

永安药业 (002365)

证券研究报告

2017 年 05 月 11 日

小品类单寡头优势尽显，进入全面战略买入区间

供需结构失衡+价格持续处于底部，牛磺酸涨价动力强劲

预计湖北富驰受环保问题影响，限产幅度很大，供给将受到明显压制。但同时下游需求持续增加，功能性饮料，饲料等每年添加量逐渐增加。此外怪兽饮料进入中国，碳酸口味对红牛替代不多，且其牛磺酸添加比例更大，预计供给需求缺口将扩大至 30% (供给收缩 15%，需求扩大 10-15%)。牛磺酸从 14 年以后价格基本稳定在 1.5 万元/吨 (2.2 美元/KG)，但是红牛等下游产品持续涨价，牛磺酸价格长期处于底部，提价动能很大。

牛磺酸小品种+永安单寡头优势，提价容易

牛磺酸在下游客户产品中添加比例极低，属于食品添加剂中的小品种。添加比例低导致下游客户对价格不敏感，为提价提供可能。永安药业牛磺酸全球市场占比达 50%，具备单寡头优势，提价容易，不会出现行业集中度低，公司间相互抑制，提价困难的情况。

牛磺酸涨价叠加环氧乙烷涨价减亏，看好业绩持续超预期

简单测算，每吨牛磺酸提价 10% 将增厚业绩 2000 万元左右。随着 2017 年一年期订单以新的价格续签 (预计提价幅度超过 10%)，公司全年牛磺酸业绩贡献有望达到 1.6 亿元。环氧乙烷从年初一度上涨 22% 至 1.1 万元/吨，判断公司环氧乙烷业务已经开工。过去环氧乙烷每年拖累业绩 4000 万元，如今价格上涨，预计环氧乙烷业务减少亏损 1000 万元以上。

上元与公司利益一致，协力推动转型发展提速

无论是站在公司还是举牌方上元来看，双方的利益是一致的，也就是推动公司转型发展，做大做强。一方面，公司股权激励方案实施完毕，管理层获得股份，诉求增强。另一方面，上元资本持股比例已经达到 10%，我们测算其平均持股成本 24 元/股以上，相比当前股价倒挂。

投资判断：两年看两倍空间

预计牛磺酸 17 年、18 年整体价格将较 16 年提升 1.1 美元/kg 和 2.9 美元/kg，考虑环氧乙烷和健美森代理减亏，预测 17-19 年净利润达到 2.24 亿元、5.23 亿元和 7.19 亿元。考虑超快的增速，给予 18 年 25 倍估值，131 亿元目标市值，目前 44 亿元市值，两年两倍空间。

风险提示：转型发展低于预期，食品安全问题。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	555.89	549.40	1,307.57	3,164.32	4,651.55
增长率(%)	(15.57)	(1.17)	138.00	142.00	47.00
EBITDA(百万元)	75.82	126.25	277.75	621.58	851.67
净利润(百万元)	17.61	62.30	223.66	522.51	719.16
增长率(%)	(44.48)	253.71	259.02	133.62	37.64
EPS(元/股)	0.09	0.32	1.14	2.66	3.66
市盈率(P/E)	274.62	77.64	21.63	9.26	6.73
市净率(P/B)	4.34	4.12	3.58	2.72	2.01
市销率(P/S)	8.70	8.80	3.70	1.53	1.04
EV/EBITDA	52.48	36.32	16.97	7.39	4.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	23.60 元
目标价格	67 元
上次目标价	31 元

A 股总股本(百万股)	196.46
流通 A 股股本(百万股)	154.21
A 股总市值(百万元)	4,636.34
流通 A 股市值(百万元)	3,639.27
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	14.39
一年内最高/最低(元)	30.00/14.50

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《永安药业-研究简报:核心产品涨价有望推动业绩持续超预期，且外延可期》 2017-03-19
- 《永安药业-公司点评:激励方案顺利通过，各方利益一致可加速转型》 2016-12-28
- 《永安药业-季报点评:转型发展预期强烈，且牛磺酸提价空间大可带来业绩高弹性》 2016-10-27

内容目录

1. 牛磺酸的价格及其弹性——供需结构失衡+价格持续处于底部驱动牛磺酸涨价	3
1.1. 牛磺酸基础研究	3
1.2. 价格持续处于底部，供需缺口扩大，牛磺酸提价动力强劲	4
2. 小品种+单寡头优势，牛磺酸提价容易	4
3. 牛磺酸涨价叠加环氧乙烷涨价减亏，看好业绩持续超预期	5
3.1. 继续看好 17 年牛磺酸涨价带来的业绩高弹性	5
3.2. 环氧乙烷涨价减亏，利于全年业绩提高	5
4. 上元与公司利益一致，协力推动转型发展提速	6
5. 投资判断：两年看两倍空间	7

图表目录

图 1：全球牛磺酸在不同领域的应用	3
图 2：全球牛磺酸市场竞争格局	4
图 3：永安药业牛磺酸销量及价格（万吨，万元）	5
图 4：维生素 B2 价格走势（元/千克）	5
图 5：中石化华东地区环氧乙烷价格（千元/吨）	6
表 1：牛磺酸涨价对公司净利润影响的敏感性分析	5
表 2：上元资本入股公司	6

1. 牛磺酸的价格及其弹性——供需结构失衡+价格持续处于底部驱动牛磺酸涨价

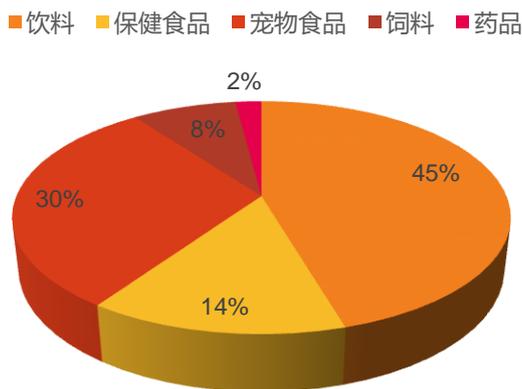
1.1. 牛磺酸基础研究

牛磺酸简介：又名牛胆酸、牛胆碱、牛胆素，是一种非蛋白类氨基酸，是人体类最重要的氨基酸之一，牛磺酸不仅存在于胆汁中，也广泛存在于所有动物的组织、细胞内，在哺乳类组织细胞中，特别是神经、肌肉和腺体中的含量较高，海洋生物含量最高。

牛磺酸功能：经研究表明，牛磺酸能促进婴幼儿大脑发育及对钙、脂肪和纤维素的吸收；能维持婴幼儿视网膜生理机能，保持和增强视力；能调节神经传导系统；能在人体内脂质和磷质代谢中及对心脏、肝脏、内分泌机能中起重要的生理和药理作用；能促进体内代谢，增强体质，解除疲劳，提高工作效率。牛磺酸这些独特生理、药理功能决定了它在医药、食品添加剂等方面具有广泛的应用领域和市场。

牛磺酸应用：1) 牛磺酸在人体内起重要的作用，广泛用于食品和饮料之中，美国、日本等国明文规定婴幼儿食品中必须添加牛磺酸。常见的有，含有牛磺酸的功能性饮料(红牛)；牛磺酸类保健品，这类产品在西方国家超 1000 多种。2) 医药行业，消炎、镇痛、镇静、降血压等诸多疗效和作用。3) 宠物食品及饲料行业，猫粮等。4) 其他领域，造纸，纤维素纤维和聚丙烯酰胺纤维生产中的增白剂。

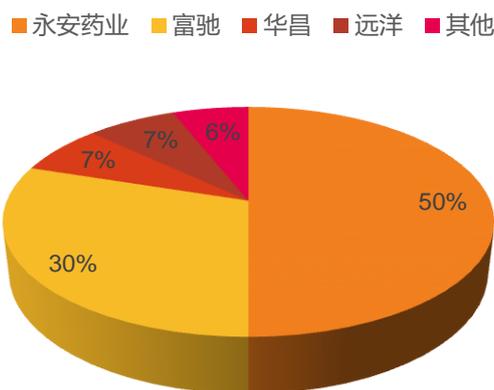
图 1：全球牛磺酸在不同领域的应用



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

牛磺酸竞争格局：目前，公司牛磺酸产能在 3.4 万吨左右，2016 年销量达到 2.96 万吨，占全球市场 50%，处寡头垄断地位。竞争对手主要有富驰制药有限责任公司、江阴华昌食品添加剂有限公司、江苏远洋药业股份有限公司等企业，产能与生产技术均远落后于永安。同时，去年上半年，富驰制药等企业因为环保检查，被迫临时停产。我们判断，未来国家会继续加大对环保的整治力度，小型牛磺酸企业将面临巨大压力，有可能被迫退出经营。

图 2：全球牛磺酸市场竞争格局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为，未来牛磺酸价格仍有较大提升空间。这主要是基于以下几点分析：1) 近年来牛磺酸价格一直处底部，公司维持高价动力强；2) 环保监管趋严，新供给受限，且现有部分企业可能被迫退出，使得供应偏紧张，产品价格有望上升；3) 牛磺酸的原料开始上涨，牛磺酸上涨速度可能更快；3) 下游产品中牛磺酸添加量较低，下游行业对牛磺酸价格不敏感，例如，250ml 普通装红牛仅含 125mg 牛磺酸。

1.2. 价格持续处于底部，供需缺口扩大，牛磺酸提价动力强劲

牛磺酸占下游比如红牛等产品的收入比例不到 0.5%，从 14 年以后价格基本稳定在 1.5 万元/吨 (2.2 美元/KG)，但是红牛等下游产品持续涨价。因此在价格长期处于底部之后，牛磺酸具有了提价动能。另外今年国家对环保的惩处力度看我们预计今年湖北富驰将持续受到环保问题的影响，限产幅度很大，在行业并无明显产能增加的情况下，供给受到明显压制，而下游需求持续增加，功能性饮料，饲料等每年添加量逐渐增加，怪兽饮料进入中国，由于其是碳酸口味功能性饮料对红牛份额的替代不多，因此预计怪兽在中国 3 年内将达到 30 亿元以上规模，其牛磺酸添加量大于红牛，预计供给需求缺口将扩大至 30% (供给收缩 15%，需求扩大 10-15%)，从近期牛磺酸短单价格看已经持续上行，较 3 个月前上涨近 60%。达到 5 美元/KG 以上。

据了解，公司 16 年上半年平均提价约 10% 左右，提价后的价格也只是历史最高价的一半左右 (现在市场价超 2 万元/吨，历史最高价在 4-5 万元/吨，与我们下面所计算的价格口径有差异)。

2. 小品种+单寡头优势，牛磺酸提价容易

上面分析了牛磺酸具有提价的基础，且涨价空间较大。现在从牛磺酸小品种特点以及永安药业的单寡头优势看，牛磺酸提价容易，阻力不大。

添加剂有大品种和小品种之分，主要是由其在下游客户产品中的添加比例决定，比如酵母就算是大品种，永安的牛磺酸和金禾实业的安赛蜜一类是小品种。由于添加量在下游客户产品中特别低，所以下游客户对价格并不敏感，为提价提供了可能。再看单寡头的优势。如果行业公司高度分散，互相抑制，提价是比较困难的，但是如果一家占有 50% 以上比例，具有了单寡头优势，那么提价非常容易，金禾实业，安琪酵母就是如此。

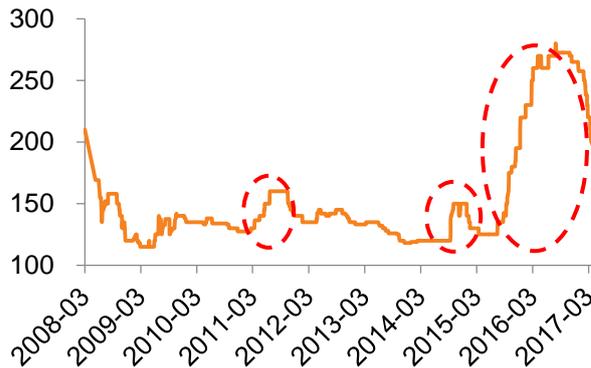
以核黄素 (维生素 B2) 市场为例，不仅具有小品类、单寡头特点，而且多次发生提价现象。全球核黄素需求量大概在 8000 吨左右，以 5% 以下的增速缓慢增长，且湖北某企业为全球核黄素龙头企业，产能全球最大，为 4800 吨。从 2008 年至今，核黄素出现过 3 次提价，提价幅度分别为 25.5%、27.1%、124%。

图 3：永安药业牛磺酸销量及价格（万吨，万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：维生素 B2 价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 牛磺酸涨价叠加环氧乙烷涨价减亏，看好业绩持续超预期

3.1. 继续看好 17 年牛磺酸涨价带来的业绩高弹性

2016 年，公司收入略有下滑，主要是因为环氧乙烷产销倒挂，公司环氧乙烷开车运行时间较短，导致总收入下滑。实际上牛磺酸收入增速在双位数。

我们判断，当前以及未来一段时间内，全球牛磺酸都会处于供给偏紧状态。这主要是因为环保趋严，产能扩增难度大，且部分小企业甚至面临关停风险（2016 年第二大生产企业因环保问题停工几个月）。然后下游需求持续稳定增长，牛磺酸价格有望持续提升。简单测算，每吨牛磺酸提价 10% 将增厚业绩 2000 万元左右。随着 2017 年一年期订单以新的价格续签（预计提价幅度超过 10%），公司全年牛磺酸业绩贡献有望达到 1.6 亿元。

以 2016 年一年期长单平均价格为基数，按照一半销量提价计算（1.5 万吨），仅仅这部分产品提价 10%-20%，就可以增厚业绩 2850-5700 万元。

表 1：牛磺酸涨价对公司净利润影响的敏感性分析

提价幅度	0	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
价格：万元/吨	1.46	1.53	1.61	1.68	1.75	1.90	2.04	2.19	2.34	2.48	2.63
增厚净利润：万元	0	1095	2190	3285	4380	6570	8760	10950	13140	15330	17520

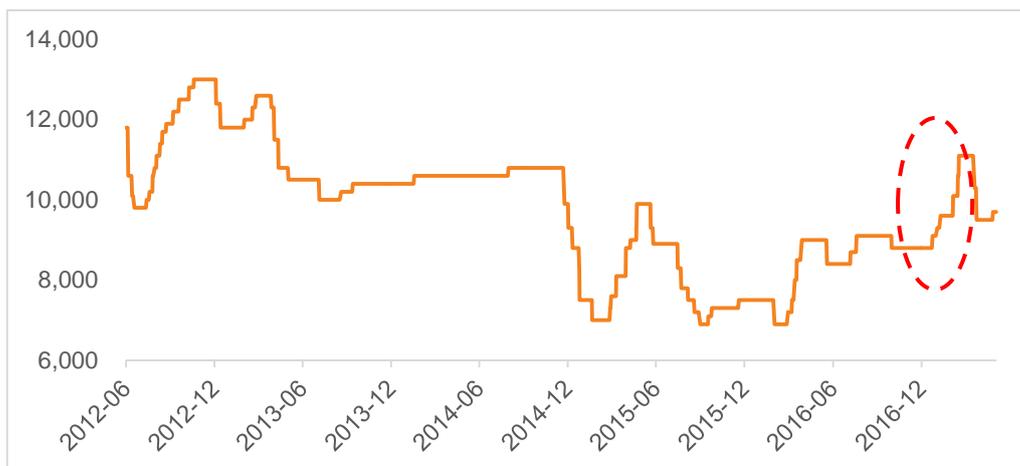
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 环氧乙烷涨价减亏，利于全年业绩提高

受原油价格影响，公司环氧乙烷业务对公司业绩拖累比较大。我们测算，在不开工的情况下，环氧乙烷每年拖累业绩大约 4000 万元左右。今年初以来，环氧乙烷价格一度上涨 22% 至 1.1 万元/吨，我们判断公司已经开工，今年可以减少亏损。

同时，公司采取乙醇法和乙烯法“两条腿走路”的工艺路线进行切换研究，可实现了装置不停车的情况下根据市场情况进行自由切换，节省较多费用。我们预计公司环氧乙烷业务大约可以减少亏损 1000 万元以上。

图 5：中石化华东地区环氧乙烷价格（千元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 上元与公司利益一致，协力推动转型发展提速

无论是站在公司还是举牌方上元来看，双方的利益是一致的，也就是推动公司转型发展，做大做强。一方面，公司股权激励方案实施完毕，管理层获得股份，诉求增强。另一方面，上元资本持股比例已经达到 10%，我们测算其平均持股成本 24 元/股以上，相比当前股价倒挂 7%。

站在当前时点，我们认为公司会借助上元资本的雄厚实力，共同推动公司加快转型发展。而且，深圳市上元资本管理有限公司是一家经中国证券投资基金业协会登记备案的专业私募投资基金管理机构，致力于为境内外高净值客户提供优质的资产管理服务。上元资本善于把握中国资本市场的内在规律和趋势，广泛开展定增、并购重组、二级市场投资、非上市公司股权投资等业务。投资领域覆盖医疗健康、新材料、互联网、高端装备制造、文化教育产业、TMT 等新兴行业。在过去两年内，上元资本进入了新海股份、卓翼科技等上市公司的股东名单，对这些公司外延并购发展起到了非常重要的作用。特别是新海股份，在上元资本进入的第二年，就被韵达货运借壳上市。

表 2：上元资本入股公司

时间	相关上市公司	事件
2015 年	新海股份	在 2015 年报中，上元资本出现在新海股份十大股东之列，成为第二大股东。2016 年 7 月 2 日，新海股份通过发行股份购买了韵达货运 100% 股权，帮助后者成功实现借壳上市。
2016.2.18	卓翼科技	上元资本出现在卓翼科技的非公开发行方案中，以 7.8 元/股的价格认购公司 2433 万股。公司共募集 7.6 亿元，用于智能制造项目、创新支持平台项目等
2016.7.19	湖南某新材料公司	上元资本及社会投资者或金融机构与该公司共同投资设立红元新材料并购基金，以在更广泛的范围内寻求与该公司具有战略协同效用的投资和并购标的。此外，在公司当天发布的非公开预案中，深圳市锐德创投股权投资基金（上元资本是其普通合伙人）以现金认购 2203 万股。
2016.8.24	永安药业	上元资本通过二级市场增持永安药业股份，达到 5% 的比例。
2016.12.27	恒大高新	上元资本二级市场增持恒大高新股份，持股比例达到 5%。

资料来源：天风证券研究所

5. 投资判断：两年看两倍空间

永安药业将受益于自有的环氧乙烷减亏和健美森代理减亏，预计今年合计亏损将降至 0.4 亿元。另外从今年国家对环保的惩处力度看我们预计今年湖北富驰将持续受到环保问题的影响，限产幅度很大，在行业并无明显产能增加的情况下，供给受到明显压制，而下游需求持续增加，功能性饮料，饲料等每年添加量逐渐增加，怪兽饮料进入中国，由于其是碳酸口味功能性饮料对红牛份额的替代不多，因此预计怪兽在中国 3 年内将达到 30 亿元以上规模，其牛磺酸添加量大于红牛，预计供给需求缺口将扩大至 30%（供给收缩 15%，需求扩大 10-15%），从近期牛磺酸短单价格看已经持续上行，较 3 个月前上涨近 60%。达到 5 美元/KG 以上。我们预计涨价趋势将持续到 18 年，长单价格将在 17 年三季度向上调整。

基于对价格的判断，我们预计永安药业的牛磺酸 17 年，18 年整体价格将较 16 年提升 1.1 美元/kg 和 2.9 美元/kg，考虑环氧乙烷和健美森代理减亏，预测 17-19 年净利润达到 2.24 亿元，5.23 亿元和 7.19 亿元。考虑超快的增速，给予 18 年 25 倍估值，131 亿元目标市值，目前 44 亿元市值，两年两倍空间。

公司公告 17 年 Q1 实现 0.26 亿元利润，同比提升 180%以上，17 年 Q2 预计 0.45-0.48 亿元，环比继续提升 70%以上，基本能验证我们对 17 年全年预测。目前价格对应 17-19 年估值仅有 19.6 倍，8.4 倍和 6.11 倍。强烈建议买入。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	59.40	89.01	104.61	253.15	790.99
应收账款	87.34	81.19	271.54	472.61	621.29
预付账款	12.81	20.09	85.26	123.23	194.23
存货	52.87	61.20	131.17	390.05	311.88
其他	302.92	379.21	346.34	356.11	371.76
流动资产合计	515.34	630.70	938.91	1,595.15	2,290.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	587.48	551.68	524.02	495.59	466.69
在建工程	6.41	2.75	1.65	0.99	0.59
无形资产	82.73	78.90	74.90	70.91	66.91
其他	11.02	9.29	8.60	8.54	8.04
非流动资产合计	687.65	642.62	609.17	576.02	542.23
资产总计	1,202.99	1,273.32	1,548.08	2,171.17	2,832.38
短期借款	0.00	10.06	4.30	39.58	0.00
应付账款	45.21	40.57	137.31	291.17	364.93
其他	13.75	26.44	28.44	42.99	55.26
流动负债合计	58.96	77.07	170.06	373.74	420.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.53	19.15	24.43	22.70	22.09
非流动负债合计	24.53	19.15	24.43	22.70	22.09
负债合计	83.50	96.22	194.48	396.44	442.28
少数股东权益	4.07	3.76	1.55	(5.33)	(12.05)
股本	187.00	187.00	196.46	196.46	196.46
资本公积	604.57	604.57	604.57	604.57	604.57
留存收益	925.36	982.04	1,155.59	1,583.60	2,205.69
其他	(601.50)	(600.27)	(604.57)	(604.57)	(604.57)
股东权益合计	1,119.49	1,177.10	1,353.60	1,774.73	2,390.10
负债和股东权益总	1,202.99	1,273.32	1,548.08	2,171.17	2,832.38

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	17.18	61.99	223.66	522.51	719.16
折旧摊销	69.78	71.38	33.46	33.51	33.55
财务费用	0.00	0.00	(1.20)	(2.22)	(6.47)
投资损失	(13.39)	(14.65)	(17.47)	(17.94)	(17.23)
营运资金变动	(38.48)	(91.21)	(187.82)	(342.04)	(71.31)
其它	35.52	57.02	(1.44)	(7.54)	(6.54)
经营活动现金流	70.61	84.53	49.19	186.29	651.15
资本支出	40.54	32.91	(5.28)	1.72	0.61
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(75.84)	(94.60)	21.19	17.54	16.26
投资活动现金流	(35.29)	(61.70)	15.91	19.26	16.87
债权融资	0.00	10.06	4.30	39.58	0.00
股权融资	8.50	9.30	6.36	2.22	6.47
其他	(15.22)	(26.91)	(60.17)	(98.81)	(136.65)
筹资活动现金流	(6.72)	(7.55)	(49.51)	(57.01)	(130.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28.59	15.29	15.60	148.54	537.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	555.89	549.40	1,307.57	3,164.32	4,651.55
营业成本	457.31	408.45	937.27	2,247.30	3,333.30
营业税金及附加	4.73	7.23	11.20	27.53	40.93
营业费用	46.33	44.73	52.70	127.21	186.99
管理费用	46.24	47.73	78.72	190.18	288.40
财务费用	(7.36)	(8.07)	(1.20)	(2.22)	(6.47)
资产减值损失	8.63	1.56	1.65	1.32	1.21
公允价值变动收益	0.00	0.52	0.78	(0.66)	0.18
投资净收益	13.39	14.65	17.47	17.94	17.23
其他	(26.78)	(30.34)	(36.50)	(34.56)	(34.82)
营业利润	13.40	62.95	245.49	590.29	824.60
营业外收入	7.68	11.97	16.87	17.34	17.00
营业外支出	0.21	1.59	1.19	1.00	1.26
利润总额	20.86	73.33	261.17	606.63	840.34
所得税	3.68	11.34	39.72	90.99	127.90
净利润	17.18	61.99	221.45	515.63	712.44
少数股东损益	(0.43)	(0.31)	(2.21)	(6.88)	(6.72)
归属于母公司净利润	17.61	62.30	223.66	522.51	719.16
每股收益(元)	0.09	0.32	1.14	2.66	3.66

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-15.57%	-1.17%	138.00%	142.00%	47.00%
营业利润	-59.08%	369.87%	290.01%	140.45%	39.69%
归属于母公司净利润	-44.48%	253.71%	259.02%	133.62%	37.64%
获利能力					
毛利率	17.73%	25.66%	28.32%	28.98%	28.34%
净利率	3.17%	11.34%	17.11%	16.51%	15.46%
ROE	1.58%	5.31%	16.54%	29.35%	29.94%
ROIC	0.46%	4.41%	19.28%	40.68%	45.13%
偿债能力					
资产负债率	6.94%	7.56%	12.56%	18.26%	15.62%
净负债率	4.33%	2.05%	-0.21%	4.82%	4.34%
流动比率	8.74	8.18	5.52	4.27	5.45
速动比率	7.84	7.39	4.75	3.22	4.71
营运能力					
应收账款周转率	6.76	6.52	7.41	8.50	8.50
存货周转率	11.51	9.63	13.59	12.14	13.25
总资产周转率	0.47	0.44	0.93	1.70	1.86
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.32	1.14	2.66	3.66
每股经营现金流	0.36	0.43	0.25	0.95	3.31
每股净资产	5.68	5.97	6.88	9.06	12.23
估值比率					
市盈率	274.62	77.64	21.63	9.26	6.73
市净率	4.34	4.12	3.58	2.72	2.01
EV/EBITDA	52.48	36.32	16.97	7.39	4.71
EV/EBIT	658.65	83.57	19.29	7.81	4.90

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