

天虹股份 (002419)

证券研究报告
2020年03月21日

消费疲软&新开门店致使业绩同比-5%，加速新开门店拓展全国

事件：公司 2019 年实现营收 193.93 亿，同比增长 1.33%；归母净利润 8.59 亿，同比减少 4.98%。其中，19Q4 营收 53.18 亿，同比增长 0.26%；归母净利润 2.07 亿元，同比减少 10.32%。

点评：公司 2019 年实现营收 193.93 亿，同比增长 1.33%，营业收入略有提升主要是新开门店影响导致。其中，19Q4 营收 53.18 亿，同比增长 0.26%。社会整体消费仍然处于疲软的状态，全年增速逐月下降。公司 2019 年可比店实现营业收入 172.28 亿，同比减少 0.95%。新开 11 家购物中心、8 家 sp@ce 独立超市以及 56 家便利店；签约 18 个购物中心及百货项目，17 个独立超市项目；终止 sp@ce 惠阳新圩镇诚壹天地店超市加盟并停止经营，同时关闭了 44 家便利店。截至 2019 年末，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 29 个城市，共经营购物中心 24 家（含加盟、管理输出 5 家）、综合百货 68 家（含加盟、管理输出 3 家）、独立超市 17 家（含加盟 1 家）、便利店 171 家，面积合计约 376 万平方米。

财务指标方面，2019 年毛利率为 28.56%，同比增加 1.26pct，主要系零售&地产业务毛利率共同提升所致。公司 2019 年期间费用率为 23.00%，同比增加 1.91pct。其中，19Q4 期间费用率为 22.37%，同比提升 1.03pct。公司 2019 年归母净利润 8.59 亿，同比减少 4.98%，其中 19Q4 归母净利润 2.07 亿元，同比减少 10.32%，主要是主业&地产业务共同拖累所致。公司现金流充沛，单看 2019 年末货币资金就达到 43.77 亿元，为内生外延打下坚实基础。

经营指标方面，公司从数字化赋能门店到将门店升级为数字化门店，并进一步提升网络效应。截至 2019 年底，天虹数字化会员 2355 万，数字化会员销售占比达 73.6%。超市实现 90%近万个 SKU 的商品数字化。同时公司大力推进品类管理，打造战略核心商品群。**2020 年，公司将夯实物流基础和标准化运营，建设可追溯、可视化、可联结的透明物流管理能力，新增华东、粤西配送中心，扩建华南、东南、华中配送中心面积。**

公司是百货为主的多业态龙头，加速开店且培育期短，盈利不断优化。受疫情影响，将 2020-21 年净利润预期从 7.3/8.9 亿元分别下调至 6.8/8.7 亿元，综合预计 2020-22 年净利润分别为 6.8/8.7/9.6 亿，当前市值对应 16/13/12xPE，维持买入评级。

风险提示：疫情影响超预期，同店增长不达预期，门店拓展不达预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,137.95	19,392.53	17,439.70	20,055.66	22,061.22
增长率(%)	3.25	1.33	(10.07)	15.00	10.00
EBITDA(百万元)	1,327.03	1,326.70	1,086.35	1,304.24	1,392.50
净利润(百万元)	904.38	859.30	683.94	874.55	962.13
增长率(%)	25.92	(4.98)	(20.41)	27.87	10.02
EPS(元/股)	0.75	0.72	0.57	0.73	0.80
市盈率(P/E)	12.33	12.98	16.30	12.75	11.59
市净率(P/B)	1.70	1.60	1.51	1.39	1.27
市销率(P/S)	0.58	0.58	0.64	0.56	0.51
EV/EBITDA	5.69	2.20	4.20	(0.30)	0.58

资料来源：wind，天风证券研究所

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	9.29 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,200.30
流通 A 股股本(百万股)	1,199.87
A 股总市值(百万元)	11,150.79
流通 A 股市值(百万元)	11,146.75
每股净资产(元)	5.79
资产负债率(%)	58.19
一年内最高/最低(元)	16.05/8.48

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

- 1 《天虹股份-公司点评:消费疲软&新开门店使业绩同比-5%，加速新开门店拓展全国》 2020-02-29
- 2 《天虹股份-公司点评:中航国际直接持股 43.40%成第一大股东，国企改革有望加速推进》 2019-10-22
- 3 《天虹股份-公司点评:同店承压&地产基数拖累 Q4 营收&业绩，扩张提速经营领先行业!》 2019-03-04



1. 事件

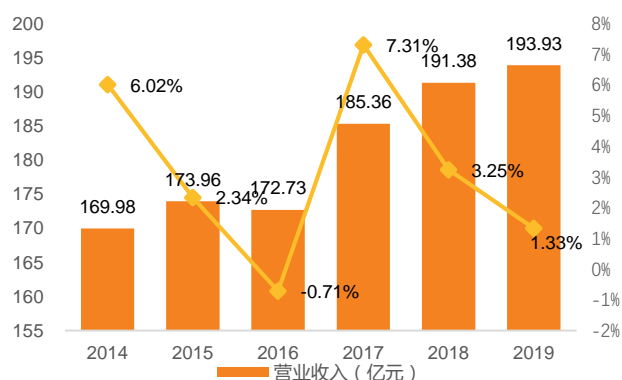
公司 2019 年实现营收 193.93 亿，同比增长 1.33%；归母净利润 8.59 亿，同比减少 4.98%。其中，19Q4 营收 53.18 亿，同比增长 0.26%；归母净利润 2.07 亿元，同比减少 10.32%。

2. 点评

2.1. 营业收入：新开门店推动营收同比+1.33%

公司 2019 年实现营收 193.93 亿，同比增长 1.33%，营业收入略有提升主要是新开门店影响导致。其中，19Q4 营收 53.18 亿，同比增长 0.26%。社会整体消费仍然处于疲软的状态，全年增速逐月下降。

图 1：公司营业收入与增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司单季度营收与增速

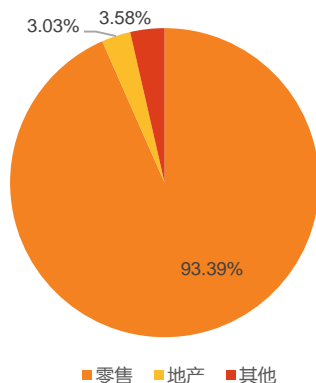


资料来源：公司公告，天风证券研究所

① **分行业**：2019 年零售营收为 181.11 亿元，同比增加 0.74%，占比收入 93.39%；地产营收 5.88 亿元，同比增长 6.48%，占比收入 3.03%。

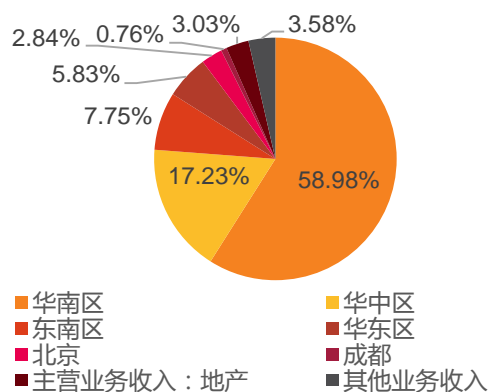
② **分地区**：2019 年华南区营收 114.39 亿元，同比减少 0.68%，老区略有下滑；华中区实现营业收入 33.41 亿元，同比增长 7.40%，增速领跑各区；此外，东南区/华东区/北京/成都营收同比增速分别为+3.00%/-5.13%/+0.72%/-3.84%。

图 3：零售业务营收占比总收入 93.39%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：华南地区营收占比总营收 58.98%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.1. 可比店方面

公司 2019 年可比店实现营业收入 172.28 亿，同比减少 0.95%。①分业态：百货/超市/购

物中心/便利店可比店收入增速分别为-6.16%/+7.95%/-1.04%/+11.51%，便利店增长最为突出，百货经营效果略差；②分区域：华南区可比店收入增速为-0.46%，老区同店收入略有减少；北京可比店收入增速为 1.19%，门店经营改善增速领跑各区；③分经营模式：公司自营/联营/租赁经营模式可比店收入增速分别为+8.92%/-7.82%/+12.33%。

表 1：2019 年分业态可比店营收同比情况 单位：万元

业态	营业收入	营业收入同比增幅
购物中心	111,147	-1.04%
百货	965,550	-6.16%
超市	631,163	7.95%
便利店	14,977	11.51%
合计	1,722,837	-0.95%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：2019 年分区域可比店营收同比情况 单位：万元

地区	门店	数量（家）	营业收入	营业收入同比增幅
华南区	综合百货店	35	988,204	-1.16%
	购物中心店	2	80,388	5.40%
	独立超市	2	13,123	23.74%
	小计	39	1,081,715	-0.46%
东南区	综合百货店	5	124,801	-7.54%
	购物中心店	1	10,119	23.91%
	小计	6	134,920	-5.75%
华中区	综合百货店	15	272,590	0.37%
	购物中心店	1	22,390	-2.79%
	小计	16	294,980	0.13%
华东区	综合百货店	4	72,066	-6.03%
	购物中心店	3	50,663	-1.37%
	小计	7	122,729	-4.16%
北京	综合百货店	3	58,163	1.19%
成都	综合百货店	1	15,353	-3.43%
合计	综合百货店	72	1,707,860	-1.05%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：2019 年分经营模式可比店营收同比情况 单位：万元

经营模式	营业收入	营业收入同比增幅
自营	562,050	8.92%
联营	975,447	-7.82%
租赁	170,363	12.33%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.1.2. 新开门店方面

①新开门店：报告期内，公司持续拓展门店网络，新开 11 家购物中心、8 家 sp@ce 独立超市以及 56 家便利店。另外，公司于 2020 年 1 月新开深圳中航城天虹购物中心、深圳龙华中心区天虹购物中心、南昌经开天虹购物中心 3 家购物中心以及 sp@ce 新安优城店、sp@ce 西湖桃苑店 2 家 sp@ce 独立超市。

②**签约门店**：报告期内，公司签约 18 个购物中心及百货项目（统称“大店”），17 个独立超市项目，面积合计约 132 万平方米。

③**关店**：报告期内，公司终止 sp@ce 惠阳新圩镇诚杰壹天地店超市加盟并停止经营，同时关闭了 44 家便利店。

截至 2019 年末，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 29 个城市，共经营购物中心 24 家（含加盟、管理输出 5 家）、综合百货 68 家（含加盟、管理输出 3 家）、独立超市 17 家（含加盟 1 家）、便利店 171 家，面积合计约 376 万平方米。

表 4：截止 2019 年末公司门店数量与面积

地区	购物中心		百货		超市		便利店	
	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)	数量 (家)	面积 (万平方米)
华南区	8	43.67	36	85.16	57	27.25	135	1.32
华中区	9	68.16	19	49.76	27	13.44	-	-
东南区	3	15.32	5	12.21	6	2.62	36	0.4
华东区	4	28.49	4	13.93	4	1.69	-	-
北京	-	-	3	7.27	2	1.14	-	-
成都	-	-	1	3.48	1	0.5	-	-
合计	24	155.64	68	171.81	97	46.64	171	1.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

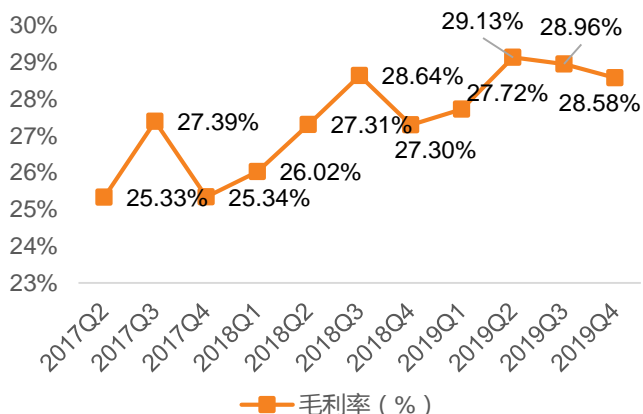
2.2. 毛利率：业态优化升级/供应链管理等推动毛利率提升 1.26pct

公司 2019 年毛利率为 28.56%，同比增加 1.26pct，主要系零售&地产业务毛利率共同提升所致。

①**分行业**：2019 年零售毛利率为 27.09%，同比上升 0.58pct，主业毛利率稳定提升，主要原因是业态优化升级、供应链管理等；2019 年地产毛利率为 38.32%，同比上升 5.17pct；

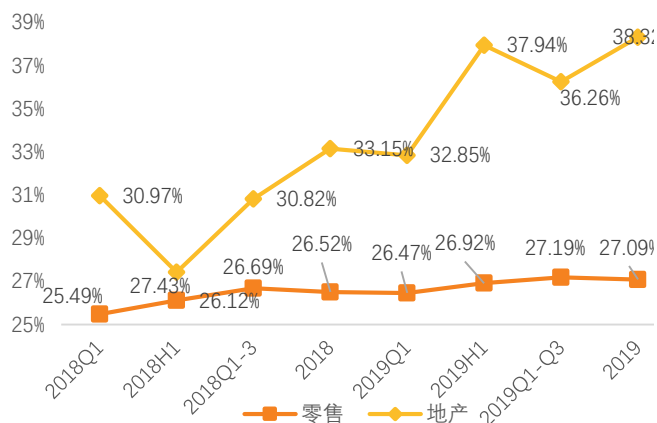
③ **分地区**：华南老区毛利率同比下降，其余地区毛利率均上升。2019 年华南区毛利率为 27.20%，同比下降 0.17pct，老区毛利率略有下滑；华东区毛利率为 28.71%，同比上升 2.78pct，毛利率增幅领跑；其他大区的毛利率同比变动都为正，北京/成都/华中/东南毛利率分别为 28.32% / 27.08% / 26.57% / 25.74%，分别增加 1.69pct/1.34pct/1.52pct/2.31pct。

图 5：公司 2019Q4 综合毛利率为 28.58%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：公司分业务毛利率情况

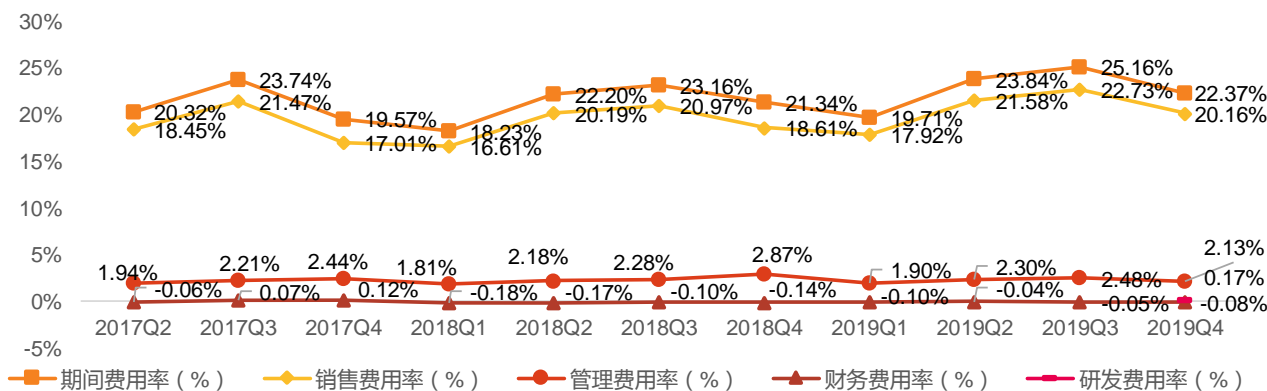


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 期间费用：灵智数科推动研发费用率提升 0.13pct

公司 2019 年期间费用率为 23.00%，同比增加 1.91pct。其中，19Q4 期间费用率为 22.37%，同比提升 1.03pct。①销售费用率：公司 2019 年销售费用率 20.74%，同比提升 1.79pct；②管理费用率：公司 2019 年管理费用率为 2.21%，同比降低 0.09pct；③财务费用率：公司 2019 年财务费用率为-0.07%，同比提升 0.08pct，主要原因是本报告期内定期存款利息减少；④研发费用率：公司 2019 年研发费用率为 0.13%，同比提升 0.13pct，主要原因是报告期内新设子公司灵智数科增加的数字化技术研发投入。

图 7：公司期间费用率情况

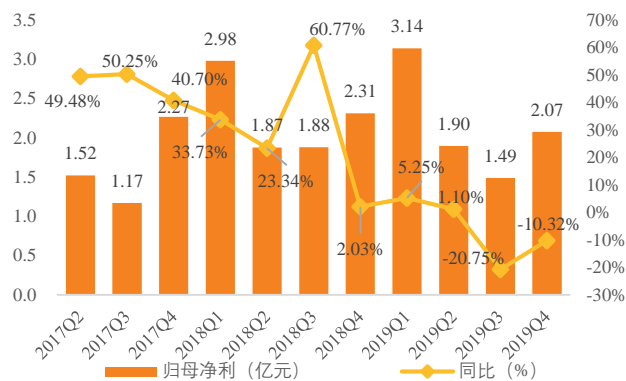


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 净利润：主业&地产业务拖累 19Q4 业绩-10.32%

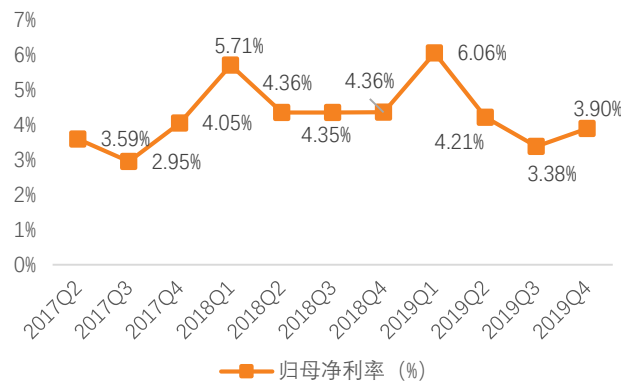
公司 2019 年归母净利润 8.59 亿，同比减少 4.98%，其中 19Q4 归母净利润 2.07 亿元，同比减少 10.32%，主要是主业&地产业务共同拖累所致。

图 8：公司净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司净利率情况



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

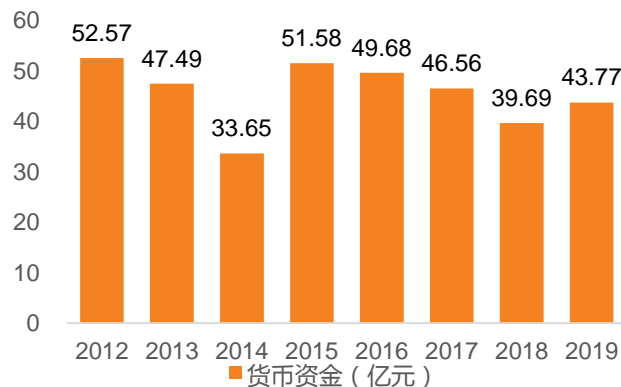
公司现金流充沛，单看 2019 年末货币资金就达到 43.77 亿元，为内生外延打下坚实基础。公司 2019 年经营活动净现金流为 14.59 亿元，同比减少 33.52%，主要原因是上年同期收回单用途商业预付卡保函保证金；投资活动净现金流为 -5.74 亿元，净流出现金同比减少 69.75%，主要原因上年同期内增加了对现金管理产品的投资；筹资活动产生的现金流量净额为 -4.79 亿元，净流出现金同比增加 29.47%，主要原因是本报告期派发现金红利增加。公司大多数情况下经营活动净现金流都大于投资活动净现金流，保证公司有充足的资金沉淀。

图 10：经营活动净现金流基本大于投资活动净现金流



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司现金流充沛



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.6. 经营指标

①线上线下一体化进展：公司从数字化赋能门店到将门店升级为数字化门店，并进一步提升网络效应。2019 年，逾 1.6 亿人次通过天虹 APP 及天虹小程序交互获取信息或消费，天虹小程序月活用户提升 3 倍。全年线上商品销售及数字化服务收入 GMV 逾 31 亿元。

②数字化门店能力的提升：截至 2019 年底，天虹数字化会员 2355 万，数字化会员销售占比达 73.6%。超市实现 90% 近万个 SKU 的商品数字化。百货已上线 13042 个数字化专柜，在线商品数量近百万。2019 年智慧停车在线缴费订单量占比达 60%。全国超市门店均已支持手机自助买单，基本全部铺设了自助收银机，超市自助买单比例超 53%。截至 12 月底，共有 5 万导购连接近 500 万顾客，打造创新场景，实现销售增量。

③**网络化协同**：一方面，通过建立以实体门店为基础的本地化、社区化生活圈，满足顾客一站式生活所需。2019年，天虹超市到家上线门店累计达98家（含1家前置仓），日均订单量同比增长39%。另一方面，通过在线化，打破本地商圈，从单店拓展到区域乃至全国，商品可实现区域协同和全国共享，公司的网络效应进一步扩大。2019年，天虹百货专柜到家的跨区域销售占比达25%。

④**优质供应链**：大力推进品类管理，打造战略核心商品群，包括国内外直采、自有品牌、生鲜基地、2R商品（ReadytoCook&ReadytoEat，即食即烹商品）等具有市场竞争力的高销售/高毛利商品，SKU同比增幅34.7%，销售同比增幅35.9%。其中，国际直采实现销售同比增长37.9%；生鲜直采实现销售同比增长20.8%，生鲜基地增加11个；自有品牌品质升级、拓展新品类实现销售同比增长38%；2R商品销售同比增长31.3%。

⑤**仓储及物流**：截至2019年底，公司在广东、福建、江西、湖南4省共有9个自营物流配送中心，其中常温仓6个，仓储面积8.4万平方米，低温仓3个，仓储面积约0.7万平方米，其中5.2万平方米为自有物业。所有物流作业实现无纸化及可视化，作业方式机械化为主、自动化为辅。运输配送均为外租运力。报告期内，公司仓储物流支出共计12,043.59万元，费用率同比下降约0.13个百分点。2020年，公司将夯实物流基础和标准化运营，建设可追溯、可视化、可联结的透明物流管理能力，新增华东、粤西配送中心，扩建华南、东南、华中配送中心面积。

3. 投资建议

公司是百货为主的多业态龙头，加速开店且培育期短，盈利不断优化。受疫情影响，将2020-21年净利润预期从7.3/8.9亿元分别下调至6.8/8.7亿元，综合预计2020-22年净利润分别为6.8/8.7/9.6亿，当前市值对应16/13/12xPE，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,968.52	4,377.28	3,860.64	8,643.21	7,219.52
应收票据及应收账款	65.12	101.07	16.06	125.94	38.53
预付账款	32.00	31.40	34.17	35.36	41.93
存货	1,050.33	843.14	1,334.51	1,013.80	1,691.69
其他	3,951.86	4,017.66	3,346.97	3,953.08	3,701.12
流动资产合计	9,067.84	9,370.55	8,592.35	13,771.40	12,692.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,469.32	4,362.24	4,164.88	3,986.10	3,805.47
在建工程	1.22	8.69	41.21	72.73	73.64
无形资产	938.83	913.15	877.01	840.87	804.72
其他	1,311.05	1,335.86	1,171.51	920.79	606.70
非流动资产合计	6,720.41	6,619.94	6,254.61	5,820.49	5,290.53
资产总计	16,254.63	16,633.43	15,354.04	20,130.69	18,546.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,473.46	3,111.64	3,282.51	3,992.97	3,879.29
其他	6,087.67	6,425.23	4,556.99	7,988.67	5,757.87
流动负债合计	9,561.12	9,536.87	7,839.50	11,981.65	9,637.17
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	122.46	141.33	110.53	124.77	125.54
非流动负债合计	122.46	141.33	110.53	124.77	125.54
负债合计	9,683.58	9,678.20	7,950.03	12,106.42	9,762.71
少数股东权益	3.51	5.66	6.09	6.87	7.91
股本	1,200.30	1,200.30	1,200.30	1,200.30	1,200.30
资本公积	1,309.09	1,309.09	1,309.09	1,309.09	1,309.09
留存收益	5,367.06	5,749.02	6,197.62	6,817.10	7,575.34
其他	(1,308.91)	(1,308.83)	(1,309.09)	(1,309.09)	(1,309.09)
股东权益合计	6,571.04	6,955.24	7,404.02	8,024.27	8,783.56
负债和股东权益总	16,254.63	16,633.43	15,354.04	20,130.69	18,546.27

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	904.64	860.81	683.94	874.55	962.13
折旧摊销	435.62	477.84	260.98	263.41	265.86
财务费用	0.00	0.00	(71.25)	(108.14)	(137.19)
投资损失	(110.42)	(6.62)	(80.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	(554.31)	3,751.57	(3,545.19)	4,384.45	(1,876.27)
其它	1,519.03	(3,624.61)	130.90	131.24	131.51
经营活动现金流	2,194.56	1,458.99	(2,620.62)	5,485.50	(713.96)
资本支出	215.34	107.85	90.80	65.76	49.23
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,113.08)	(681.88)	2,177.52	(621.76)	(692.27)
投资活动现金流	(1,897.74)	(574.04)	2,268.32	(556.00)	(643.04)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	28.88	14.58	70.99	108.14	137.19
其他	(398.23)	(494.03)	(235.34)	(255.07)	(203.89)
筹资活动现金流	(369.35)	(479.45)	(164.35)	(146.92)	(66.70)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(72.53)	405.50	(516.64)	4,782.57	(1,423.69)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	19,137.95	19,392.53	17,439.70	20,055.66	22,061.22
营业成本	13,921.92	13,853.30	12,730.98	14,640.63	16,016.45
营业税金及附加	155.32	151.45	136.03	150.42	165.46
营业费用	3,626.91	4,022.23	3,576.88	4,011.13	4,445.34
管理费用	439.00	428.10	378.44	401.11	496.38
研发费用	0.00	25.20	0.00	0.00	0.00
财务费用	(28.67)	(14.50)	(71.25)	(108.14)	(137.19)
资产减值损失	3.71	(0.17)	2.46	2.00	1.43
公允价值变动收益	0.00	130.47	130.47	130.47	130.47
投资净收益	110.42	6.62	80.00	60.00	60.00
其他	(253.59)	(299.89)	(420.93)	(380.93)	(380.93)
营业利润	1,162.95	1,089.72	896.62	1,148.98	1,263.83
营业外收入	32.90	39.46	38.91	37.09	38.49
营业外支出	27.05	23.99	29.08	26.71	26.59
利润总额	1,168.80	1,105.20	906.45	1,159.36	1,275.73
所得税	264.16	244.39	222.08	284.04	312.55
净利润	904.64	860.81	684.37	875.32	963.18
少数股东损益	0.26	1.50	0.43	0.78	1.05
归属于母公司净利润	904.38	859.30	683.94	874.55	962.13
每股收益(元)	0.75	0.72	0.57	0.73	0.80

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.25%	1.33%	-10.07%	15.00%	10.00%
营业利润	25.98%	-6.30%	-17.72%	28.15%	10.00%
归属于母公司净利润	25.92%	-4.98%	-20.41%	27.87%	10.02%
获利能力					
毛利率	27.25%	28.56%	27.00%	27.00%	27.40%
净利率	4.73%	4.43%	3.92%	4.36%	4.36%
ROE	13.77%	12.36%	9.25%	10.91%	10.96%
ROIC	4345.17%	88.38%	-22.30%	96.41%	-24.17%
偿债能力					
资产负债率	59.57%	58.19%	51.78%	60.14%	52.64%
净负债率	-60.39%	-62.93%	-52.14%	-107.71%	-82.19%
流动比率	0.95	1.01	1.11	1.16	1.33
速动比率	0.84	0.92	0.94	1.08	1.16
营运能力					
应收账款周转率	335.81	233.38	297.78	282.46	268.26
存货周转率	15.85	20.48	16.02	17.08	16.31
总资产周转率	1.21	1.18	1.09	1.13	1.14
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.72	0.57	0.73	0.80
每股经营现金流	1.83	1.22	-2.18	4.57	-0.59
每股净资产	5.47	5.79	6.16	6.68	7.31
估值比率					
市盈率	12.33	12.98	16.30	12.75	11.59
市净率	1.70	1.60	1.51	1.39	1.27
EV/EBITDA	5.69	2.20	4.20	-0.30	0.58
EV/EBIT	6.85	2.72	5.53	-0.37	0.72

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