

蒙草生态 (300355)

证券研究报告

2017年09月14日

草原生态修复的先行者，业绩有望持续高增长

享 70 周年庆政策红利，草原生态修复千亿市场前景广

内蒙古 70 周年庆的顺利举行给建设绿色内蒙提出了更高的要求，蒙草生态作为地区生态治理龙头企业，有望持续受益于规模达数千亿元的草原生态修复市场。

新签订单情况良好，PPP 项目占比多数

2017 年上半年公司中标及新签合同额 64.61 亿元，超过去年总和；其中 PPP 项目 61.53 亿元，占比 95.23%。公司还签订框架协议 18 项，已披露合同总额近 300 亿元。公司已于近日完成总额 2.5 亿元的绿色债券发行工作，募集资金将主要用来投资公司已签订的相关“绿色”项目，有助于公司在手订单的落地。

营收快速增长，毛利率小幅上升

公司上半年实现营业收入 26.92 亿元，同增 154.29%，得益于公司承接的 PPP 项目进展顺利。上半年 PPP 项目贡献营收 12.90 亿元，占公司营收的 47.92%，已启动落地的 PPP 项目总合同额为 240 亿元，确认收入的仅 18.91 亿元，后续尚有约 220 亿元待落实，为 2016 年营收的 7.7 倍。随着公司一系列 PPP 产业基金的落实，PPP 的落地有望提速，公司未来业绩较有保障。

公司上半年整体毛利率 31.51%，同增 1.22 个百分点。区内业务毛利率为 32.59%，同减 0.47 个百分点；区外业务毛利率 21.83%，同减 0.39%；区内业务毛利率远高于区外业务，公司作为区内生态修复龙头，尽享区位优势。

资产减值损失规模扩大，期间费用率下降明显

公司 17 年上半年期间费用率为 7.45%，较 2016 年同期下降 4.88 个百分点。其中，销售费用率为 1.33%，同比基本持平；管理费用率下降 4.44 个百分点，主要由于管理费用相对营收刚性较大而营收大幅上升；财务费用率下降 0.43 个百分点。得益于期间费用率的快速下降，公司上半年实现归母净利润 3.97 亿元，同增 223.42%。

收现比持续下滑，经营现金流承压

公司上半年付现比为 0.9447，同比上升 23.67 个百分点；收现比为 0.6402，下降 4.83 个百分点，公司回款持续承压；付现比的快速上升和收现比的下滑，两者叠加致公司经营现金流同比下降 83.25%至-8.71 亿元。借款有所增长，资产负债率小幅上升。

投资建议：作为草原生态修复的先行者和区域龙头，公司充分受益 70 周年庆政策红利；在手订单充足，订单收入比 7.7 倍。预计公司 2017~2019 年 EPS 为 0.44、0.62、0.80 元/股，对应 PE 为 27、19、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：PPP 落地不及预期；项目回款持续恶化；股东减持带来的股价下行压力

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,768.40	2,860.51	5,693.32	7,964.53	10,349.30
增长率(%)	8.75	61.76	99.03	39.89	29.94
EBITDA(百万元)	279.33	536.92	1,082.06	1,542.00	2,017.36
净利润(百万元)	159.21	339.31	703.13	992.51	1,286.31
增长率(%)	(4.53)	113.13	107.22	41.15	29.60
EPS(元/股)	0.10	0.21	0.44	0.62	0.80
市盈率(P/E)	117.79	55.27	26.67	18.90	14.58
市净率(P/B)	9.12	6.65	4.55	3.67	2.93
市销率(P/S)	10.60	6.56	3.29	2.35	1.81
EV/EBITDA	30.46	19.26	20.45	13.80	12.29

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/园林工程
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	11.69 元
目标价格	13.18 元
上次目标价	11.25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,604.24
流通 A 股股本(百万股)	1,158.46
A 股总市值(百万元)	18,753.59
流通 A 股市值(百万元)	13,542.44
每股净资产(元)	1.97
资产负债率(%)	61.87
一年内最高/最低(元)	17.60/8.50

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《蒙草生态-首次覆盖报告:PPP 在手订单充足，助力未来收入、利润增长》
2017-04-27

1. 草原生态修复千亿市场前景广，蒙草尽享区位优势

我国约 90%的可利用天然草原不同程度退化，中度和重度退化面积达 23 亿亩，草原生态修复需求十分迫切。内蒙古自治区草原面积达 11.85 亿亩，占全区草地总面积的 68.81%，但近些年退化严重，是草原生态修复的主战场。《关于加快推进生态文明建设的意见》中明确指出，“2020 年我国草原综合植被覆盖度要从目前 53%提高到 56%”，对应草原生态修复面积约 1.8 亿亩，对应市场规模将高达数千亿元。

蒙草生态是位于内蒙古自治区内的一家生态治理类上市公司，以驯化乡土植物进行生态修复为主营业务，立足“草、草原、草科技”构建蒙草“产业生态圈”。公司资质齐全，通过收购浙江普天园林、厦门鹭路兴，进一步拓宽了业务边界和资质。公司通过多年的技术积累和治理实践，建立了包括草原种质资源 1700 多种、8000 余份、土壤 13000 多份的国内最完备的草原乡土植物种质资源库，形成了较高的技术壁垒，市场竞争力大为增强。

图 1：公司培育的“蒙草植物”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

内蒙古 70 周年庆在 2017 年 8 月 8 日顺利举行，全国政协主席、中央代表团团长俞正声在会上提出了对内蒙古绿色发展的要求，指出“继续组织实施好京津风沙源治理、三北防护林体系建设、退耕还林、退牧还草等重大生态工程，提升生态环境质量”，同时莅临公司考察了蒙草生态草原乡土植物馆，彰显了中央对建设绿色内蒙古、筑牢祖国北疆生态安全屏障的高度关怀和重视，表现出蒙草生态作为内蒙古生态治理的标杆企业，也获得了中央高层的认同，龙头地位不容动摇。我们预计公司未来将充分受益内蒙古生态绿化的后续开发。

2. 新签订单情况良好，PPP 项目占比多数

2017 年上半年公司新签订工程建设施工合同额 90.58 亿元，比上年同期增长 251.07%。在上半年公司披露且正式签订的合同中，PPP 项目 61.53 亿元，包括乌海市生态建设 PPP 项目、锡林浩特市锡林湖湿地生态水系治理工程 PPP 项目等；近日公司又以联合体的方式中标总投资额 114.78 亿元的呼和浩特市大青山前坡生态建设工程 PPP 项目。公司近期完成总额 2.5 亿元的绿色债券发行工作，募集资金将主要用来投资公司已签订的相关“绿色”项目，有助于公司在手订单的落地。

表 1：公司 2017 年以来重大合同

种类	公告日期	项目名称	合同金额(亿元)	项目类型	是否入库
框架协议	2017/1/5	乌拉特前旗 PPP 项目合作框架协议	10	PPP	否
框架协议	2017/1/6	阿勒泰地区签订战略合作框架协议	未披露	—	否

框架协议	2017/1/26	呼和浩特绿色生态发展基金合作框架协议	100	—	否
框架协议	2017/2/14	五原县项目 PPP 合作框架协议	3.5	PPP	否
框架协议	2017/2/28	与通辽市人民政府签署了战略合作协议	100	—	否
框架协议	2017/3/14	杭锦后旗生态治理 PPP 项目合作框架协议	6	PPP	否
框架协议	2017/3/14	与二连浩特市人民政府签署战略合作协议	15	—	否
框架协议	2017/3/28	与包头市白云鄂博矿区人民政府签订生态建设项目合作框架协议	2.48	—	否
框架协议	2017/3/28	阿鲁科尔沁旗 PPP 项目合作框架协议	2	PPP	否
框架协议	2017/4/6	阿拉善盟巴丹吉林镇生态修复 PPP 项目	2	PPP	否
中标项目	2017/4/8	阜阳市永州区芦桥沟生态湿地公园、阜阳市颍州区南片区生活系统绿化工程七渔河景观绿化设计施工	3.08	—	否
框架协议	2017/4/11	西乌珠穆沁旗 PPP 项目合作框架协议	2	PPP	否
框架协议	2017/4/15	鄂托克前旗特色景观及生态建设 PPP 项目合作框架协议	7.81	PPP	否
框架协议	2017/4/15	和林格尔县浑河流域生态及附属设施建设 PPP 项目合作协议	10	PPP	否
框架协议	2017/4/27	霍林郭勒市人民政府与蒙草公司生态建设项目合作框架协议	5	PPP	否
框架协议	2017/4/27	2017 年蒙草磴口县 PPP 项目合作框架协议	8.65	PPP	否
框架协议	2017/5/3	2017 年蒙草乌拉特后旗 PPP 项目合作框架协议	2.65	PPP	否
中标项目	2017/5/11	乌海市生态建设 PPP 项目	14.3	PPP	是
框架协议	2017/5/22	2017 年锡林浩特市园林绿化工程 PPP 项目合作框架协议	2.63	PPP	是
框架协议	2017/5/24	伊金霍洛旗生态建设工程 PPP 项目合作框架协议	18.81	PPP	否
中标项目	2017/6/17	锡林浩特市锡林湖、湿地生态水系治理工程 PPP 项目	11.51	PPP	是
中标项目	2017/6/22	乌兰察布市创建国家生态园林城市绿化提升改造 PPP 项目	35.72	PPP	否
中标项目	2017/7/3	镶黄旗城镇园林绿化工程 PPP 项目合作协议	1.38	PPP	否
框架协议	2017/7/26	银江河湿地公园（天神庙公园项目）	1.6	—	否
中标项目	2017/8/14	五原县绿化景观工程建设 PPP 项目	3.5	PPP	是
签约项目	2017/8/23	锡林浩特市锡林湖、湿地生态水系治理 PPP 项目	11.43	PPP	否
中标项目	2017/8/29	呼和浩特市大青山前坡生态建设工程 PPP 项目	114.78	PPP	否
签约项目	2017/9/1	中国烟草山南市扎囊县植物种苗繁育基地	1.79	—	否
中标项目	2017/9/8	扎赉诺尔露天矿地质环境治理 EPC 项目	1.25	EPC	否
中标项目	2017/9/14	呼和浩特市大青山前坡生态建设工程 PPP 项目	114.78	PPP	否

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 营收快速增长，毛利率小幅上升

公司上半年实现营业收入 26.92 亿元，同增 154.29%，子公司厦门鹭路兴营收 1.30 亿元，浙江普天园林营收 2.49 亿元，营收的大幅增长主要还是得益于公司承接的 PPP 项目进展顺利。上半年 PPP 项目贡献营收 12.90 亿元，已是去年全年 PPP 项目营收的 2 倍多，占公司营收的 47.92%，尤其是呼和浩特生态产业 PPP 项目带来营收 6.86 亿元。已启动落地的 PPP 项目总合同额为 240 亿元，确认收入的仅 18.91 亿元，后续尚有约 220 亿元待落实，为 2016 年营收的 7.7 倍。随着公司一系列 PPP 产业基金的落实，PPP 的落地有望提速，公司未来业绩较有保障。

表 1：公司 2017 年 PPP 项目开展情况

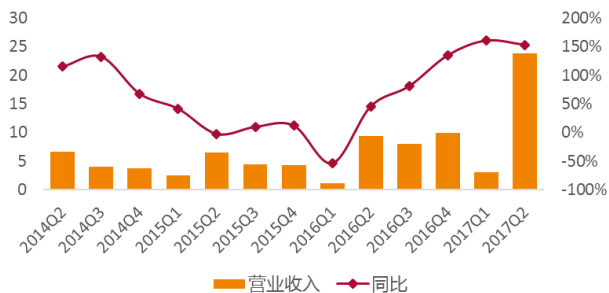
项目名称	中标金额 (亿元)	2016 年确 认的收入 (亿元)	2017 年上 半年确认 的收入(亿 元)	累计确认 的收入(亿 元)
满洲里中俄蒙风情大道综合整治工程 PPP 项目	1.20	0.96	0.11	1.07
巴彦淖尔市临河区绿化景观升级改造 PPP 项目合作协议	8.00	3.13	1.34	4.47
兴安盟阿尔山市生态县域经济 PPP 项目	30.53	1.69	0.04	1.73
乌拉特中旗生态修复 PPP 项目	—	—	0.28	0.28
包头市生态产业 PPP 项目	—	0.23	1.16	1.39
呼和浩特生态产业 PPP 项目	—	—	6.86	6.86
通辽市生态治理 PPP 项目	100.00	—	0.74	0.74
杭锦后旗生态治理 PPP 项目合作框架协议	6.00	—	0.10	0.10
阿鲁科尔沁旗 PPP 项目合作框架协议	2.00	—	0.19	0.19
万亩现代农业示范园区提升改造运营 PPP 项目	0.50	—	0.11	0.11
五原县项目 PPP 合作框架协议	3.50	—	0.21	0.21
创建国家生态园林城市绿化提升改造 PPP 项目	35.72	—	0.45	0.45
西乌珠穆沁旗 PPP 项目合作框架协议	2.00	—	0.05	0.05
2017 年蒙草磴口县 PPP 项目框架协议	8.65	—	0.50	0.50
2017 年蒙草乌拉特后旗生态 PPP 项目框架协议	2.65	—	0.18	0.18
乌拉特前旗 PPP 合作项目框架协议	10.00	—	0.24	0.24
鄂托克前旗特色景观及生态建设 PPP 项目框架协议	7.81	—	0.09	0.09
2017 年锡林浩特市园林绿化工程 PPP 项目框架协议	2.63	—	0.21	0.21
伊金霍洛旗生态建设工程 PPP 项目框架协议	18.81	—	0.04	0.04
总计	240.00	6.01	12.90	18.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

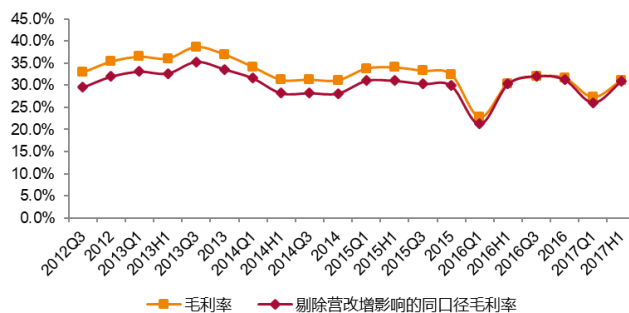
在剔除“营改增”的影响后，公司上半年整体毛利率 31.51%，同增 1.22 个百分点。按照区域来划分，内蒙古自治区区内业务毛利率为 32.59%，同减 0.47 个百分点；区外业务毛利率 21.83%，同减 0.39%；区内业务毛利率远高于区外业务，说明公司作为区内的生态修复龙头，在自治区内罕有竞争对手；同时也表明地区壁垒的存在，跨地区承接项目难度较大。

图 2：营业收入及增速（亿元）

图 3：毛利率及剔除营改增后毛利率



资料来源: Wind、天风证券研究所



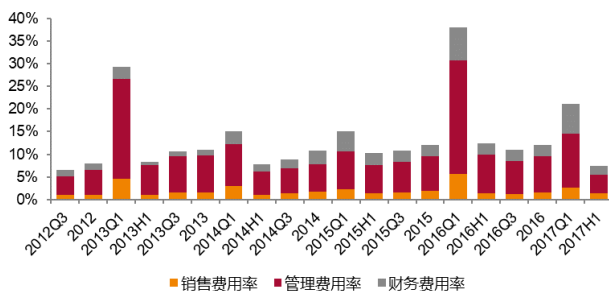
资料来源: Wind、天风证券研究所

4. 资产减值损失规模扩大，期间费用率下降明显

公司上半年资产减值损失 1.67 亿元，同比上升 267.93%，占公司总营收的 6.19%，主要是公司应收账款大幅增长继而计提的坏账准备增加所致。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收款为 49.93 亿元，计提坏账准备 4.00 亿元，计提比例为 8.01%，平均应收账款账龄在 1~2 年之间。

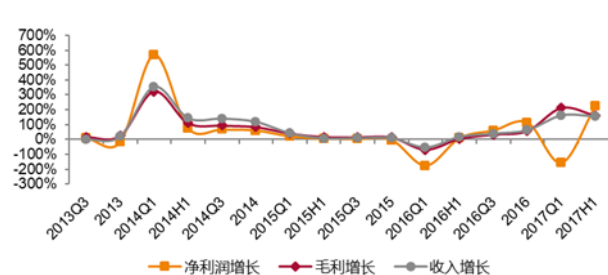
公司 17 年上半年期间费用率为 7.45%，较 2016 年同期下降 4.88 个百分点。其中，销售费用率为 1.33%，同比基本持平；管理费用率下降 4.44 个百分点，主要由于管理费用相对营收刚性较大而营收大幅上升；财务费用率下降 0.43 个百分点。得益于期间费用率的快速下降，公司上半年实现归母净利润 3.97 亿元，同增 223.42%。

图 4: 三项费用率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 5: 收入、利润增长率

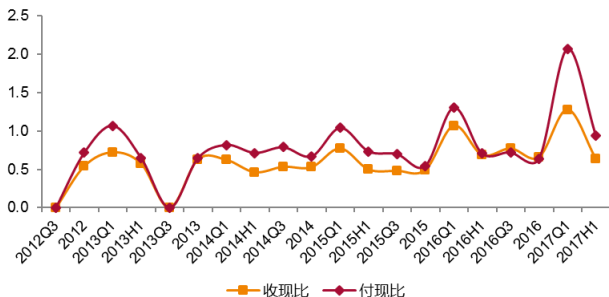


资料来源: Wind、天风证券研究所

5. 收现比持续下滑，经营现金流承压

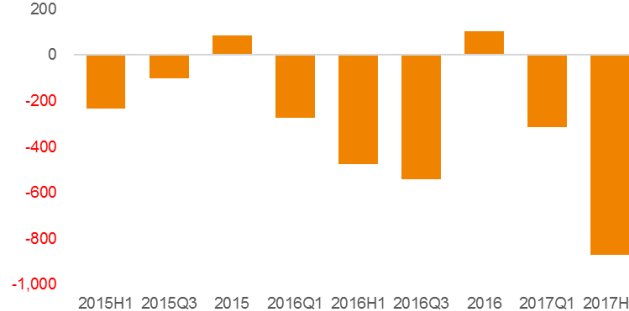
公司上半年付现比为 0.9447，同比上升 23.67 个百分点；收现比为 0.6402，下降 4.83 个百分点，公司回款持续持续承压；付现比的快速上升和收现比的下滑，两者叠加致公司经营现金流同比下降 83.25%至-8.71 亿元。

图 6: 公司收现比、付现比



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 7: 经营活动现金流(百万元)

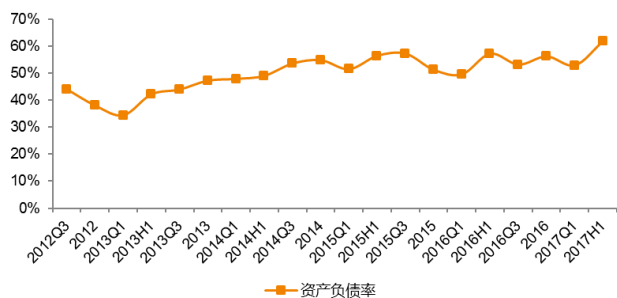


资料来源: Wind、天风证券研究所

公司主要通过大股东提供担保，向金融机构借款的方式来获得现金。上半年通过此方式获

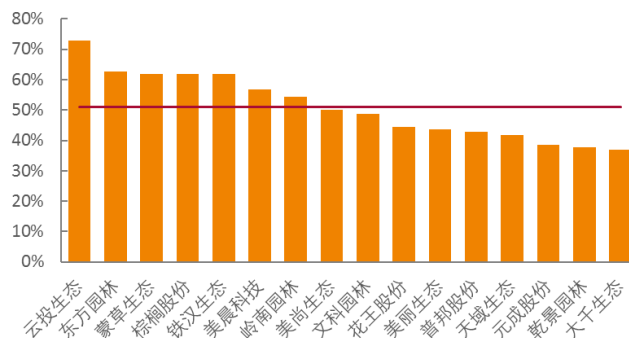
得现金 12.38 亿元，同增 12.37%。公司资产负债率在园林行业中偏高，较去年同期增加 4.67 个百分点至 61.87%，在同比 16 个园林公司中排第 3，高于 51.06% 的平均资产负债率。

图 8：公司资产负债率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：同比园林公司资产负债率



资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 投资建议

作为草原生态修复的先行者和区域龙头，充分受益 70 周年庆政策红利；在手订单充足，订单收入比 7.7 倍。预计公司 2017~2019 年 EPS 为 0.44、0.62、0.80 元/股，对应 PE 为 27、19、15 倍，维持“买入”评级。

7. 风险提示

PPP 落地不及预期；项目回款持续恶化；股东减持带来的股价下行压力

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	666.94	1,470.86	854.00	1,194.68	1,552.40
应收账款	2,534.37	3,494.49	9,104.82	9,225.71	15,308.00
预付账款	26.98	42.26	66.24	104.64	119.82
存货	389.27	519.04	1,317.56	1,250.84	2,085.46
其他	9.72	59.64	22.50	52.91	48.02
流动资产合计	3,627.27	5,586.29	11,365.12	11,828.77	19,113.69
长期股权投资	77.08	127.78	327.78	527.78	727.78
固定资产	271.87	388.18	403.21	405.87	399.82
在建工程	91.73	49.15	29.49	17.69	10.62
无形资产	102.63	102.39	342.80	576.42	803.24
其他	380.17	769.34	769.67	790.36	791.89
非流动资产合计	923.48	1,436.84	1,872.95	2,318.13	2,733.35
资产总计	4,550.75	7,023.13	13,238.07	14,146.90	21,847.04
短期借款	649.75	1,591.24	3,418.06	3,596.25	6,668.09
应付账款	1,052.68	1,335.01	3,754.92	3,643.91	6,233.57
其他	502.40	740.45	778.35	1,298.29	1,232.41
流动负债合计	2,204.83	3,666.71	7,951.33	8,538.46	14,134.08
长期借款	79.20	221.47	794.81	32.40	734.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	46.09	58.13	48.09	50.77	52.33
非流动负债合计	125.29	279.61	842.90	83.17	786.42
负债合计	2,330.12	3,946.31	8,794.23	8,621.63	14,920.50
少数股东权益	164.26	258.49	320.79	409.72	524.68
股本	468.77	1,002.65	1,604.24	1,604.24	1,604.24
资本公积	964.16	884.79	884.79	884.79	884.79
留存收益	1,587.61	1,815.67	2,518.81	3,511.31	4,797.62
其他	(964.16)	(884.79)	(884.79)	(884.79)	(884.79)
股东权益合计	2,220.64	3,076.81	4,443.84	5,525.27	6,926.54
负债和股东权益总	4,550.75	7,023.13	13,238.07	14,146.90	21,847.04

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	173.58	369.82	703.13	992.51	1,286.31
折旧摊销	42.18	48.70	44.21	55.52	66.31
财务费用	45.32	71.68	129.02	185.79	262.04
投资损失	(0.91)	(0.68)	1.00	1.50	1.73
营运资金变动	(450.83)	(377.96)	(3,938.61)	271.32	(4,388.86)
其它	275.20	(5.89)	62.30	88.93	114.96
经营活动现金流	84.54	105.68	(2,998.94)	1,595.57	(2,657.52)
资本支出	201.80	332.42	490.04	477.32	478.44
长期投资	27.78	50.70	200.00	200.00	200.00
其他	(512.79)	(770.85)	(1,174.63)	(1,169.80)	(1,171.65)
投资活动现金流	(283.21)	(387.74)	(484.58)	(492.48)	(493.21)
债权融资	847.75	1,913.99	4,316.89	3,736.69	7,506.63
股权融资	452.17	399.90	483.34	(171.44)	(247.14)
其他	(970.91)	(1,546.56)	(1,933.57)	(4,327.65)	(3,751.04)
筹资活动现金流	329.01	767.33	2,866.66	(762.41)	3,508.45
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	130.34	485.27	(616.87)	340.68	357.72

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	1,768.40	2,860.51	5,693.32	7,964.53	10,349.30
营业成本	1,193.96	1,954.59	3,952.20	5,526.96	7,179.41
营业税金及附加	45.19	11.64	23.17	32.41	42.12
营业费用	33.65	42.12	83.83	117.27	152.38
管理费用	135.16	228.75	455.28	636.91	827.61
财务费用	45.02	74.18	129.02	185.79	262.04
资产减值损失	113.46	125.51	140.00	163.00	195.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.91	0.68	(1.00)	(1.50)	(1.73)
其他	(1.83)	(1.36)	2.00	3.00	3.45
营业利润	202.88	424.41	908.83	1,300.69	1,689.02
营业外收入	18.16	32.96	32.96	28.03	31.32
营业外支出	2.61	4.54	4.54	4.54	4.54
利润总额	218.43	452.83	937.25	1,324.18	1,715.80
所得税	44.85	83.01	171.81	242.74	314.53
净利润	173.58	369.82	765.44	1,081.43	1,401.27
少数股东损益	14.37	30.51	62.30	88.93	114.96
归属于母公司净利润	159.21	339.31	703.13	992.51	1,286.31
每股收益(元)	0.10	0.21	0.44	0.62	0.80

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.75%	61.76%	99.03%	39.89%	29.94%
营业利润	-4.65%	109.19%	114.14%	43.12%	29.86%
归属于母公司净利润	-4.53%	113.13%	107.22%	41.15%	29.60%
获利能力					
毛利率	32.48%	31.67%	30.58%	30.61%	30.63%
净利率	9.00%	11.86%	12.35%	12.46%	12.43%
ROE	7.74%	12.04%	17.05%	19.40%	20.09%
ROIC	11.25%	18.48%	27.30%	16.19%	20.87%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	51.20%	56.19%	66.43%	60.94%	68.30%
净负债率	37.05%	26.50%	12.63%	65.58%	53.28%
流动比率	1.65	1.52	1.43	1.39	1.35
速动比率	1.47	1.38	1.26	1.24	1.20
营运能力					
应收账款周转率	0.77	0.95	0.90	0.87	0.84
存货周转率	4.91	6.30	6.20	6.20	6.20
总资产周转率	0.44	0.49	0.56	0.58	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.21	0.44	0.62	0.80
每股经营现金流	0.05	0.07	-1.87	0.99	-1.66
每股净资产	1.28	1.76	2.57	3.19	3.99
估值比率					
市盈率	117.79	55.27	26.67	18.90	14.58
市净率	9.12	6.65	4.55	3.67	2.93
EV/EBITDA	30.46	19.26	20.45	13.80	12.29
EV/EBIT	34.33	20.74	21.32	14.31	12.71

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 37 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