

新大正 (002968)

证券研究报告

2021年07月22日

全区域多业态高质量发展，打造非住宅物业第一品牌

公司发布半年报，21H1 实现营业收入 8.96 亿元，同比增长 58.00%。其中 Q1 实现营收 4.26 亿，同比增长 54.96%；Q2 实现营收 4.71 亿，同比增长 60.86%，稳步提速。

分产品看，综合物业管理服务实现收入 6.96 亿，占比 77.73%，同比增长 60.40%；专项物业管理服务实现收入 1.49 亿，占比 16.64%，同比增长 53.01%；增值服务实现收入 0.51 亿，占比 5.64%，同比增长 42.55%。21H1 收入的大幅增长主要受益于 2020 年翘尾收入、2021 年市场拓展上的良好表现，并购项目及合资合作项目带来的收入增长，以及增值服务及延伸服务带来的收入增长。

分地区看，重庆收入 4.69 亿，占比 52.34%，同比增长 19.50%；重庆以外区域收入 4.27 亿，占比 47.66%，同比增长 144.55%。公司在重庆区域继续保持较强的市场竞争力，营业收入稳定增长，较上年同期增加约 7,655 万元；重庆以外区域收入快速增长，较上年同期增加约 25,250 万元，收入占比接近整体营收的 50%，标志着新大正初步成长为一个全国化公司。

21H1 新拓展项目中标总金额约 8 亿元，重庆以外区域市场的拓展量占比超过 80%。新拓展项目中标总金额约 8 亿元，饱和年化合同收入金额约 4 亿元，创历年新高。受益于标准化建设及品质管控，上半年新签合同额 1000 万（含）以上项目 9 个，项目整体品质提升明显，品牌形象持续提升。

21H1 实现毛利 1.73 亿元，毛利率 19.32%，同比减少 2.18pct。成熟项目（1 年以上）收入占比 80.12%，毛利 1.53 亿元，毛利率 21.26%；新进项目（1 年以内）收入占比 19.88%，毛利 0.20 亿元，毛利率 11.39%。21H1 实现期间费用率 9.14%，同减 1.24pct，受人才储备引进及新建城市投入影响较大。

21H1 实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 38.36%，实现归母净利率 8.30%，同比减少 1.18pct。Q2 实现归母净利润 0.39 亿，同比增长 32.77%，归母净利率 8.19%，同比减少 1.73pct。新进项目的快速拓展对净利率水平产生一定影响。

投资建议：21H1 公司继续践行扩规模增体量，优化业务结构；中台能力建设，提升品质和效能；加强人才队伍建设；推进数字化平台建设，支持管理与业务发展。在非住宅物管可观市场红利及增值服务探索的蓝海市场下，公司凭借优质服务品质、市场化管理机制及标准化拓展能力下，持续提升自身规模及盈利水平。我们预计 21-22 年净利润分别为 1.8/2.6 亿，PE 分别为 41x/29x，给予“买入”评级，建议积极关注。

风险提示：拿单不及预期，行业竞争激烈，核心高管流失

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,054.60	1,318.35	1,924.79	2,819.82	4,060.54
增长率(%)	19.05	25.01	46.00	46.50	44.00
EBITDA(百万元)	128.01	147.86	218.95	310.97	404.10
净利润(百万元)	104.46	131.21	179.23	255.28	339.88
增长率(%)	18.60	25.61	36.60	42.43	33.14
EPS(元/股)	0.64	0.81	1.10	1.57	2.09
市盈率(P/E)	70.75	56.32	41.23	28.95	21.74
市净率(P/B)	9.81	8.69	7.23	6.27	5.32
市销率(P/S)	7.01	5.61	3.84	2.62	1.82
EV/EBITDA	33.50	30.91	29.78	20.87	15.60

资料来源：wind，天风证券研究所

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	44.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	162.78
流通 A 股股本(百万股)	69.68
A 股总市值(百万元)	7,320.01
流通 A 股市值(百万元)	3,133.69
每股净资产(元)	5.50
资产负债率(%)	25.30
一年内最高/最低(元)	75.00/40.23

作者

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

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新大正-公司点评:21Q2 收入继续高增，彰显强劲增长势能》2021-07-08
- 《新大正-公司点评:重点中心城市计划持续突破，人才吸引绑定到订单加速落地》2021-06-04
- 《新大正-公司点评:吸纳总裁刘文波为员工持股平台合伙人，创新人才激励模式，理顺机制全力成长》2021-05-25

1. 21H1 收入同增 58%，利润同增 38%，全国化布局成效初显

公司发布半年报，21H1 实现营业收入 8.96 亿元，同比增长 58.00%。其中 Q1 实现营收 4.26 亿，同比增长 54.96%；Q2 实现营收 4.71 亿，同比增长 60.86%，稳步提速。

21H1 实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 38.36%。其中 Q1 实现归母净利润 0.36 亿，同比增长 44.93%，Q2 实现归母净利润 0.39 亿，同比增长 32.77%。

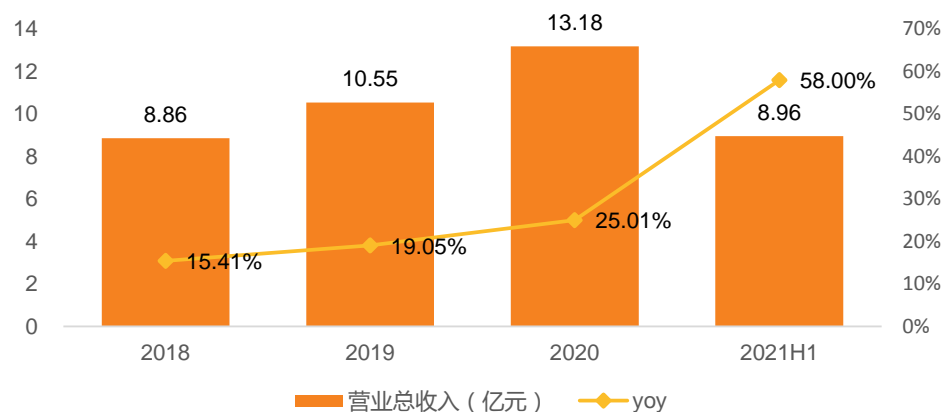
2. 21H1 实现营收 8.96 亿元，新签年合同金额创历年新高

2.1. 物业管理服务贡献约 94%收入，省外区域加速拓展

分产品看，综合物业管理服务实现收入 6.96 亿，占比 77.73%，同比增长 60.40%；专项物业管理服务实现收入 1.49 亿，占比 16.64%，同比增长 53.01%；增值服务实现收入 0.51 亿，占比 5.64%，同比增长 42.55%。21H1 收入的大幅增长主要受益于 2020 年翘尾收入、2021 年市场拓展上的良好表现，并购项目及合资合作项目带来的收入增长，以及增值服务及延伸服务带来的收入增长。

综合物业管理服务营收同比高增主要系公司全国化业务拓展，随规模扩大营业收入增加以及并购民兴物业增长所致。专项物业管理服务营收增长源于公司全国化业务拓展，随规模扩大营业收入增加以及并购民兴物业增长。增值服务营收增长主要原因系公司积极拓展创新业务，深入挖掘增值服务，新设创新业务孵化中心，全力打造公司在基础物业服务以外的增值服务能力，为公司打造标准化增值服务产品并在各在管项目进行推广。

图 1：2021H1 实现营收 8.96 亿元，同比增长 58.00%

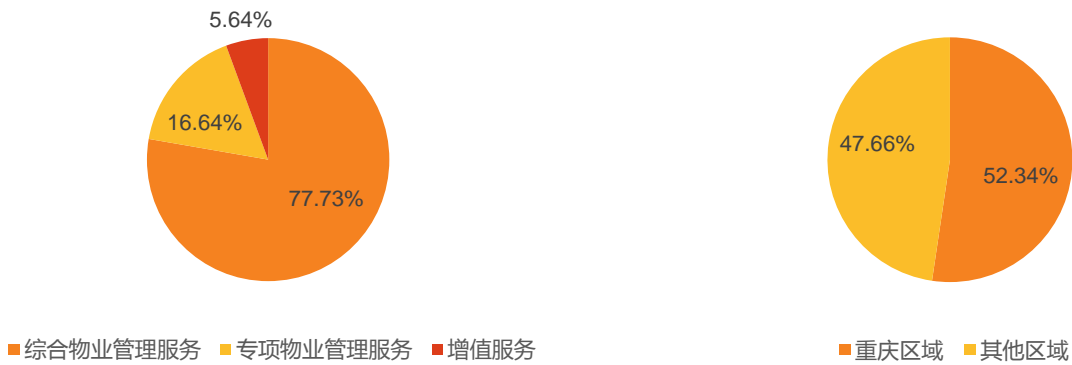


资料来源：Wind，天风证券研究所

分地区看，重庆收入 4.69 亿，占比 52.34%，同比增长 19.50%；重庆以外区域收入 4.27 亿，占比 47.66%，同比增长 144.55%。公司在重庆区域继续保持较强的市场竞争力，营业收入稳定增长，较上年同期增加约 7,655 万元；重庆以外区域收入快速增长，较上年同期增加约 25,250 万元。从占比上看，随着业务全国化的深入推进，重庆以外区域收入占比快速提升至接近营业收入的 50%，区域收入结构进一步调整，标志着公司已从以重庆为主的区域公司初步成长为一个全国化公司。

图 2：分产品看，综合物业管理服务收入 6.96 亿，占比 77.73%

图 3：分地区看，重庆收入 4.69 亿，占比 52.34%

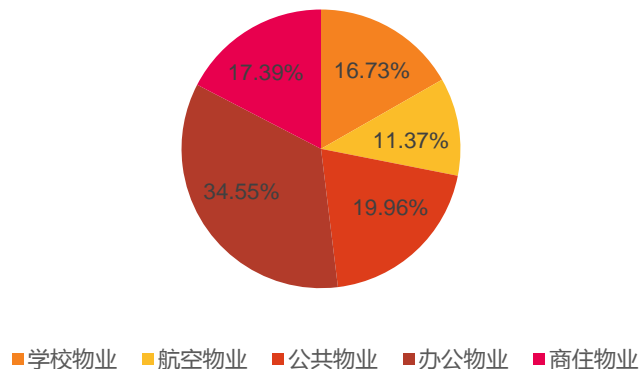


资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分业态看，学校物业、公共物业、航空物业、办公物业、商住物业分别实现收入 1.50/1.02/1.79/3.10/1.56 亿元，收入占比 16.73%/11.37%/19.96%/34.55%/17.39%。办公物业同增达 130.76%，增长及占比均达到较高水平，主要受益于渝内深耕的同时全国拓展表现良好。公共物业同增 52.41%，源于场馆物业、园区物业影响力在全国范围内持续扩大，新开发的医养物业、交通类项目等增长迅速。航空物业同增 31.33%，机场布局快速扩张，持续领先国内航空行业业态。学校物业同增 27.90%，军事学校类项目在该细分业态中表现突出。商住物业同增 29.01%，公司在探索“物业+生活服务”的发展模式的同时积极挖掘老旧小区改造带来的项目机会。

图 4：分业态看，办公物业收入 3.10 亿元，占比 34.55%，增速最快达 130.76%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

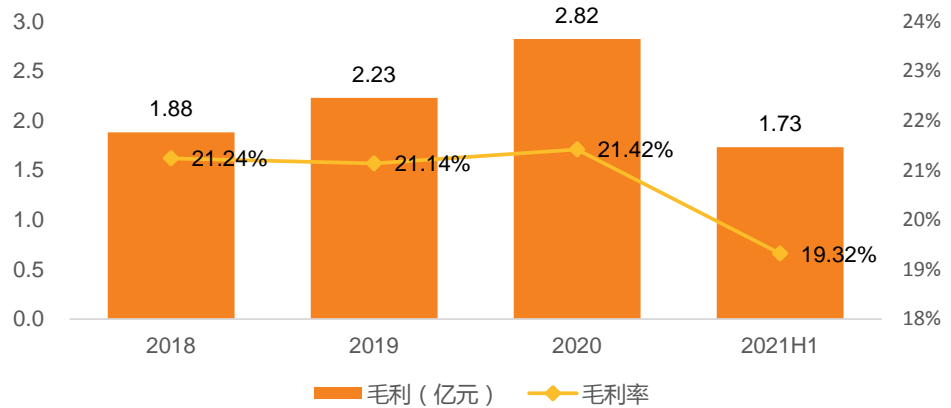
2.2. 新进项目快速增长，21H1 毛利率同比减少 2.18pct

21H1 实现毛利 1.73 亿元，毛利率 19.32%，同比减少 2.18pct。分项目看，成熟项目（1 年以上）收入占比 80.12%，毛利 1.53 亿元，毛利率 21.26%；新进项目（1 年以内）收入占比 19.88%，毛利 0.20 亿元，毛利率 11.39%。

项目的盈利水平与公司进入时间有关。公建物业项目呈现出成熟项目保持盈利稳定、新进项目尚需培育的特点，一般成熟项目盈利水平会高于新进项目。主要在于新进项目因必需的项目员工培训、固定资产投入等原因，前期成本较高；而成熟项目通过深入挖掘客户需求，通过对在管项目延伸开发及增值服务开发，经营内容和深度增加，效益也随之增加。

公司市场拓展连续取得快速增长，新进项目的快速增长对毛利率产生一定负面影响。21H1 公司新近项目收入占比约 19.88%，随着新进项目占比的逐渐增加，营业规模扩大的同时，总体毛利率受到一定影响，较去年同期下降 2.18pct。

图 5：21H1 实现毛利 1.73 亿元，毛利率 19.32%，同比减少 2.18pct

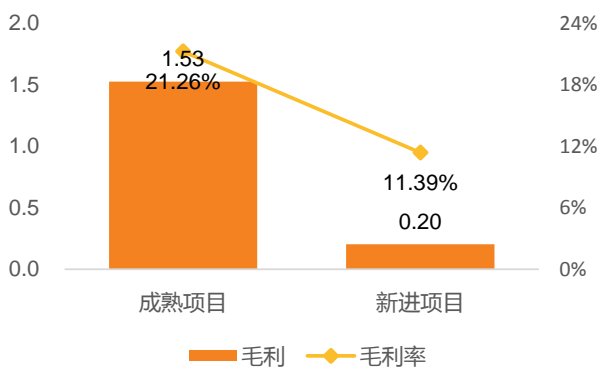


资料来源：Wind，天风证券研究所

分地区看，重庆区域实现毛利 0.96 亿元，毛利率 20.37%；其他区域实现毛利 0.77 亿元，毛利率 18.11%。重庆区域项目盈利水平一般高于外地项目，主要由于重庆区域内成熟项目占比较大，新进项目也能够获得区域密度提升后的边际收益，故整体盈利水平趋于稳定。

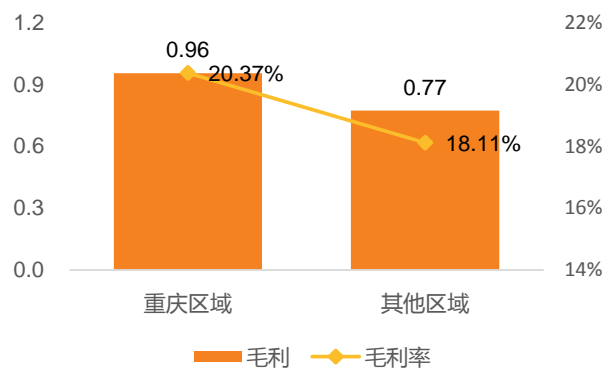
公司设立城市公司拓展外地市场，通过积极拓展项目渠道、打造当地重点标杆项目，建立品牌形象，以扩大新区域的市场占有率。目前已初步实现了以 10 个重点中心城市为核心，拉动辐射周边省市的全国化布局。由于外地区域属于市场拓展高速期，新进项目占比较高，因此总体来说，处于培育期的中心城市公司盈利水平低于重庆区域。随着城市公司所辖市场逐渐成熟，盈利水平将逐步回归正常水平。

图 6：分项目看，成熟项目毛利率 21.26%，新进项目毛利率 11.39%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：分地区看，重庆区域毛利率 20.37%，其他区域毛利率 18.11%

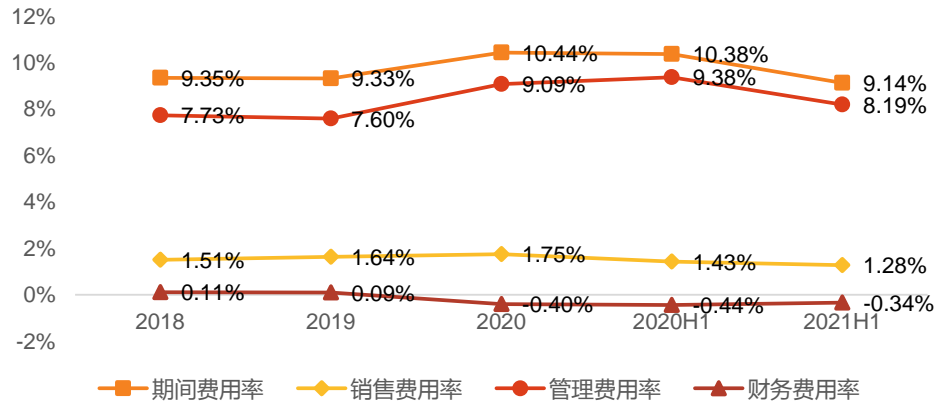


资料来源：公司公告，天风证券研究所

21H1 期间费用率 9.14%，同比减少 1.24pct，人才储备引进及新建城市投入影响较大。其中，21H1 管理费用 7346 万元，同比增长 38.01%，管理费用率 8.19%，同比减少 1.19pct；销售费用 1149 万元，同比增长 41.43%，销售费用率 1.28%，同比减少 0.15pct；财务费用 -306 万元，同比减少 22.83%，财务费用率 -0.34%，同比增加 0.10pct。

管理费用的增长主要受人才储备及引进影响。公司加大了对优秀人才特别是综合型高级管理人才的引进力度，集团总部及业务条线引进了大量的中高层人才，合计 34 人。根据市场的变化和发展，公司在去年组建了创新业务孵化、城市运营拓展等团队，今年新设智慧科创中心团队，上述人才的引进及团队的组建对管理费用形成一定影响。由于新建城市公司在团队搭建、项目拓展及市场探寻上需要进行一定的初期投入，对应的销售费用、管理费用等会处于一个较高水平。

图 8：21H1 期间费用率 9.14%，同比减少 1.24pct

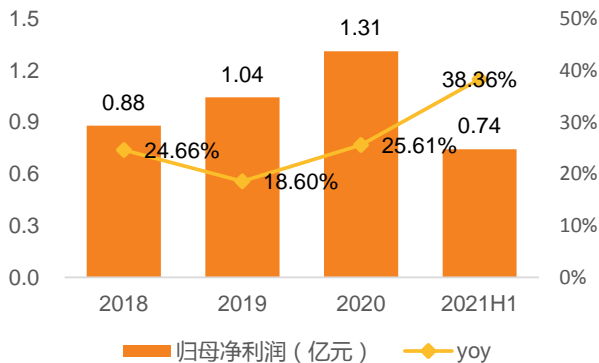


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 21H1 实现归母净利润 0.74 亿元，归母净利率 8.30% 相对稳定

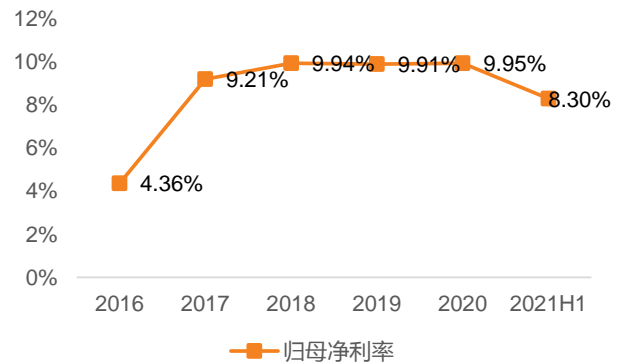
21H1 实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 38.36%，实现归母净利率 8.30%，同比减少 1.18pct。Q1 实现归母净利润 0.36 亿，同比增长 44.93%，归母净利率 8.42%，同比减少 0.58pct；Q2 实现归母净利润 0.39 亿，同比增长 32.77%，归母净利率 8.19%，同比减少 1.73pct。新项目的快速拓展对净利率水平产生一定影响。

图 9：21H1 实现归母净利润 0.74 亿元



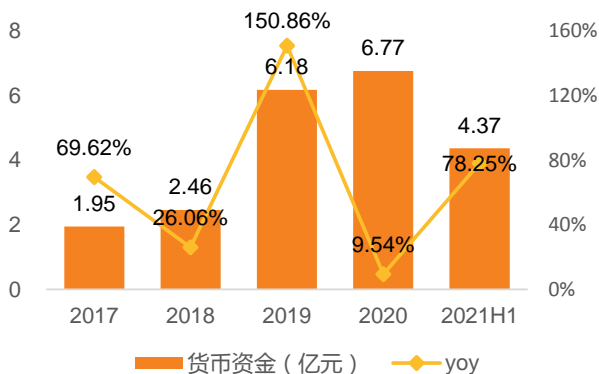
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：21H1 实现归母净利率 8.30%



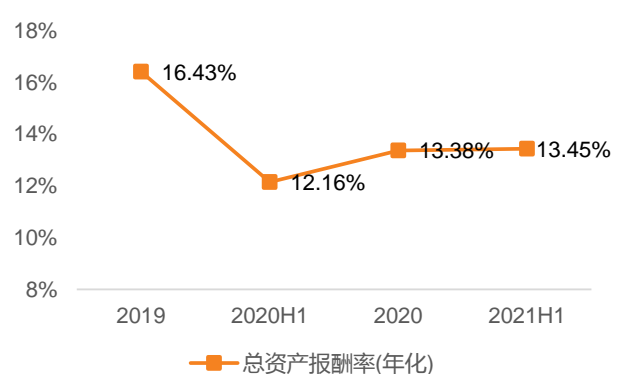
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：21H1 账面现金充裕



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：年化总资产报酬率相对稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 经营：21H1 新项目总金额约 8 亿元，渝外占比超 80%

产品端，公司积极拓展创新业务，深入挖掘增值服务。新设创新业务孵化中心，全力打造公司在基础物业服务以外的增值服务能力，为打造标准化增值服务产品并在各在管项目进行推广，获得了一定效益；同时公司注重对在管项目的服务范围及服务内容的延伸拓展，通过为客户提供更多更广的物业服务，实现在管项目的收入增长。物业增值服务作为公司重要的盈利增长点，有利于优化收入结构、突破规模限制。

市场拓展方面，公司新拓展项目中标总金额约 8 亿元，饱和年化合同收入金额约 4 亿元，创历年新高；上半年新签合同额 1000 万（含）以上项目 9 个，项目整体品质提升明显，品牌形象持续提升。同时，受益于公司持续的标准化建设及品质管控，有效提升了项目品质对市场的带动作用，助力新项目拓展及老项目续约。

分地区看，重庆以外区域市场的拓展量占比超过 80%。随着公司业务全国化深入推进以及各层级人才的引进，重点中心城市的建设和打造已初具成效。在公司良好的市场拓展能力带动下，城市公司的自主业务拓展能力增强，为后期城市公司的收入稳定增长提供了动力。

分业态看：

● 办公物业新产品开发：军队类项目市场拓展快速增长

办公业态注重对重庆办公市场深耕的同时全国拓展表现良好，2020 年下半年开始，公司办公业态新开发产品：军队类项目市场拓展方面快速增长，实现翘尾收入及新拓展项目收入，同时受益于并购公司项目以办公类物业为主带来的收入增长。办公物业新中标国银金融中心、中国再保险大厦、中国地震局、深圳市公安局罗湖分局等重要标志性项目及多地干休所项目。

● 公共物业体育场馆新标杆：保障冬奥会备战

公司在市政环卫类项目取得突破，中标重庆市涪陵新城区市政环卫项目；在医养物业、交通类项目取得良好的拓展成果，中标包神铁路和贵阳、洛阳、合肥等地轨道交通的部分线路，以及襄阳市中医医院等医院项目；场馆物业方面，新中标的国家体育总局冬季运动管理中心承担保障 2022 年北京冬奥会的备战参赛任务，将成为新大正发展历程中具有标志性意义的体育场馆业态新标杆。

● 航空物业持续领先行业：新中标 4 个国际机场并开发多项业务

公司新中标深圳宝安国际机场、南通兴东国际机场、长沙黄花国际机场、温州龙湾国际机场等 4 个机场，并开发了安保服务、行李打包等多项业务。公司深耕航空业务领地，目前已进入 19 个国际机场，公司将继续塑造新大正航空品牌，打造企业航空文化。

● 学校物业深挖服务深度：军事类学校表现突出

军事学校类项目在该细分业态中表现突出；期间公司深挖传统增值服务深度，积极开发高营收创新增值产品，潮宝平台覆盖率提升，并推出了诸如暑期寝室清洁、暑期培训保障、迎新物资销售等多种创新业务。报告期内，公司荣获由中国教育后勤协会物业管理专业委员会评选的“2020 年全国学校物业服务企业 50 强”第 4 名，承担重庆教育后勤协会物业管理专业委员会首届秘书长单位。

● 商住物业引领社区治理：探索“物业+生活服务”模式

公司以党建引领商住社区物业建设，积极探索“物业+生活服务”的发展模式，同时积极探索老旧城区改造与社区治理，挖掘老旧小区改造带来的项目机会。商住物业新中标莆田市荔城区鞋服城等物业服务项目。

4. 投资建议

21H1 公司继续践行扩规模增体量，优化业务结构；中台能力建设，提升品质和效能；加强人才队伍建设；推进数字化平台建设，支持管理与业务发展。在非住宅物管可观市场红利及增值服务探索的蓝海市场下，公司凭借优质服务品质、市场化管理机制及标准化拓展能力下，持续提升自身规模及盈利水平。我们预计 21-22 年净利润分别为 1.8/2.6 亿，PE 分别为 41x/29x，给予“买入”评级，建议积极关注。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	617.59	676.51	805.82	829.21	1,018.26	营业收入	1,054.60	1,318.35	1,924.79	2,819.82	4,060.54
应收票据及应收账款	139.20	202.96	188.60	276.42	393.21	营业成本	831.66	1,035.94	1,503.65	2,193.82	3,163.16
预付账款	3.02	5.85	1.63	11.83	8.92	营业税金及附加	6.52	8.51	13.47	28.20	48.73
存货	0.62	2.36	0.36	3.96	1.86	营业费用	17.25	23.13	23.10	38.07	62.94
其他	65.70	86.21	98.90	192.91	232.94	管理费用	80.18	119.78	163.61	239.68	357.33
流动资产合计	826.13	973.89	1,095.31	1,314.34	1,655.18	研发费用	0.00	0.00	19.25	28.20	40.61
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	0.98	(5.26)	(6.76)	(7.45)	(8.42)
固定资产	123.14	129.05	148.08	186.11	222.54	资产减值损失	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
在建工程	7.39	6.27	39.76	71.86	73.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.39	5.17	2.24	0.00	0.00	投资净收益	0.92	5.97	7.82	8.00	5.00
其他	36.29	118.17	105.93	113.74	112.52	其他	(6.59)	(25.09)	(15.64)	(16.00)	(10.00)
非流动资产合计	169.22	258.67	296.02	371.70	408.17	营业利润	123.68	155.37	215.29	306.30	400.20
资产总计	995.35	1,232.56	1,391.33	1,686.04	2,063.35	营业外收入	0.27	0.14	0.31	0.31	2.50
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.67	0.58	1.00	4.50	0.50
应付票据及应付账款	36.94	82.51	20.00	155.58	122.27	利润总额	122.28	154.93	214.60	302.11	402.20
其他	194.99	286.75	338.68	338.35	535.42	所得税	17.18	22.95	34.34	45.32	60.33
流动负债合计	231.93	369.26	358.68	493.92	657.68	净利润	105.10	131.98	180.27	256.80	341.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.64	0.77	1.03	1.51	1.99
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	104.46	131.21	179.23	255.28	339.88
其他	8.48	10.05	6.18	8.24	8.15	每股收益(元)	0.64	0.81	1.10	1.57	2.09
非流动负债合计	8.48	10.05	6.18	8.24	8.15						
负债合计	240.41	379.31	364.86	502.16	665.84	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1.42	2.94	3.92	5.41	7.35	成长能力					
股本	71.64	107.46	162.78	162.78	162.78	营业收入	19.05%	25.01%	46.00%	46.50%	44.00%
资本公积	497.46	461.64	461.64	461.64	461.64	营业利润	19.44%	25.62%	38.57%	42.27%	30.66%
留存收益	681.88	732.85	859.77	1,015.70	1,227.38	归属于母公司净利润	18.60%	25.61%	36.60%	42.43%	33.14%
其他	(497.46)	(451.65)	(461.64)	(461.64)	(461.64)	获利能力					
股东权益合计	754.94	853.24	1,026.47	1,183.88	1,397.51	毛利率	21.14%	21.42%	21.88%	22.20%	22.10%
负债和股东权益总计	995.35	1,232.56	1,391.33	1,686.04	2,063.35	净利率	9.91%	9.95%	9.31%	9.05%	8.37%
						ROE	13.86%	15.43%	17.53%	21.66%	24.45%
						ROIC	409.22%	126.54%	183.52%	165.29%	119.57%
						偿债能力					
						资产负债率	24.15%	30.77%	26.22%	29.78%	32.27%
						净负债率	-81.81%	-79.29%	-78.30%	-69.98%	-72.80%
						流动比率	3.56	2.64	3.05	2.66	2.52
						速动比率	3.56	2.63	3.05	2.65	2.51
						营运能力					
						应收账款周转率	10.08	7.71	9.83	12.13	12.13
						存货周转率	2,050.74	887.35	1,415.95	1,304.23	1,394.80
						总资产周转率	1.41	1.18	1.47	1.83	2.17
						每股指标(元)					
						每股收益	0.64	0.81	1.10	1.57	2.09
						每股经营现金流	0.31	1.06	1.10	1.16	2.17
						每股净资产	4.63	5.22	6.28	7.24	8.54
						估值比率					
						市盈率	70.75	56.32	41.23	28.95	21.74
						市净率	9.81	8.69	7.23	6.27	5.32
						EV/EBITDA	33.50	30.91	29.78	20.87	15.60
						EV/EBIT	35.77	33.37	31.27	21.72	16.09

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	105.10	131.98	179.23	255.28	339.88
折旧摊销	8.10	10.93	10.41	12.12	12.32
财务费用	1.85	0.00	(6.76)	(7.45)	(8.42)
投资损失	(0.92)	(5.97)	(7.82)	(8.00)	(5.00)
营运资金变动	(74.93)	125.06	3.59	(64.76)	12.87
其它	12.04	(88.67)	1.03	1.51	1.99
经营活动现金流	51.23	173.33	179.70	188.70	353.64
资本支出	26.17	53.80	63.87	77.94	50.08
长期投资	(0.37)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(51.60)	(130.02)	(116.05)	(149.94)	(95.08)
投资活动现金流	(25.81)	(76.22)	(52.18)	(72.00)	(45.00)
债权融资	0.00	0.00	2.07	0.69	0.92
股权融资	433.69	15.24	52.08	7.45	8.42
其他	(89.77)	(58.91)	(52.37)	(101.45)	(128.93)
筹资活动现金流	343.92	(43.67)	1.79	(93.31)	(119.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	369.35	53.44	129.31	23.39	189.05

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 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