

# 双塔食品 (002481)

证券研究报告

2020年03月04日

## 再融资彰显扩张雄心，未来利润有望多点开花

**公告：**2020年3月3日，公司发布非公开发行股票预案，本次非公开发行股票募集资金总额不超过21.5亿元，扣除发行费用后，拟全部投入以下项目：1) 万吨白蛋白提取综合加工项目5.1亿元；2) 万吨豌豆功能低聚糖提取加工项目4.45亿元；3) 豌豆精深加工综合利用项目6.65亿元；4) 补充流动资金5.3亿元。

### 拟募投豌豆精深加工综合利用项目，高端蛋白产能扩建保证需求

2月18日，公司十万吨豌豆精深加工项目已试车成功，投产后，公司豌豆蛋白年产能达7万吨左右，其中4万吨高端蛋白，3万吨低端蛋白。现公司拟募集资金投入豌豆精深加工综合利用项目，高端蛋白产能将进一步扩张，达产后年加工豌豆原料可达10万吨，年产高端蛋白7000吨、低端蛋白1.36万吨、豌豆纤维粉1.3万吨，预计2021年高端蛋白产能将达4.7万吨，低端蛋白产能4.36万吨。

2月24日，公司子公司与Beyond Meat签署了豌豆蛋白销售合同，提升了公司的国际影响力和品牌力。伴随人造肉行业的快速扩张和豌豆蛋白的供不应求，公司不断扩张的产能保证与需求同步增长，将进一步提升公司豌豆蛋白的全球市占率，保证公司龙头地位。

### 拟募投万吨白蛋白及功能低聚糖加工项目，探索高附加值产品脚步不停

公司大力投资科技研发，拥有全球领先的“1+10”循环经济模式，带动企业实现由单一的粉丝生产加工，到全产业化链条的转变。公司现阶段已经开发出纯度达88%以上的豌豆蛋白、膳食纤维等高附加值产品，高端蛋白和膳食纤维毛利率已高达60%和59%，伴随经销向直销转换，盈利能力仍有提升空间。

此次公司拟募投万吨白蛋白及功能低聚糖加工项目，体现了公司产品创新得到突破，成功挖掘新高附加值产品，公司产品品类得到进一步延伸。公司提取得到的白蛋白纯度较高，在88%-93%之间，实现了对豌豆清水中小分子白蛋白的针对性提取，项目建成后，年产量为1.05万吨，不含税单价约4.7万元/吨，可实现销售收入近5亿元。万吨豌豆功能低聚糖提取加工项目建成后，年可生产1.05万吨豌豆功能低聚糖，不含税单价约5.9万元/吨，拟实现销售收入6.20亿元，预计2021年将对公司收入利润有显著贡献。

**盈利预测：**基于募投项目建设期为一年，2021年募投项目投产后将显著提升公司收入利润水平，我们上调2021年营收及利润水平，预计公司2019-2021年实现营收21.22/24.96/34.43亿元，同比增长-10.82%/17.65%/37.92%，净利润实现2.00/3.61/6.51亿元，同比增长117.38%/80.62%/80.37%，EPS分别为0.16/0.29/0.52元，维持公司买入评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；产品的销售结构和市场变化带来的风险；汇率变动的风险；募集资金投资项目风险；审批风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,067.93	2,379.32	2,121.77	2,496.29	3,442.88
增长率(%)	12.08	15.06	(10.82)	17.65	37.92
EBITDA(百万元)	114.04	232.35	342.84	583.18	986.71
净利润(百万元)	36.90	91.89	199.74	360.76	650.68
增长率(%)	(35.18)	149.02	117.38	80.62	80.37
EPS(元/股)	0.03	0.07	0.16	0.29	0.52
市盈率(P/E)	459.96	184.71	84.97	47.05	26.08
市净率(P/B)	6.53	6.56	5.97	5.09	4.34
市销率(P/S)	8.21	7.13	8.00	6.80	4.93
EV/EBITDA	53.91	182.71	47.89	27.72	16.40

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	13.65元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,243.39
流通A股股本(百万股)	1,107.13
A股总市值(百万元)	16,972.27
流通A股市值(百万元)	15,112.29
每股净资产(元)	2.20
资产负债率(%)	40.47
一年内最高/最低(元)	14.76/3.41

### 作者

刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《双塔食品-公司点评:豌豆蛋白量价齐升，产能扩建确保利润高增持续》2020-03-01
- 《双塔食品-公司研究简报:十万吨豌豆加工项目试车成功，质量规模实现再跃迁》2020-02-23
- 《双塔食品-首次覆盖报告:豌豆蛋白衍生强附加值，人造肉蓝海中的革命和引领》2020-02-10



## 1. “1+10” 循环经济模式，高附加值产品品类延伸

作为行业的领军企业，公司始终坚持循环经济一体化的发展理念。公司在行业内首创推行“1+10”生产模式，构建以“1”(粉丝原料豆子)为基础、“10”(提取淀粉、粉丝加工、分离蛋白、提取膳食纤维、废水沼化发电、沼气提纯天然气、废渣提取酒精、粉渣培养食用菌、菌渣生产有机肥、沼液灌溉有机蔬菜)为支撑的多样化产品体系，带动企业实现由单一的粉丝生产加工，到全产业化链条的转变。此次公司拟募投万吨白蛋白及功能低聚糖加工项目，体现了公司产品创新得到突破，成功挖掘新高附加值产品—白蛋白与功能低聚糖，公司产品品类得到进一步延伸。

### 1.1. 豌豆白蛋白营养价值高，前景广阔

**白蛋白氨基酸种类齐全，产品性能好。**公司万吨白蛋白提取综合加工项目对豌豆豆清废水进行了小分子白蛋白的针对性提取，提取的白蛋白氨基酸种类齐全，含有 10 种必需氨基酸，与纯白蛋白的氨基酸含量相近，与 WHO/FAO 标准模式相比，除了由于白蛋白本身结构限制所导致的极少数氨基酸含量低于标准模式之外，其余氨基酸含量均超过标准模式的含量。因此，公司提取得到的白蛋白产品性能好，营养价值高，质量较好，可应用为保健食品的原料。豆清中小分子蛋白具有提高免疫力、抗氧化等作用，可用作膳食营养补充剂，而膳食营养补充剂是营养保健产业中的一个最重要的产品类别。

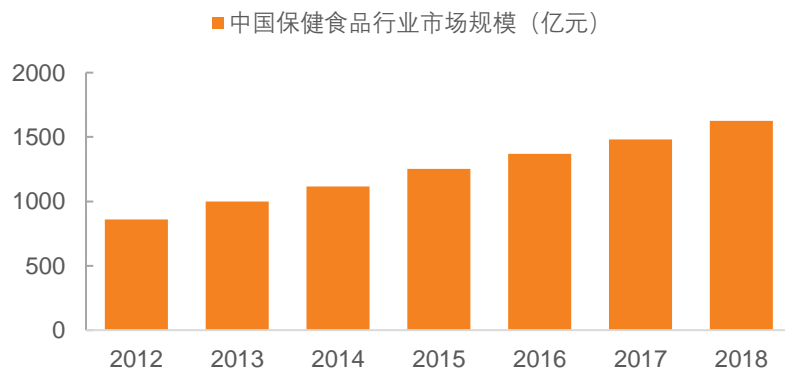
表 1: 氨基酸含量检测数据一览表

	氨基酸	白蛋白	纯白蛋白氨基酸含量	WHO/FAO 标准模式
必需氨基酸	胱氨酸	4.97	5.7	3.5
	蛋氨酸			
	苏氨酸	5.48	6	4
	缬氨酸	3.98	4.15	5
	异亮氨酸	2.56	2.93	4
	亮氨酸	3	3.44	7
	酪氨酸	6.63	7.61	6
	苯基丙氨酸			
	赖氨酸	8.85	10.16	5.5
	色氨酸	0.89	1.03	1

资料来源：公司公告、天风证券研究所

**保健品行业发展空间大，白蛋白前景广阔。**据前瞻产业研究院发布的《中国功能食品行业品牌竞争与消费需求投资预测分析报告》统计数据显示，2012 年中国保健食品行业市场规模已达 859.9 亿元，截止至 2018 年，我国保健食品工业市场规模超 1600 亿元，达到 1626.6 亿元，CAGR+11.2%。在市场需求、技术进步和管理更新的推动下，中国保健品产业发展空间较大。公司提取的白蛋白产品性能好，营养价值高，可作为保健食品的原料供给保健食品厂商，市场资源广阔，目标市场明确，前景广阔。

图 1: 中国保健食品行业市场规模 (亿元)



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

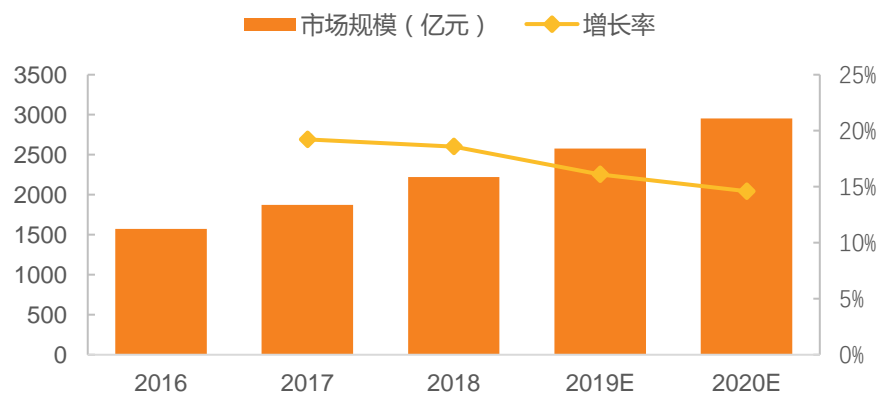
项目建成后，公司可实现年产 1.05 万吨豌豆白蛋白。项目提取的豌豆白蛋白纯度较高，在 88%-93%之间，且分子量较小，易于被人体吸收利用。项目投资期为 1 年，项目投产后第一年达产负荷 50%；投产第二年开始，实现正常年达产负荷 100%。白蛋白价值较高，不含税单价约为 4.7 万元/吨，投产后预计实现销售收入 4.9 亿元，实现利润总额 3.1 亿元。

## 1.2. 功能低聚糖发展迅速，价值较高

随着食品工业的迅速发展和人们消费水平的提高，食品消费观念在不断发生变化。人们消费趋势转向具有合理营养和保健功能的功能性食品。食盐加碘、营养强化面粉、酱油加铁、食用油加维生素等营养强化项目，都是将功能性食品配料融入日常生活，完成膳食平衡与补充工作。世界各国有机食品、绿色食品、功能食品、健康食品、保健食品，已称为食品工业新的增长点，相应的，功能性低聚糖也将得到长足的发展。近三年内，作为国内市场的的主要双歧因子的功能性低聚糖以 20%-30%的速率逐年增长，市场前景广阔。万吨豌豆功能低聚糖提取加工项目通过公司自主研发，从蛋白废水中提取低聚半乳糖，主要将用于婴幼儿配方奶粉中的益生元及其他保健品等。

**下游产业的发展是其市场发展的强大动力。**中国是全球第二大婴童消费市场，其中婴幼儿奶粉行业发展迅猛。从 2016 年以来，中国婴幼儿奶粉市场规模一直在不断扩大，2018 年达到 2221 亿元的市场规模。预计未来婴幼儿奶粉市场规模将继续扩大，前景广阔。将功能性低聚糖添加至乳品中，能够赋予产品调节肠道菌群结构及平衡、选择性增殖双歧杆菌，进而预防便秘、腹泻，提交机体免疫力，缓解乳糖不耐等特性，从而增长产品的卖点。

图 2：中国婴幼儿奶粉市场规模及增长率



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

项目建成后，可实现年产 1.05 万吨豌豆功能低聚糖。项目投资期为 1 年，项目投产后第一年达产负荷 40%，投产第二年达产负荷为 70%，第三年及以后为 100%。功能低聚糖价值较高，不含税单价约为 5.9 万元/吨，投产后预计实现销售收入 6.2 亿元，实现利润总额 4.0 亿元。

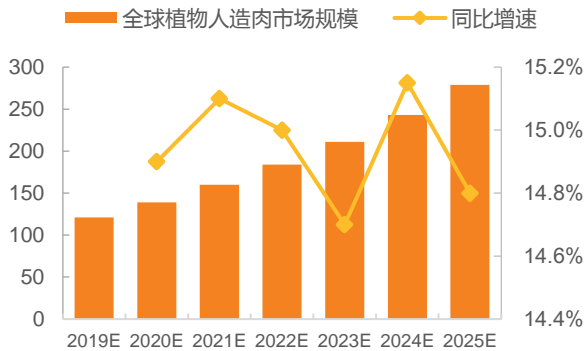
## 2. 募投豌豆精深加工综合利用项目，产品规模进一步扩大

豌豆精深加工综合利用项目建成后，可达到年加工豌豆原料 10 万吨，年产纯豆粉丝 4 万吨、80%纯度蛋白 7000 吨、55%纯度蛋白 1.36 万吨、淀粉 8000 吨、豌豆纤维粉 1.3 万吨的生产规模。

**人造肉行业高速发展，全球豌豆蛋白供不应求。**2019 年全球人造肉的市场规模约 121 亿美元，2025 年预计将达到 279 亿美元，CAGR+15%，呈高速发展态势。豌豆蛋白作为 Beyond Meat 等人造肉生产商的主要原材料，全球呈现供不应求的局面。数据显示，目前

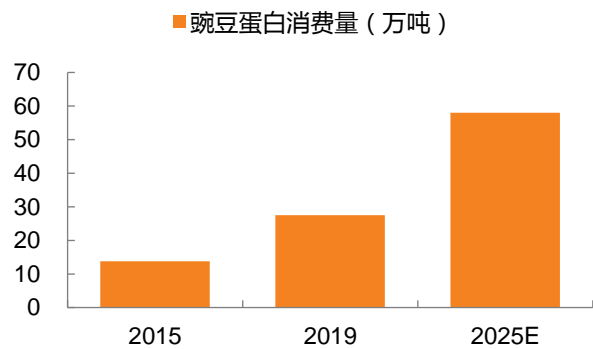
全球豌豆蛋白消费量与 2015 年相比翻了一番，达 20 万吨左右；到 2020 年，其消费规模还将增长 30%；至 2025 年，全球豌豆蛋白消费量将增至 58 万吨。Beyond Meat、泰森、雀巢等制造商都将豌豆蛋白作为生产人造肉的主要原料。随着人造肉行业一路攀升，豌豆蛋白供应出现了紧张局面。现阶段，豌豆蛋白价格平均在 3000 美元/吨，纯度 80% 的高纯度豌豆蛋白价格约 3600 美元/吨，价值较高。

图 3：全球人造肉市场规模（亿美元）



资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

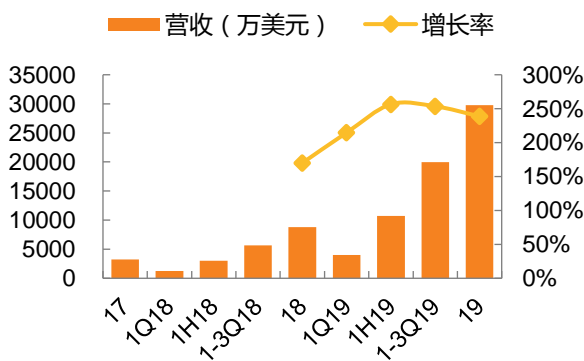
图 4：全球豌豆蛋白消费量(万吨)



资料来源：Henk Hoogenkamp、天风证券研究所

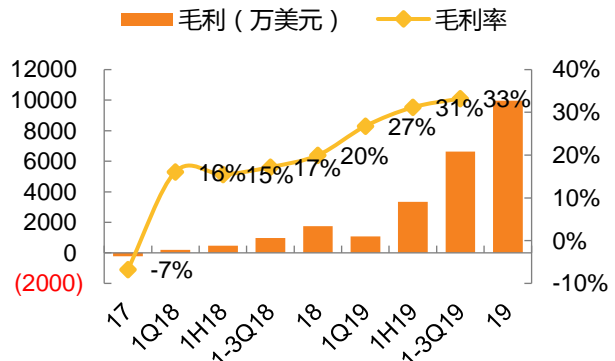
**质量技术受人造肉龙头认可，国际品牌力提升。**2月24日，公司子公司与 Beyond Meat 签署了 85%豌豆蛋白销售合同，首批豌豆蛋白采购量约 285 吨。之前公司通过经销商向下游间接供货，实际价差较大。现公司直接与下游签订销售合同，我们预计吨价将直接上涨，提高公司盈利能力。2019 年，beyond meat 在第三季度首次实现了季度盈利，全年总营收 2.98 亿美元，同比增长 239%，预计未来豌豆蛋白采购需求将不断增加，公司利润高增有望持续。Beyond Meat 为美国人造肉龙头，2019 年 5 月成功在纳斯达克上市，是人造肉第一股，市场关注度极高。Beyond Meat 与公司的合作肯定了公司在国际豌豆蛋白行业的地位，认可了公司豌豆蛋白的质量及全球领先的技术，提升了公司的国际影响力和品牌力。公司将进一步打开国际市场，引领国际高端蛋白的发展，国际订单有望增加。

图 5：营业收入及增速



资料来源：Beyond Meat 公司公告、天风证券研究所

图 6：毛利与毛利率



资料来源：Beyond Meat 公司公告、天风证券研究所

**豌豆蛋白产能扩张,保证与需求同步增长。**2月18日，公司十万吨豌豆精深加工项目已试车成功，投产后，公司豌豆蛋白年产能达 7 万吨左右，其中 4 万吨高端蛋白，3 万吨低端蛋白。公司现拟投资豌豆精深加工综合利用项目，蛋白产能将进一步扩张，预计 2021 年高端蛋白产能将达 4.7 万吨，低端蛋白产能 4.36 万吨，公司盈利能力有望进一步提升。目前，公司豌豆蛋白产能全球占比约 30-40%，在人造肉行业高速发展态势下，公司不断扩大产能以应对市场需求，进一步提升市场份额，实现产品质量、规模同步提升。

### 3. 风险提示

**原材料价格波动风险：**农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，价格变化波动较难预测。如果未来主要原材料价格大幅波动，将会在一定程度上影响到公司的盈利水平。

**产品的销售结构和市场分布变化带来的风险：**公司的主要产品为粉丝、豌豆蛋白，同时还生产淀粉、膳食纤维、食用菌等副产品。公司销售同时涉及国内和海外市场。由于不同类别的产品销售价格差异明显、同类产品在不同市场的销售价格也存在差异，因此销售产品的品种与市场分布变化对公司主营业务收入、毛利率产生直接影响，从而导致各会计期间主营业务收入与毛利率的波动风险。

**汇率变动的风险：**公司拥有自营进出口权，出口的产品主要销往日本、东南亚、欧美等国家和地区，而进口原料主要来自加拿大，交易结算货币以美元为主。因此，如果汇率水平发生较大波动，将会对公司的成本和收入产生一定影响。

**募集资金投资项目风险：**由于市场情况在不断变化，如果出现募集资金不能及时到位、项目延期实施、市场开拓效果不理想、产业政策或市场环境发生变化、竞争加剧等情况，有可能导致项目最终实现的效益与预计值之间存在一定的差距，使募集资金投资项目的预期效果不能完全实现。

**审批风险：**本次非公开发行股票尚需获得公司股东大会批准及中国证监会的核准，能否取得相关批准或核准，以及最终取得批准或核准的时间均存在一定的不确定性。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	511.18	369.14	329.19	473.25	534.15
应收票据及应收账款	198.20	183.07	111.62	235.09	243.09
预付账款	76.86	40.49	54.52	46.07	77.33
存货	666.10	289.99	494.63	310.13	652.41
其他	638.46	49.15	73.57	65.70	87.35
<b>流动资产合计</b>	<b>2,090.80</b>	<b>931.84</b>	<b>1,063.54</b>	<b>1,130.24</b>	<b>1,594.32</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	999.80	1,455.31	1,815.12	2,171.85	2,505.72
在建工程	162.12	18.43	47.06	76.24	75.74
无形资产	46.65	61.00	58.84	56.67	54.50
其他	1,031.24	976.11	1,168.05	1,057.56	1,066.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,239.82</b>	<b>2,510.86</b>	<b>3,089.07</b>	<b>3,362.32</b>	<b>3,702.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,330.61</b>	<b>3,796.30</b>	<b>4,302.60</b>	<b>4,660.42</b>	<b>5,520.63</b>
短期借款	1,234.77	817.27	1,081.25	900.00	1,042.89
应付票据及应付账款	188.91	176.92	108.11	193.68	186.67
其他	299.29	199.59	263.39	222.35	370.98
<b>流动负债合计</b>	<b>1,722.97</b>	<b>1,193.78</b>	<b>1,452.75</b>	<b>1,316.04</b>	<b>1,600.54</b>
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	21.18	27.96	22.66	23.94	24.85
<b>非流动负债合计</b>	<b>21.18</b>	<b>27.96</b>	<b>22.66</b>	<b>23.94</b>	<b>24.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,744.15</b>	<b>1,221.74</b>	<b>1,475.41</b>	<b>1,339.97</b>	<b>1,625.40</b>
少数股东权益	(12.80)	(12.90)	(13.50)	(14.24)	(15.88)
股本	1,263.39	1,243.39	1,243.39	1,243.39	1,243.39
资本公积	617.18	546.12	633.81	828.81	828.81
留存收益	1,335.88	1,344.07	1,597.30	2,091.30	2,667.72
其他	(617.18)	(546.12)	(633.81)	(828.81)	(828.81)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,586.46</b>	<b>2,574.56</b>	<b>2,827.19</b>	<b>3,320.45</b>	<b>3,895.23</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,330.61</b>	<b>3,796.30</b>	<b>4,302.60</b>	<b>4,660.42</b>	<b>5,520.63</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	35.80	91.78	199.74	360.76	650.68
折旧摊销	68.31	80.28	73.73	96.27	118.79
财务费用	32.66	43.99	59.24	65.00	85.00
投资损失	(30.40)	(9.19)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	55.74	844.15	(398.35)	250.45	(272.65)
其它	(117.91)	(636.95)	(0.60)	(0.74)	(1.64)
<b>经营活动现金流</b>	<b>44.21</b>	<b>414.06</b>	<b>(116.25)</b>	<b>721.74</b>	<b>530.18</b>
资本支出	132.06	398.33	465.30	478.73	449.08
长期投资	(76.31)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(71.70)	(557.29)	(671.69)	(926.60)	(905.04)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(15.95)</b>	<b>(158.95)</b>	<b>(206.39)</b>	<b>(447.87)</b>	<b>(455.96)</b>
债权融资	1,234.77	818.76	1,107.18	909.14	1,055.08
股权融资	(23.58)	(185.64)	28.45	130.00	(85.00)
其他	(1,434.72)	(937.08)	(852.95)	(1,168.94)	(983.40)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(223.53)</b>	<b>(303.97)</b>	<b>282.69</b>	<b>(129.81)</b>	<b>(13.32)</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>(195.27)</b>	<b>(48.86)</b>	<b>(39.96)</b>	<b>144.06</b>	<b>60.90</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>2,067.93</b>	<b>2,379.32</b>	<b>2,121.77</b>	<b>2,496.29</b>	<b>3,442.88</b>
营业成本	1,847.89	2,028.34	1,710.18	1,810.72	2,221.24
营业税金及附加	14.32	19.02	16.97	19.97	30.99
营业费用	113.32	136.59	106.09	137.30	223.79
管理费用	36.22	43.91	31.83	39.94	72.30
研发费用	66.31	0.00	27.58	32.45	51.64
财务费用	23.89	94.58	59.24	65.00	85.00
资产减值损失	40.54	7.24	10.00	19.00	25.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.40	9.19	50.00	50.00	50.00
其他	(147.14)	(67.54)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
<b>营业利润</b>	<b>42.17</b>	<b>107.98</b>	<b>209.88</b>	<b>421.91</b>	<b>782.92</b>
营业外收入	1.34	3.06	21.26	8.55	10.95
营业外支出	0.38	1.72	3.50	1.87	2.36
<b>利润总额</b>	<b>43.13</b>	<b>109.32</b>	<b>227.63</b>	<b>428.59</b>	<b>791.51</b>
所得税	7.33	17.54	28.49	68.57	142.47
<b>净利润</b>	<b>35.80</b>	<b>91.78</b>	<b>199.14</b>	<b>360.02</b>	<b>649.04</b>
少数股东损益	(1.09)	(0.10)	(0.60)	(0.74)	(1.64)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>36.90</b>	<b>91.89</b>	<b>199.74</b>	<b>360.76</b>	<b>650.68</b>
每股收益(元)	0.03	0.07	0.16	0.29	0.52

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.08%	15.06%	-10.82%	17.65%	37.92%
营业利润	-9.53%	156.04%	94.37%	101.03%	85.57%
归属于母公司净利润	-35.18%	149.02%	117.38%	80.62%	80.37%
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.64%	14.75%	19.40%	27.46%	35.48%
净利率	1.78%	3.86%	9.41%	14.45%	18.90%
ROE	1.42%	3.55%	7.03%	10.82%	16.64%
ROIC	2.15%	7.46%	13.89%	17.88%	28.12%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.27%	32.18%	34.29%	28.75%	29.44%
净负债率	27.98%	17.46%	27.52%	13.13%	13.37%
流动比率	1.21	1.08	0.84	0.99	1.14
速动比率	0.83	0.83	0.49	0.75	0.73
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.76	12.48	14.40	14.40	14.40
存货周转率	4.36	4.98	5.41	6.20	7.15
总资产周转率	0.47	0.59	0.52	0.56	0.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.03	0.07	0.16	0.29	0.52
每股经营现金流	0.04	0.33	-0.09	0.58	0.43
每股净资产	2.09	2.08	2.28	2.68	3.15
<b>估值比率</b>					
市盈率	459.96	184.71	84.97	47.05	26.08
市净率	6.53	6.56	5.97	5.09	4.34
EV/EBITDA	53.91	182.71	47.89	27.72	16.40
EV/EBIT	133.56	276.72	61.01	33.21	18.65

### 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