

# 顺丰控股 (002352)

证券研究报告

2020年08月27日

## 二季度大超预期，短中长期全面看好

**事件：顺丰披露 2020 年半年报，上半年公司实现收入 711.29 亿，同比增长 42.05%，实现归属上市公司股东净利润 37.62 亿，同比增长 21.35%，扣非净利润 34.45 亿，同比增长 47.82%。单独看二季度，公司归母净利润 28.54 亿，同比增 55.38%，扣非净利润 26.13 亿，同比增 74.85%。公司业绩超出市场预期。**

**品牌效应凸显，中高端快递全面开花。**2020 上半年是顺丰品牌价值凸显、长期护城河转化为业绩的重要半年。一季度疫情影响，顺丰复工进度快于其他同业，且公司的全方位供应链体系也更符合疫情相关防疫物资需求、居民生活物资等的需求；进入二季度，快递行业的景气度恢复速度较快。防疫物资相关需求下降，但顺丰仍旧延续了一季度业务量增长的超高势头，上半年业务量同比增长 81.27%，达到 36.56 亿件，市占率达到 10.8%，反超申通；整体收入方面，达到 711.29 亿元，同比增长 42.05%。

**二季度财务表现可圈可点：单位成本继续下降，盈利能力持续攀升。**公司上半年的利润表现上佳，我们从几个指标反映：

- 1) 单位成本：**公司 2020Q1、Q2 的单票成本分别为 16.38 元/票与 15.34 元/票，连续刷新上市以来单季度最低快递成本。成本的显著下降背后，体现了下沉战略有效所带来的规模红利，以及在此背后公司针对不同产品所作出的管理改善；
- 2) 毛利率：**公司 Q1、Q2 毛利率水平分别为 16.00%与 21.01%，其中今年二季度与去年同期水平几乎相当，均为历史上的较高水平。
- 3) 单票净利润与净利率：**公司一二季度的单票净利润分别为 0.53、1.47 元/票，而从净利率角度，Q1、Q2 的净利率水平分别为 2.7%与 7.6%。

**战略成果初显，护城河进一步夯实。**我们认为公司发展至今，其战略布局的成果已经出现端倪，而这些变化均能进一步夯实公司护城河：

- 1) 快递业务：**公司当前正在逐步形成完整的快递价格带，上至 20 元及以上的高端件，同时也有个数单价的特惠件，能够为客户提供全方位的服务。在通达系价格竞争日趋激烈、电商市场呈现去中心化特点的背景下，顺丰在经济市场的扩张，有利于其对增量市场的获取，也有利于其对高端产品的保护；
- 2) 供应链业务：**随着宏观经济增速换轨，各行各业均呈现出龙头集聚的特点，大企业对于物流服务的要求日趋复杂化，公司在快运、冷链、国际、仓配等方面的能力拓展，有利于其加强合同物流的能力，完整的工具箱能够为头部客户提供更好服务。公司龙头综合物流商的雏形已具。

**投资建议：**2020 年公司的市占率水平有望继续扩张，规模效应有望继续发挥。我们全方位看好公司段中长期的成长和壁垒，考虑上半年业绩超预期，将 2020-2022 年盈利预测由 66.1、78.3、88.9 亿上调至 79.4、107.7、136.7 亿，维持买入评级，持续推荐。

**风险提示：**市占率扩张低于预期；时效件需求低于预期行业竞争格局恶化；宏观经济大幅波动

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	90,942.69	112,193.40	153,696.41	194,352.60	228,947.17
增长率(%)	27.92	23.37	36.99	26.45	17.80
EBITDA(百万元)	9,881.49	12,977.87	13,698.67	16,832.16	21,052.08
净利润(百万元)	4,556.05	5,796.51	7,939.20	10,769.27	13,664.97
增长率(%)	(4.50)	27.23	36.97	35.65	26.89
EPS(元/股)	1.00	1.27	1.74	2.36	3.00
市盈率(P/E)	80.22	63.05	46.03	33.94	26.75
市净率(P/B)	10.00	8.62	7.72	6.53	5.46
市销率(P/S)	4.02	3.26	2.38	1.88	1.60
EV/EBITDA	13.75	12.08	25.53	19.74	15.34

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	交通运输/物流
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	80.21 元
目标价格	元

### 基本数据

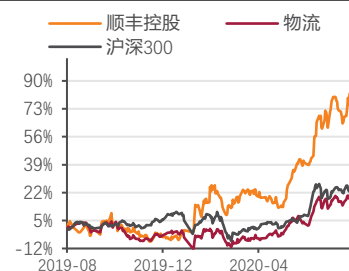
A 股总股本(百万股)	4,556.44
流通 A 股股本(百万股)	4,489.99
A 股总市值(百万元)	365,472.09
流通 A 股市值(百万元)	360,142.48
每股净资产(元)	10.40
资产负债率(%)	53.81
一年内最高/最低(元)	80.21/36.01

### 作者

**黄盈** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080007  
huangying1@tfzq.com

**姜明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110002  
jiangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《顺丰控股-季报点评:史上最佳的成本控制，特殊时期显露龙头本色》 2020-04-24
- 2 《顺丰控股-年报点评报告:19 业绩增速 27%，放眼需求端持续拓展》 2020-03-25
- 3 《顺丰控股-公司点评:顺丰控股的二次拐点》 2020-03-20

## 1. 事件

顺丰披露 2020 年半年报，上半年公司实现收入 711.29 亿，同比增长 42.05%，实现归属上市公司股东净利润 37.62 亿，同比增长 21.35%，扣非净利润 34.45 亿，同比增长 47.82%。单独看二季度，公司归母净利润 28.54 亿，同比增 55.38%，扣非净利润 26.13 亿，同比增 74.85%。公司业绩超出市场预期。2020Q2，公司净利率达到 7.4%。

## 2. 点评

### ■ 品牌效应凸显，高中端快递全面开花

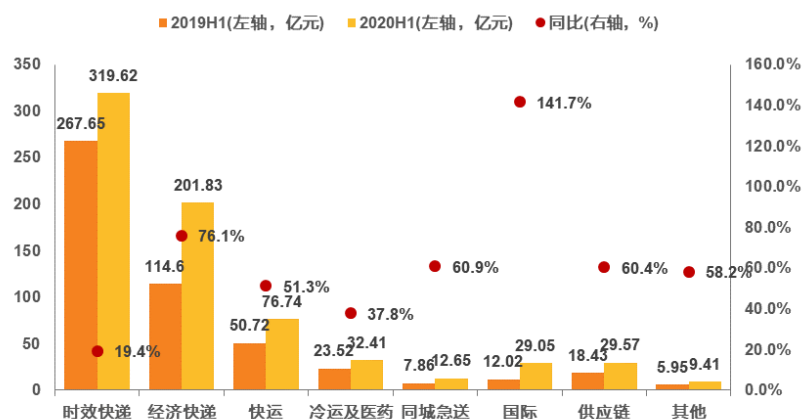
2020 上半年是顺丰品牌价值凸显、长期护城河转化为业绩的重要半年。一季度疫情影响，顺丰复工进度快于其他同业，且公司的全方位供应链体系也更符合疫情相关防疫物资需求、居民生活物资等的需求；进入二季度，快递行业的景气度恢复速度较快。防疫物资相关需求下降，但顺丰仍旧延续了一季度业务量增长的超高势头，上半年业务量同比增长 81.27%，达到 36.56 亿件，市占率达到 10.8%，反超申通；整体收入方面，达到 711.29 亿元，同比增长 42.05%。

究其原因，主要在于公司在高中端快递市场中均做到了全面开花。

- 1) **高端市场：公司上半年时效件增长达到 19.42%。**线下消费恢复较慢，这导致了高端品牌在销售渠道上的重塑，大量品牌商将资源向线上倾斜，渠道重塑叠加消费分级带来了顺丰时效件中高端电商件的快速增长。2020 上半年公司时效件的结构已经发生了深刻变化，随着时效件中电商需求占比的提升，其周期性大大减弱，而消费和成长属性获得加强。**我们认为品牌渠道的重塑以及消费习惯的变更将会存在惯性，因此时效件的成长将会继续持续。**
- 2) **中端市场：公司在今年延续了下沉战略，特惠经济型产品延续了高增长，上半年经济件业务量同比增长 240.86%，业务收入同比增长 76.12%，占到整体收入增量的 40%。**

除此之外，我们看到今年上半年公司各项新业务亦处在高度景气中，快运业务稳步快速增长 51.3%；国际快递方面由于国际客运航空班次大幅度减少，供需差带来价格上涨，公司也相应获益，上半年收入增长 141.7%；冷运、供应链等都处于快速成长通道。

图 1：2020H1 顺丰各版块收入（亿元）及其增长（%）



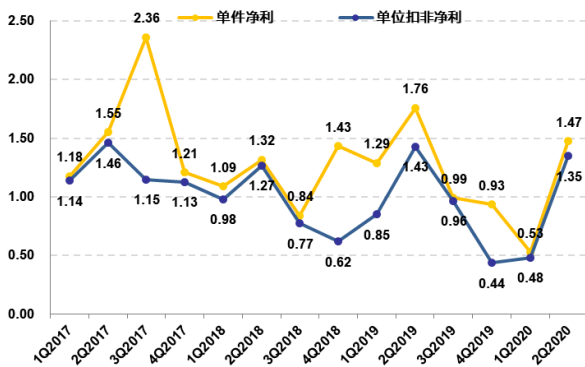
资料来源：公司财报，天风证券研究所

■ 二季度财务表现可圈可点：单位成本继续下降，盈利能力持续攀升

公司上半年的利润表现上佳，我们从几个指标反映：

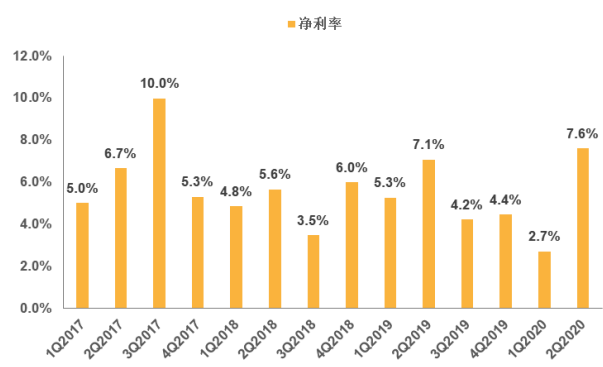
- 1) **单位成本**：公司 2020Q1、Q2 的单票成本分别为 16.38 元/票与 15.34 元/票，连续刷新上市以来单季度最低快递成本。成本的显著下降背后，体现了下沉战略有效所带来的规模红利，以及在此背后公司针对不同产品所作出的管理改善；
- 2) **毛利率**：公司 Q1、Q2 毛利率水平分别为 16.00%与 21.01%，其中今年二季度与去年同期水平几乎相当，均为历史上的较高水平。
- 3) **单票净利润与净利率**：公司一二季度的单票净利润分别为 0.53、1.47 元/票，二季度环比一季度盈利能力大幅提升。而从净利率角度，Q1、Q2 的净利率水平分别为 2.7%与 7.6%。

图 2：1Q2017-2Q2020 顺丰单位净利润与单位扣非净利润（元/票）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：1Q2017-2Q2020 顺丰单位净利率（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

■ 需求扩张为基石，在此之上精细管理进一步带来成本优化

我们认为收入端的快速增长是公司上半年释放规模效应、优化财务表现的根本原因。从公司总成本结构(含费用)来看，2020H1，外包成本、职工薪酬、运输成本占比分别为 55%、19%与 9%，合计达到 83%，我们认为外包成本中主要为人力与运输外包，**这种成本结构在业务量快速成长之下，规模红利极强。**

表 1：顺丰 2020H1 成本结构 VS 2019H1 成本结构

	2020H1 金额 (亿元)	2020 年 H1 占比 (%)	2019H1 金额 (亿元)	2019 年 H1 占比 (%)
外包成本	360.01	55%	225.16	49%
职工薪酬	122.86	19%	101.88	22%
运输成本	61.27	9%	45.92	10%
其中：飞机保养成本	1.54	0%	1.23	0%
办公及租赁费	38.14	6%	33.71	7%
折旧费及摊销费用	26.00	4%	21.14	5%
物资及材料费用	21.83	3%	18.22	4%
IT 及信息平台费	5.30	1%	3.76	1%
理赔成本	5.12	1%	2.87	1%
销售商品成本	4.27	1%	2.44	1%
专业服务费	1.33	0%	1.54	0%
关税成本	1.91	0%	1.46	0%
交通差旅费	0.98	0%	1.21	0%
市场营销费	0.94	0%	1.06	0%
品牌使用费	0.55	0%	0.36	0%
税费	0.07	0%	0.15	0%
其他	4.56	1%	3.01	1%
<b>合计</b>	<b>655.15</b>	<b>100%</b>	<b>463.91</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

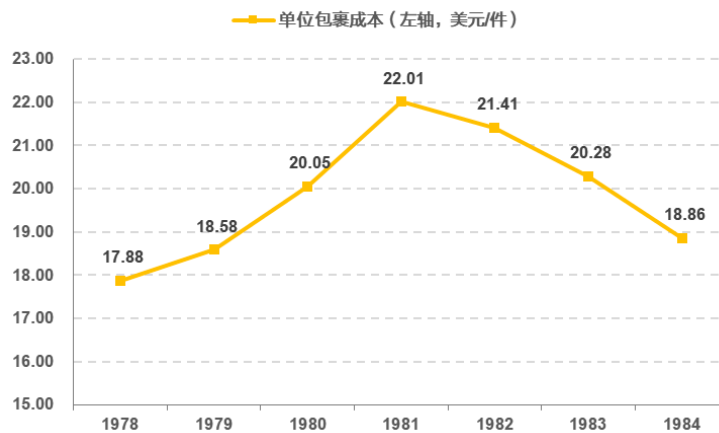
除此之外，公司在精细化运营、成本节约方面也取得了长足进步，我们认为背后体现的是公司在管理条线上的思路变化：1) 减少小而多的零散和临时场地，建设综合性大型场地，优化规模效应；2) 提升自动化率：截止上半年末，投入自动化设备的场地效能较 2019 年末提升近 30%；3) 航空运输上，直集直散、梳理线路、填仓发运等方式提升货机装载率；4) 临时加车管控、优化车型、增加甩挂车等方式提升车辆干线装载率。上半年公司资本开支 39.74 亿，较去年同期小幅增加，增幅 6.8 亿。

### ■ 鄂州机场：有望成为公司中期成长的拐点

我们认为公司湖北国际物流核心枢纽项目的投用将会是公司中期成长的重要拐点。从鄂州机场本身的定位角度，该项目建设级别较高，当前已经纳入国家应急基础设施补短板项目规划的一揽子支持政策中，对湖北省，鄂州机场也进入湖北省应急救援航空体系的建设范围。公司计划项目主体工程在 2020 年基本建成，预计 2025/2030 年的货邮吞吐量分别达到 245/330 万吨，按照公司上半年的航空运量年化，考虑鄂州机场投用后对外开放，大概率将吸纳武汉天河、长沙黄花以及广州白云的部分货量，我们认为鄂州机场的产能利用率将会快速爬坡。

对于公司而言，我们认为鄂州机场的投用将会是其成长的重要拐点，我们在过去复盘海外快递的研究中，曾经得到过几个重要结论：上世纪 80 年代，孟菲斯机场投用叠加规模效应，联邦快递的单位成本快速下降，1981-1984 年单位成本下降 14.3%，借此机会，联邦快递新增经济型产品，以扩大市场，进一步反哺成本优化，提升核心竞争力。

图 4：1978-1984 联邦快递单位包裹成本（1981 年孟菲斯机场投用）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

借鉴来看，我们对鄂州机场及转运中心项目所能带来的成本红利表示乐观，机场投用之后，更大的机型、更高的飞机使用率和自动化率等都将优化网络，降低成本，而在此基础之上，我们看好顺丰对产品体系的重新梳理，从而激发出更多需求。

#### ■ 战略成果初显，护城河进一步夯实

我们认为公司发展至今，其战略布局的成果已经出现端倪，而这些变化均能进一步夯实公司护城河：

- 1) **快递业务**：时效件作为公司的现金牛业务，市场地位稳固，随着电商件占比的持续提升，周期性减弱，消费属性与成长性增强。此外，公司当前正在逐步形成完整的快递价格带，上至 20 元及以上的高端件，同时也有个位数单价的特惠件，能够为客户提供全方位的服务。在通达系价格竞争日趋激烈、电商市场呈现去中心化特点的背景下，顺丰在经济市场的扩张，有利于其对增量市场的获取，也有利于其对高端产品的保护；
- 2) **供应链业务**：随着宏观经济增速换轨，各行各业均呈现出龙头集聚的特点，大企业对于物流服务的要求日趋复杂化，公司在快运、冷链、国际、仓配等方面的能力拓展，有利于其加强合同物流的能力，完整的工具箱能够为头部客户提供更好服务。公司龙头综合物流商的雏形已具。

### 3. 投资建议

2020 年公司的市占率水平有望继续扩张，规模效应有望继续发挥。我们全方位看好公司段中长期的成长和壁垒，考虑上半年业绩超预期，将 2020-2022 年盈利预测由 66.1、78.3、88.9 亿上调至 79.4、107.7、136.7 亿，维持买入评级，持续推荐。

### 4. 风险提示

市占率扩张低于预期；时效件需求低于预期行业竞争格局恶化；宏观经济大幅波动

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	16,131.12	18,520.99	30,739.28	48,588.15	57,236.79
应收票据及应收账款	7,373.84	12,087.55	11,706.61	8,157.14	15,242.34
预付账款	2,516.85	2,654.24	4,519.60	4,524.66	6,089.92
存货	818.05	881.66	1,223.19	1,538.97	1,622.86
其他	4,958.56	8,647.23	7,966.22	8,257.34	9,661.62
<b>流动资产合计</b>	<b>31,798.42</b>	<b>42,791.68</b>	<b>56,154.90</b>	<b>71,066.26</b>	<b>89,853.53</b>
长期股权投资	2,203.43	2,221.51	2,221.51	2,221.51	2,221.51
固定资产	13,966.70	18,903.83	19,412.56	19,405.33	19,075.53
在建工程	6,507.91	3,116.49	1,905.89	1,191.54	744.92
无形资产	7,247.31	10,590.66	9,717.00	8,843.34	7,969.68
其他	9,767.60	14,805.87	9,887.03	10,027.98	10,571.68
<b>非流动资产合计</b>	<b>39,692.95</b>	<b>49,638.37</b>	<b>43,143.99</b>	<b>41,689.71</b>	<b>40,583.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>71,614.57</b>	<b>92,535.39</b>	<b>99,375.07</b>	<b>112,857.54</b>	<b>130,531.23</b>
短期借款	8,585.13	6,053.37	14,213.93	13,946.33	13,870.33
应付票据及应付账款	7,887.34	12,018.26	14,323.32	18,727.20	20,806.39
其他	9,896.88	12,910.43	15,949.74	15,013.65	19,606.02
<b>流动负债合计</b>	<b>26,369.36</b>	<b>30,982.06</b>	<b>44,487.00</b>	<b>47,687.18</b>	<b>54,282.74</b>
长期借款	998.29	6,539.56	700.00	700.00	700.00
应付债券	6,405.04	10,597.99	5,844.14	7,615.72	8,019.28
其他	927.95	1,922.17	1,119.47	1,323.19	1,454.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,331.27</b>	<b>19,059.71</b>	<b>7,663.61</b>	<b>9,638.92</b>	<b>10,174.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>34,700.63</b>	<b>50,041.78</b>	<b>52,150.60</b>	<b>57,326.09</b>	<b>64,456.97</b>
少数股东权益	352.93	73.90	(145.78)	(454.22)	(843.38)
股本	4,418.77	4,414.59	4,556.44	4,556.44	4,556.44
资本公积	16,069.62	16,124.02	16,124.02	16,124.02	16,124.02
留存收益	31,630.90	36,462.45	42,813.81	51,429.23	62,361.20
其他	(15,558.28)	(14,581.34)	(16,124.02)	(16,124.02)	(16,124.02)
<b>股东权益合计</b>	<b>36,913.94</b>	<b>42,493.61</b>	<b>47,224.47</b>	<b>55,531.45</b>	<b>66,074.26</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>71,614.57</b>	<b>92,535.39</b>	<b>99,375.07</b>	<b>112,857.54</b>	<b>130,531.23</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,464.27	5,624.79	7,939.20	10,769.27	13,664.97
折旧摊销	3,509.22	4,503.33	1,635.53	1,675.24	1,700.07
财务费用	611.76	892.34	922.18	1,166.12	1,373.68
投资损失	(1,166.49)	(1,075.80)	(1,400.00)	(1,200.00)	(1,200.00)
营运资金变动	(632.85)	(4,786.97)	6,760.25	7,145.94	(3,812.49)
其它	(1,361.03)	3,963.58	(231.24)	(313.67)	(398.01)
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,424.89</b>	<b>9,121.27</b>	<b>15,625.91</b>	<b>19,242.90</b>	<b>11,328.23</b>
资本支出	12,778.01	10,692.40	862.70	(123.73)	(81.75)
长期投资	1,598.75	18.08	0.00	0.00	0.00
其他	(23,705.34)	(24,759.19)	2,436.08	897.16	809.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9,328.58)</b>	<b>(14,048.71)</b>	<b>3,298.79</b>	<b>773.43</b>	<b>728.11</b>
债权融资	16,261.68	25,282.81	22,475.68	23,622.96	24,313.09
股权融资	113.43	398.56	(2,323.00)	(1,166.12)	(1,373.68)
其他	(13,402.18)	(18,309.61)	(26,859.09)	(24,624.31)	(26,347.10)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,972.92</b>	<b>7,371.76</b>	<b>(6,706.41)</b>	<b>(2,167.47)</b>	<b>(3,407.70)</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>(930.77)</b>	<b>2,444.32</b>	<b>12,218.29</b>	<b>17,848.87</b>	<b>8,648.64</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>90,942.69</b>	<b>112,193.40</b>	<b>153,696.41</b>	<b>194,352.60</b>	<b>228,947.17</b>
营业成本	74,642.18	92,649.62	126,014.45	159,390.61	187,885.44
营业税金及附加	222.30	279.62	461.09	583.06	686.84
营业费用	1,825.82	1,996.89	2,397.66	3,692.70	3,892.10
管理费用	8,414.15	9,699.27	12,603.11	14,770.80	16,026.30
研发费用	984.31	1,193.28	1,536.96	1,943.53	2,289.47
财务费用	286.75	682.99	922.18	1,166.12	1,373.68
资产减值损失	103.54	(178.62)	20.00	15.00	15.00
公允价值变动收益	(5.78)	350.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,166.49	1,075.80	1,400.00	1,200.00	1,200.00
其他	(2,515.18)	(2,964.19)	(2,800.00)	(2,400.00)	(2,400.00)
<b>营业利润</b>	<b>5,818.12</b>	<b>7,408.61</b>	<b>11,140.96</b>	<b>13,990.80</b>	<b>17,978.32</b>
营业外收入	148.05	213.00	100.00	50.00	50.00
营业外支出	98.62	195.30	70.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>5,867.55</b>	<b>7,426.31</b>	<b>11,170.96</b>	<b>13,940.80</b>	<b>17,928.32</b>
所得税	1,403.28	1,801.52	3,463.00	3,485.20	4,661.36
<b>净利润</b>	<b>4,464.27</b>	<b>5,624.79</b>	<b>7,707.96</b>	<b>10,455.60</b>	<b>13,266.96</b>
少数股东损益	(91.78)	(171.71)	(231.24)	(313.67)	(398.01)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,556.05</b>	<b>5,796.51</b>	<b>7,939.20</b>	<b>10,769.27</b>	<b>13,664.97</b>
每股收益(元)	1.00	1.27	1.74	2.36	3.00

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	27.92%	23.37%	36.99%	26.45%	17.80%
营业利润	-9.78%	27.34%	50.38%	25.58%	28.50%
归属于母公司净利润	-4.50%	27.23%	36.97%	35.65%	26.89%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.92%	17.42%	18.01%	17.99%	17.94%
净利率	5.01%	5.17%	5.17%	5.54%	5.97%
ROE	12.46%	13.66%	16.76%	19.24%	20.42%
ROIC	23.44%	22.10%	23.78%	35.99%	63.09%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	48.45%	54.08%	52.48%	50.80%	49.38%
净负债率	0.35%	15.91%	-17.50%	-44.96%	-49.83%
流动比率	1.21	1.38	1.26	1.49	1.66
速动比率	1.18	1.36	1.24	1.46	1.63
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	13.79	11.53	12.92	19.57	19.57
存货周转率	143.85	132.01	146.04	140.73	144.82
总资产周转率	1.41	1.37	1.60	1.83	1.88
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.00	1.27	1.74	2.36	3.00
每股经营现金流	1.19	2.00	3.43	4.22	2.49
每股净资产	8.02	9.31	10.40	12.29	14.69
<b>估值比率</b>					
市盈率	80.22	63.05	46.03	33.94	26.75
市净率	10.00	8.62	7.72	6.53	5.46
EV/EBITDA	13.75	12.08	25.53	19.74	15.34
EV/EBIT	19.71	17.09	28.99	21.92	16.68

### 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