涨, 年初至今涨幅分别为 86%和 105%。**以材料分子式换算, 1 吨钴酸锂需要 0.82 吨四氧化三钴, 1 吨三元 NCM523 需要 0.582 吨硫酸钴, 1 吨三元 NCM111 需要 0.967 吨硫酸钴**。根据我们的测算, 除 NCM111 价格涨幅与成本涨幅持平, NCM523 和钴酸锂价格涨幅均高于成本涨幅, 吨毛利涨幅分别为 1.99 万元和 1.35 万元, 单位盈利弹性显著增加。

表 1: 仅考虑钴金属及钴盐涨价对正极材料的毛利影响

	钴	硫酸钴	四氧化三钴	NCM111	NCM523	钴酸锂
2017.1.1	27.5	5.4	19	16	14.3	23
2017.3.28	38.25	10.05	39	20.5	19	40.75
价格涨幅(万元/吨)	10.75	4.65	20	4.5	4.7	17.75
成本涨幅(万元/吨)		2.24675	7.8905	4.49655	2.7063	16.4
吨毛利涨幅(万元/吨)		2.40325	12.1095	0.00345	1.9937	1.35

资料来源: 中国物理与化学协会, 天风证券研究所

1.2. 人造石墨领域龙头, 产能快速扩张

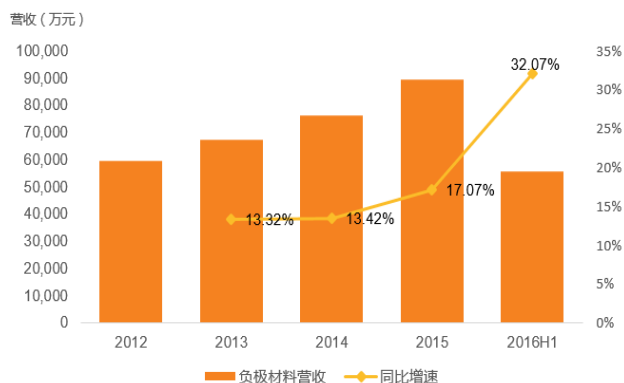
杉杉股份旗下从事锂电池负极材料生产的企业是上海杉杉科技有限公司, 负极材料业务生产基地主要在宁波、上海、郴州和宁德, **现有总产能 2.5 万吨/年, 在建产能主要有年产 3.5 万吨锂离子动力电池材料项目(拟先投产 2 万吨, 目前处设备安装阶段, 预计今年投产)和宁德年产 1 万吨负极项目(预计 2018 年投产)**。2016 年公司负极材料出货规模国内第二、人造石墨领域国内第一, 世界第二。

杉杉的负极产品种类齐全, 涵盖了中间相系列、人造石墨系列、天然石墨系列、综合型系列等四大系列成熟产品, 其中人造石墨是公司的主要产品, 占比在 80%, 市场份额达到 50% 以上, **是国内人造石墨领域绝对的龙头企业**。另外, 杉杉技术储备充足, 负极产品种类齐全, 同时积极研发新品, 2015 年, 公司大量引进技术研发人员, 新申请专利 22 项, 被授权 6 项, **负极材料多款高能量密度、高功率和快充材料已批量供货, 硅基负极材料产业化进程取得重大突破, 并已取得大客户的中试认证**。

渠道方面, 公司目前是**奔驰电动车在中国负极材料唯一的供应商, 也是宝马电动车的供应商, 且已经进入了 SDI、LG、索尼、ALT 和比亚迪的供应链**。

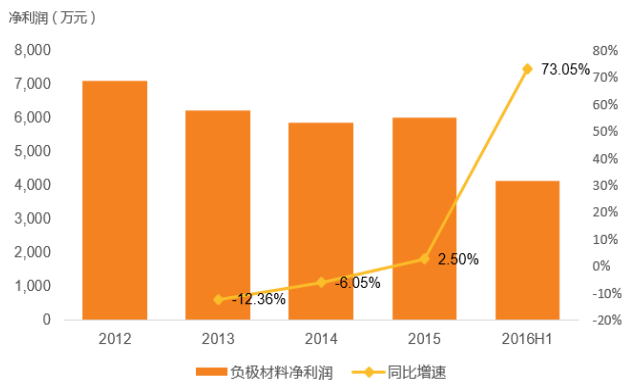
负极材料盈利能力大幅改善。2016H1, 负极公司实现营收 5.56 亿, 净利润 4,110.32 万, 分别同比上升 32.07%和 73.05%。16 年上半年, 负极产品销量大幅增加, 同时, 公司新产品放量以及采购和生产成本方面的规模优势, 使得毛利率有了较为明显的提升。考虑到公司负极材料产能及出货量将进一步增加, 规模效应突出, 同时市场地位稳固以后, 成本和销售费用率将会继续下降, 负极的盈利能力有望继续改善。

图 5：杉杉负极材料营收稳健增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：2015 年负极材料净利润实现正增长



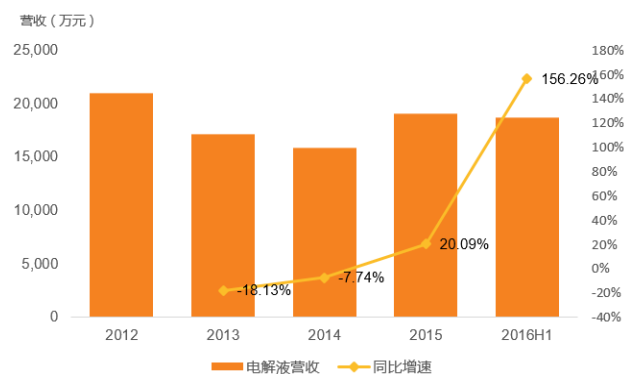
资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3. 控股巨化凯蓝，电解液实力进一步增强

公司电解液业务分布在东莞杉杉和廊坊杉杉两个子公司，目前产能 1.5 万吨，在国内市场份额排名第五，主要客户包括比亚迪、别克、ATL、力神、三星等电池公司。

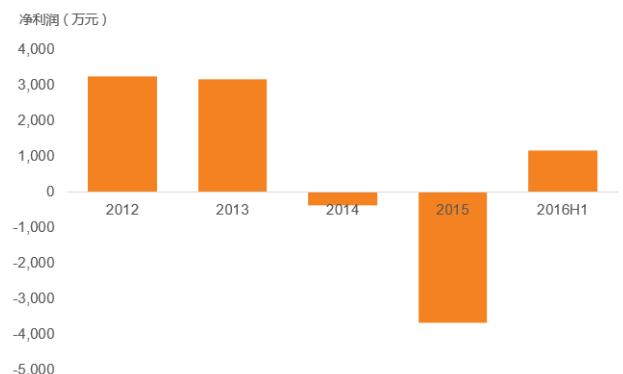
2015 年电解液亏损扩大，2016 年有望扭亏为盈。2015 年，公司电解液业务实现销售量为 5,695 吨，同比增长 50.22%，实现营收 1.9 亿，同比增长 20.09%，净利润-3,689.84 万元，较 2014 年亏损扩大。我们认为主要原因在于电解液行业竞争激烈，公司无法将上游六氟磷酸锂价格上涨传导出去导致毛利率下滑所致。随着 2016 年电解液涨价以及东莞杉杉产能爬坡，电解液业务有望扭亏为盈，另外，随着产能扩张所带来的规模效应，我们预计 2017 年电解液业务盈利将进一步扩大。

图 7：电解液业务营收增长稳定



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：2015 年电解液业务亏损扩大，2016 年有望扭亏为盈



资料来源：WIND，天风证券研究所

布局六氟磷酸锂，向上延伸电解液产业链。2016 年 10 月，杉杉股份通过全资子公司宁波甬源投资有限公司，以现金 1.32 亿元增资入股浙江巨化凯蓝新材料有限公司，增资完成后持股 60.95%，巨化凯蓝拥有 2 万吨电解液和 2000 吨六氟磷酸锂产能，其六氟磷酸锂均供应公司电解液生产，通过产业链优势提高毛利率，且可以部分抵御上游材料价格上涨所带来的风险，因此，我们预计电解液的盈利能力将大幅提升。

2. 产业链延伸，打造新能源汽车业务闭环

杉杉股份作为全球最大的锂离子电池材料综合供应商，以现有锂离子电池材料为战略支点，逐步向下游动力及储能电池系统集成、三电集成、整车验证平台、新能源汽车及车辆运营

进行整体布局，一方面向下游拓展，公司具有资源和技术上的优势，另一方面把握我国汽车产业转型，新能源汽车高速增长的良机。

2015 年，公司通过定增的方式融资 34.46 亿，其中 22.23 亿将投入新能源汽车项目，包括新能源整车、动力总成以及 LIC 的研发。公司通过对外合作成立青衫客车，布局新能源整车生产，成立宁波利维能储能系统有限公司、宁波杉杉八达动力总成有限公司和宁波杉杉运通新能源系统有限公司，开展动力电池 PACK、三电系统集成业务，另外通过成立 5 亿元新能源汽车产业股权投资基金进入新能源汽车运维市场。

■ 新能源整车

2015 年公司开始启动新能源客车和专用车整车技术研发平台及生产能力建设，联手内蒙古第一机械集团有限公司与中国兵器工业集团公司旗下的北奔重型汽车集团有限公司成立“内蒙古青衫汽车有限公司”，2015 年销售新能源汽车 200 台，实现营业收入 1.82 亿元。2016 年上半年，公司成立了全资子公司宁波杉杉汽车有限公司，主营新能源专用车的研发和制造。2016 年 4 月，宁波杉杉汽车有限公司获国家专用车生产资质。

■ 动力总成

2015 年公司引进动力电池模组与系统集成、动力总成集成团队，分别成立了宁波杉杉运通新能源系统有限公司、宁波利维能储能系统有限公司、宁波杉杉八达动力总成有限公司，开展动力电池 PACK、三电系统集成业务，目前公司已与部分主流汽车集团配合，开展同步设计，启动汽车电池系统及三电系统的设计与试制。另外，公司将建立高度自动化的柔性电池模组及系统集成生产线，一期宁波生产线产能为 15000 至 20000 套纯电动车电池系统/年，年产能为 360 至 600MWh。

■ 新能源汽车运维

2015 年公司在深圳设立新能源汽车产业股权投资基金，注册资本 5 亿元人民币，拓展充电基础设施建设、充电运维、新能源汽车租赁、新能源汽车关键零部件维修服务等业务，构建新能源汽车运营大数据平台，实现车网协同、智能互联、专业运维。

经营模式为：公司以充电桩建设为起点，逐步为客户提供充电运维服务、新能源汽车及租赁、新能源汽车数据挖掘与增值服务等。

新能源汽车运营业务主要以云杉智慧为平台，云杉智慧已在北京、上海、广州、深圳、长沙等 15 个全国主要一、二线城市成立子公司，开展充电桩建设与新能源汽车运营业务。目前，云杉智慧已布局充电桩近 3000 个，运营新能源汽车约 2000 辆。未来，公司将加快各地子公司的布局，计划建设 20 个城市公司平台，形成当地的市场开拓和技术服务能力，车桩联动，推动各公司所在地的新能源汽车的推广应用。同时，云杉智慧在传统汽车租赁及充电服务的基础上，探索新的业务模式，如：分时租赁+充电设施、智能停车管理+充电设施、充电设施+社交等。

图 9：杉杉将打造新能源产业绿色生态系统



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

公司作为国内锂电正极材料龙头企业，短期显著受益钴涨价，另外按最新收盘价，公司持有的宁波银行市值约 28 亿元，同时公司持有稠州银行 24,726 万股，账面价值 10.7 亿元，扣除这两部分，公司当前市值仅 130 亿元左右。我们预计公司 2016-2018 年可实现净利润 2.83 亿元、6.96 亿元和 8.89 亿元，当前股价对应 PE 分别为 59.4/24.2/18.9 倍，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,003.85	878.55	434.19	736.13	917.07
应收账款	1,429.73	1,728.31	1,708.33	4,050.84	3,123.94
预付账款	148.53	234.44	133.03	519.06	312.34
存货	774.55	862.38	1,329.93	2,314.21	2,185.61
其他	494.26	645.76	702.05	1,349.42	1,159.81
流动资产合计	3,850.91	4,349.44	4,307.53	8,969.67	7,698.77
长期股权投资	1,055.09	1,203.13	1,203.13	1,203.13	1,203.13
固定资产	686.72	878.44	1,010.20	1,097.19	1,144.30
在建工程	152.98	377.11	262.27	205.36	153.22
无形资产	171.67	247.21	240.79	234.37	227.95
其他	3,248.35	3,142.67	2,994.54	3,065.74	3,053.16
非流动资产合计	5,314.81	5,848.55	5,710.93	5,805.78	5,781.75
资产总计	9,165.72	10,197.98	10,018.46	14,775.45	13,480.52
短期借款	1,169.09	811.81	2,210.79	2,986.98	2,814.23
应付账款	897.97	932.15	1,087.01	2,510.56	1,839.92
其他	624.93	1,091.70	535.94	2,101.45	1,239.85
流动负债合计	2,692.00	2,835.67	3,833.73	7,598.99	5,894.00
长期借款	0.00	200.00	116.60	296.72	0.00
应付债券	1,331.45	1,334.02	1,087.27	1,250.91	1,224.07
其他	732.17	729.10	636.08	699.12	688.10
非流动负债合计	2,063.62	2,263.12	1,839.95	2,246.75	1,912.17
负债合计	4,755.61	5,098.78	5,673.68	9,845.73	7,806.17
少数股东权益	166.92	300.37	281.39	255.55	228.48
股本	410.86	410.86	1,122.77	1,122.77	1,122.77
资本公积	488.66	503.97	503.97	503.97	503.97
留存收益	2,045.57	2,692.83	2,940.62	3,551.41	4,323.11
其他	1,298.10	1,191.17	(503.97)	(503.97)	(503.97)
股东权益合计	4,410.10	5,099.20	4,344.78	4,929.72	5,674.35
负债和股东权益总	9,165.72	10,197.98	10,018.46	14,775.45	13,480.52

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	328.53	677.47	283.32	696.06	888.95
折旧摊销	88.29	78.95	49.50	56.34	61.45
财务费用	166.49	117.81	138.63	135.07	128.38
投资损失	(413.54)	(757.29)	(80.00)	(80.00)	(80.00)
营运资金变动	(684.13)	(528.90)	(828.94)	(1,365.79)	(60.93)
其它	111.13	154.00	(16.99)	(25.48)	(29.21)
经营活动现金流	(403.24)	(257.97)	(454.49)	(583.81)	908.63
资本支出	(501.24)	722.93	153.01	16.97	61.02
长期投资	(20.64)	148.03	0.00	0.00	0.00
其他	551.82	(655.88)	(59.48)	(31.82)	(45.63)
投资活动现金流	29.94	215.09	93.53	(14.85)	15.39
债权融资	2,510.54	2,345.83	3,417.99	4,539.05	4,040.89
股权融资	548.04	(187.04)	(1,120.33)	(134.09)	(127.31)
其他	(2,547.81)	(2,404.80)	(2,381.07)	(3,504.36)	(4,656.66)
筹资活动现金流	510.77	(246.00)	(83.40)	900.60	(743.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	137.48	(288.88)	(444.36)	301.94	180.94

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,658.99	4,302.30	5,427.35	9,201.64	11,463.40
营业成本	2,785.74	3,370.58	4,016.24	6,717.20	8,253.65
营业税金及附加	16.33	15.26	23.07	37.60	45.41
营业费用	262.35	253.16	366.51	570.50	687.80
管理费用	396.93	452.03	597.01	966.17	1,352.22
财务费用	155.13	111.44	138.63	135.07	128.38
资产减值损失	86.50	73.50	71.28	77.09	73.96
公允价值变动收益	(0.32)	(0.28)	2.99	0.80	(1.53)
投资净收益	413.54	757.29	80.00	80.00	80.00
其他	(826.45)	(1,514.02)	(165.98)	(161.60)	(156.94)
营业利润	369.23	783.35	297.61	778.80	1,000.45
营业外收入	18.23	43.74	30.22	30.73	34.89
营业外支出	19.97	26.70	18.01	21.56	22.09
利润总额	367.49	800.39	309.81	787.97	1,013.25
所得税	38.96	122.92	46.47	118.20	151.99
净利润	328.53	677.47	263.34	669.78	861.27
少数股东损益	(19.89)	12.65	(19.98)	(26.28)	(27.68)
归属于母公司净利润	348.42	664.81	283.32	696.06	888.95
每股收益(元)	0.31	0.59	0.25	0.62	0.79

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-9.61%	17.58%	26.15%	69.54%	24.58%
营业利润	120.93%	112.16%	-62.01%	161.69%	28.46%
归属于母公司净利润	89.58%	90.81%	-57.38%	145.68%	27.71%
获利能力					
毛利率	23.87%	21.66%	26.00%	27.00%	28.00%
净利率	9.52%	15.45%	5.22%	7.56%	7.75%
ROE	8.21%	13.85%	6.97%	14.89%	16.32%
ROIC	14.84%	28.47%	11.20%	18.07%	17.08%
偿债能力					
资产负债率	51.88%	50.00%	56.63%	66.64%	57.91%
净负债率	16.59%	24.34%	43.14%	36.95%	80.55%
流动比率	1.43	1.53	1.12	1.18	1.31
速动比率	1.14	1.23	0.78	0.88	0.94
营运能力					
应收账款周转率	2.95	2.72	3.16	3.20	3.20
存货周转率	4.41	5.26	4.95	5.05	5.10
总资产周转率	0.44	0.44	0.54	0.74	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.59	0.25	0.62	0.79
每股经营现金流	-0.36	-0.23	-0.40	-0.52	0.81
每股净资产	3.78	4.27	3.62	4.16	4.85
估值比率					
市盈率	50.88	26.67	62.57	25.47	19.94
市净率	4.18	3.69	4.36	3.79	3.26
EV/EBITDA	8.66	15.12	36.98	19.24	15.09
EV/EBIT	9.98	16.36	41.18	20.43	15.91

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