

永辉超市 (601933)

证券研究报告

2019年08月30日

云超稳增/云创&云商出表/股权激励费用下降/云商出表投资收益等推动H1业绩+47%，聚焦云超主业再出发

事件概述: 2019H1 营业收入为 411.76 亿元, 同比增长 19.71%; 归母净利润为 13.69 亿元, 同比增长 46.69%。其中, 2019Q1/Q2 营业收入分别为 222.36 亿元/189.40 亿元, 同比增速+18.48%/+21.18%; 2019Q1/Q2 归母净利分别为 11.24 亿元/2.35 亿元, 同比增速+50.28%/+32.25%。

营业收入: 可比门店同店增长&加速新开门店推动营收稳定增长。 公司 2019H1 可比门店同比增长为 3.1%, 主要是门店升级、品类调整等因素所致。截至 2019 年 6 月底, 公司超市业态已开业门店合计 791 家, 覆盖全国 24 个省和直辖市; MINI 店共实现了 19 个省份 50 个城市的覆盖, 开业 398 家。①分地区: 四区(重庆、湖北、湖南)和一区(福建)营收分别为 72.28 亿元/64.84 亿元, 同比增长 11.66%/5.56%, 两大成熟区域稳定增长且作为主营收入的主要来源; 三区(浙江、江苏、上海)和五区(四川)营收为 57.64 亿元/44.02 亿元, 同比增长 27.26%/30.75%, 这两大区域快速增长。公司不断深耕优势地区, 加速发展成长性的地区, 不断进入新省份, 实现全国性的覆盖。②分品类: 公司生鲜及加工/食品用品营收分别为 179.01/202.26 亿元, 同比增速为+17.84%/+20.45%。

毛利率: 促销/云创出表等导致毛利率减少。 公司 2019H1 毛利率为 21.84%, 同比减 0.57pct, 主要是春节促销、云创板块出表等原因所致。①分地区来看, 2019H1 年十区毛利率居全国之首为 18.57%, 同比增长 3.68pct; 其次为四区和六区分别为 17.37%和 17.28%, 同比-0.77pct/-1.6pct。②分品类看, 2019H1 生鲜及加工/食品用品毛利率分别为 13.92%/18.58%, 同比分别-1.09/-0.98pct。

期间费用: 股权激励/系统开发服务费等减少致管理费用率明显下降。 公司 2019H1 期间费用率为 18.22%, 同比减少 1.86pct。①销售费用率: 公司 2019H1 销售费用率 15.19%, 同比减少 0.72pct; ②管理费用率: 公司 2019H1 管理费用率为 2.66%, 同比减少 1.38pct, 主要是股权激励费用及系统开发服务费较上期同比减少所致; ③财务费用率: 公司财务费用率为 0.37%, 同比上升 0.24pct, 主要是本期银行借款增加使得利息支出增加所致。

净利润与净利率: 云超稳增/云创&云商出表减亏/股权激励费用下降/云商出表投资收益等推动业绩提升。 公司 2019H1 归母净利润为 13.69 亿元, 同比增长 46.69%。其中, 2019Q1/Q2 归母净利分别为 11.24 亿元/2.35 亿元, 同比增速+50.28%/+32.25%。19H1 业绩高增长主要原因是云创稳定增长/云创&云商出表减亏/股权激励费用下降/云商出表投资收益等所致, 其中, 股权激励费用为 1.36 亿元, 较去年同期减少约 2.08 亿元; 确认剥离彩食鲜的投资收益 1.26 亿元。

现金流: 现金流充沛, 为内生外延打下坚实基础。 公司现金流充沛, 2019H1 末货币资金就达到 68.10 亿元, 为内生外延打下坚实基础。公司 2019H1 经营活动净现金流为 20.00 亿元, 同比增长 52.87%, 主要系本期销售增长和净利润增加所致; 投资活动净现金流为-21.90 亿元, 同比-1153%, 主要是本期新增对万达的投资所致; 筹资活动净现金流为 21.64 亿元, 同比-279%, 主要是本期取得借款收到的现金增加所致。

公司是全国性超市龙头, 聚焦云超提升效率, 稀释云创&云商出表减轻业绩压力, 调整完毕整装待发。 公司 2019 年大卖场同店超预期, 大卖场业绩增速提高, 2020-2021 年股权激励费用减少, mini 店模式迭代成功贡献业绩, 预计 2019-21 年净利润为 23.30/28.48/37.01 亿元, 当前市值对应 41/34/26xPE, 维持买入评级。

风险提示: 云超同店不及预期; 云创减亏不及预期。

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	10.08 元
目标价格	10.86 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,570.46
流通 A 股股本(百万股)	9,403.68
A 股总市值(百万元)	96,470.26
流通 A 股市值(百万元)	94,789.11
每股净资产(元)	2.08
资产负债率(%)	52.71
一年内最高/最低(元)	10.65/6.68

作者

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

马松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518120001
masong@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《永辉超市-公司点评:可转债发行规模不超过 82 亿, 聚焦云超加速开店布局全国》 2019-08-13
- 《永辉超市-公司深度研究:业绩低点叠加组织架构调整落地, 聚焦云超迎接新一轮成长》 2019-08-02
- 《永辉超市-公司点评:云创出表盈利低点已现, 携手万达一体两翼全力聚焦云超主业》 2018-12-05

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	58,591.34	70,516.65	87,147.41	110,771.18	135,725.64
增长率(%)	19.01	20.35	23.58	27.11	22.53
EBITDA(百万元)	2,413.82	2,064.07	2,921.78	4,015.43	5,198.64
净利润(百万元)	1,816.79	1,480.35	2,329.93	2,848.42	3,701.33
增长率(%)	46.28	(18.52)	57.39	22.25	29.94
EPS(元/股)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.39
市盈率(P/E)	53.10	65.17	41.40	33.87	26.06
市净率(P/B)	4.82	4.98	4.50	4.36	4.19
市销率(P/S)	1.65	1.37	1.11	0.87	0.71
EV/EBITDA	35.82	32.29	29.49	19.69	15.27

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 事件概述

公司公告, 2019H1 营业收入为 411.76 亿元, 同比增长 19.71%; 归母净利润为 13.69 亿元, 同比增长 46.69%。其中, 2019Q1/Q2 营业收入分别为 222.36 亿元/189.40 亿元, 同比增速 +18.48%/+21.18%; 2019Q1/Q2 归母净利分别为 11.24 亿元/2.35 亿元, 同比增速 +50.28%/+32.25%。

2. 点评

2.1. 营业收入：可比门店同店增长&加速新开门店推动营收稳定增长

2019H1 营业收入为 411.76 亿元，同比增长 19.71%。其中，2019Q1/Q2 营业收入分别为 222.36 亿元/189.40 亿元，同比增速+18.48%/+21.18%。公司营业收入同比增长，主要是公司新开门店数持续增加，同时老店客单价增加，销售额实现稳步上升。

图 1：公司 2019H1 营收同比增长 19.71%

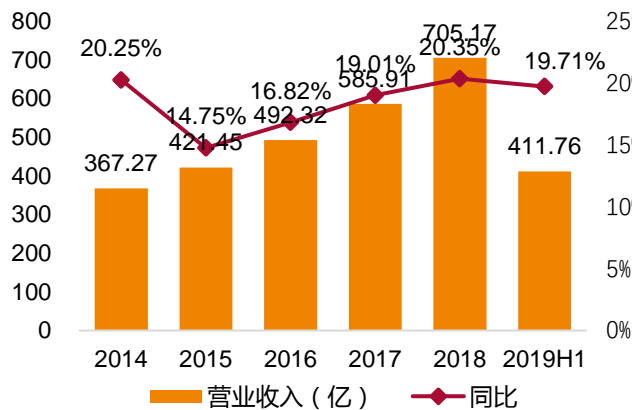
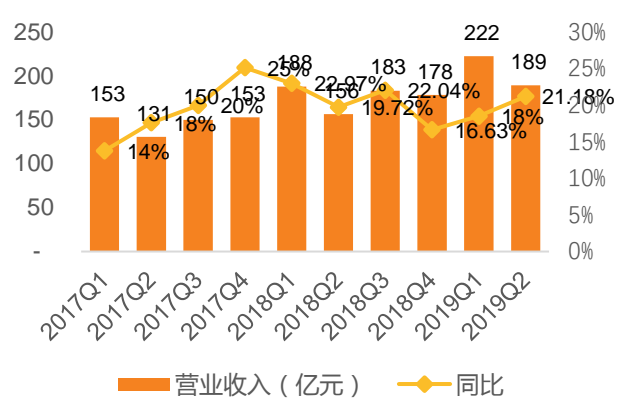


图 2：公司单季度营收及增速



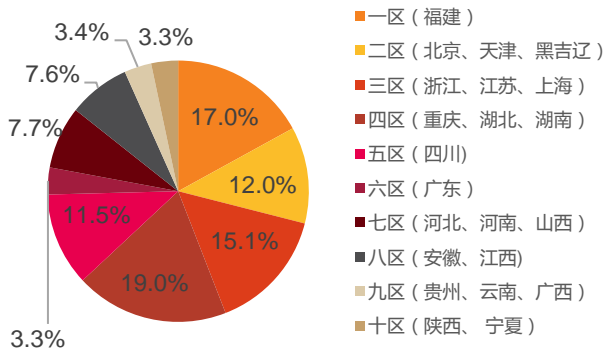
资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

①分地区：四区（重庆、湖北、湖南）和一区（福建）营收分别为 72.28 亿元/64.84 亿元，同比增长 11.66%/5.56%，两大成熟区域稳定增长且作为主营收入的主要来源；三区（浙江、江苏、上海）和五区（四川）营收为 57.64 亿元/44.02 亿元，同比增长 27.26%/30.75%，这两大区域快速增长。公司不断深耕优势地区，加速发展成长性的地区，不断进入新省份，实现全国性的覆盖。

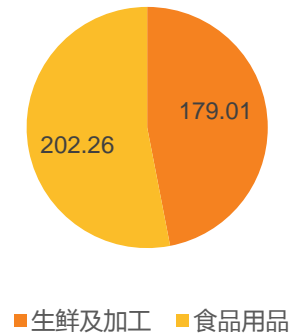
②分品类：公司生鲜及加工/食品用品营收分别为 179.01/202.26 亿元，同比增速为 +17.84%/+20.45%。

图 3：公司 2019 年上半年分地区收入构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司 2019H1 分品类收入构成 (亿元)

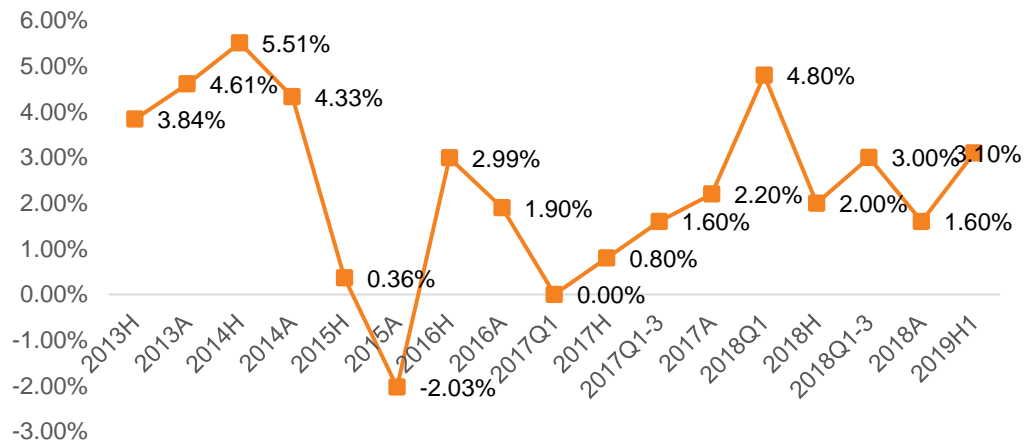


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.1. 可比店情况

公司 2019H1 可比门店同比增长为 3.1%，主要是门店升级、品类调整等因素所致。

图 5：可比门店营收增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. 新开门店与关店

公司加速新开门店，多业态齐发力，拓展新的省份，实现全国性扩张。

①**新开门店**：公司 2019 年度上半年新增超市门店 84 家（含原百佳广东地区门店，不含永辉 mini 店、永辉生活、超级物种），面积 50.8 万平方米；上半年公司试水 MINI 业态，上半年 MINI 店共实现了 19 个省份 50 个城市的覆盖，开业 398 家，平均面积 488 平米，合计营业收入 5.5 亿元。其中，2019 年上半年百佳永辉门店正式并入永辉超市系统，其中 Bravo 门店 38 家，mini 店 17 家。

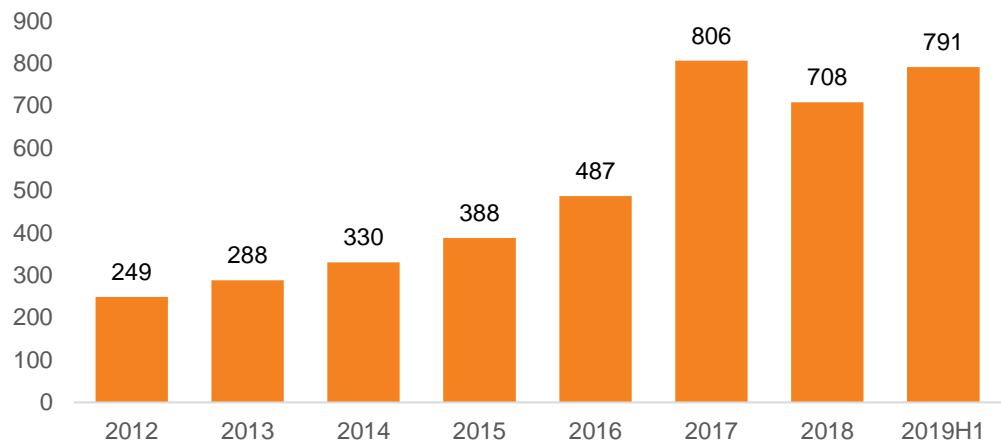
报告期新签约门店达 72 家，面积 47.6 万平方米，累计已签约未开业门店 249 家、面积 183 万平方米。

②**关店**：未关店；

截至 2019 年 6 月底，公司超市业态已开业门店合计 791 家，覆盖全国 24 个省和直辖市；MINI 店共实现了 19 个省份 50 个城市的覆盖，开业 398 家。报告期内，公司放权

十大战区拓展业务：业务覆盖重庆、四川、云南、贵州、河南、河北、安徽、陕西、宁夏、山西、湖北、湖南、江西、广东、广西、福建、浙江、上海、江苏、北京、天津、辽宁、吉林、黑龙江等二十四个省市。一至四战区的收入占比比去年有所下降，五至十战区的收入占比在明显提升。

图 6：公司门店数量变动情况

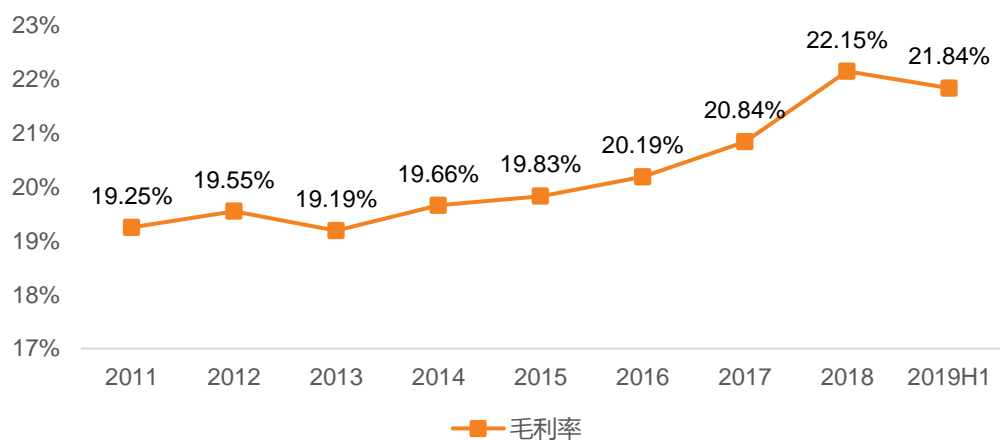


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 毛利率：促销/云创出表等导致毛利率减少 0.57pct

公司 2019H1 毛利率为 21.84%，同比减 0.57pct，主要是春节促销、云创板块出表等原因所致。

图 7：公司 2019H1 综合毛利率持续下降至 21.84%

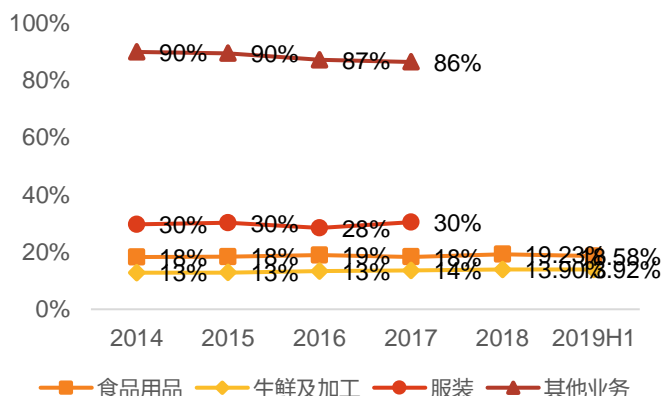


资料来源：公司公告，天风证券研究所

①分地区来看，2019H1 年十区毛利率居全国之首为 18.57%，同比增长 3.68pct；其次为四区和六区分别为 17.37%和 17.28%，同比-0.77pct/-1.6pct。

②分品类看，2019H1 生鲜及加工/食品用品毛利率分别为 13.92%/18.58%，同比分别-1.09/-0.98pct。

图 8：2019H1 公司分品类毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2019H1 公司分地区毛利率情况

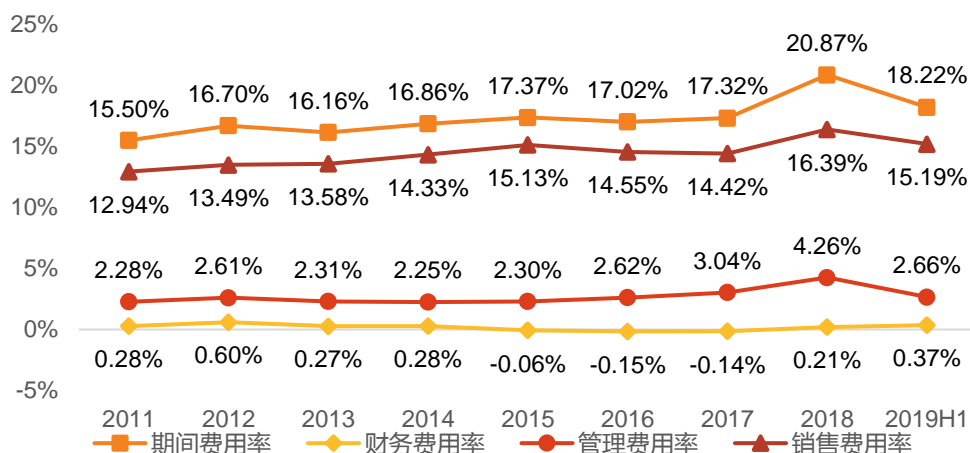
一区 (福建)	16.32%
二区 (北京、天津、黑龙江、辽宁、吉林)	15.17%
三区 (浙江、江苏、上海)	15.95%
四区 (重庆、湖北、湖南)	17.37%
五区 (四川)	16.93%
六区 (广东)	17.28%
七区 (河北、河南、山西)	15.42%
八区 (安徽、江西)	15.69%
九区 (贵州、云南、广西)	16.55%
十区 (陕西、宁夏)	18.57%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用：股权激励/系统开发服务费等减少致管理费用率明显下降

公司 2019H1 期间费用率为 18.22%，同比减少 1.86pct。①销售费用率：公司 2019H1 销售费用率 15.19%，同比减少 0.72pct；②管理费用率：公司 2019H1 管理费用率为 2.66%，同比减少 1.38pct，主要是股权激励费用及系统开发服务费较上期同比减少所致；③财务费用率：公司财务费用率为 0.37%，同比上升 0.24pct，主要是本期银行借款增加使得利息支出增加所致。

图 10：2019H1 期间费用率为 18.22%，同比减少 1.86pct

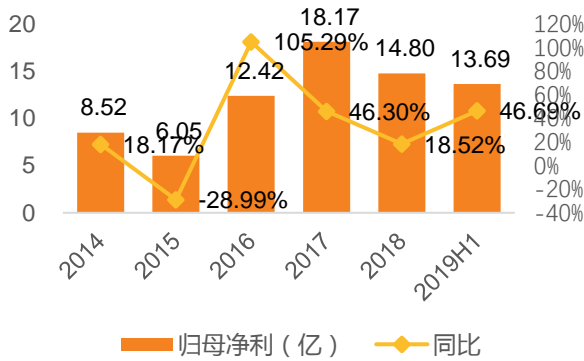


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润与净利率：云超稳增/云创&云商出表减亏/股权激励费用下降/云商出表投资收益等推动 H1 业绩+47%

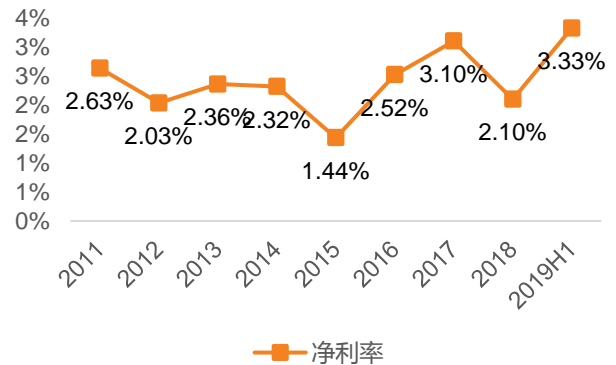
公司 2019H1 归母净利润为 13.69 亿元，同比增长 46.69%。其中，2019Q1/Q2 归母净利分别为 11.24 亿元/2.35 亿元，同比增速+50.28%/+32.25%。19H1 业绩高速增长主要原因是云创稳定增长/云创&云商出表减亏/股权激励费用下降/云商出表投资收益等所致，其中，股权激励费用为 1.36 亿元，较去年同期减少约 2.08 亿元；确认剥离彩食鲜的投资收益 1.26 亿元。

图 11: 公司净利润变化情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 12: 公司净利润率变化情况

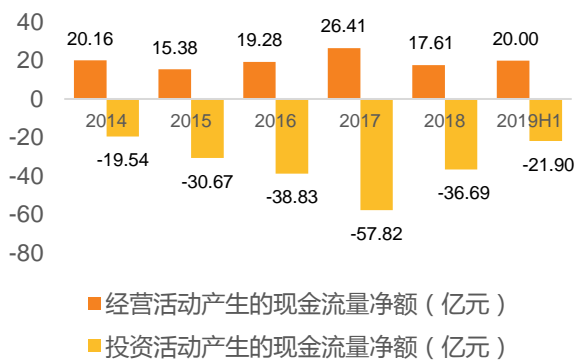


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.5. 现金流: 现金流充沛, 为内生外延打下坚实基础

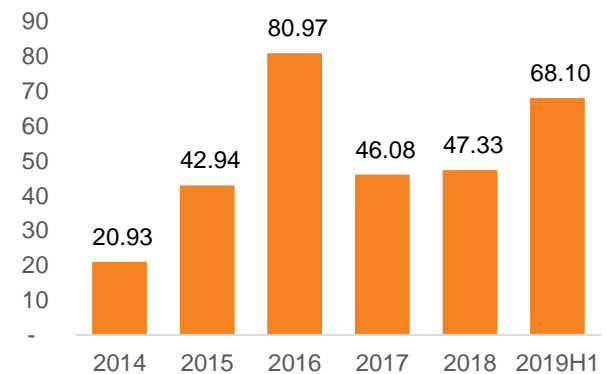
公司现金流充沛, 2019H1 末货币资金就达到 68.10 亿元, 为内生外延打下坚实基础。公司 2019H1 经营活动净现金流为 20.00 亿元, 同比增长 52.87%, 主要系本期销售增长和净利润增加所致; 投资活动净现金流为-21.90 亿元, 同比-1153%, 主要是本期新增对万达的投资所致; 筹资活动净现金流为 21.64 亿元, 同比-279%, 主要是本期取得借款收到的现金增加所致。

图 13: 经营活动净现金大于投资活动净现金



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 14: 公司货币资金充沛 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.6. 核心经营数据

①**到家业务:** 2019 年上半年超市到家业务已覆盖 22 个省区的 109 个城市, 共计 518 家门店为消费者提供到家服务, 实现销售额 13.3 亿元, 月均增速保持 7.1%, 线上销售占比 3.4%, 同比提高 111%。其中, 京东到家连接公司超市门店 407 家, 新增 112 家。

②**自有品牌:** 上半年在售自有品牌 44 个, SKU 数 1022 支, C 端销售额 7.86 亿元, 占比 2.1%, 其中食百 5.44 亿, 生鲜 2.42 亿, B 端销售额 7.14 亿, 其中食百 4.50 亿, 生鲜 2.64 亿。

③**物流板块:** 报告期内永辉超市物流中心永辉超市物流中心已覆盖全国 18 个省市, 总运作面积约 45 万平方米, 员工人数约 2300 多人; 物流中心依据温度带进行区分, 其中常温配送中心(含中转仓)分布 17 个, 9 个定温配送中心(主要: 蔬果、冷冻、冷藏商品等); 上半年配送作业额 230.46 亿。

④**大科技部版块业务**：报告期内，建设全渠道营运营销平台，助力公司战略发展。报告期内，永辉辉腾 2.0 正全面落地与应用。7 月底 IHR 二期落地实施；7 月底财务共享系统在贵州和四川测试；8 月底工程到资产系统测试与落地；10 月中物流 OTB 项目福州试点推广；10 月底供应链流程优化及系统功能落地测试。报告期内，数据智能创新应用正全面推进。7 月底完成仓端销量预测的应用试点；8 月底完成基于会员画像的营促销应用及卫星仓智能履约的应用试点。

⑤**云金板块业务**：报告期内，累计注册客户数已达 23.1 万，全年累计支付 146.3 亿元，贷款余额 27.6 亿元，不良率 0.59%，贷款余额同比增长 79%，营业收入 10668.57 万元，较去年增长 181%。

3. 投资建议

公司是全国性超市龙头，聚焦云超提升效率，稀释云创&云商出表减轻业绩压力，调整完毕整装待发。公司 2019 年大卖场同店超预期，大卖场业绩增速提高，2020-2021 年股权激励费用减少，mini 店模式迭代成功贡献业绩，将 2019-2021 年净利润从 23.03/27.99/34.67 亿元提升至 23.30/28.48/37.01 亿元，当前市值对应 41/34/26xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,607.79	4,732.52	6,971.79	12,974.28	12,885.81
应收票据及应收账款	980.04	2,085.05	252.12	(1,317.16)	(1,613.89)
预付账款	1,904.23	2,105.01	2,636.06	3,551.78	3,991.32
存货	5,582.12	8,118.87	8,463.89	12,546.47	13,170.81
其他	7,262.36	6,911.55	7,535.46	7,334.45	8,467.90
流动资产合计	20,336.53	23,953.00	25,859.32	35,089.81	36,901.94
长期股权投资	3,659.06	5,701.01	5,901.01	6,201.01	6,541.01
固定资产	3,676.17	4,511.52	4,397.78	4,251.99	4,073.63
在建工程	422.91	291.78	211.07	174.64	134.79
无形资产	638.11	625.13	569.74	514.35	458.97
其他	4,104.68	4,515.27	3,648.98	2,770.54	1,826.01
非流动资产合计	12,500.94	15,644.72	14,728.59	13,912.53	13,034.41
资产总计	32,870.47	39,626.98	40,608.66	49,030.01	49,962.24
短期借款	0.00	3,690.00	3,119.59	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	7,591.38	9,716.15	11,080.10	15,546.32	17,151.95
其他	4,719.80	6,544.37	5,235.66	9,904.21	8,564.55
流动负债合计	12,311.18	19,950.52	19,435.35	27,450.53	27,716.50
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	151.24	244.19	180.92	192.11	205.74
非流动负债合计	151.24	244.19	180.92	192.11	205.74
负债合计	12,462.42	20,194.71	19,616.27	27,642.65	27,922.24
少数股东权益	413.27	77.32	(446.47)	(724.04)	(960.80)
股本	9,570.46	9,570.46	9,570.46	9,570.46	9,570.46
资本公积	6,638.99	7,557.25	7,557.25	7,557.25	7,557.25
留存收益	10,423.94	11,411.94	11,868.40	12,540.95	13,430.35
其他	(6,638.62)	(9,184.69)	(7,557.25)	(7,557.25)	(7,557.25)
股东权益合计	20,408.05	19,432.28	20,992.39	21,387.37	22,040.00
负债和股东权益总	32,870.47	39,626.98	40,608.66	49,030.01	49,962.24

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,684.67	997.40	2,329.93	2,848.42	3,701.33
折旧摊销	1,075.56	1,309.69	309.85	317.61	323.60
财务费用	(102.54)	62.43	390.50	406.30	372.80
投资损失	(145.09)	(548.26)	(300.00)	(250.00)	(170.00)
营运资金变动	(2,008.82)	916.29	(9.80)	6,734.86	(841.78)
其它	2,137.24	(976.65)	(486.36)	(272.28)	(227.14)
经营活动现金流	2,641.03	1,760.91	2,234.12	9,784.91	3,158.81
资本支出	2,959.87	3,379.64	123.27	68.80	36.37
长期投资	1,683.22	2,041.95	200.00	300.00	340.00
其他	(10,425.17)	(9,090.37)	861.24	(454.17)	(444.30)
投资活动现金流	(5,782.07)	(3,668.78)	1,184.51	(85.36)	(67.93)
债权融资	0.00	3,690.00	3,119.59	2,000.00	2,000.00
股权融资	211.69	(856.05)	1,237.98	(405.26)	(371.76)
其他	(842.97)	(529.29)	(5,536.94)	(5,291.80)	(4,807.59)
筹资活动现金流	(631.28)	2,304.66	(1,179.37)	(3,697.06)	(3,179.35)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(3,772.32)	396.79	2,239.27	6,002.48	(88.47)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	58,591.34	70,516.65	87,147.41	110,771.18	135,725.64
营业成本	46,382.80	54,899.74	68,062.12	86,401.52	105,594.55
营业税金及附加	209.42	237.48	330.87	396.52	486.08
营业费用	8,451.61	11,560.29	13,769.29	17,169.53	20,969.61
管理费用	1,781.08	3,007.20	2,701.57	3,323.14	3,936.04
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(82.77)	147.54	390.50	406.30	372.80
资产减值损失	22.66	68.66	36.62	42.65	49.31
公允价值变动收益	(80.55)	33.15	65.00	10.00	15.00
投资净收益	145.09	548.26	300.00	250.00	170.00
其他	(178.64)	(1,250.13)	(730.00)	(520.00)	(370.00)
营业利润	1,940.64	1,264.46	2,221.43	3,291.53	4,502.24
营业外收入	166.54	232.78	200.00	190.00	180.00
营业外支出	74.03	48.22	50.00	60.00	70.00
利润总额	2,033.16	1,449.02	2,371.43	3,421.53	4,612.24
所得税	348.48	451.61	592.86	855.38	1,153.06
净利润	1,684.67	997.40	1,778.57	2,566.14	3,459.18
少数股东损益	(132.12)	(482.95)	(551.36)	(282.28)	(242.14)
归属于母公司净利润	1,816.79	1,480.35	2,329.93	2,848.42	3,701.33
每股收益(元)	0.19	0.15	0.24	0.30	0.39

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.01%	20.35%	23.58%	27.11%	22.53%
营业利润	29.58%	-34.84%	75.68%	48.17%	36.78%
归属于母公司净利润	46.28%	-18.52%	57.39%	22.25%	29.94%
获利能力					
毛利率	20.84%	22.15%	21.90%	22.00%	22.20%
净利率	3.10%	2.10%	2.67%	2.57%	2.73%
ROE	9.09%	7.65%	10.87%	12.88%	16.09%
ROIC	22.40%	9.92%	18.32%	24.94%	77.40%
偿债能力					
资产负债率	37.91%	50.96%	48.31%	56.38%	55.89%
净负债率	-22.58%	-5.36%	-18.35%	-51.31%	-49.39%
流动比率	1.65	1.20	1.33	1.28	1.33
速动比率	1.20	0.79	0.90	0.82	0.86
营运能力					
应收账款周转率	79.88	46.01	74.58	-208.01	-92.61
存货周转率	10.69	10.29	10.51	10.54	10.56
总资产周转率	1.88	1.95	2.17	2.47	2.74
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.15	0.24	0.30	0.39
每股经营现金流	0.28	0.18	0.23	1.02	0.33
每股净资产	2.09	2.02	2.24	2.31	2.40
估值比率					
市盈率	53.10	65.17	41.40	33.87	26.06
市净率	4.82	4.98	4.50	4.36	4.19
EV/EBITDA	35.82	32.29	29.49	19.69	15.27
EV/EBIT	47.81	50.32	32.98	21.39	16.28

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