天风证券 TF SECURITIES

格力电器（000651）

证券研究报告
2019 年 10 月 29 日

股改终落地，期待开启新篇章

事件：格力电器 2019 年 10 月 29 日正式公布，经评审委员会对参与本次公开征集的两家意向受让方进行综合评审，确定珠海明骏为最终受让方。珠海明骏股东方为深圳高瓴瀚盈投资咨询中心（有限合伙）和珠海贤盈股权投资合伙企业（有限合伙），为高瓴合伙企业。这也意味着高瓴资本将受让格力集团 15%股权，成为格力电器的新任第一大股东和实控人。

引入高瓴资本，股改终落地，根据公告，经评审委员会对参与本次公开征集的两家意向受让方进行综合评审，确定珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）为最终受让方，珠海高瓴股权投资管理有限公司为其基金管理人。经过天眼查查询，珠海明骏投资合伙企业，股东方为深圳高瓴瀚盈投资咨询中心（有限合伙）和珠海贤盈股权投资合伙企业（有限合伙），背后均为高瓴合伙企业。
股改完成后，按照新的股权结构计算，珠海明骏将持有公司 15%股份，成为公司新晋大股东和实际控制人；预计公司将会形成新进大股东、管理层、核心经销商共同持股，进一步形成混合所有制多元化股权结构。

长期伙伴，协同效应可期，高瓴资本一向是价值投资的倡导者，根据中国基金报报道，高瓴资本在 2005 年就已经买入格力电器，并且重仓持有十几年之久，陪伴着公司一路成长为中国家电的行业的领头羊，对格力公司的历史沿革和业务模式理解深刻，我们认为，这样的长期伙伴更能为格力相关的改革经营提出有价值的建议。
此外，高瓴资本还拥有丰富的产业资本，特别是在互联网和消费零售领域布局广泛，有望为格力带来可期待的协同和互补效应，可以帮助公司在新零售时代更好的扩展渠道，完善公司多元化布局。

混改落地只是第一步，未来会更好，联手高瓴资本后，格力电器有望朝着更加市场化的方向发展，混改将上市公司、股东和管理层利益深度绑定，公司治理结构将更趋合理，考虑到国内空调行业仍具备一定成长空间，而公司核心的品牌力壁垒稳固、制造成本优势突出，多元化布局有望得到坚实推进，我们坚定看好格力业绩的长期成长性。

投资建议：市场期待已久的股权转让方案落地，高瓴资本有望为公司注入显著协同效应，公司作为白电龙头，渠道品牌优势显著，我们维持目前的盈利预测，我们维持 19-21 年的净利润分别为 288.33、317.66 和 352.49 亿 ，对应动态估值分别为 11.9、10.8 、和 9.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：股改进程不及预期，家电需求不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,019.55	200,024.00	214,314.48	229,247.08	248,804.29
增长率(%)	36.24	33.33	7.14	6.97	8.53
EBITDA(百万元)	28,386.91	39,783.21	32,478.32	36,260.69	40,126.23
净利润(百万元)	22,401.58	26,202.79	28,832.68	31,766.03	35,249.48
增长率(%)	45.27	16.97	10.04	10.17	10.97
EPS(元/股)	3.72	4.36	4.79	5.28	5.86
市盈率(P/E)	15.28	13.06	11.87	10.78	9.71
市净率(P/B)	5.22	3.75	3.14	2.60	2.24
市销率(P/S)	2.28	1.71	1.60	1.49	1.38
EV/EBITDA	5.68	2.52	5.61	4.99	3.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	56.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,015.73
流通 A 股股本(百万股)	5,969.92
A 股总市值(百万元)	342,295.09
流通 A 股市值(百万元)	339,688.40
每股净资产(元)	15.37
资产负债率(%)	66.81
一年内最高/最低(元)	65.40/35.35

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com
卢璐 联系人
llu@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《格力电器-半年报点评:收入稳健增长，期待混改后变革》 2019-09-02
2 《格力电器-公司点评:股权转让方案出炉，期待后续变革之风》2019-08-13
3 《格力电器-季报点评:2019Q1 收入增速放缓，静待旺季销售》 2019-05-01

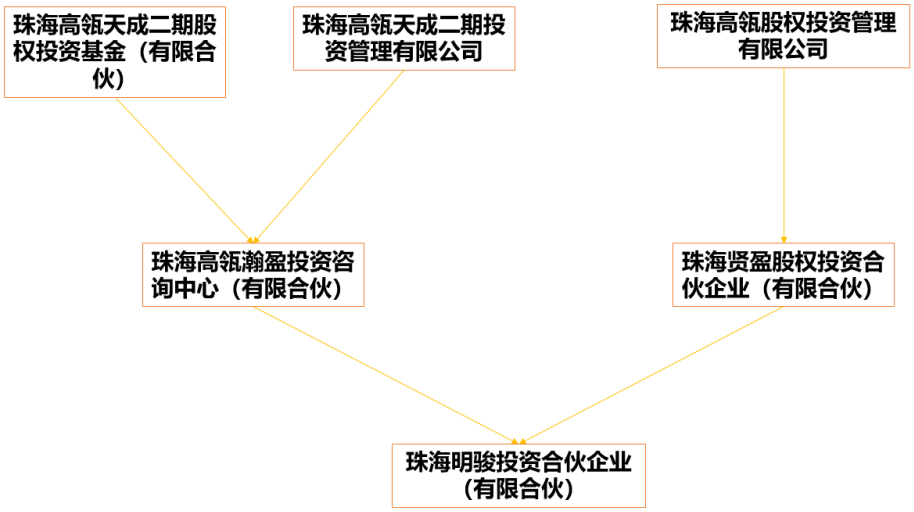
事件： 格力电器 2019 年 10 月 29 日正式公布，经评审委员会对参与本次公开征集的两家意向受让方进行综合评审，确定珠海明骏为最终受让方。珠海明骏股东方为深圳高瓴瀚盈投资咨询中心（有限合伙）和珠海贤盈股权投资合伙企业（有限合伙），为高瓴合伙企业。这也意味着高瓴资本将受让格力集团 15%股权，成为格力电器的新任第一大股东和实控人。

引入高瓴资本，股改终落地

根据公告，经评审委员会对参与本次公开征集的两家意向受让方进行综合评审，确定珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）为最终受让方，珠海高瓴股权投资管理有限公司为其基金管理人。经过天眼查查询，珠海明骏投资合伙企业，股东方为深圳高瓴瀚盈投资咨询中心（有限合伙）和珠海贤盈股权投资合伙企业（有限合伙），背后均为高瓴合伙企业。

股改完成后，按照新的股权结构计算，珠海明骏将持有公司 15%股份，成为公司新晋大股东和实际控制人；预计公司将会形成新进大股东、管理层、核心经销商共同持股，进一步形成混合所有制多元化股权结构。

图 1：珠海明骏的股权结构



资料来源：天眼查，天风证券研究所

长期伙伴，协同效应可期

高瓴资本一向是价值投资的倡导者，根据中国基金报报道，高瓴资本在 2005 年就已经买入格力电器，并且重仓持有十几年之久，陪伴着公司一路成长为中国家电的行业的领头羊，对格力公司的历史沿革和业务模式理解深刻，我们认为，这样的长期伙伴更能为格力相关的改革经营提出有价值的建议。

此外，高瓴资本还拥有丰富的产业资本，特别是在互联网和消费零售领域布局广泛，有望为格力带来可期待的协同和互补效应，可以帮助公司在新零售时代更好的扩展渠道，完善公司多元化布局。

管理层保持稳定，有利于公司行稳致远

根据公告，受让意向书要求意向受让方提出维护管理层稳定的具体措施及未来与管理层合作的具体方案，珠海明骏已通过受让意向书书面邀请的形式向格力电器管理层提出合作邀

请，这也意味着，管理层有望与新股东继续合作，一同维护公司健康发展，
从格力管理层的意愿来看，与管理层关系更为友好的资本方无疑会更受欢迎。格力电器董事长与格力电器的一批高管也出资成立了珠海格臻投资管理合伙企业，考虑到本次公告内容有限，预计公司管理层激励也有望在未来的混改细则中出炉。

混改落地只是第一步，未来会更好

联手高瓴资本后，格力电器有望朝着更加市场化的方向发展，混改将上市公司、股东和管理层利益深度绑定，公司治理结构将更趋合理，考虑到国内空调行业仍具备一定成长空间，而公司核心的品牌力壁垒稳固、制造成本优势突出，多元化布局有望得到坚实推进，我们坚定看好格力业绩的长期成长性。

投资建议

市场期待已久的股权转让方案落地，高瓴资本有望为公司注入显著协同效应，公司作为白电龙头，渠道品牌优势显著，我们维持目前的盈利预测，我们维持 19-21 年的净利润分别为 288.33、317.66 和 352.49 亿 ，对应动态估值分别为 11.9、10.8 、和 9.7 倍，维持“买入”评级。

附录

格力混改时间表

从成立至今，格力集团就一直是格力电器的控股股东。自 2006 年起，格力集团不断降低对格力电器的持股比例，从最初的 50.28%绝对控股降至目前的 18.22%。

2019 年 4 月 9 日，格力集团公告拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本 15%的股票。本次转让完成后，公司控股股东和实际控制人可能将发生变更。格力集团后续将进一步研究制定公开征集转让的具体方案。

2019 年 8 月 13 日，格力电器公告格力集团关于公开征集转让 15%格力电器股权的具体条件与流程，本次公开征集期为 15 个交易日，需在 9 月 2 日之前提交全套受让申请材料，并需向格力集团缴纳 63 亿保证金。

2019 年 9 月 2 日，格力电器发布公告称，本次公开征集期内，共有两家意向受让方向格力集团提交了受让申请材料， 分别为珠海明骏投资合伙企业和格物厚德股权投资（珠海）合伙企业（有限合伙）与 GENESIS FINANCIAL INVESTMENT COMPANY LIMITED 组成的联合体，分别代表高瓴资本和厚朴投资参与竞标。

2019 年 10 月 28 日，格力电器发布公告，经评审委员会对参与本次公开征集的两家意向受让方进行综合评审，确定珠海明骏为最终受让方。

高瓴资本相关情况介绍

高瓴资本成立于 2005 年，专注于发现价值，创造价值，是亚洲最大的投资机构之一。高瓴资本坚持价值投资理念，从创立之初起就定位于做具有独立投资视角的长期投资者，目前已在消费与零售、科技创新、生命健康，金融科技、企业服务及先进制造等领域内投资了一大批国内外优秀企业，十多年来已投资了一大批重新定义所属行业的优秀公司，其中包括：腾讯、京东、美团点评、爱奇艺、滴滴、Uber、Airbnb、Traveloka、百丽国际、Peet’s Coffee、百济神州和药明康德等。

格力电器此前披露的征集条件明确提出，受让方要有能力为上市公司引入有效的技术、市场及产业协同等战略资源的条件。而高瓴资本深厚的产业经验和丰富的投资项目有望给格力带来强大的协同效应。高瓴资本投资风格一向是超长期投资，与企业深度绑定，致力于做大做强企业，通过专注的基础研究，不断发现价值、创造价值，与企业家携手共同推动产业转型升级，实现经济健康持续发展。 创始人张磊特别对于消费行业理解深厚，高瓴资本在家电和电商领域拥有深厚的布局，对家电产业有深入了解，目前已经是美的集团、康佳集团的前十大股东。

此外，高瓴资本其他丰富的募投项目基本涵盖了各行各业，无论是在制造、消费还是互联网行业，投资项目都非常广泛，很多项目可以和格力形成优势互补。比如，在腾讯、京东的投资，能给格力的一直在发力追赶的线上布局带来资源，在名创优品、享物说的投资能够丰富格力电器线下不同的渠道。高瓴资本擅长通过灵活应用跨地域、跨行业、资源，进行整合，帮助传统产业通过科技驱动实现产业升级，未来随着两者深度绑定融合，高瓴资本在不影响格力股权结构稳定性的前提下，有能力为格力引入有效的技术、市场及产业协同等战略资源，协助格力提升产业竞争力。

表 1：高瓴资本投资项目一览

机构	项目	年份	行业
高瓴资本	名创优品	2018	生活消费
高瓴资本	中诚信征信	2018	企业服务
高瓴资本	GRAIL	2018	医疗健康
高瓴资本	别样	2018	生活消费
高瓴资本	享物说	2018	生活消费
高瓴资本	信达生物	2018	信息技术

高瓴资本	满帮集团	2018	物流
高瓴资本	AncientNutrition	2018	生活消费
高瓴资本	纳米维景	2018	硬件
高瓴资本	依图科技	2018	人工智能
高瓴资本	唐吉诃德	2018	生活消费
高瓴资本	慧安金科	2018	房产金融
高瓴资本	VielaBio	2018	医疗健康
高瓴资本	京东物流	2018	物流
高瓴资本	发票儿	2018	企业服务
高瓴资本	魔急便	2018	汽车交通
高瓴资本	览众数据	2018	企业服务
高瓴资本	爱尔眼科	2018	医疗健康
高瓴资本	怡康医药	2018	医疗健康
高瓴资本	ThinkForce 熠知电子科技	2017	硬件
高瓴资本	蚂蜂窝	2017	旅游户外
高瓴资本	怪兽充电	2017	生活消费
高瓴资本	链家网	2017	房产
高瓴资本	编程猫	2017	教育
高瓴资本	票易通	2017	企业服务
高瓴资本	地平线机器人	2017	硬件
高瓴资本	依图医疗	2017	医疗健康
高瓴资本	乐刻运动	2017	医疗健康
高瓴资本	元年科技(云快报)	2017	信息技术
高瓴资本	Threatbook 微步在线	2017	企业服务
高瓴资本	彩泥云南菜	2017	生活消费
高瓴资本	瑞尔齿科	2017	医疗健康
高瓴资本	云帐房	2017	企业服务
高瓴资本	中国铁塔	2017	传统行业
高瓴资本	VetsFirstChoice	2017	医疗健康
高瓴资本	天空之城影业	2017	文化娱乐
高瓴资本	宠物家	2017	生活消费
高瓴资本	摩拜单车	2017	信息技术
高瓴资本	NextEV 蔚来汽车	2017	汽车交通
高瓴资本	哔哩哔哩 bilibili	2017	文化娱乐
高瓴资本	药明康德	2017	医疗健康
高瓴资本	SeaLimited	2017	信息技术
高瓴资本	麦科田医疗	2017	医疗健康
高瓴资本	深圳交通中心	2017	企业服务
高瓴资本	同和中控	2017	信息技术
高瓴资本	尖峰眼科	2017	医疗健康
高瓴资本	盛博汇	2017	信息技术
高瓴资本	新心金融	2017	房产金融
高瓴资本	爱奇艺	2017	文化娱乐
高瓴资本	优信拍-优信二手车	2017	信息技术
高瓴资本	新智元	2017	信息技术
高瓴资本	MagentoCommerce	2017	信息技术
高瓴资本	Traveloka	2017	旅游户外

高瓴资本	智慧星光	2016	企业服务
高瓴资本	安安宠医	2016	医疗健康
高瓴资本	斗米兼职	2016	企业服务
高瓴资本	芭比堂动物医院	2016	医疗健康
高瓴资本	复方科技	2016	医疗健康
高瓴资本	U 鼎冒菜	2016	生活消费
高瓴资本	上海旗曜汽车科技	2016	汽车交通
高瓴资本	百融金服	2016	房产金融
高瓴资本	君实生物	2016	医疗健康
高瓴资本	WoowaBros	2016	生活消费
高瓴资本	陆道培医疗集团	2016	医疗健康
高瓴资本	GirnarSoftware	2016	企业服务
高瓴资本	CarDekho	2016	信息技术
高瓴资本	纷享逍客(纷享销客)	2016	企业服务
高瓴资本	ApellisPharmaceuticals	2016	医疗健康
高瓴资本	美团点评集团(新美大)	2016	生活消费
高瓴资本	小暖医生	2016	医疗健康
高瓴资本	携程	2015	旅游户外
高瓴资本	Wind 资讯	2015	企业服务
高瓴资本	微医集团(挂号网)	2015	医疗健康
高瓴资本	爱屋吉屋	2015	信息技术
高瓴资本	美中宜和医疗	2015	医疗健康
高瓴资本	途虎养车网	2015	信息技术
高瓴资本	广州赛意	2015	信息技术
高瓴资本	微医	2015	医疗健康
高瓴资本	爱鲜蜂	2015	生活消费
高瓴资本	小世界-嘉洁网络	2015	信息技术
高瓴资本	物流 QQ 货车帮	2015	物流
高瓴资本	有利网	2015	房产金融
高瓴资本	合全药业	2015	医疗健康
高瓴资本	PaperBoat	2015	生活消费
高瓴资本	HorizonRobotics 地平线机器人	2015	信息技术
高瓴资本	Airbnb	2015	生活消费
高瓴资本	蔚来汽车	2015	汽车交通
高瓴资本	中通快递	2015	物流
高瓴资本	凌云智能-凌云汽车	2015	汽车交通
高瓴资本	华视娱乐	2015	文化娱乐
高瓴资本	百济神州	2015	医药
高瓴资本	弥财金融	2015	房产金融
高瓴资本	海致 BDP 商业数据平台	2015	企业服务
高瓴资本	惠每医疗	2015	医疗健康
高瓴资本	豆果网(豆果美食)	2014	生活消费
高瓴资本	GrabTaxi	2014	汽车交通
高瓴资本	高腾恒远	2014	房产金融
高瓴资本	德邦	2014	物流
高瓴资本	孩子王	2014	生活消费
高瓴资本	百分点科技	2014	信息技术

高瓴资本	追光动画	2014	文化娱乐
高瓴资本	美丽说	2014	计算机应用服务业
高瓴资本	江小白酒业	2014	生活消费
高瓴资本	去哪儿	2013	旅游户外
高瓴资本	京东商城	2011	生活消费

资料来源：清科数据，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	99,610.43	113,079.03	149,924.20	150,045.66	190,724.43
应收票据及应收账款	38,070.91	43,611.23	52,250.14	36,562.08	59,826.77
预付账款	3,717.87	2,161.88	4,454.69	3,078.87	4,653.49
存货	16,568.35	20,011.52	18,097.66	23,007.67	21,437.95
其他	13,567.09	20,847.30	13,134.02	16,314.74	17,103.60
流动资产合计	**171,534.65**	**199,710.95**	**237,860.72**	**229,009.02**	**293,746.24**
长期股权投资	110.39	2,250.73	2,250.73	2,250.73	2,250.73
固定资产	17,482.11	18,385.76	19,025.22	19,353.37	19,463.68
在建工程	1,020.71	1,663.94	1,034.36	668.62	431.17
无形资产	3,604.47	5,204.50	5,710.95	6,216.53	6,875.65
其他	14,542.24	14,946.94	14,484.91	14,729.64	14,759.10
非流动资产合计	**36,759.92**	**42,451.88**	**42,506.17**	**43,218.89**	**43,780.34**
资产总计	**214,968.00**	**251,234.16**	**287,194.21**	**279,751.94**	**345,334.13**
短期借款	18,646.10	22,067.75	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付票据及应付账款	44,319.82	49,822.80	72,403.93	51,075.98	80,088.17
其他	84,524.88	85,795.58	93,555.64	84,740.32	99,558.94
流动负债合计	**147,490.79**	**157,686.13**	**175,959.58**	**145,816.30**	**189,647.11**
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	642.41	833.32	681.85	719.19	744.79
非流动负债合计	**642.41**	**833.32**	**681.85**	**719.19**	**744.79**
负债合计	**148,133.20**	**158,519.45**	**176,641.43**	**146,535.50**	**190,391.90**
少数股东权益	1,239.79	1,387.62	1,553.86	1,736.66	1,950.78
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73
资本公积	103.88	93.38	93.38	93.38	93.38
留存收益	59,343.63	85,532.75	102,983.19	125,464.06	146,975.73
其他	131.77	(314.77)	(93.38)	(93.38)	(93.38)
股东权益合计	**66,834.80**	**92,714.71**	**110,552.78**	**133,216.45**	**154,942.24**
负债和股东权益总	**214,968.00**	**251,234.16**	**287,194.21**	**279,751.94**	**345,334.13**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**150,019.55**	**200,024.00**	**214,314.48**	**229,247.08**	**248,804.29**
营业成本	99,562.91	138,234.17	147,427.15	158,062.25	171,732.28
营业税金及附加	1,513.04	1,741.89	1,849.79	1,971.52	2,388.52
营业费用	16,660.27	18,899.58	22,412.73	22,924.71	23,636.41
管理费用	6,071.14	4,365.85	4,514.26	4,584.94	4,976.09
研发费用	3,617.60	6,988.37	7,006.81	6,877.41	7,464.13
财务费用	431.28	(948.20)	(2,361.25)	(2,161.13)	(2,591.14)
资产减值损失	263.79	261.67	174.72	233.29	223.00
公允价值变动收益	9.21	46.26	0.00	0.00	0.00
投资净收益	396.65	106.77	252.52	252.52	204.35
其他	(4,633.01)	(669.24)	(705.04)	(705.04)	(608.69)
营业利润	**26,126.67**	**30,996.88**	**33,742.80**	**37,206.61**	**41,379.35**
营业外收入	511.06	317.86	414.68	414.68	382.46
营业外支出	20.54	41.23	30.80	30.80	34.20
利润总额	**26,617.18**	**31,273.51**	**34,126.68**	**37,590.49**	**41,727.61**
所得税	4,108.59	4,894.48	5,119.00	5,638.57	6,259.14
净利润	**22,508.60**	**26,379.03**	**29,007.68**	**31,951.92**	**35,468.47**
少数股东损益	107.02	176.24	175.00	185.89	218.99
归属于母公司净利润	**22,401.58**	**26,202.79**	**28,832.68**	**31,766.03**	**35,249.48**
每股收益（元）	3.72	4.36	4.79	5.28	5.86

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	22,508.60	26,379.03	28,832.68	31,766.03	35,249.48
折旧摊销	2,033.00	3,110.33	1,296.77	1,415.21	1,538.02
财务费用	1,532.77	(1,112.66)	(2,361.25)	(2,161.13)	(2,591.14)
投资损失	(396.65)	(106.77)	(252.52)	(252.52)	(204.35)
营运资金变动	(12,645.51)	(9,785.91)	28,892.87	(21,178.11)	19,827.00
其它	3,326.34	8,456.77	175.00	185.89	218.99
经营活动现金流	**16,358.54**	**26,940.79**	**56,583.55**	**9,775.37**	**54,037.99**
资本支出	2,418.40	8,257.50	2,064.57	1,945.86	2,144.40
长期投资	6.48	2,140.34	100.00	100.00	100.00
其他	(64,678.33)	(32,243.60)	(1,026.83)	(4,572.65)	(4,452.09)
投资活动现金流	**(62,253.46)**	**(21,845.77)**	**1,137.73**	**(2,526.79)**	**(2,207.69)**
债权融资	18,646.10	22,067.75	10,000.00	10,000.00	10,000.00
股权融资	(364.65)	481.37	2,583.35	2,161.84	2,591.85
其他	(20,550.79)	(20,035.28)	(43,459.46)	(19,288.96)	(23,743.39)
筹资活动现金流	**(2,269.34)**	**2,513.85**	**(30,876.11)**	**(7,127.12)**	**(11,151.54)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(48,164.26)**	**7,608.87**	**26,845.17**	**121.46**	**40,678.77**

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.24%	33.33%	7.14%	6.97%	8.53%
营业利润	49.67%	18.64%	8.86%	10.27%	11.22%
归属于母公司净利润	45.27%	16.97%	10.04%	10.17%	10.97%
获利能力					
毛利率	33.63%	30.89%	31.21%	31.05%	30.98%
净利率	14.93%	13.10%	13.45%	13.86%	14.17%
ROE	34.15%	28.69%	26.45%	24.16%	23.04%
ROIC	-47.09%	-70.51%	-114.65%	-58.22%	-110.83%
偿债能力					
资产负债率	68.91%	63.10%	61.51%	52.38%	55.13%
净负债率	-121.14%	-98.16%	-126.57%	-105.13%	-116.64%
流动比率	1.16	1.27	1.35	1.57	1.55
速动比率	1.05	1.14	1.25	1.41	1.44
营运能力					
应收账款周转率	4.23	4.90	4.47	5.16	5.16
存货周转率	11.72	10.94	11.25	11.15	11.20
总资产周转率	0.76	0.86	0.80	0.81	0.80
每股指标（元）					
每股收益	3.72	4.36	4.79	5.28	5.86
每股经营现金流	2.72	4.48	9.41	1.62	8.98
每股净资产	10.90	15.18	18.12	21.86	25.43
估值比率					
市盈率	15.28	13.06	11.87	10.78	9.71
市净率	5.22	3.75	3.14	2.60	2.24
EV/EBITDA	5.68	2.52	5.61	4.99	3.50
EV/EBIT	6.12	2.73	5.84	5.20	3.63

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