

天虹股份 (002419)

证券研究报告

2018年03月15日

业态升级+供应链优化+地产结算共致归母净利+37%超预期，估值合理坚定推荐！

投资评级

行业	商业贸易/一般零售
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.60元
目标价格	24元

基本数据

A股总股本(百万股)	800.20
流通A股股本(百万股)	799.93
A股总市值(百万元)	15,683.92
流通A股市值(百万元)	15,678.64
每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	60.88
一年内最高/最低(元)	21.18/12.75

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

吴晓楠 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517050001
wuxiaonan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《天虹股份-季报点评:强化体验+商品升级致1-9月业绩+35.4%符合预期,新业态推陈出新盈利能力持续增强!》2017-10-19
- 《天虹股份-公司点评:开设首家无人便利店,再度聚焦“新零售”》2017-08-09
- 《天虹商场-公司深度研究:新零售践行者,混改预期持续发酵》2017-03-17

2017 营收同比增 7.31%，归母净利增 37.03%，Q4 单季可比店同比 +3.87%。公司披露年报，2017 年全年实现营收 185.36 亿，同比增长 7.31%；归母净利 7.18 亿，同比增长 37.03%；EPS 为 0.90 元。其中，4Q17 实现营收 55.98 亿，同比增长 13.85%（Q1-3 同比增速分别为 2.08%、8.81%、3.75%）；归母净利 2.27 亿，同比增长 40.70%（Q1-3 同比增速分别为 21.33%、49.48%、50.25%）。同时公告向全体股东每 10 股派发现金红利 4.5 元（含税）转增 5 股。报告期内公司顺应消费升级，不断孵化新零售业态，大幅提高数字化程度，深入发展供应链，积极推动商品和服务升级。①**百货方面**推进深度联营和适度自营、引进新兴零售品牌；②**超市方面**持续深耕优质源采、重点打造国内外直采、自有品牌等战略核心商品。零售主业逐季向好，同时地产结算贡献增长，苏州相城天虹项目和南昌九洲天虹项目工程接近尾声，结转收入 7.42 亿，+376%yoy，贡献 1 亿左右利润，带来较大增量。2017 全年年可比店收入同比-0.23%，主要受门店业态调整、增加体验业态面积影响；Q4 单季度可比店营业收入同比+3.87%，利润总额同比增 26.32%，公司转型调整已见成效。

上调盈利预测，维持买入评级。公司顺应消费升级，创新发展新型零售业态，按照生活场景重构百货卖场、开发出百货新物种以及定位都会生活的全新超市品牌“sp@ce”，不断创新购物中心主题街区，并开设无人便利店等创新业态；与品牌供应商深度联营、超市深耕优质源采等优化供应链；推动商品升级，借助数字化运营手段提升购物效率和服务体验。伴随公司新业态转型初见成效，第四季度单季可比店营业收入同比增长达 3.87%，我们预测未来收入端上涨可期，上调收入预测，预计 18-20 年业绩分别为 8.9/10.5/11.8 亿，18-19 年对应 EPS 从 0.95/1.1 元分别上调为 1.11/1.31 元，上调幅度分别为 16.8%/19.1%，20 年 EPS 为 1.48 元。18-20 年分别对应 18/15/13xPE。目标价从 19.5 元上调至 24 元，上调幅度 23.1%，维持买入评级。

上调目标价原因：当前股价已超上次目标价（19.5 元）。此外，①短期高管二级市场增持计划将对市场形成催化；②估值方面，当前市值对应 2018 年净利为 18 倍，参考行业，同时未来新零售推动或可带来估值提升，给予 22 倍合理估值，对应 196 亿市值，目标价 24 元！

风险提示：门店转型效果不及预期，社零等宏观数据低于预期。

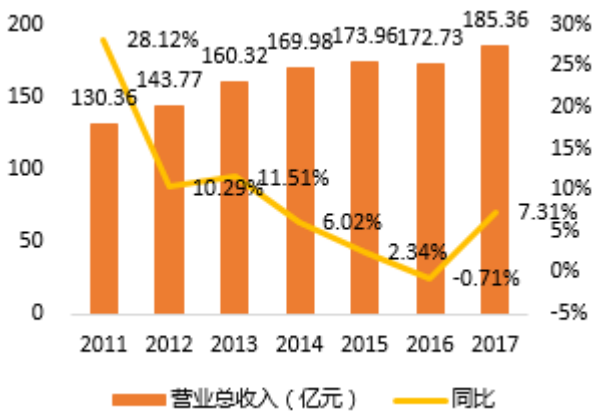
财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,272.96	18,536.28	21,038.68	23,352.94	25,688.23
增长率(%)	(0.71)	7.31	13.50	11.00	10.00
EBITDA(百万元)	847.60	1,080.43	1,265.74	1,433.32	1,601.56
净利润(百万元)	524.11	718.19	889.16	1,049.36	1,184.40
增长率(%)	(56.63)	37.03	23.81	18.02	12.87
EPS(元/股)	0.65	0.90	1.11	1.31	1.48
市盈率(P/E)	29.92	21.84	17.64	14.95	13.24
市净率(P/B)	2.80	2.60	2.36	2.12	1.88
市销率(P/S)	0.91	0.85	0.75	0.67	0.61
EV/EBITDA	6.60	5.75	6.56	4.18	3.02

资料来源: wind, 天风证券研究所



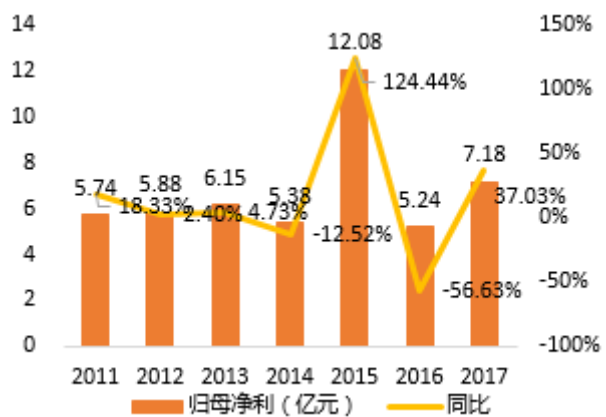
2017 营收同比增 7.31%，归母净利增 37.03%，Q4 单季可比店同比+3.87%。公司披露年报，2017 年全年实现营收 185.36 亿，同比增长 7.31%；归母净利 7.18 亿，同比增长 37.03%；EPS 为 0.90 元。其中，4Q17 实现营收 55.98 亿，同比增长 13.85%（Q1-3 同比增速分别为 2.08%、8.81%、3.75%）；归母净利 2.27 亿，同比增长 40.70%（Q1-3 同比增速分别为 21.33%、49.48%、50.25%）。同时公告向全体股东每 10 股派发现金红利 4.5 元（含税）转增 5 股。报告期内公司顺应消费升级，不断孵化新零售业态，大幅提高数字化程度，深入发展供应链，积极推动商品和服务升级。①**百货方面**推进深度联营和适度自营、引进新兴零售品牌；②**超市方面**持续深耕优质源采、重点打造国内外直采、自有品牌等战略核心商品。零售主业逐季向好，同时地产结算贡献增长，苏州相城天虹项目和南昌九洲天虹项目工程接近尾声，结转收入 7.42 亿，+376%yoy，贡献 1 亿左右利润，带来较大增量。2017 全年年可比店收入同比-0.23%，主要受门店业态调整、增加体验业态面积影响；Q4 单季度可比店营业收入同比+3.87%，利润总额同比增 26.32%，公司转型调整已见成效。

图 1：2017 年营收同比增长 7.31%



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：2017 年归母净利同比增长 37.03%

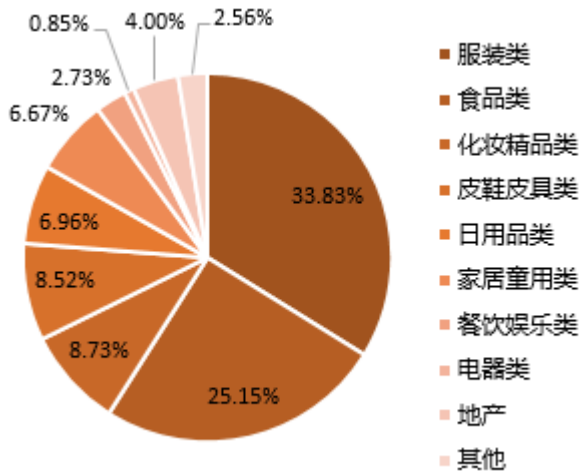


资料来源：Wind、天风证券研究所

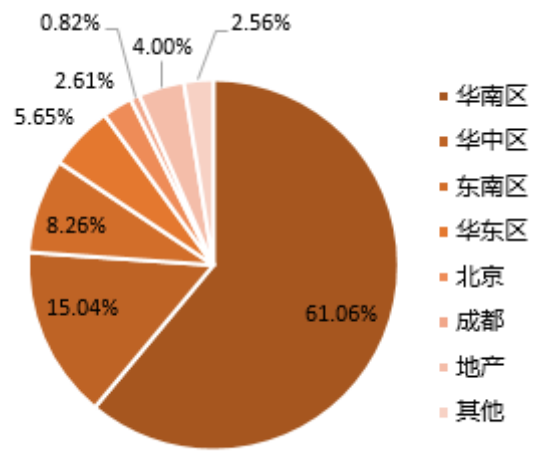
百货业态回暖，超市稳步增长。分业态来看，①**百货及购物中心业态**收入 113.69 亿（占比 61.33%），同比增长 2.18%，主要因外部消费环境向好，公司顺应消费升级，创新百货模式，推出主题购物中心，体验业态门店占比提高，截至报告期末增开 3 家创新百货业态门店及 3 家主题购物中心；推进业务数字化，提升顾客购物体验，截至报告期末虹领巾会员人数超 600 万，使用人次超 3600 万，“天虹到家”年订单量同比增加超 60%，年销售额同比增长近 9 倍；②**超市及便利店业态**收入 59.52 亿（占比 32.21%），同比增长 6.38%，主要系公司不断发展直采渠道及自有品牌完善超市供应链，不断增加海外合作伙伴，国际直采销售同比增长超 5 倍，加强基地生鲜直采，销售占比达 43%，自有品牌、食品及制作服务销售分别同比增加 32%、20%。③**地产收入 7.42 亿(占比 4%)，同比增长 375.63%**，主要因公司苏州相城天虹项目和南昌九洲天虹项目工程接近尾声，结转收入所致。

图 3：2017 年公司分产品收入占比

图 4：2017 年公司分地区收入占比



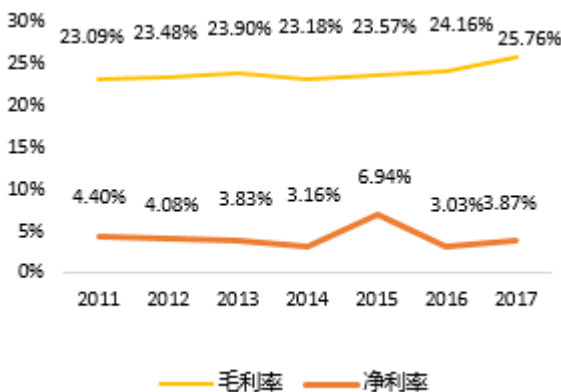
资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

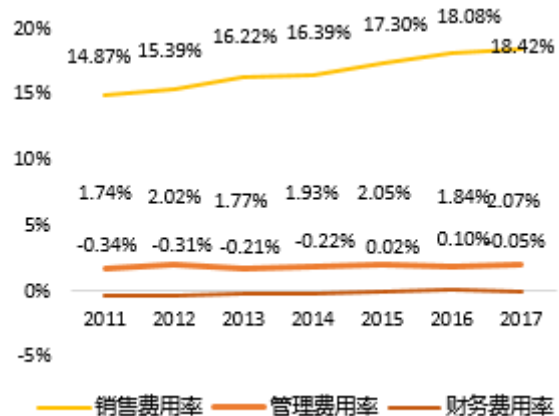
毛利率稳步提升至 25.76%，费用管控合理微增 0.42 个百分点，净利率达 3.87%。2017 全年毛利率 25.76%，同比增加 1.6 个百分点，分季度来看 Q1-4 毛利率分别为 25.28% (+1.48pct)、25.55% (+0.06pct)、27.4% (+1.21pct)、25.32% (+3.26pct)。按品类来看：百货中占比较大的服装类毛利率 23.66%，同比增加 1.29 个百分点，主要因公司对百货卖场进行创新转型，打造 Kids Republic、YES!街、生活+、灯光广场、云端乐园等系列特色主题街区增强购物中心吸引力，体验式业态拉升毛利率，截至报告期末，已开业 3 家创新百货门店，3 家主题购物中心；食品类毛利率为 23.76%，同比增加 0.59 个百分点，主要因不断发展完善超市、便利店供应链，推广即煮“Ready to cook”、即食“Ready to eat”商品和战略品类鲜食，截止报告期末共开业 8 家 sp@ce 生活超市。报告期内持续加强费用把控，期间费用率 20.44%，同比微增 0.42 个百分点。其中，销售费用率 18.42%，同比增加 0.34 个百分点；管理费用率 2.07%，同比增加 0.23 个百分点；主要因职工薪酬增长，致销售费用率和管理费用率分别提升 0.37 个百分点和 0.24 个百分点；财务费用率-0.05%，同比减少 0.15 个百分点，主要因定期存款利息收入增加所致。因报告期内百货利润贡献较大，同比增长 19.55%，同时地产结算，共致净利率同比增加 0.84 个百分点至 3.87%。

图 5：2011-2017 年公司毛利率&净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：2011-2017 年公司期间费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

深耕华南，布局全国。截至报告期末，公司已进驻广东、江西、湖南、福建、江苏、浙江、北京、四川共计 8 省/市的 21 个城市，共经营购物中心店 7 家和综合百货店 67 家（含加盟店 3 家）、独立超市门店 2 家（前海超市、石岩超市）、便利店 148 家（含加盟店 37 家），

面积合计约 256 万平方米。报告期内，公司持续拓展门店网络，新开厦门君尚购物中心、苏州石路天虹 CC.Mall、长沙沙湾公园天虹 CC.Mall、江西泰和天虹购物中心、苏州相城天虹购物中心（试营业）、SP@CE 石岩超市共 6 家门店，以及 43 家便利店。调整了深圳前海天虹、福州王庄天虹的经营面积；关闭 5 家直营便利店，11 家合同到期不能续约以及解除 36 家便利店加盟合作。

表 1：天虹门店分布（按门店划分）（截至 2017 年末）

地区	综合百货		独立超市		购物中心		便利店	
	数量 (家)	面积 (万平)	数量 (家)	面积 (万平)	数量 (家)	面积 (万平)	数量 (家)	面积 (万平)
华南区	37	105.28	2	0.96	2	17.79	123	0.93
华中区	17	53.16	0	0	1	7.07	0	0
东南区	5	14.39	0	0	1	5.61	25	0.31
华东区	4	14.69	0	0	3	23.19	0	0
北京	3	8.48	0	0	0	0	0	0
成都	1	3.98	0	0	0	0.00	0	0
合计	67	200.00	2	0.96	7	53.66	148	1.25

资料来源：公司公告、天风证券研究所

门店经营质量方面：可比店收入同比下降 0.23%，利润总额同比增长 17.37%。可比店收入下降主要受门店业态调整、增加体验业态面积的影响；Q4 单季度可比店营业收入同比增 3.87%、利润总额同比增 26.32%，其中华南区可比店营业收入同比增 5.91%、利润总额同比增 24.05%。

表 2：分业态可比店同比（截至 2017 年末）

业态	销售额 (亿元)	销售额同比增幅	坪效 (万元 /m ²)	营业收入 (亿元)	营业收入同比增幅	利润总额同比增幅
百货	139.92	2.88%	0.98	105.83	-0.08%	19.55%
超市	60.43	-0.70%	2.26	52.73	-0.42%	7.37%
购物中心	17.55	15.06%	0.85	5.63	-1.25%	77.74%
便利店	1.04	14.86%	2.89	0.72	3.16%	103.33%
合计	218.94	2.78%	1.15	164.92	-0.22%	17.71%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

多业态全渠道升级持续，供应链+服务顾客能力提升构建核心竞争力。目前已确立百货、超市、购物中心、便利店四大实体业态与移动生活消费服务平台虹领巾的数字化业务线上线下融合的多业态发展格局。虹领巾为各个实体业态数字化赋能，紧密融合线上和线下，助力公司打造成为全场景无缝切换服务顾客的智慧零售公司。

①**业态升级完善：**百货推出“天虹 Discovery”主题编辑门店和天虹 CC.Mall 两种新模式，分别定位 80 后女性和年轻人群，消费层定位清晰；已开设八家 sp@ce 生活超市（含 1 家独立 sp@ce 超市），以打造数字化、餐饮化、体验式全新超市业态；包含亲子主题、儿童主题、欢乐体验等不同主题的购物中心在各地陆续开业，增加消费者体验；开设“微喔”便利店发展社区 O2O，至 12 月底已开设四家无人便利店；推出全球 in 选，定位中高端客户，引进海外优质商品到国内，实现更加快捷的跨境电商零售模式。

②**线上线下打造零售全渠道。**截至 2017 年末虹领巾会员人数逾 600 万，超过 3600 万人次通过虹领巾交互获取信息或消费；顾客可以轻松享受在家下单、门店送货到家的服务，超市商品“天虹到家”年订单量同比增加逾 6 倍，年销售额同比增加近 9 倍。顾客在店购物更加高效与便利，智慧停车全年使用突破 400 万单，超市手机自助收银使用量超过 1000

万单，最高当日达到近 8 万单，百货专柜 PAD 收银客单量占比已达 90%，并实现顾客在线服务即时点评。

③**供应链建设持续优化**：百货大力引进新兴零售品牌，完善商品结构，提高商品性价比；超市供应链进一步发展国际直采、生鲜直采、自有品牌。2017 全年海外合作厂家 95 个，销售增长逾 5 倍；生鲜果蔬源采销售占比达 43%，生鲜基地数 57 个；自有品牌重点打造优质核心商品，销售同比增加 32%，大力推广即煮即食商品和现场加工制作服务，销售同比增长 20%+；便利店继续完善独有供应链，大力拓展速食商品和生活服务内容，优化标准化商品。

④**服务顾客能力不断提升**。(1)根据定位与生活方式的匹配不断优化门店内容规划的能力，让门店内容更加符合顾客家庭生活所需；(2)利用数字化技术让顾客随时随地与商场交互、提高购物效率及购物体验；(3)天虹多年以来大量社区店运营积累了丰富的服务社区的的经验，让天虹更具有贴近城市中产家庭生活的服务能力，积累了良好的服务口碑。

⑤**非零售业务发展良好**：截至 2017 年底，公司小额贷业务累计发放贷款超过 11 亿元，利润增幅超过 100%，坏账率不到 0.01%。公司苏州相城天虹项目和南昌九洲天虹项目工程接近尾声，报告期内结转收入 7.42 亿元。

图 7：公司全渠道、多业态战略发展格局



资料来源：公司公告、天风证券研究所

上调盈利预测，维持买入评级。公司顺应消费升级，创新发展新型零售业态，按照生活场景重构百货卖场、开发出百货新物种以及定位都会生活的全新超市品牌“sp@ce”，不断创新购物中心主题街区，并开设无人便利店等创新业态；与品牌供应商深度联营、超市深耕优质源采等优化供应链；推动商品升级，借助数字化运营手段提升购物效率和服务体验。伴随公司新业态转型初见成效，第四季度单季可比店营业收入同比增长达 3.87%，我们预测未来收入端上涨可期，上调收入预测，预计 18-20 年业绩分别为 8.9/10.5/11.8 亿，18-19 年对应 EPS 从 0.95/1.1 元分别上调为 1.11/1.31 元，上调幅度分别为 16.8%/19.1%，20 年 EPS 为 1.48 元。18-20 年分别对应 18/15 /13xPE。目标价从 19.5 元上调至 24 元，上调幅度 23.1%，维持买入评级。

上调目标价原因：当前股价已超上次目标价（19.5 元）。此外，①短期高管二级市场增持

计划将对市场形成催化；②估值方面，当前市值对应 2018 年净利为 18 倍，参考行业可比公司 2018 年 PE 估值（鄂武商 A、欧亚集团、首商股份、重庆百货、王府井、百联股份、翠微股份、银座股份、国芳集团），同时未来新零售推动或可带来估值提升，给予 22 合理估值，对应 196 亿市值，目标价 24 元！

表 3：2018 年百货可比公司 PE 值

可比公司	2018 估值 PE
鄂武商 A	10
欧亚集团	11
首商股份	14
重庆百货	15
王府井	16
百联股份	21
翠微股份	26
银座股份	58
国芳集团	75
均值	27

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,968.11	4,656.30	6,208.69	8,739.45	10,027.50
应收账款	339.25	364.89	436.49	466.22	516.20
预付账款	56.53	30.92	115.82	31.99	121.23
存货	1,429.20	1,364.57	1,613.73	1,729.99	1,971.02
其他	2,774.30	2,217.71	2,364.90	2,452.31	2,344.97
流动资产合计	9,567.40	8,634.39	10,739.63	13,419.96	14,980.93
长期股权投资	15.42	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,109.32	3,817.48	4,019.10	4,112.12	4,126.99
在建工程	1,141.86	748.12	484.87	338.92	233.35
无形资产	706.82	799.26	767.31	735.36	703.42
其他	1,066.24	1,060.95	952.02	646.15	553.98
非流动资产合计	5,039.67	6,425.80	6,223.31	5,832.56	5,617.74
资产总计	14,758.03	15,406.83	17,134.28	19,475.50	20,845.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,030.96	4,429.90	4,363.96	5,771.65	5,348.91
其他	5,050.51	4,882.25	6,057.06	6,238.26	7,082.45
流动负债合计	9,081.46	9,312.16	10,421.02	12,009.92	12,431.36
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	78.27	67.79	68.90	71.65	69.45
非流动负债合计	78.27	67.79	68.90	71.65	69.45
负债合计	9,159.73	9,379.95	10,489.92	12,081.57	12,500.81
少数股东权益	5.14	3.85	2.98	2.01	1.20
股本	800.20	800.20	800.20	800.20	800.20
资本公积	1,709.19	1,709.19	1,709.19	1,709.19	1,709.19
留存收益	4,792.74	5,222.86	5,841.17	6,591.73	7,543.45
其他	(1,708.98)	(1,709.22)	(1,709.19)	(1,709.19)	(1,709.19)
股东权益合计	5,598.30	6,026.88	6,644.36	7,393.93	8,344.85
负债和股东权益总	14,758.03	15,406.83	17,134.28	19,475.50	20,845.65

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	523.24	718.09	889.16	1,049.36	1,184.40
折旧摊销	374.22	411.31	153.58	164.87	172.65
财务费用	6.61	(0.55)	(84.76)	(116.62)	(146.41)
投资损失	(58.87)	(85.22)	(80.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	430.81	512.32	779.32	1,772.89	184.10
其它	356.16	(432.69)	(0.86)	(0.97)	(0.81)
经营活动现金流	1,632.16	1,123.26	1,656.44	2,809.53	1,333.94
资本支出	262.79	1,586.12	58.90	77.25	52.20
长期投资	(8.28)	(15.42)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,524.13)	(2,880.57)	23.12	(173.83)	(11.82)
投资活动现金流	(1,269.62)	(1,309.87)	82.02	(96.58)	40.38
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(18.76)	9.94	84.79	116.62	146.41
其他	(591.78)	(298.41)	(270.85)	(298.81)	(232.68)
筹资活动现金流	(610.55)	(288.47)	(186.06)	(182.19)	(86.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(248.02)	(475.08)	1,552.39	2,530.76	1,288.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	17,272.96	18,536.28	21,038.68	23,352.94	25,688.23
营业成本	13,099.81	13,761.60	15,568.63	17,222.79	18,868.01
营业税金及附加	98.36	162.13	162.25	172.45	204.16
营业费用	3,123.09	3,413.84	3,850.08	4,296.94	4,739.48
管理费用	318.28	383.87	420.77	448.38	503.49
财务费用	16.52	(10.18)	(84.76)	(116.62)	(146.41)
资产减值损失	3.16	3.85	4.79	3.93	4.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	58.87	85.22	80.00	60.00	60.00
其他	(117.75)	(187.13)	(160.00)	(120.00)	(120.00)
营业利润	672.61	923.09	1,196.93	1,385.07	1,575.32
营业外收入	55.45	44.37	47.58	49.13	47.03
营业外支出	12.76	36.20	60.11	36.36	44.22
利润总额	715.29	931.26	1,184.40	1,397.84	1,578.12
所得税	192.06	213.17	296.10	349.46	394.53
净利润	523.24	718.09	888.30	1,048.38	1,183.59
少数股东损益	(0.87)	(0.11)	(0.86)	(0.97)	(0.81)
归属于母公司净利润	524.11	718.19	889.16	1,049.36	1,184.40
每股收益(元)	0.65	0.90	1.11	1.31	1.48

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-0.71%	7.31%	13.50%	11.00%	10.00%
营业利润	-61.77%	37.24%	29.67%	15.72%	13.74%
归属于母公司净利润	-56.63%	37.03%	23.81%	18.02%	12.87%
获利能力					
毛利率	24.16%	25.76%	26.00%	26.25%	26.55%
净利率	3.03%	3.87%	4.23%	4.49%	4.61%
ROE	9.37%	11.92%	13.39%	14.20%	14.20%
ROIC	-64.99%	-84.69%	4128.42%	-127.91%	-46.68%
偿债能力					
资产负债率	62.07%	60.88%	61.22%	62.03%	59.97%
净负债率	54.47%	69.55%	71.09%	57.90%	40.05%
流动比率	1.05	0.93	1.03	1.12	1.21
速动比率	0.90	0.78	0.88	0.97	1.05
营运能力					
应收账款周转率	50.14	52.65	52.51	51.74	52.30
存货周转率	14.02	13.27	14.13	13.97	13.88
总资产周转率	1.21	1.23	1.29	1.28	1.27
每股指标(元)					
每股收益	0.65	0.90	1.11	1.31	1.48
每股经营现金流	2.04	1.40	2.07	3.51	1.67
每股净资产	6.99	7.53	8.30	9.24	10.43
估值比率					
市盈率	29.92	21.84	17.64	14.95	13.24
市净率	2.80	2.60	2.36	2.12	1.88
EV/EBITDA	6.60	5.75	6.56	4.18	3.02
EV/EBIT	8.12	6.93	7.46	4.73	3.38

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com