

# 西藏珠峰 (600338)

证券研究报告  
2017年12月06日

## 拟联合收购境外优质盐湖资产，新锂业巨头或诞生

事件：西藏珠峰发布关于收购盐湖资产回复上交所问询函的公告。

核心观点：

1、资源量比肩世界一线锂资源公司。此次拟收购的盐湖资源量按单个盐湖的资源量计算在全球排名第七。在国内排在察尔汗盐湖之后、略低于东台吉乃尔和西台吉乃尔之后。按公司所拥有的资源量计算，200万吨碳酸锂当量的资源量大约与全球第三大盐湖提锂供应商FMC的190.28万吨相当，FMC当前年产能为1.8万吨碳酸锂和1万吨氢氧化锂（2万吨在建）。市值约为120亿美元，2016年其归母净利润为2.09亿美元。

与国内公司相比，赣锋锂业的权益碳酸锂资源量414.7万吨的48.22%（200万吨矿山+214.7万吨盐湖）。赣锋锂业的主力矿山MT Marion（参股43.1%）的资源量为262.9万吨碳酸锂当量。

2、产能规划达到3万吨/年，预期净利润率达36%。项目公司正在进行3万吨/年电池级碳酸锂生产线建设，按照公告电池级碳酸锂1.2万美元/吨的价格假设，其预计项目公司达产后年净利润不低于1.3亿美元。意味着其净利率高达36%，赣锋锂业与天齐锂业的三季报净利率为28.28%、39.39%。

另外，按其电池级碳酸锂1.2万美元/吨的价格假设，其单吨净利为4333美元，约为2.86万元人民币，远低于目前天齐锂业约7万元/吨的水平。

这主要是因为1.2万美元/吨的价格假设略低于目前海外市场长协价格，但远低于目前国内14-15万元人民币/吨的长单价格和17-18万元人民币/吨的短单价格。

假设其未来供应国内市场，我们认为其每吨净利润有望再增加6000美元左右。达到和天齐差不多的盈利水平。

3、与全国最大资产管理公司合伙并购基金，锂盐巨头之路可期

公司为主要劣后方发起设立中、规模达100亿人民币（或等值美元）的并购基金已经确认的有限合伙人劣后级份额有中国四大资产管理公司之一华融资产管理公司的全资子公司华融致远投资控股51%的华融华侨资产公司参与。其拟以自有或自筹资金认购不超过10亿元劣后份额。而公司与二股东上海歌石祥金也拟以自有或自筹资金认购不超过10亿元劣后份额。同时，华融华侨下属基金管理公司与西藏珠峰及歌石祥金一起认购普通合伙份额，担任并购基金管理人。根据其网站介绍，华融资产是经国务院批准，由财政部、中国人寿保险（集团）共同发起设立的国有大型非银行金融企业，为中国四大金融资产管理公司之一，2015年在香港联合交易所主板上市，股票代码为2799.HK。截至2016年末，其总资产达14,119.7亿元，继续保持中国最大资产管理公司地位，净利润达231.1亿元。

此次参与合作方华融华侨资产，是由华融资产（持股51%）和汕头市政府出资设立，属于华融资产一级子公司，为海内外华侨提供金融管理服务。

盈利预测：预计不考虑外延情况下，基于现有资产和业务。考虑到全球经济数据支撑复苏态势，锌库存处于历史低位，目前锌价走势处于我们的预判通道之中，预计锌价在今年四季度有望延续涨势。而公司未来自身挖潜、外购资源叠加新周期向上，弹性巨大。预计2017年-2019年公司净利润分别为12.1亿元、16.55亿元，19.8亿元。对应PE分别为24倍、18倍、15倍，继续维持公司买入评级。

风险提示：还未签订正式协议的风险；本次拟收购项目为在建项目，还未产生收入和现金流，存在不达报告预期风险

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	44.92元
目标价格	62元
上次目标价	62元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	653.01
流通A股股本(百万股)	158.33
A股总市值(百万元)	29,333.09
流通A股市值(百万元)	7,112.33
每股净资产(元)	2.22
资产负债率(%)	44.20
一年内最高/最低(元)	54.79/27.18

### 作者

杨诚笑 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com  
田庆争 联系人  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《西藏珠峰-季报点评:铅锌价格坚挺,业绩持续高增长》2017-10-26
- 《西藏珠峰-公司点评:发起百亿并购基金,矿业巨头之心显峥嵘》2017-08-15
- 《西藏珠峰-半年报点评:大手笔分红,新(锌)周期中迎量价齐升》2017-07-26

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,491.45	1,476.76	2,510.48	3,163.21	3,795.85
增长率(%)	(3.25)	(0.99)	70.00	26.00	20.00
EBITDA(百万元)	249.79	830.52	1,445.09	1,862.84	2,315.69
净利润(百万元)	160.04	650.26	1,207.70	1,654.66	1,978.83
增长率(%)	1,772.02	306.31	85.73	37.01	19.59
EPS(元/股)	0.25	1.00	1.85	2.53	3.03
市盈率(P/E)	183.29	45.11	24.29	17.73	14.82
市净率(P/B)	44.02	22.60	10.30	6.51	4.53
市销率(P/S)	19.67	19.86	11.68	9.27	7.73
EV/EBITDA	54.35	22.07	18.95	13.74	10.13

资料来源：wind，天风证券研究所

## 拟联合收购境外优质盐湖资产，新锂业巨头或诞生

事件：西藏珠峰发布回复上交所问询函的公告。主要内容如下：

1、公司公告拟联合歌石祥金及华融华侨收购某境外上市公司，歌石祥金已与境外上市公司签署了《投资框架意向协议》，本次交易将在 2017 年 12 月 15 日前拥有排他性，此次收购标的是一家境外上市公司，已经基本完成对项目资产的尽调，本次收购将在获得其 66.67% 股东的同意和监管机构/或法院批准后，从而完成 100% 股份收购，再私有化退市。

2、标的公司核心资产系全资子公司的锂矿项目，含高品质锂矿，符合国际 NI 43-101 标准的资源量不低于 200 万吨碳酸锂当量（控制和推断资源量各 100 万吨）；禀赋好、锂品位高、镁锂比低，卤水组分简单等优质矿特点。所在地的气候地质条件及基础设施均有利于生产开发。

3、目前该公司的净资产约为 3.21 亿元人民币，本次交易的总现金对价为不低于 2 亿美元收购标的公司稀释后 100% 股权。主要基于公司拟定的 3 万吨电池级碳酸锂产能规划（一期建设中）长期电池级碳酸锂价格 1.2 万美元/吨，达产后年净利润不低于 1.3 亿美金。

对此，我们点评如下：

### 1、资源量比肩世界一线锂资源公司。

此次拟收购的盐湖资源量按单个盐湖的资源量计算在全球排名第七。在国内排在察尔汗盐湖之后、略低于东台吉乃尔和西台吉乃尔之后。按公司所拥有的资源量计算，200 万吨碳酸锂当量的资源量大约与全球第三大盐湖提锂供应商 FMC 的 190.28 万吨相当，FMC 当前年产能 1.8 万吨碳酸锂和 1 万吨氢氧化锂（2 万吨在建）。市值约为 120 亿美元，2016 年其归母净利润为 2.09 亿美元。

与国内公司相比，赣锋锂业的权益碳酸锂资源量 414.7 万吨的 48.22%（200 万吨矿山+214.7 万吨盐湖）。赣锋锂业的主力矿山 MT Marion（参股 43.1%）的资源量为 262.9 万吨碳酸锂当量。

与主要盐湖资源量比较如下表：

表 1：南美盐湖资源量及产能释放情况

公司	盐湖	碳酸锂 (万吨)	镁锂比	锂盐设计产能	产能（碳酸锂，万吨）			
					2017E	2018E	2019E	2020E
SQM	Salar de Atacama (智利)	1109.997	6.4	已有碳酸锂产能 4.8 万吨，氢氧化锂 0.6 万吨；2017 年底氢氧化锂扩产至 1.3 万吨，2018 年碳酸锂扩产至 6.3 万吨	5.6	6.2	7.6	7.6
ALB	Salar de Atacama (智利)	380.5704	6.4	目前产能 4.4 万吨，预计 2020 年提升到 8 万吨	3	3.7	4.4	4.6
FMC	Salar de Hombre Muerto	190.2852	1.4	氢氧化锂 1 万吨，碳酸锂 1.8 万吨；一起 0.8 万吨氢氧化锂 17 年 Q3 达产，二期 1.2 万吨 2019 年达产	3.6	3.6	4.8	4.8
Orocobre	Salar de Olaroz	121	2.8	一起 1.75 万吨碳酸锂已投产，二期 1.75 万吨碳酸锂 2019 年投产	1.2	1.6	3.5	3.5
Li3	Maricunga	57.4	6.63	可行性研究中，最快 2019 年以后	0	0	-	-

	(智利)			投产				
Enirgi Group	Rincon	480	8.6	5 万吨, 2018 年下半年投产	0	1	3	5
Comibol	Salarde Uyuni(玻利维亚)	2907.135	18.6	5 万吨, 2018 年底建成	0	0	2.5	5
Neo Lithium	3Q	-	-	3.5 万吨, 2019 年投产	0	0	1	2.5
Lithium Americas	Cauchari-Olaroz	270	2.4	总产能 5 万吨, 一期 2.5 万吨锂盐 2019 年试生产	0	0	0	2.5
Galaxy Resource	Sai de vida	723.3	2.2	设计产能 2.5 万吨, 2020 年后投产	0	0	0	0
Lithium X	Sal de los Angeles	205	3.8	2 万吨碳酸锂, 可行性研究中	0	0	0	0
ALB international	Antofalla Mariana	-	-	勘探中	0	0	0	0
ERAM ET	Centinario	186.6	14	正在进行可行性研究	0	0	0	0
Orocobre	Salinas Grand	>700	-	2 万吨, 2021 年底投产	0	0	0	0
南美小计				1 万吨, 投产时间未知	0	0	0	0
					<b>13.4</b>	<b>16.1</b>	<b>26.8</b>	<b>35.5</b>

资料来源: 安泰科, 公司公告, 天风证券研究所

表 2: 中国盐湖资源量及产能释放情况

公司	盐湖	氯化锂 (万吨)	镁锂比	老卤量 (折碳酸锂, 万吨)	计划产能 (碳酸锂, 万吨)				备注
					2017E	2018E	2019E	2020E	
蓝科锂业 (盐湖股份)	察尔汗盐湖	824.6	1800	20	0.7	1	1	1	蓝科锂业计划扩产至 5 万吨, 但目前未有具体时间表
藏格控股	察尔汗盐湖	200	1800	15	0	0	2	2	藏格控股计划 18-19 年形成 2 万吨锂盐产能
锂资源公司 (包含青海锂业)	东台吉乃尔盐湖	284.78	37	3	0.9	1.4	2	2.7	目前产能 1 万吨, 锂资源公司计划两期扩产, 18 和 19 年分别建成 1 万吨锂盐产能
中信国安	西台吉乃尔盐湖	290.67	61	5	0.5	0	0	0	环保关停, 估计很难再开
大华化工	大柴旦盐湖	183	65	-	0	0	0.5	0.5	
五矿盐湖	一里坪	179.95	100	-	0	0	0	0	中试完成, 具体开发时

	盐湖								间未定
西藏城投	结则茶卡盐湖	230.69	1.15	开采权限为 1 万吨	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	扎布耶盐湖	184	0.01						
西藏矿业	扎布耶盐湖	184	0.01		0.36	0.36	0.36	0.36	
<b>中国小计</b>					<b>2.56</b>	<b>2.86</b>	<b>5.96</b>	<b>6.66</b>	

资料来源：安泰科，公司公告，天风证券研究所

## 2、产能规划达到 3 万吨/年，预期净利润率达 36%

项目公司正在进行 3 万吨/年电池级碳酸锂生产线建设，按照公告电池级碳酸锂 1.2 万美元/吨的价格假设，其预计项目公司达产后年净利润不低于 1.3 亿美元。意味着其净利率高达 36%，赣锋锂业与天齐锂业的三季报净利率为 28.28%、39.39%。

另外，按其电池级碳酸锂 1.2 万美元/吨的价格假设，其单吨净利为 4333 美元，约为 2.86 万元人民币，远低于目前天齐锂业约 7 万元/吨的水平。

这主要是因为 1.2 万美元/吨的价格假设略低于目前海外市场长协价格，但远低于目前国内 14-15 万元人民币/吨的长单价格和 17-18 万元人民币/吨的短单价格。

假设其未来供应国内市场，我们认为其每吨净利润有望再增加 6000 美元左右。达到和天齐差不多的盈利水平。

## 3、与全国最大资产管理公司合伙并购基金，锂盐巨头之路可期

公司为主要劣后方发起设立中、规模达 100 亿人民币（或等值美元）的并购基金已经确认的有限合伙人劣后级份额有中国四大资产管理公司之一华融资产管理公司的全资子公司华融致远投资控股 51%的华融华侨资产公司参与。其拟以自有或自筹资金认购不超过 10 亿元劣后份额。而公司与二股东上海歌石祥金也拟以自有或自筹资金认购不超过 10 亿元劣后份额。

同时，华融华侨下属基金管理公司与西藏珠峰及歌石祥金一起认购普通合伙人份额，担任并购基金管理人。根据其网站介绍，华融资产是经国务院批准，由财政部、中国人寿保险（集团）共同发起设立的国有大型非银行金融企业，为中国四大金融资产管理公司之一，2015 年在香港联合交易所主板上市，股票代码为 2799.HK。截至 2016 年末，其总资产达 14,119.7 亿元，**继续保持中国最大资产管理公司地位**，净利润达 231.1 亿元。

此次参与合作方华融华侨资产，是由华融资产（持股 51%）和汕头市政府出资设立，属于华融资产一级子公司，为海内外华侨提供金融管理服务。

图 1：华融资产与汕头市人民政府共同成立华融华侨资产



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**盈利预测：**预计不考虑外延情况下，基于现有资产和业务。考虑到**全球经济数据支撑复苏态势**，**锌库存处于历史低位**，目前**锌价走势处于我们的预判通道之中**，预计**锌价在今年四季度有望延续涨势**。而公司未来自身挖潜、外购资源叠加新周期向上，弹性巨大。预计**2017年-2019年公司净利润分别为12.1亿元、16.55亿元、19.8亿元**。对应**PE分别为24倍、18倍、15倍**，继续维持公司买入评级。

**风险提示：**还未签订正式协议的风险；本次拟收购项目为在建项目，还未产生收入和现金流，存在不达报告预期风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	106.97	398.36	1,916.69	3,599.61	5,674.77
应收账款	180.87	144.61	294.03	163.27	385.49
预付账款	11.45	42.33	21.03	37.84	50.46
存货	79.79	143.30	52.75	232.88	68.73
其他	10.66	16.57	12.03	13.02	13.99
<b>流动资产合计</b>	<b>389.74</b>	<b>745.17</b>	<b>2,296.53</b>	<b>4,046.62</b>	<b>6,193.45</b>
长期股权投资	1.24	1.17	1.17	1.17	1.17
固定资产	604.90	875.70	916.88	956.13	981.23
在建工程	96.18	127.96	112.78	115.67	99.40
无形资产	2.56	2.27	2.13	1.99	1.85
其他	112.71	195.02	110.47	137.04	145.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>817.58</b>	<b>1,202.13</b>	<b>1,143.43</b>	<b>1,212.00</b>	<b>1,228.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,207.33</b>	<b>1,947.30</b>	<b>3,439.95</b>	<b>5,258.62</b>	<b>7,422.37</b>
短期借款	32.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	315.72	552.67	334.92	678.25	761.00
其他	185.21	92.19	242.16	136.73	266.80
<b>流动负债合计</b>	<b>532.94</b>	<b>644.86</b>	<b>577.08</b>	<b>814.98</b>	<b>1,027.80</b>
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	4.02	3.66	3.91	3.87	3.81
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.02</b>	<b>3.66</b>	<b>3.91</b>	<b>3.87</b>	<b>3.81</b>
<b>负债合计</b>	<b>536.96</b>	<b>648.52</b>	<b>580.99</b>	<b>818.85</b>	<b>1,031.62</b>
少数股东权益	4.00	1.06	10.62	(63.23)	(91.08)
股本	653.01	653.01	653.01	653.01	653.01
资本公积	22.36	22.36	22.36	22.36	22.36
留存收益	337.38	987.63	2,195.33	3,849.99	5,828.82
其他	(346.37)	(365.30)	(22.36)	(22.36)	(22.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>670.37</b>	<b>1,298.77</b>	<b>2,858.96</b>	<b>4,439.77</b>	<b>6,390.75</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,207.33</b>	<b>1,947.30</b>	<b>3,439.95</b>	<b>5,258.62</b>	<b>7,422.37</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	139.60	647.33	1,207.70	1,654.66	1,978.83
折旧摊销	73.09	77.91	34.15	38.00	41.31
财务费用	3.83	(0.39)	(5.40)	(12.86)	(21.63)
投资损失	5.92	(18.91)	(29.48)	(29.48)	(29.48)
营运资金变动	(161.49)	(172.09)	(105.63)	156.81	154.29
其它	135.52	45.38	10.06	(75.10)	(28.48)
<b>经营活动现金流</b>	<b>196.48</b>	<b>579.23</b>	<b>1,111.40</b>	<b>1,732.02</b>	<b>2,094.83</b>
资本支出	635.61	379.26	59.75	80.04	50.05
长期投资	(0.34)	(0.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(842.10)	(793.19)	(70.27)	(133.90)	(75.01)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(206.83)</b>	<b>(413.99)</b>	<b>(10.52)</b>	<b>(53.85)</b>	<b>(24.96)</b>
债权融资	143.46	0.29	69.91	60.55	43.58
股权融资	156.01	(3.67)	348.33	12.86	21.63
其他	(305.66)	113.27	(0.79)	(68.66)	(59.92)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6.19)</b>	<b>109.89</b>	<b>417.45</b>	<b>4.76</b>	<b>5.29</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(16.54)</b>	<b>275.13</b>	<b>1,518.33</b>	<b>1,682.93</b>	<b>2,075.16</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>1,491.45</b>	<b>1,476.76</b>	<b>2,510.48</b>	<b>3,163.21</b>	<b>3,795.85</b>
营业成本	952.88	441.56	728.04	901.51	1,081.82
营业税金及附加	43.53	84.58	108.53	136.75	181.86
营业费用	95.07	108.21	171.99	224.24	188.65
管理费用	129.43	107.33	91.88	68.33	77.81
财务费用	(21.43)	(15.26)	(5.40)	(12.86)	(21.63)
资产减值损失	85.70	(3.21)	28.59	37.03	20.80
公允价值变动收益	(0.08)	(3.35)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(5.92)	18.91	29.48	29.48	29.48
其他	12.01	(31.12)	(58.96)	(58.96)	(58.96)
<b>营业利润</b>	<b>200.27</b>	<b>769.11</b>	<b>1,416.34</b>	<b>1,837.70</b>	<b>2,296.01</b>
营业外收入	1.45	1.61	1.61	1.56	1.59
营业外支出	1.02	4.72	1.95	2.57	3.08
<b>利润总额</b>	<b>200.69</b>	<b>765.99</b>	<b>1,416.00</b>	<b>1,836.69</b>	<b>2,294.52</b>
所得税	61.09	118.67	198.24	257.14	344.18
<b>净利润</b>	<b>139.60</b>	<b>647.33</b>	<b>1,217.76</b>	<b>1,579.56</b>	<b>1,950.34</b>
少数股东损益	(20.43)	(2.93)	10.06	(75.10)	(28.48)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>160.04</b>	<b>650.26</b>	<b>1,207.70</b>	<b>1,654.66</b>	<b>1,978.83</b>
每股收益(元)	0.25	1.00	1.85	2.53	3.03

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-3.25%	-0.99%	70.00%	26.00%	20.00%
营业利润	1483.11%	284.04%	84.15%	29.75%	24.94%
归属于母公司净利润	1772.02%	306.31%	85.73%	37.01%	19.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.11%	70.10%	71.00%	71.50%	71.50%
净利率	10.73%	44.03%	48.11%	52.31%	52.13%
ROE	24.02%	50.11%	42.40%	36.75%	30.53%
ROIC	238.79%	107.22%	171.95%	174.04%	253.15%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.47%	33.30%	16.89%	15.57%	13.90%
净负债率	28.50%	22.06%	8.74%	-31.66%	-44.46%
流动比率	0.73	1.16	3.98	4.97	6.03
速动比率	0.58	0.93	3.89	4.68	5.96
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.74	9.07	11.45	13.83	13.83
存货周转率	17.79	13.24	25.61	22.15	25.17
总资产周转率	1.75	0.94	0.93	0.73	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.25	1.00	1.85	2.53	3.03
每股经营现金流	0.30	0.89	1.70	2.65	3.21
每股净资产	1.02	1.99	4.36	6.90	9.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	183.29	45.11	24.29	17.73	14.82
市净率	44.02	22.60	10.30	6.51	4.53
EV/EBITDA	54.35	22.07	18.95	13.74	10.13
EV/EBIT	75.91	24.32	19.41	14.03	10.32

### 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