

# 中远海控 (601919)

## 港口盈利对冲集运亏损, 运力跻身全球第三, 万里长跑竞自由

### 事件

中远海控发布 2018 年半年度报告, 上半年完成货运箱量 1,123.5 万 TEU, 同比增长 12.4%, 中远海运港口完成吞吐量 5,670.7 万 TEU, 同比增长 26.5%。1H2018 实现营业收入 450.75 亿元, 同比增长 3.7%, 实现归母净利润 4079.6 万元, 同比减少 97.8%, 实现扣非归母净利-1.13 亿元, 同比减少 115.1%。

### 外贸&内贸集运业务双双亏损

外贸集运筚路蓝缕: 1H2018 中远海运集运(全资子公司)营业收入 423.68 亿元, 归母净利润-2.10 亿元, 去年同期为 9.68 亿。内贸集运乏善可陈: 1H2018 上海泛亚航运(控股 83.8%)营业收入 75.85 亿, 净利润-3.14 亿, 去年同期为 1.75 亿, 测算归母净利润-2.63 亿。上半年公司外贸&内贸集运业务双双亏损的原因, 我们认为既有供给端的因素(上半年大船运力集中交付, 累计交付运力同比增长 4%, 全球船队规模同比增长 6.1%), 也有贸易战悬而未决(影响船东、货代以及货主的预期上半年运价不及往年), 外部宏观经济环境的不确定性(油价汇率大幅波动)。整体来看, 上半年得益于公司对成本端的强管控, 船队的规模效应、协同优势以及综合运营效率显著增强, 平均单箱航运成本 3304 元, 同比下降 3.7%, 剔除燃油费后的平均单箱航运成本同比下降 6.76%。

### 港口业务提供安全垫

1H2018 港口平台中远海运港口营业收入 32.12 亿元, 同比增长 67.3%, 归母净利润 10.8 亿元。考虑股权比例, 上半年港口贡献海控的归母净利润约 5.1 亿元。上半年受到 2017Q4 收购西班牙 NOATUM 码头和比利时泽布吕赫码头并表的影响使得利润大增, 重述后集装箱码头吞吐量同比增加 93.30 万 TEU, 增幅 11.60%; 码头业务收入同比增加 3.13 亿元, 增幅 16.29%。

### 东方海外收购完成及非公开发行获得批文

公司完成收购东方海外三季度并表, 预计运力超 300 万标准箱, 排名上升至全球第三位; 非公开发行股票获证监会批文, 拟发行不超过 20.43 亿股。

### 投资建议

贸易战如鲠在喉, 贸易战前夕货主加紧提前出货叠加集运旺季到来, Q3 美线价格还将可能抬升, 有望出现抢运行情; 但中期来看, 贸易战的影响不容乐观, 将挫伤双边贸易积极性进而影响欧美线航运货量。集运板块在经历八年的产能消化期之后, 总体供需虽有局部改善, 但海外宏观特别是贸易摩擦的愈演愈烈, 及带来衍生的油价和汇率波动, 会给航运带来不确定性和悲观预期, 投资机会更多来自旺季下的阶段性涨价以及悲观预期下的反弹机会。

我们对 2018 年集运行业保持谨慎乐观, 19 年或许才是拐点, 考虑到上半年公司财务报表状况及东方海外 Q3 开始并表, 我们下调了公司的盈利预测, 我们预计中远海控 2018-2020 年 EPS 分别为 0.09/0.18/0.20 元(原值为 0.21/0.34/0.44 元)。维持“增持”评级。

**风险提示: 部分船公司抢夺份额导致下半年运价回落、宏观经济及贸易需求低于预期、油价大幅攀升、人民币对美元大幅贬值**

### 投资评级

行业	交通运输/航运
6 个月评级	增持(维持评级)
当前价格	4.09 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	7,635.67
流通 A 股股本(百万股)	7,635.67
A 股总市值(百万元)	31,229.91
流通 A 股市值(百万元)	31,229.91
每股净资产(元)	2.04
资产负债率(%)	69.96
一年内最高/最低(元)	8.20/4.06

### 作者

姜明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110002	
jiangming@tfzq.com	
李轩	联系人
lixuan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《中远海控-季报点评:Q1 淡季不淡, 18 谨慎乐观: 集运旺季叠加大船交付》 2018-04-28
- 《中远海控-年报点评报告:量价齐增, 成本控制得当, 静候集运周期拐点》 2018-04-01
- 《中远海控-公司点评:3Q 盈利环比改善, 运价博弈特征显著》 2017-08-31

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	71,160.18	90,463.96	103,318.75	118,241.53	134,250.94
增长率(%)	23.78	27.13	14.21	14.44	13.54
EBITDA(百万元)	(3,386.88)	8,702.57	11,524.50	12,922.25	13,694.97
净利润(百万元)	(9,906.00)	2,661.94	966.08	1,864.81	2,041.29
增长率(%)	(3,595.52)	(126.87)	(63.71)	93.03	9.46
EPS(元/股)	(0.97)	0.26	0.09	0.18	0.20
市盈率(P/E)	(4.22)	15.70	43.25	22.41	20.47
市净率(P/B)	2.28	2.02	1.84	1.70	1.56
市销率(P/S)	0.59	0.46	0.40	0.35	0.31
EV/EBITDA	(27.72)	14.20	7.81	5.95	5.07

资料来源: wind, 天风证券研究所



## 1. 事件

中远海控发布 2018 年半年度报告，上半年完成货运箱量 1,123.5 万 TEU，同比增长 12.4%，中远海运港口完成吞吐量 5,670.7 万 TEU，同比增长 26.5%。1H2018 实现营业收入 450.75 亿元，同比增长 3.7%，实现归母净利润 4079.6 万元，同比减少 97.8%，实现扣非归母净利润 -1.13 亿元，同比减少 115.1%。

## 2. 点评

### 2.1. 外贸&内贸集运业务双双亏损

**外贸集运筭路蓝缕：**1H2018 中远海运集运（全资子公司）营业收入 423.68 亿元，归母净利润 -2.10 亿元，去年同期为 9.68 亿。国际（剔除内贸）货运量为 798 万 TEU，同比增长 13.88%；但公司所倚重的两大东西向主力航线：欧线箱量及收入均同比减少 5.1%、13.5%，美线收入增速 2.8% 低于箱量增速 6.8%，新兴市场航线保持稳定增幅。

**内贸集运乏善可陈：**1H2018 上海泛亚航运（控股 83.8%）营业收入 75.85 亿，净利润 -3.14 亿，去年同期为 1.75 亿，测算归母净利润 -2.63 亿（ $-3.14 \times 83.8\%$ ）。中国区内货运量为 325 万 TEU，同比增长 8.84%；对应航线收入 62.16 亿，同比增长 7.79%。

上半年公司外贸&内贸集运业务双双亏损的原因，我们认为既有供给端的因素（上半年大船运力集中交付，累计交付运力同比增长 4%，全球船队规模同比增长 6.1%），也有贸易战悬而未决（影响船东、货代以及货主的预期上半年运价不及往年），外部宏观经济环境的不确定性（油价汇率大幅波动）。

**运价：**上半年 CCFI 均值 796.58 点，同比减少 3.79%。SCFI 地中海线、欧线同期下降 16.2%、13.5% 至 760.9USD/TEU、808.9USD/TEU；SCFI 美东线、美西线同期下降 12.7%、15.3% 至 2399.5USD/FEU、1322.0USD/FEU。沿海集装箱运价指数（TDI）同期降低 29.3%。

**汇率、燃油：**上半年美元兑人民币汇率同比降 6.75%。同期新加坡 380CST 燃料油平均单价同比增长 28.1%。

整体来看，上半年得益于公司对成本端的强管控，船队的规模效应、协同优势以及综合运营效率显著增强，平均单箱航运成本 3,304 元（扣除其他业务后成本 371.17 亿/箱量 1123.4 万 TEU），同比下降 3.7%，剔除燃油费后的平均单箱航运成本同比下降 6.76%。

### 2.2. 港口提供安全垫

**港口业务提供安全垫：**1H2018 港口平台中远海运港口营业收入 32.12 亿元，同比增长 67.3%，归母净利润 10.8 亿元，去年同期为 25.69 亿（包含青岛码头处置及投资所形成的投资收益 21.50 亿元）。考虑股权比例，上半年港口贡献海控的归母净利润约 5.1 亿元。

同时上半年受到 2017Q4 收购西班牙 NOATUM 码头和比利时泽布吕赫码头并表的影响使得利润大幅增长，重述后上半年控股集装箱码头吞吐量同比增加 93.30 万 TEU，增幅 11.60%；码头业务收入同比增加 3.13 亿元，增幅 16.29%。

我们通过加总上海泛亚航运（-2.63 亿）、中远海集运（-2.10 亿）以及中远海运港口（+5.1 亿）对上市公司中远海控的归母净利润贡献，可得 0.37 亿，基本与公司利润数据一致，即内贸与外贸双双大幅亏损，但港口业务提供较厚的安全垫，使得公司盈利为正。

### 2.3. 非经常损益较去年低

2018 年上半年非经常性损益为净收益 2.11 亿元。考虑所得税影响，并扣除归属于少数股东的非经常性损益，归属于母公司所有者的非经常性损益为 1.54 亿元。

2017 年上半年非经常性损益为净收益 25.40 亿元，其中：2017 年上半年所属上海中海码头发展有限公司通过出售青岛前湾集装箱码头有限责任公司 20%股权并追加现金的方式，增持青岛港国际股份有限公司 16.82%的股份。考虑所得税影响，并扣除归属于少数股东的非经常性损益，归属于母公司所有者的非经常性损益为 11.13 亿元。

## 2.4. 非公开发行股票获批文&收购东方海外完成

### ■ 完成收购东方海外，三季度并表

公司于 2018 年 8 月 9 日发布公告与作为联合要约人的上港集团联合向东方海外（国际）有限公司的全体股东发出购买其持有的已发行的标的公司股份的现金收购要约，要约收购已经实施完毕，我们预计东方海外将于三季度开始并表，上半年东方海外亏损 4569 万美金。并表后中远海运与东方海外的双品牌协同发展，公司集运业务板块的运力规模已超过 270 万标准箱，加上订单运力，将超过 300 万标准箱，运力排名上升至全球第三位。

### ■ 非公开发行 A 股股票获批文

公司于 2018 年 8 月 20 日发布公告已经获得证监会关于非公开发行股票的批文：拟向包括中远海运集团在内的不超过十名的特定投资者非公开发行不超过 20.43 亿股 A 股股票，募集资金总额不超过 129 亿元，用于支付已在建集装箱船舶所需造船款。

## 3. 投资建议

贸易战如鲶在喉，贸易战前夕货主加紧提前出货叠加集运旺季到来，Q3 美线价格还将可能抬升，有望出现抢运行情；但中期来看，贸易战的影响不容乐观，将挫伤双边贸易积极性进而影响欧美线航运货量。集运板块在经历八年的产能消化期之后，总体供需虽有局部改善，但海外宏观特别是贸易摩擦的愈演愈烈，及带来衍生的油价和汇率波动，会给航运带来不确定性和悲观预期，投资机会更多来自旺季下的阶段性涨价以及悲观预期下的反弹机会。

图 1：集装箱板块营业收入预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
集装箱航运及相关业务（亿元）	665.59	867.51	994.37	1141.56	1299.52
YOY		30%	14.6%	14.8%	13.8%
跨太平洋航线	174.78	224.59	232.85	261.26	293.14
YOY		28%	4%	12%	12%
亚欧航线（包括地中海）	150.64	195.97	215.57	251.62	280.93
YOY		30%	10%	17%	12%
亚欧区内航线（包括澳洲）	111.87	166.36	239.56	279.33	325.69
YOY		49%	44%	17%	17%
其他国际航线（包括大西洋）	51.38	94.81	130.83	159.48	194.41
YOY		85%	38%	22%	22%
中国航线	177.02	185.78	175.56	189.87	205.34
YOY		5%	-6%	8%	8%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：集装箱板块营业成本预测

营业成本	2016	2017	2018E	2019E	2020E
集装箱航运及相关业务（亿元）	683.8	803.59	921.30	1059.95	1208.74
YOY		18%	14.6%	15.0%	14.0%
单箱设备及货物运输成本	352.74	398.38	434.23	473.32	511.18
YOY		13%	9%	9%	8%
航程成本	117.77	168.63	210.79	263.48	324.09
YOY		43%	25%	25%	23%
船舶成本	142.03	160.37	192.44	230.93	272.50
YOY		13%	20%	20%	18%
其他相关业务	81.9	76.21	83.83	92.21	100.97
YOY		-7%	10%	10%	10%

资料来源：wind，天风证券研究所

我们对 2018 年集运行业保持谨慎乐观，19 年或许才是拐点。考虑到上半年公司财务报表状况及东方海外 Q3 开始并表，暂不考虑非公开发行对公司造成的影响，我们下调了公司的盈利预测。假设公司 2018-2020 年单箱收入增速为 3%、5%、5%，单箱成本增速为-2.5%、-0.3%、-0.6%。我们预计中远海控 2018-2020 年公司归母净利润分别 9.7 亿、18.6 亿和 20.4 亿（原值为 21.29/34.43/45.30 亿元），EPS 分别为 0.09/0.18/0.20 元（原值为 0.21/0.34/0.44 元）。维持“增持”评级。

#### 4. 风险

部分船公司抢夺份额导致下半年运价回落、宏观经济及贸易需求低于预期、油价大幅攀升、人民币对美元大幅贬值

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	32,512.22	26,089.75	46,924.40	61,624.56	70,555.21
应收账款	7,721.48	7,481.60	10,444.92	10,019.29	13,010.78
预付账款	2,468.61	1,684.10	3,080.15	2,350.24	3,851.62
存货	1,564.69	2,330.22	2,581.27	2,527.70	3,487.95
其他	1,095.47	1,856.53	1,481.98	1,599.86	1,700.50
<b>流动资产合计</b>	<b>45,362.47</b>	<b>39,442.19</b>	<b>64,512.71</b>	<b>78,121.65</b>	<b>92,606.06</b>
长期股权投资	20,430.56	25,862.04	25,864.04	25,867.54	25,872.04
固定资产	43,573.51	49,114.45	47,346.63	43,254.10	37,992.01
在建工程	4,846.27	8,279.57	4,145.91	2,078.12	1,046.73
无形资产	2,102.60	4,542.61	4,420.66	4,302.51	4,188.52
其他	3,337.34	5,949.14	4,994.20	5,053.35	5,329.42
<b>非流动资产合计</b>	<b>74,290.27</b>	<b>93,747.81</b>	<b>86,771.45</b>	<b>80,555.62</b>	<b>74,428.72</b>
<b>资产总计</b>	<b>119,652.73</b>	<b>133,190.00</b>	<b>151,284.16</b>	<b>158,677.27</b>	<b>167,034.78</b>
短期借款	3,246.92	10,939.80	20,100.00	20,100.00	20,100.00
应付账款	20,818.58	20,224.36	23,073.95	27,560.20	30,933.99
其他	9,435.12	12,327.83	11,746.99	10,997.34	12,157.29
<b>流动负债合计</b>	<b>33,500.61</b>	<b>43,491.99</b>	<b>54,920.94</b>	<b>58,657.53</b>	<b>63,191.28</b>
长期借款	29,252.96	30,037.75	30,103.00	30,103.00	30,103.00
应付债券	17,852.40	13,385.25	16,159.68	15,799.11	15,114.68
其他	1,497.90	2,564.43	2,209.42	2,090.58	2,288.15
<b>非流动负债合计</b>	<b>48,603.25</b>	<b>45,987.43</b>	<b>48,472.10</b>	<b>47,992.69</b>	<b>47,505.83</b>
<b>负债合计</b>	<b>82,103.86</b>	<b>89,479.42</b>	<b>103,393.04</b>	<b>106,650.23</b>	<b>110,697.10</b>
少数股东权益	19,225.57	23,041.29	25,210.30	27,379.31	29,548.32
股本	10,216.27	10,216.27	10,216.27	10,216.27	10,216.27
资本公积	27,502.76	27,718.64	27,213.39	27,315.50	27,415.84
留存收益	(18,400.95)	(15,714.93)	(14,748.85)	(12,884.04)	(10,842.75)
其他	(994.79)	(1,550.69)	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>37,548.87</b>	<b>43,710.58</b>	<b>47,891.12</b>	<b>52,027.04</b>	<b>56,337.68</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>119,652.73</b>	<b>133,190.00</b>	<b>151,284.16</b>	<b>158,677.27</b>	<b>167,034.78</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(9,101.23)	4,830.69	966.08	1,864.81	2,041.29
折旧摊销	2,725.12	2,336.24	6,155.67	6,425.81	6,567.50
财务费用	694.26	3,100.14	1,963.05	2,128.34	2,550.76
投资损失	976.60	(3,918.92)	(2,000.00)	(2,200.00)	(2,500.00)
营运资金变动	4,155.17	1,757.40	(1,340.81)	4,901.08	(1,275.99)
其它	2,069.62	(1,013.51)	2,169.01	2,169.01	2,169.01
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,519.53</b>	<b>7,092.04</b>	<b>7,913.00</b>	<b>15,289.05</b>	<b>9,552.57</b>
资本支出	(27,521.99)	19,003.68	489.26	269.67	(33.03)
长期投资	5,042.11	5,431.48	2.00	3.50	4.50
其他	27,466.28	(39,668.22)	1,938.53	1,761.79	2,186.62
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,986.41</b>	<b>(15,233.05)</b>	<b>2,429.79</b>	<b>2,034.96</b>	<b>2,158.09</b>
债权融资	57,077.62	62,989.46	74,415.86	73,803.84	73,478.20
股权融资	1,717.91	(2,007.29)	(871.85)	(1,966.08)	(2,394.22)
其他	(68,293.45)	(58,185.20)	(63,052.14)	(74,461.61)	(73,863.99)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(9,497.92)</b>	<b>2,796.97</b>	<b>10,491.87</b>	<b>(2,623.85)</b>	<b>(2,780.01)</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>(2,991.98)</b>	<b>(5,344.05)</b>	<b>20,834.65</b>	<b>14,700.16</b>	<b>8,930.65</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>71,160.2</b>	<b>90,464.0</b>	<b>103,318.7</b>	<b>118,241.5</b>	<b>134,250.9</b>
营业成本	71,865.8	82,604.6	94,483.9	108,432.3	123,397.9
营业税金及附加	124.84	165.60	189.59	177.36	201.38
营业费用	65.46	53.09	60.53	82.77	67.13
管理费用	4,130.02	5,179.22	5,165.94	5,202.63	5,907.04
财务费用	1,815.56	1,729.94	1,963.05	2,128.34	2,550.76
资产减值损失	109.67	12.77	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	15.21	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(976.60)	3,918.92	2,000.00	2,200.00	2,500.00
其他	1,922.77	(8,157.05)	(4,000.00)	(4,400.00)	(5,000.00)
<b>营业利润</b>	<b>(7,912.55)</b>	<b>4,956.84</b>	<b>3,405.78</b>	<b>4,368.10</b>	<b>4,576.71</b>
营业外收入	605.77	872.68	500.00	600.00	600.00
营业外支出	1,281.66	126.48	200.00	200.00	200.00
<b>利润总额</b>	<b>(8,588.44)</b>	<b>5,703.04</b>	<b>3,705.78</b>	<b>4,768.10</b>	<b>4,976.71</b>
所得税	512.79	872.35	570.69	734.29	766.41
<b>净利润</b>	<b>(9,101.23)</b>	<b>4,830.69</b>	<b>3,135.09</b>	<b>4,033.82</b>	<b>4,210.30</b>
少数股东损益	804.77	2,168.75	2,169.01	2,169.01	2,169.01
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(9,906.00)</b>	<b>2,661.94</b>	<b>966.08</b>	<b>1,864.81</b>	<b>2,041.29</b>
每股收益(元)	(0.97)	0.26	0.09	0.18	0.20

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	23.78%	27.13%	14.21%	14.44%	13.54%
营业利润	263.24%	-162.65%	-31.29%	28.26%	4.78%
归属于母公司净利润	-3595.52%	-126.87%	-63.71%	93.03%	9.46%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-0.99%	8.69%	8.55%	8.30%	8.08%
净利率	-13.92%	2.94%	0.94%	1.58%	1.52%
ROE	-54.06%	12.88%	4.26%	7.57%	7.62%
ROIC	-6.92%	9.65%	6.05%	7.76%	10.10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.62%	67.18%	68.34%	67.21%	66.27%
净负债率	-42.55%	-17.13%	0.84%	-34.50%	-51.08%
流动比率	1.35	0.91	1.17	1.33	1.47
速动比率	1.31	0.85	1.13	1.29	1.41
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	11.26	11.90	11.53	11.56	11.66
存货周转率	46.91	46.45	42.07	46.29	44.63
总资产周转率	0.53	0.72	0.73	0.76	0.82
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-0.97	0.26	0.09	0.18	0.20
每股经营现金流	0.15	0.69	0.77	1.50	0.94
每股净资产	1.79	2.02	2.22	2.41	2.62
<b>估值比率</b>					
市盈率	-4.22	15.70	43.25	22.41	20.47
市净率	2.28	2.02	1.84	1.70	1.56
EV/EBITDA	-27.72	14.20	7.81	5.95	5.07
EV/EBIT	-15.40	19.40	16.75	11.83	9.74

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com