

# 北陆药业 (300016)

证券研究报告

2018年01月05日

## 前瞻性布局肿瘤个性化诊疗，完善肿瘤检验产业链

### 战略布局肿瘤个性化诊疗领域，提前卡位肿瘤基因检测

2016年，公司完成了对世和基因增资，逐步实现公司在肿瘤个性化诊疗领域的战略布局。世和基因专攻 NGS 和 ctDNA 领域，其明星产品为 422 个基因无创全景检测，包含所有已知癌症用药相关基因，涵盖现有靶向药物、化疗药物及临床试验。世和基因已经完成累计超过 60,000 例中国肿瘤样本检测，其中 30,000 余例为液体活检样本，居国内首位。

2016年，公司同时对武汉友芝友医疗（证券代码：837794）进行战略投资，截至目前，该公司已成功开发了数十个基因诊断产品，其中十多个分子诊断试剂盒（PCR-荧光探针法）通过 CFDA 的 III 类医疗器械注册审批并获准上市。北陆药业目前持股比例为 25%，2017-2019 年友芝友医疗承诺扣非后归母净利润为 1000 万、1500 万、2000 万。

### 业绩稳步增长，多领域布局丰富业务结构

2016年7月1日起，中美康士不再纳入公司合并报表范围，致使公司利润同比大幅下降。但公司实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 8,383.45 万元，同比增长 181.30%。

2017年前三季度，公司实现营业收入 4.18 亿元，同比增长 3.1%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 26.4%，实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.02 亿元，同比增长 27.0%。

### 以对比剂为核心，新业务有望带来业绩新增量

公司以开发、生产对比剂系列产品为核心，兼顾开发研制降糖类药品和精神类药物等其它中西药的整体业务布局。

作为国内专业对比剂产品供应商，公司拥有品种最多、规格最全的对比剂产品，涵盖磁共振对比剂、非离子型碘对比剂和口服磁共振对比剂等。

九味镇心颗粒是由公司自主研发创新、国内第一个、也是目前唯一一个通过国家食品药品监督管理总局批准治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂、国家中药保护品种，其组方及生产工艺取得国家专利保护。2,000 例 IV 临床试验的结果证明了九味镇心颗粒的疗效及安全性，2017 年被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，有望在 2018 年贡献业绩增量。

我们预计 17-19 年营收 5.68 亿、6.81 亿、8.12 亿，净利润为 1.25 亿、1.51 亿、1.82 亿，对应 EPS 为 0.38 元、0.46 元、0.56 元，考虑到肿瘤基因检测巨大的市场空间，以及积累的数据量超过 60,000 例，调高评级至“买入”，股价经过一年的调整，我们适时调整目标价，调整至 17.50 元。

**风险提示：**对比剂增长低于预期、九味镇心颗粒医保放量低于预期、肿瘤基因检测产品进展不达预期、业绩波动大等

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	491.43	498.86	568.00	681.38	812.00
增长率(%)	11.69	1.51	13.86	19.96	19.17
EBITDA(百万元)	66.12	36.70	130.32	157.99	188.37
净利润(百万元)	32.58	16.38	125.30	151.45	182.23
增长率(%)	(62.45)	(49.72)	664.98	20.87	20.32
EPS(元/股)	0.10	0.05	0.38	0.46	0.56
市盈率(P/E)	143.79	286.00	37.39	30.93	25.71
市净率(P/B)	5.26	5.20	4.68	4.17	3.70
市销率(P/S)	9.53	9.39	8.25	6.88	5.77
EV/EBITDA	173.84	156.26	32.94	27.39	22.66

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（调高评级）
当前价格	14.37 元
目标价格	17.50 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	325.99
流通 A 股股本(百万股)	254.02
A 股总市值(百万元)	4,684.52
流通 A 股市值(百万元)	3,650.29
每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	7.21
一年内最高/最低(元)	19.10/12.31

### 作者

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

**杨烨辉** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516080003  
yangyehui@tfzq.com

**李扬** 联系人  
lyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《北陆药业-年报点评报告:16 年年报低于预期，17 年轻装上阵》 2017-02-28
- 2 《北陆药业-首次覆盖报告:对比剂替代升级提振业绩，看好肿瘤诊疗服务布局》 2017-01-18



## 1. 前瞻性布局肿瘤个性化诊疗，完善肿瘤检验产业链

肿瘤细胞免疫治疗经营环境及相关政策发生的重大变化、与李晓祥的仲裁等并未改变公司对肿瘤个性化诊疗市场前景的判断及公司的战略定位。2016年，公司继续积极关注并寻找拓展产业链的机遇，完成了对世和基因增资，并对武汉友芝友医疗科技股份有限公司（证券代码：837794），进行战略投资，逐步实现公司在肿瘤个性化诊疗领域的战略布局。

作为国内肿瘤精准医学的领军企业，世和基因专攻 NGS 和 ctDNA 领域，核心技术覆盖癌症生物学、高通量测序、DNA/RNA 富集建库、生物信息学平台等领域，并始终走在肿瘤临床转化应用的最前端：已经累计超过 60,000 例中国肿瘤样本，其中 30,000 余例为液体活检样本，居国内首位；拥有 7 项已授权核心发明专利，400 余项技术优化流程，300 多项在研合作项目，在领域内处于领跑地位；拥有国内首家无瑕疵通过美国 CAP、欧洲 EMQN、中国卫计委临检中心室间质评在内的多项国内外权威认证。

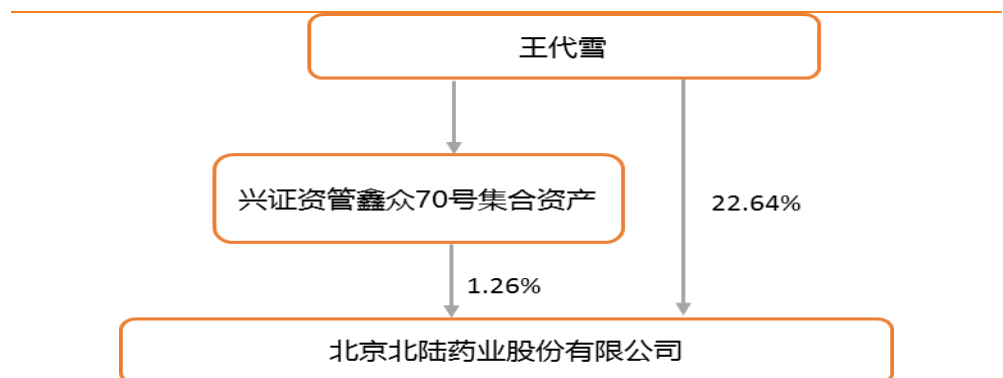
芝友医疗致力于肿瘤个体化诊断与治疗产品的研发与产业化，大力推动个体化医学在肿瘤药物开发与临床上的应用。2015年4月，芝友医疗独立开发的具有先进水平的循环肿瘤细胞检测产品 CTCBIOPSY 获得 CFDA 注册证上市，CTCBIOPSY-D100 现已进入全国 60 多家大型医院及检验中心，以可靠、高效的 CTC&CTM 捕获性能以及开放的下游技术应用，获得了病理、检验、临床等科室医生的广泛认可，新一代循环肿瘤细胞捕获仪 CTCBIOPSY-A10 已上市。截至目前，该公司已成功开发了数十个基因诊断产品，其中十多个分子诊断试剂盒通过 CFDA 的 III 类医疗器械注册审批并获准上市。芝友医疗将继续领跑药物代谢及肿瘤靶向用药基因检测市场，力争成为业内产品线最全面、解决方案最完整的公司。北陆药业目前持股比例为 25%，2017-2019 芝友医疗承诺扣非后归母净利润为 1000 万、1500 万、2000 万，2019 年预计其二代 CTC 检测系统（D800）获得由省、自治区、直辖市食品药品监督管理局颁发的第二类医疗器械注册证或由国家 CFDA 颁发的第三类医疗器械注册证。

## 2. 业绩稳步增长，多领域布局丰富业务结构

公司是我国对比剂行业的市场领先者，长期专注于对比剂系列产品的研发、生产及销售，并形成了在对比剂领域独有的核心竞争优势，在我国放射界及相关领域拥有较高知名度和市场影响力。公司逐步形成了以开发、生产对比剂系列产品为核心，兼顾开发研制降糖类药品和精神类药物等其它中西药的整体业务布局。最新推出的新产品九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个通过国家药监局批准用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂，该药疗效确切，副作用轻微，无依赖性，将成为公司未来新的利润增长点，已获国家专利局颁发的专利证书，并于 2007 年 10 月被列入北京市火炬计划。

公司实际控制人王代雪，现任公司董事长。截至 2017Q3，其直接持有公司 22.64% 的股份。

图 1：公司股权结构

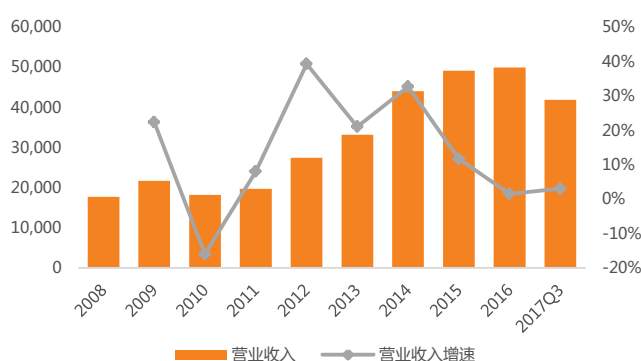


资料来源：公司公告，天风证券研究所

多年以来，公司在全体干部员工的共同努力下，实现了营业收入的持续稳步增长。去年，公司实现营业收入 4.99 亿元，同比增长 1.51%；主营业务成本为 1.54 亿元，同比增加 17.79%。其中，母公司实现主营业务收入 4.73 亿元，同比增长 11.23%；营业成本 1.51 亿元，同比增长 24.08%。自 2016 年 7 月 1 日起，中美康士不再纳入公司合并报表范围；对中美康士的投资根据预计可回收金额转入可供出售金融资产核算，预计可回收金额与股权账面价值的差额影响公司净利润 6,791.15 万元，致使公司利润同比大幅下降。扣除上述事项影响后归属上市公司股东的净利润为 8,429.10 万元，同比增长 158.72%。公司实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 8,383.45 万元，同比增长 181.30%。

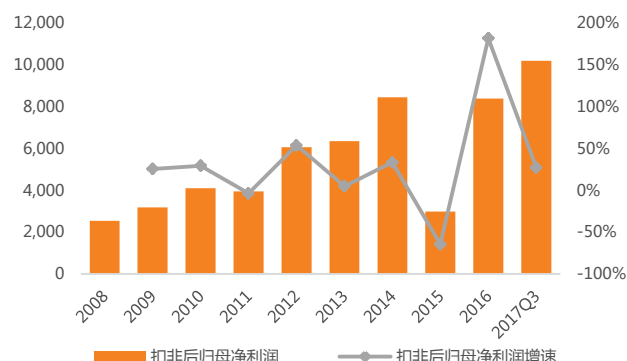
2017 年前三季度，公司实现营业收入 4.18 亿元，同比增长 3.1%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 26.4%，实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.02 亿元，同比增长 27.0%。2017 年公司立足主营业务，坚持技术创新，努力夯实生产、研发基础，积极应对行业及市场变化，从生产、研发、营销、拓展产业链、内部控制、公司治理和企业文化建设等多方面提升公司管理效率和市场竞争力。

图 2：2008-2017Q3 营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2008-2017Q3 扣非后归母净利润及增速

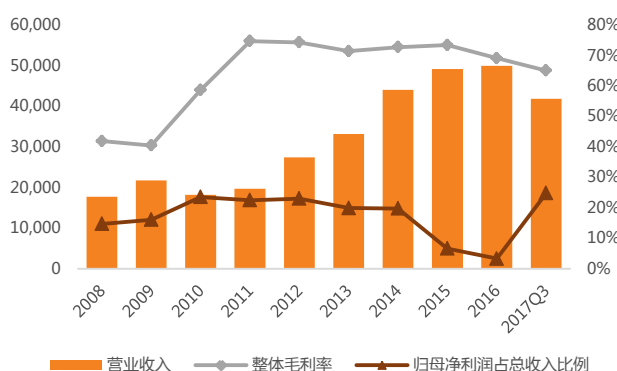


资料来源：wind，天风证券研究所

在公司多年来毛利率维持在较高水平，2016-2017 年由于原材料、辅料等价格不断上涨，尤其是公司主营业务对比剂产品，如钆喷酸葡胺注射液原材料、辅料价格的涨幅较大，导致主营业务对比剂综合毛利率下降，从而拉低了整体毛利率。

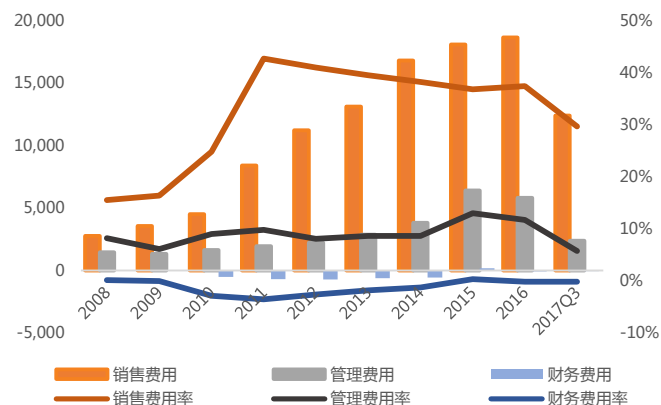
2017 年前三季度公司销售费用为 1.24 亿元，销售费用率为 29.7%，比去年同期（33.9%）下降 4.2pp；管理费用为 0.24 亿元，管理费用率为 5.7%，比去年同期（10.7%）下降 5.0pp，主要是中美康士不再纳入合并范围。

图 4：2008-2017Q3 归母净利润、毛利率及归母净利润占营收比例



资料来源：wind，天风证券研究所

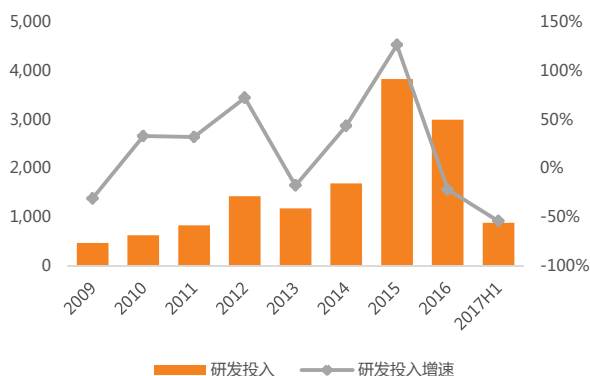
图 5：2008-2017Q3 期间费用及费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

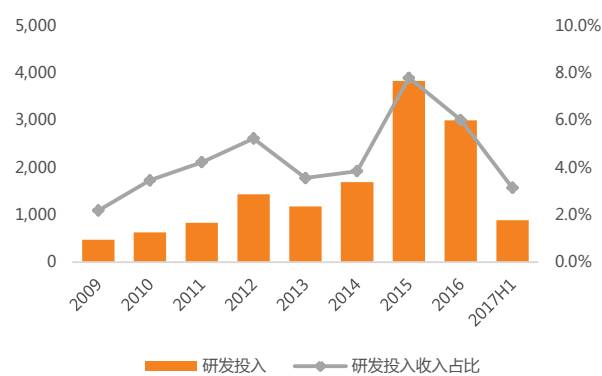
2016 年公司研发投入总额 2,993.54 万元，同比减少 21.81%，占公司营业收入的 6.00%。其中包含中美康士 1—6 月的研发投入 1,084.66 万元。2017 年上半年，公司研发投入为 886 万元，占总收入的比例为 3.14%。

图 6：2009-2017H1 研发投入（万元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2009-2017H1 研发投入（万元）及研发投入收入比

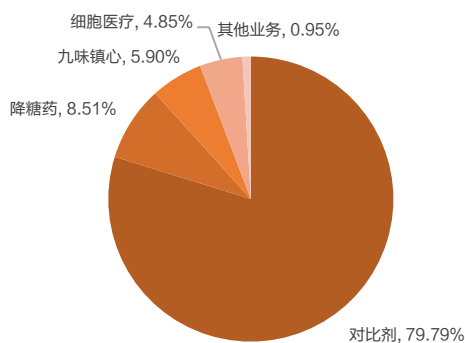


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 以对比剂为核心，新业务有望带来业绩新增量

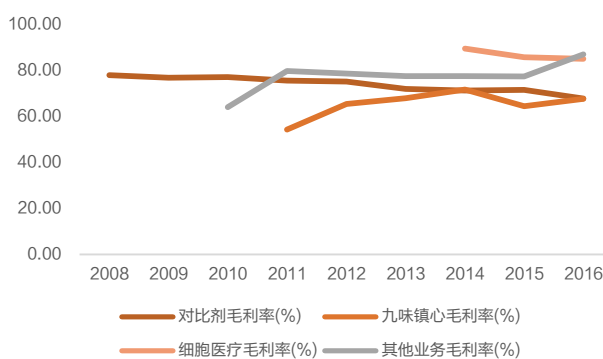
公司的主营业务为对比剂系列、精神类药品和降糖类等药品的研发、生产与销售，同时积极落实肿瘤个性化诊疗的发展战略。其中以开发、生产对比剂系列产品为核心，兼顾开发研制降糖类药品和精神类药物等其它中西药的整体业务布局。

图 8：公司主营构成



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：公司各板块毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 3.1. 对比剂产品国内领先，夯实公司业绩

作为国内专业对比剂产品供应商，公司拥有品种最多、规格最全的对比剂产品，涵盖磁共振对比剂、非离子型碘对比剂和口服磁共振对比剂等三大类别，产品包括钆喷酸葡胺注射液、碘海醇注射液、碘帕醇注射液、碘克沙醇注射液，枸橼酸铁胺泡腾颗粒，其中，钆喷酸葡胺注射液和碘海醇注射液仍是公司营业收入和利润的主要来源。随着招投标工作的推进，碘克沙醇注射液和碘帕醇注射液销售收入将逐步放量，对比剂产品的销售收入有望实现持续、稳定的增长。

2016 年，对比剂产品销售收入 3.98 亿元，同比增长 12.96%，由于原材料、辅料等不断上涨，尤其是对比剂产品钆喷酸葡胺注射液原材料、辅料价格的涨幅较大，导致对比剂综合毛利率下降 3.8%，降至 67.62%。

影像诊断设备的不断增加和广泛应用、增强扫描比例的逐步提高、介入医学的兴起等都驱动对比剂市场保持较快发展。IMS 数据显示，2016 年国内对比剂的市场规模约为 64 亿元，多年来保持持续稳定的增长；恒瑞医药、扬子江、GE、拜耳、博莱科和北陆药业六家市场参与者共占有 90% 以上市场份额；公司以高于市场平均增速的增长速度稳步提升市场份额。

公司经过多年的不懈努力，建立了较完善的营销网络。近年来，通过专业的学术营销，公司的品牌影响力和市场份额不断提升。随着碘克沙醇注射液、碘帕醇注射液这两个新品种的中标工作逐步推进，并在临床开展应用，公司对比剂产品的销售收入有望实现持续增长。

### 3.2. 精神神经类药物进入国家医保药品目录，业绩放量可期

九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个通过国家食品药品监督管理局批准治疗焦虑障碍的纯中药制剂。2016 年，由于九味镇心颗粒未被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，作为处方药不能大规模地进行宣传，且精神神经领域以西医和西药为主，导致市场开拓进展缓慢，九味镇心颗粒销售收入下滑。2016 年，九味镇心颗粒实现销售收入 2,941.85 万元，同比减少 24.29%。受招标进度与原材料价格市场变化的影响，公司实时调整了营销模式，在投入产出效益与单一产品推广基础资源配置需求之间进行平衡，既保持产品推广基础又避免过度消耗公司资源。

此外，瑞替加滨原料及片剂、盐酸维拉佐酮及片剂、阿立哌唑原料及片剂等临床批件的获批，将与九味镇心颗粒形成一定的协同，进一步提升公司在精神神经市场的品牌形象和影响力。

九味镇心颗粒是由公司自主研发创新、国内第一个、也是目前唯一一个通过国家食品药品监督管理局批准治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂、国家中药保护品种，其组方及生产工艺取得国家专利保护。2,000 例 IV 临床试验的结果证明了九味镇心颗粒的疗效及安全性，2017 年被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2017 年版），进一步证实其创新性、安全性及临床有效性，有望在 2018 年贡献业绩增量。

### 3.3. 加强市场渠道优化，降糖类产品增速明显

降糖类产品是公司重要的业务领域之一。2016 年度，公司在对比剂市场营销重点配置人、财、物之时，也加强了降糖药产品市场资源配置，取得了一定的效果。2016 年，降糖药实现销售收入 4,245.27 万元，同比增长 37.43%。

## 4. 不同业务协同发展，公司潜力巨大

对比剂产品在肿瘤早期筛查环节不可或缺。高通量测序、分子诊断等产品的发展、早期筛查工具和预后指标配合靶向用药的完善，对比剂产品处于肿瘤诊断、精准医疗领域应用点的核心地位得到巩固。同时该产品作为肿瘤领域的影像诊断主要应用产品，可配合高通量测序、分子诊断试剂实现从早期筛查、肿瘤指标诊断到确诊、预后指标的流程全覆盖。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	268.42	86.27	198.57	156.41	208.87
应收账款	190.38	144.42	232.43	195.85	314.53
预付账款	5.42	2.47	10.38	2.78	12.64
存货	82.48	104.82	100.00	148.11	143.56
其他	1.28	59.02	26.74	28.97	41.48
<b>流动资产合计</b>	<b>547.98</b>	<b>397.00</b>	<b>568.11</b>	<b>532.11</b>	<b>721.07</b>
长期股权投资	29.62	60.19	60.19	60.19	60.19
固定资产	188.42	200.75	235.07	279.99	318.28
在建工程	50.12	55.12	69.07	89.44	83.67
无形资产	51.83	43.47	40.39	37.31	34.23
其他	182.05	199.57	193.74	194.50	195.06
<b>非流动资产合计</b>	<b>502.04</b>	<b>559.09</b>	<b>598.46</b>	<b>661.43</b>	<b>691.43</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,050.02</b>	<b>956.09</b>	<b>1,166.57</b>	<b>1,193.55</b>	<b>1,412.50</b>
短期借款	31.90	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	28.88	14.28	105.47	25.55	105.64
其他	17.37	15.12	21.27	18.05	19.11
<b>流动负债合计</b>	<b>78.15</b>	<b>29.40</b>	<b>126.74</b>	<b>43.59</b>	<b>124.75</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	39.24	25.00	39.73	34.66	33.13
<b>非流动负债合计</b>	<b>39.24</b>	<b>25.00</b>	<b>39.73</b>	<b>34.66</b>	<b>33.13</b>
<b>负债合计</b>	<b>117.39</b>	<b>54.40</b>	<b>166.48</b>	<b>78.25</b>	<b>157.88</b>
少数股东权益	41.47	0.00	(1.24)	(7.00)	(13.15)
股本	330.51	325.99	325.99	325.99	325.99
资本公积	328.67	317.56	317.56	317.56	317.56
留存收益	576.96	575.70	675.34	796.31	941.78
其他	(344.98)	(317.56)	(317.56)	(317.56)	(317.56)
<b>股东权益合计</b>	<b>932.63</b>	<b>901.69</b>	<b>1,000.09</b>	<b>1,115.30</b>	<b>1,254.62</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>1,050.02</b>	<b>956.09</b>	<b>1,166.57</b>	<b>1,193.55</b>	<b>1,412.50</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	30.92	15.51	125.30	151.45	182.23
折旧摊销	21.57	21.75	14.80	17.78	20.57
财务费用	3.80	0.71	(1.19)	(1.49)	(1.53)
投资损失	1.05	77.74	1.00	1.00	1.00
营运资金变动	(61.54)	(102.89)	57.72	(94.22)	(57.59)
其它	85.06	63.36	(1.31)	(5.86)	(6.29)
<b>经营活动现金流</b>	<b>80.85</b>	<b>76.17</b>	<b>196.32</b>	<b>68.66</b>	<b>138.39</b>
资本支出	25.76	(60.43)	45.26	85.08	51.53
长期投资	(1.05)	30.56	0.00	0.00	0.00
其他	(177.82)	(173.84)	(106.26)	(166.08)	(102.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(153.11)</b>	<b>(203.70)</b>	<b>(61.00)</b>	<b>(81.00)</b>	<b>(51.00)</b>
债权融资	31.90	0.00	1.38	0.46	0.61
股权融资	251.61	1.41	1.19	1.49	1.53
其他	(88.11)	(56.02)	(25.59)	(31.77)	(37.07)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>195.40</b>	<b>(54.62)</b>	<b>(23.02)</b>	<b>(29.82)</b>	<b>(34.93)</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>123.14</b>	<b>(182.15)</b>	<b>112.29</b>	<b>(42.16)</b>	<b>52.46</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>491.43</b>	<b>498.86</b>	<b>568.00</b>	<b>681.38</b>	<b>812.00</b>
营业成本	131.13	154.45	170.40	203.22	241.89
营业税金及附加	5.42	6.17	6.44	7.89	9.55
营业费用	180.84	186.62	198.80	252.11	300.44
管理费用	63.92	58.25	73.84	74.95	89.32
财务费用	1.71	(0.74)	(1.19)	(1.49)	(1.53)
资产减值损失	62.70	(0.86)	2.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.05)	(77.74)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
其他	2.11	155.47	2.00	2.00	2.00
<b>营业利润</b>	<b>44.65</b>	<b>17.22</b>	<b>116.72</b>	<b>141.70</b>	<b>169.32</b>
营业外收入	5.01	5.99	62.00	31.00	39.00
营业外支出	1.65	1.01	1.58	1.41	1.33
<b>利润总额</b>	<b>48.00</b>	<b>22.21</b>	<b>177.13</b>	<b>171.28</b>	<b>206.99</b>
所得税	17.09	6.70	53.14	25.69	31.05
<b>净利润</b>	<b>30.92</b>	<b>15.51</b>	<b>123.99</b>	<b>145.59</b>	<b>175.94</b>
少数股东损益	(1.66)	(0.87)	(1.31)	(5.86)	(6.29)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32.58</b>	<b>16.38</b>	<b>125.30</b>	<b>151.45</b>	<b>182.23</b>
每股收益(元)	0.10	0.05	0.38	0.46	0.56

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.69%	1.51%	13.86%	19.96%	19.17%
营业利润	-59.83%	-61.42%	577.61%	21.40%	19.50%
归属于母公司净利润	-62.45%	-49.72%	664.98%	20.87%	20.32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	73.32%	69.04%	70.00%	70.18%	70.21%
净利率	6.63%	3.28%	22.06%	22.23%	22.44%
ROE	3.66%	1.82%	12.51%	13.49%	14.37%
ROIC	5.47%	1.78%	13.13%	19.56%	18.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.18%	5.69%	14.27%	6.56%	11.18%
净负债率	3.35%	-20.29%	-3.19%	-3.00%	-6.27%
流动比率	7.01	13.50	4.48	12.21	5.78
速动比率	5.96	9.94	3.69	8.81	4.63
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.79	2.98	3.01	3.18	3.18
存货周转率	6.01	5.33	5.55	5.49	5.57
总资产周转率	0.50	0.50	0.54	0.58	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.10	0.05	0.38	0.46	0.56
每股经营现金流	0.25	0.23	0.60	0.21	0.42
每股净资产	2.73	2.77	3.07	3.44	3.89
<b>估值比率</b>					
市盈率	143.79	286.00	37.39	30.93	25.71
市净率	5.26	5.20	4.68	4.17	3.70
EV/EBITDA	173.84	156.26	32.94	27.39	22.66
EV/EBIT	247.90	347.82	37.16	30.86	25.44

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 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

300016