

# 格力地产 (600185)

证券研究报告

2020年06月23日

## 免税行业扩容在即，拟收购珠免驶竞争快车道

### 事件说明

格力地产提交预案，拟采用发行股份及支付现金方式，购买珠海市国资委和珠海城市建设集团有限公司持有的珠海市免税企业集团有限公司（以下简称免税集团）100%股份，同时向中国通用技术（集团）控股有限责任公司下属公司通用技术集团投资管理有限公司（以下简称通用投资）以非公开发行股份方式，募集不超过8亿元配套资金。

### 格力打造免税核心板块，珠免尽享大湾区客流红利

重组完成后，格力地产致力于打造以免税业务为特色的大消费产业、生物医药大健康产业和房地产业三大板块为核心的大型上市公司。本次交易将向公司注入盈利能力较强、发展前景较为广阔的免税业务。

### 珠免是口岸免税龙头，粤港澳大湾区建设下客流优势显著。

粤港澳大湾区的客流优势为珠免的发展奠定了良好的基础。目前珠免经营拱北口岸免税店、九州港口岸免税店、横琴口岸免税店、珠澳跨境工业区口岸免税店4家口岸免税店和天津滨海机场进境免税店。

引导海外消费回流成国家重要政策战略，发展国内免税业成重要途径。由于关税等成本影响，国内免税品价格与境外存在大额价差，加之商品品类、购物体验等因素，导致消费外流现象严重。尽管目前中国已经成为全球免税消费主要客源地，中国免税市场相对全球仍然较小，2018年市场规模约为395亿元。如何促进海外消费回流，是中国免税业发展的关键问题。近年来，国家政府多次出台大批政策降低关税、引导海外消费回流，利好免税行业发展。

国内免税行业目前中免系一家独大，但政策呈现逐步放开趋势，未来离岛免税及市内店政策或将迎来更大开放。

### 投资建议

给予“买入”评级，收购完成后，预计公司整体合理市值在345-380亿，与现阶段238亿市值相比仍存在较大提升空间

**风险提示：**疫情反弹；宏观经济下行；行业竞争激烈；此次收购无法顺利实施；毛利率下滑

### 投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.55元
目标价格	元

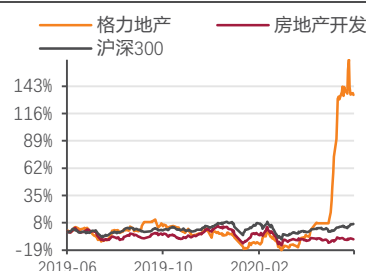
### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,061.09
流通A股股本(百万股)	2,061.09
A股总市值(百万元)	23,805.61
流通A股市值(百万元)	23,805.61
每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	76.69
一年内最高/最低(元)	13.84/3.74

### 作者

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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《格力地产-首次覆盖报告:拟收购珠海免税，有望步入免税黄金赛道》2020-06-02

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,078.50	4,192.75	5,660.21	6,452.64	7,485.06
增长率(%)	(1.65)	36.19	35.00	14.00	16.00
EBITDA(百万元)	736.06	1,012.08	1,030.08	1,158.92	1,336.86
净利润(百万元)	512.63	526.28	711.70	806.82	937.91
增长率(%)	(17.89)	2.66	35.23	13.37	16.25
EPS(元/股)	0.25	0.26	0.35	0.39	0.46
市盈率(P/E)	46.48	45.27	33.48	29.53	25.40
市净率(P/B)	2.91	3.03	2.72	2.52	2.33
市销率(P/S)	7.74	5.68	4.21	3.69	3.18
EV/EBITDA	25.89	19.87	70.89	38.14	67.69

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件：

2020年6月17日晚，格力地产股份有限公司回复上海证券交易所《关于对公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案信息披露的问询函》。

此前，格力地提交预案，拟采用发行股份及支付现金方式，购买珠海市国资委和珠海城市建设集团有限公司持有的珠海市免税企业集团有限公司（以下简称免税集团）100%股份，同时向中国通用技术（集团）控股有限责任公司下属公司通用技术集团投资管理有限公司（以下简称通用投资）以非公开发行股份方式，募集不超过8亿元配套资金。

同时，格力地产控股股东海投公司通过全资孙公司玖思投资采用部分要约收购的方式增持股份，以6.50元/股的要约收购价向除海投公司以外的其他股东进行的部分要约收购。

## 2. 点评：

### 2.1. 格力打造免税核心板块，珠免尽享大湾区客流红利

重组完成后，格力地产致力于打造以免税业务为特色的大消费产业、生物医药大健康产业和房地产业三大板块为核心的大型上市公司。本次交易将向公司注入盈利能力较强、发展前景较为广阔的免税业务。

**珠免是口岸免税龙头，粤港澳大湾区建设下客流优势显著。**珠海免税成立于1987年9月20日，是除中国国旅以外国内最大的免税运营商，也是唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务运营管理实践经验的国有独资企业。**粤港澳大湾区的客流优势为珠免的发展奠定了良好的基础。**目前珠免经营拱北口岸免税店、九州港口岸免税店、横琴口岸免税店、珠澳跨境工业区口岸免税店4家口岸免税店和天津滨海机场进境免税店。珠海作为唯一一座与香港澳门直接陆路相连的城市，享受粤港澳大湾区快速发展的红利，出入境旅客持续攀升。2019年，珠海边检总站共查验出入境人员首次突破1.73亿人次，同比增长约12.3%。横琴边检站查验出入境人员达918万人次，单日最高客流量5万人次。港珠澳大桥边检站查验出入境人员1288万人次，单日最高客流量达11.3万人次。珠海免税预计到2035年，珠海与香港之间的平均单日客流量将达30万人次，珠海与澳门之间将达15万人次。

**格力地产多年深耕珠海市场，重组完成后，免税业务与公司现有的消费板块业务可互相补充，**联动打造互补的以免税业务为特色的大消费业务。此外，公司通过多种方式参与港珠澳大桥珠海公路口岸运营，未来将助力和口岸出境免税商店的业务联动。此外本次引进通用技术集团下属公司通用投资为战略投资者，为公司在免税品业务经营领域带来战略性采购资源，改善供应链相率，降低采购成本，有利于提升免税品价格优势。

### 2.2. 政策引导消费回流，免税行业长期受益

**引导海外消费回流成国家重要政策战略，发展国内免税业成重要途径。**由于关税等成本影响，国内免税品价格与境外存在大额价差，加之商品品类、购物体验等因素，导致消费外流现象严重。尽管目前中国已经成为全球免税消费主要客源地，中国免税市场相对全球仍然较小，2018年市场规模约为395亿元。如何促进海外消费回流，是中国免税业发展的关键问题。近年来，国家政府多次出台大批政策降低关税、引导海外消费回流，利好免税行业发展。

表 1：多政策引导消费回流，利好免税行业长期发展

时间	相关部门	具体内容
2015年4月	国务院常务会议	提出部署完善消费品进出口相关政策，丰富国内消费者购物选择。
2015年6月	海关总署	6月1日起，以暂定税率方式降低护肤品、西装、短统靴、纸尿裤等消费品关税。

2015年8月	国务院	《国务院关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点，符合条件的地区要加快实施境外旅客购物离境退税政策。
2015年12月	海关总署	调整国内亟须的先进设备、重要商品等的进出口关税，降低服装、围巾、太阳镜等商品的进口关税。
2016年1月	财政部	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》 调整免税购物限额管理方式，对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额从 8000 人民币调整为 16000 元人民币。同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
2016年2月	财政部等五部委	联合发布关于口岸进境免税店政策的公告，决定增设 19 个口岸进境免税店，同时在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
2016年3月	海关总署	4月8日起，海关将实施关税新政，对跨境消费限制、跨境电子商务等将实行最严征税。跨境电子商务零售进口商品单次交易限制为 2000 元人民币，个人年度交易限制为 20000 元人民币。
2016年3月	十三五规划	十三五规划提出，适应消费加快升级，以消费环境改善释放消费潜力，以供给改善和创新更好满足、创造消费需求，不断增强消费拉动经济的基础作用。积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心。
2016年5月	国务院	国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，提出实行积极的进口政策，降低部分日用消费品关税，引导境外消费回流。
2016年10月	财政部等	自 10 月 1 日起调整化妆品消费税政策，其中对普通美容、修饰类化妆品免征消费税，高档化妆品消费税税率由 30% 下调至 15%。
2017年1月	财政部	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客 免税购物政策适用对象范围的公告》 将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围。政策适用对象将由“乘飞机离 岛旅客”扩大到“乘火车离岛旅客”。
2017年12月	海关总署	12月1日起，降低食品、保健品、药品、日化用品、衣着鞋帽、家用设备、文化娱乐、日杂百货在内的 187 种消费品关税，平均税率由 17.3% 降至 7.7%。
2018年4月	国务院	国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
2018年11月	财政部	财政部发布《关于调整海南 离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2018 年 12 月 1 日起将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次。将视力训练仪、助听器、矫形器械、家用呼吸机等康复医疗器械纳入免税商品范围，离岛旅客每人每次可购买 2 件。
2018年12月	财政部等	自 2018 年 12 月 28 日起，乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象。
2019年7月	财政部等	《口岸出境免税店管理暂行办法》对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营权
2020年3月	发改委等	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国 内市场的实施意见》完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，鼓励有条件的城市对市内免税店建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点；

资料来源：中国政府网，商务部，新华网，中新网等，天风证券研究所

### 2.3. 国内行业政策逐渐开放，行业扩容在即

**国内免税行业目前中免系一家独大，但政策呈现逐步放开趋势，未来离岛免税及市内店政策或将迎来更大开放。**中国免税市场属于典型的寡头垄断格局，随着中免在国内一系列的收购，其在国内具有明显的经营牌照和门店数量优势。随着 2016 年及 2019 年，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局联合发布文件，国内其他免税运营商开始放开经营免税店的地域和类别限制。在国家鼓励海外消费回流的战略背景下，我国离岛免税及市内免税政策有望持续放开，更多的免税经营主体或将参与进免税行业竞争中。

表 2：口岸进出境免税店政策进一步开放

时间	相关部门	具体内容
2016 年	财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局	《口岸进境免税店管理暂行办法》 对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 3 年有连续经营口岸和市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予这些企业平等竞标口岸进境免税店经营权。
2019 年	财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局	《口岸出境免税店管理暂行办法》 口岸出境免税店开放招投标，对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营

资料来源：国家税务总局，天风证券研究所

随着我国进一步放宽免税政策以及不断完善市内店政策、扩大口岸免税业务措施落地，将有利于免税行业进一步扩容，从存量市场转变为增量市场，引导行业内部良性竞争。**珠免已于 2017 年中标天津滨海国际机场进境免税店及拱北闸口进境免税店的经营权。**未来免税集团有望通过招投标获取更多口岸免税店经营权，扩大市场份额、提高市场占有率，增强自身竞争优势以提高公司在行业中的竞争地位。

### 3. 盈利预测与投资建议

**地产业务方面**，我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 7.12/8.07/9.38 亿元，同比增速为 35%/13%/16%。对应 EPS 分别为 0.35/0.39/0.46 元。我们选取房地产行业万科 A、保利地产、万通地产、上海临港、万业企业作为可比公司，参照可比公司估值，给予公司 20 年 19X PE，对应市值 135 亿元。

表 3：可比公司估值

代码	公司	市值 (亿元)	PE	
			20E	21E
000002.SZ	万科 A	2904.65	6.38	5.46
600048.SH	保利地产	1713.53	5.22	4.43
600246.SH	万通地产	169.66	23.87	21.05
600848.SH	上海临港	426.3	29.5	26.83
600641.SH	万业企业	160.43	27.95	28.53
	平均值		18.58	17.26

资料来源：wind，天风证券研究所

**免税业务方面**，近年来免税行业内兼并重组不断，中国国旅于 2020 年 5 月公告其全资孙公司中免集团（海南）运营总部有限公司拟以非公开协议转让方式现金收购中国旅游集团持有的海南省免税品有限公司 51% 的股权，交易对价 20.65 亿元，参考海免 2019 年归母净利润 2.62 亿元，本次交易对应海免估值约为 15X PE。

表 4：海南免税财务情况

	2018	2019
营业收入 (亿元)	20.94	32.27
净利润 (亿元)	0.06	3.45
归母净利润 (亿元)	-0.49	2.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在考虑疫情影响的情况下，我们预估 2020-2022 年，珠海免税可实现营业收入 8.01/24.02/27.62 亿元，分别同比增长 -70%/200%/15%。我们根据珠海目前口岸免税店的实际销售结构和成本构成，珠海免税现阶段稳定利润区间为 6-7 亿，参考国旅收购海免 51% 股权时的 15X PE，我们保守估计珠免可参考的收购价在 90-105 亿元之间。

假设珠海免税成功注入格力地产，综合考虑地产和免税两个业务板块，地产部分运用可比公司 PE 估值，预计合理市值为 135 亿元；免税部分参考同类可比上市公司中国国旅，并给予一定估值折价，预计 35X PE（中国国旅历史估值中枢为 40X PE，考虑其具有龙头规模优势和免税牌照溢价，因此珠免估值中枢给予一定折价），则按照现阶段稳定利润 6-7 亿，预计免税部分合理市值为 210-245 亿，则收购完成后，预计公司整体合理市值在 345-380 亿，与现阶段 238 亿市值相比仍存在较大提升空间。给予“买入”评级。

#### 4. 风险提示

**疫情反弹：**旅游相关消费对于疫情变化较为敏感，消费者旅游意愿与消费热情一定程度受到制约，若疫情后期反弹，免税消费将受到一定影响。

**宏观经济下行：**免税主要面向出境游及入境游游客，出境游通常客单价较高，与个人消费能力密切相关，若宏观经济存在下行风险，免税消费将受到一定制约。

**行业竞争激烈：**国家放开口岸出入境免税店经营限制，除公司外其他免税运营商也可参与竞标，面临行业竞争风险。

**此次收购无法顺利实施：**本次收购仍待审批，存在失败的可能性。

**毛利率下滑：**2016 年起受楼市火爆影响，地价持续上升，而后续各城市现价政策陆续出台，未来公司毛利率面临下滑风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,060.14	3,013.57	(28,163.25)	528.38	(36,325.43)
应收票据及应收账款	335.62	252.69	329.63	482.07	459.50
预付账款	17.27	25.36	52.26	34.80	61.71
存货	21,438.53	23,753.07	59,997.60	32,285.60	80,205.09
其他	320.07	335.31	124.59	91.95	151.89
<b>流动资产合计</b>	<b>24,171.63</b>	<b>27,380.01</b>	<b>32,340.83</b>	<b>33,422.80</b>	<b>44,552.77</b>
长期股权投资	1.25	0.25	0.25	0.25	0.25
固定资产	176.26	162.99	385.67	533.96	624.63
在建工程	1,879.64	549.19	365.51	267.31	190.38
无形资产	1.87	1.81	0.45	0.00	0.00
其他	3,408.90	4,568.91	2,687.36	2,659.54	2,657.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,467.93</b>	<b>5,283.15</b>	<b>3,439.25</b>	<b>3,461.06</b>	<b>3,472.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,668.76</b>	<b>32,663.15</b>	<b>35,794.27</b>	<b>36,898.33</b>	<b>48,034.96</b>
短期借款	200.00	75.80	75.80	75.80	75.80
应付票据及应付账款	956.50	1,219.68	2,163.66	1,641.65	2,774.67
其他	4,732.17	7,424.56	3,716.16	4,479.53	4,496.65
<b>流动负债合计</b>	<b>5,888.67</b>	<b>8,720.04</b>	<b>5,955.62</b>	<b>6,196.98</b>	<b>7,347.12</b>
长期借款	7,621.42	7,921.28	14,875.48	14,540.53	23,773.03
应付债券	6,774.27	6,973.12	6,114.74	6,620.71	6,569.52
其他	1,179.26	1,184.90	89.70	88.47	90.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>15,574.96</b>	<b>16,079.30</b>	<b>21,079.92</b>	<b>21,249.72</b>	<b>30,433.02</b>
<b>负债合计</b>	<b>21,463.63</b>	<b>24,799.35</b>	<b>27,035.55</b>	<b>27,446.70</b>	<b>37,780.14</b>
少数股东权益	9.47	9.64	8.97	8.38	7.96
股本	2,060.12	2,061.09	2,061.09	2,061.09	2,061.09
资本公积	1,098.41	1,187.79	1,227.20	1,202.62	1,205.87
留存收益	5,556.08	6,172.40	6,688.67	7,382.16	8,185.77
其他	(518.95)	(1,567.11)	(1,227.20)	(1,202.62)	(1,205.87)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,205.13</b>	<b>7,863.81</b>	<b>8,758.73</b>	<b>9,451.63</b>	<b>10,254.82</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>29,668.76</b>	<b>32,663.15</b>	<b>35,794.27</b>	<b>36,898.33</b>	<b>48,034.96</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	511.82	526.45	711.70	806.82	937.91
折旧摊销	42.12	59.52	22.35	30.36	36.25
财务费用	58.83	102.66	53.00	53.00	51.00
投资损失	(13.84)	(7.50)	(6.75)	(9.36)	(7.87)
营运资金变动	(1,788.57)	(466.75)	(38,004.53)	28,180.52	(47,068.47)
其它	(26.95)	1,510.93	(0.67)	(0.59)	(0.42)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,216.58)</b>	<b>1,725.31</b>	<b>(37,224.91)</b>	<b>29,060.74</b>	<b>(46,051.59)</b>
资本支出	170.23	(1,332.07)	1,155.20	81.23	48.00
长期投资	(2.40)	(1.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(512.41)	1,397.12	(1,262.05)	(127.56)	(88.47)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(344.57)</b>	<b>64.05</b>	<b>(106.86)</b>	<b>(46.32)</b>	<b>(40.47)</b>
债权融资	16,203.37	17,703.86	23,727.90	23,571.45	32,995.00
股权融资	449.51	(938.60)	371.74	(71.58)	(41.75)
其他	(15,834.38)	(17,608.54)	(17,944.70)	(23,822.65)	(23,715.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>818.51</b>	<b>(843.28)</b>	<b>6,154.93</b>	<b>(322.78)</b>	<b>9,238.25</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>(742.64)</b>	<b>946.09</b>	<b>(31,176.83)</b>	<b>28,691.64</b>	<b>(36,853.81)</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>3,078.50</b>	<b>4,192.75</b>	<b>5,660.21</b>	<b>6,452.64</b>	<b>7,485.06</b>
营业成本	2,023.08	2,931.97	4,188.55	4,884.65	5,688.64
营业税金及附加	150.27	140.91	321.21	299.34	341.18
营业费用	97.59	121.23	110.37	112.92	130.99
管理费用	105.64	122.39	73.58	83.88	94.31
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	45.59	76.16	53.00	53.00	51.00
资产减值损失	(0.96)	(106.59)	(34.49)	(47.34)	(62.81)
公允价值变动收益	0.00	3.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.84	7.50	6.75	9.36	7.87
其他	(30.33)	189.63	(13.51)	(18.73)	(15.74)
<b>营业利润</b>	<b>673.77</b>	<b>706.18</b>	<b>954.73</b>	<b>1,075.56</b>	<b>1,249.61</b>
营业外收入	2.89	6.15	3.57	4.20	4.64
营业外支出	0.63	4.26	5.18	3.36	4.26
<b>利润总额</b>	<b>676.02</b>	<b>708.07</b>	<b>953.12</b>	<b>1,076.40</b>	<b>1,249.99</b>
所得税	164.20	181.62	242.09	270.18	312.50
<b>净利润</b>	<b>511.82</b>	<b>526.45</b>	<b>711.03</b>	<b>806.23</b>	<b>937.49</b>
少数股东损益	(0.81)	0.17	(0.67)	(0.59)	(0.42)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>512.63</b>	<b>526.28</b>	<b>711.70</b>	<b>806.82</b>	<b>937.91</b>
每股收益(元)	0.25	0.26	0.35	0.39	0.46

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-1.65%	36.19%	35.00%	14.00%	16.00%
营业利润	-19.38%	4.81%	35.20%	12.66%	16.18%
归属于母公司净利润	-17.89%	2.66%	35.23%	13.37%	16.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.28%	30.07%	26.00%	24.30%	24.00%
净利率	16.65%	12.55%	12.57%	12.50%	12.53%
ROE	6.25%	6.70%	8.13%	8.54%	9.15%
ROIC	2.96%	3.08%	4.18%	1.46%	3.27%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	72.34%	75.92%	75.53%	74.38%	78.65%
净负债率	172.37%	186.81%	592.45%	243.80%	675.98%
流动比率	4.10	3.14	5.43	5.39	6.06
速动比率	0.46	0.42	-4.64	0.18	-4.85
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	14.91	14.25	19.44	15.90	15.90
存货周转率	0.14	0.19	0.14	0.14	0.13
总资产周转率	0.11	0.13	0.17	0.18	0.18
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.25	0.26	0.35	0.39	0.46
每股经营现金流	-0.59	0.84	-18.06	14.10	-22.34
每股净资产	3.98	3.81	4.25	4.58	4.97
<b>估值比率</b>					
市盈率	46.48	45.27	33.48	29.53	25.40
市净率	2.91	3.03	2.72	2.52	2.33
EV/EBITDA	25.89	19.87	70.89	38.14	67.69
EV/EBIT	26.59	20.23	72.46	39.17	69.57

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com