

美瑞健康国际 (02327)

定位大健康，瞄准植物萃取物 CBD 新机会

公司概况：定位大健康，开展多元健康业务

美瑞健康国际是一家以大健康为主业的国际化产业集团。在收购云南汉素之前，公司业务板块主要涵盖健康医疗、健康旅游、健康地产、健康生活等板块。2018 年美瑞以 6000 万人民币投资汉麻集团旗下云南汉素生物科技有限公司，获得云南汉素 20% 股权，布局工业大麻业务。2018 年上半年，公司营业收入达到 1.31 亿港元，较 2017 年同期增长了 93.9%；净利润达 0.39 亿港元，同比增长 3.1%。

公司优势：与国内工业大麻龙头汉麻集团达成紧密合作关系

汉麻集团是我国唯一一家拥有工业大麻种植许可证及大麻花叶加工许可证且符合中国 GMP（良好生产规范）的持牌公司，在工业大麻的研究、育种、种植、提取、生产和销售方面进行全面布局。2019 年汉麻旗下汉盟的产能扩大工程动工，预计于 2019 年完成后，年处理工业大麻花叶能力最大可达 3000 吨，将成为全球已知规模最大的工业大麻提取和加工企业之一。

美瑞收购云南汉素股权之后，双方就扩大大麻素产能、联合生物制药、共同服务大健康产业发展签署了多项战略合作协议，并引进香港汉麻投资集团为公司战略股东；美瑞母公司宇业集团通过投入 2 亿人民币战略入股汉麻集团成为汉麻集团的主要股东（持股 7%）；此外，美瑞还与汉麻共同投资美国工业大麻提取工厂。公司与汉麻的合作有望为公司带来明显的业绩增量，并与公司其他大健康业务相辅相成，符合公司统一大健康的定位。

行业：全球更多国家宣布工业大麻合法，我国是工业大麻重要生产国

根据大麻中 THC（四氢大麻酚）含量的不同，大麻被分为不同种类。THC 含量低于 0.3% 的称之为工业大麻。工业大麻在造纸、纺织、建材、工业用油、功能保健食品、化妆品、医药等行业的用途逐步被挖掘，是近年来颇具竞争力的新型特色生物产业，英、美、韩等国逐步放开工业大麻的合理使用。2017 年全球工业大麻市场规模约 39 亿美元（约合 264 亿人民币），2025 年有望达到 106 亿美元（约合 717 亿人民币），年复合增速超过 13%。工业大麻中的 CBD 具有较强的医疗价值，2020 年，美国 CBD 的市场规模有望达到 21 亿美元，其中 4.5 亿美元（约合 30 亿人民币）来源于工业大麻 CBD 提取，较 2015 年增长 400%。

中国是工业大麻主要生产国之一，2016 年，中国工业大麻的种植面积约 12 万亩（同时期美国为 6 万亩）。中国是全球最大的工业大麻纤维和种子的生产国。根据世界知识产权组织的数据，在 2017 年全球 606 项关于大麻的专利申请中，有 309 项来自中国。2010 年云南省颁发了云南省政府令文件率先明确工业大麻合法。目前我国工业大麻种植加工许可证由公安机关审批，对注册资本、人员资质、安全储存设施等有详细规定，因此获得牌照的公司较为稀缺。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年的营业收入为 2.16、2.24、2.45 亿港元；净利润达到 0.93、1.03、1.26 亿港元。鉴于公司将工业大麻作为未来核心业务，且已通过收购云南汉素股权等方式深入介入产业，我们预计 2020 年公司能直接参与工业大麻相关业务，并产生 7065 万港元收入，因此公司合理市值为 35 亿港元，对应目标价为 1.1 港元，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：工业大麻与中间型大麻、娱乐大麻/毒品大麻应严格区分；坚决反对娱乐大麻合法化；工业大麻相关业务可能含有政策变动风险、研发操作风险、合作不确定性

证券研究报告

2019 年 02 月 20 日

投资评级

行业 消费品制造业/医疗保健

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 0.54 港元

目标价格 1.1 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 3,911.75
港股总市值(百万港元) 2,112.35
每股净资产(港元) 0.21
资产负债率(%) 37.33
一年内最高/最低(港元) 0.63/0.33

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

林逸丹 联系人
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 公司概况：定位大健康，布局工业大麻业务	4
1.1. 发展历程	4
1.2. 股权结构	4
1.3. 基本业务：定位大健康，开展多元健康业务	6
1.4. 基本财务分析：业务转型，止损转盈	7
2. 公司优势：与国内工业大麻龙头汉麻集团达成紧密合作关系	8
2.1. 国内工业大麻龙头汉麻集团	8
2.1.1. 汉麻集团行业地位：中国境内唯一合法的以医用大麻全产业链布局、以生物制药为方向的投资集团	8
2.1.2. 汉麻集团主要业务和产品：产业链布局完善，产品类型丰富	8
2.1.3. 汉麻集团内部研发和对外合作情况	9
2.2. 美瑞与汉麻集团深入合作，开拓工业大麻业务	10
2.2.1. 公司入股云南汉素，扩大汉盟 CBD 产能	10
2.2.2. 公司引进香港汉麻投资集团为战略股东	11
2.2.3. 公司母公司战略入股汉麻集团	11
2.2.4. 公司与汉麻集团共同投资美国工业大麻提取工厂	12
3. 工业大麻行业：产品用途广泛，行业增长迅速	12
3.1. 工业大麻与娱乐大麻区别显著，用途广泛	12
3.2. 全球行业概览：未来年增速有望超 13%，更多国家宣布工业大麻合法	14
3.3. 我国行业概览：重要的工业大麻生产国，种植加工管控严格	15
3.3.1. 中国是全球最大的工业大麻纤维和种子的生产国，专利数量占全球半数	15
3.3.2. 云南省率先明确工业大麻合法，种植加工许可证由公安机关审批，获得牌照难度较大	16
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1. 盈利预测	17
4.2. 公司比较与估值	18

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构图	5
图 3：公司控股&联营公司概况	5
图 4：公司旗下巴黎诊所全球多地分布	6
图 5：公司业务类型不断调整（营收占比）	7
图 6：2012-2018 上半年营收变动情况（万港元）	7
图 7：2012-2018 上半年净利润变动情况（万港元）	7
图 8：汉麻集团股权结构	8
图 9：汉麻集团产品图	9
图 10：汉麻集团产研分布	10

图 11: 汉麻集团与对外合作情况时间轴	10
图 12: 美瑞母公司宇业集团投入两亿人民币战略入股汉麻集团	11
图 13: 美瑞与汉麻集团共同投资美国工业大麻工厂	11
图 14: 公司与汉麻集团合作关系图	12
图 15: 工业大麻和娱乐大麻外形差异显著	13
图 16: 工业大麻现代用途广泛	13
图 17: 植物提取物 CBD 的医疗作用	14
图 18: 全球大麻合法化地图	14
图 19: 全球工业大麻市场规模 (亿美元)	15
图 20: 美国工业大麻市场规模 (亿美元)	15
图 21: 2017 年全球大麻相关专利数量中国占据一半以上 (单位: 个)	15
图 22: 2002-2011 年间大麻种植年均产量和占比	16
表 1: 我国工业大麻相关省份	16
表 2: 公司 2018-2020 年收入预测 (万港元)	17
表 3: 公司 2018-2020 年损益表预测 (万港元)	17
表 4: 贸易业务可比公司 PE 比较	18
表 5: 物业投资管理及咨询业务可比公司 PE 比较	18
表 6: 健康医疗业务可比公司 PE 比较	19
表 7: 美瑞健康国际与工业大麻美股上市公司业务和行业地位比较	19
表 8: 美瑞健康国际与美股工业大麻企业财务指标对比	20

1. 公司概况：定位大健康，布局工业大麻业务

美瑞健康国际（02327.HK）是一家以大健康为主业的国际化产业集团，业务板块涵盖健康医疗、健康旅游、健康地产等。

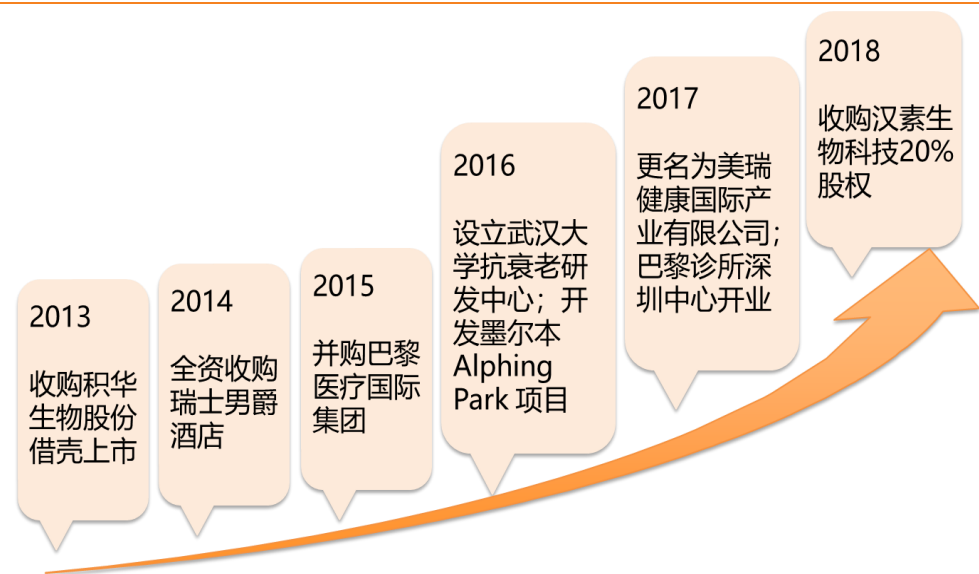
1.1. 发展历程

美瑞健康国际产业有限公司前身为宇业集团，由周旭洲先生 1992 年赴港创业后成立，主营中国大陆地产开发及投资项目。2013 年，宇业集团通过收购港股上市公司积华生物医药有限公司 72.19% 的股份借壳上市。

2014 年，公司全资收购瑞士男爵酒店，布局高端健康产业。2015 年，并购巴黎医疗国际集团在美、日、韩、法国、沙特的十余个连锁医疗机构，进军高端、精准、个性化医疗领域。2016 年，与武汉大学附属人民医院、法国蒙彼利埃大学医学院共同设立武汉大学抗衰老研发中心，并成功开发澳洲墨尔本 Alphing Park 项目，进一步推动集团国际化进程。

2017 年 3 月 21 日，公司更名为美瑞健康国际产业有限公司。2017 年 10 月巴黎诊所深圳中心开业，巴黎诊所正式落地中国。2018 年 2 月 10 日，公司与汉麻投资集团订立框架协议，向汉麻投资集团购买于中国成立的公司云南汉素生物科技有限公司 20% 的股权，正式开启工业大麻健康板块业务。

图 1：公司发展历程

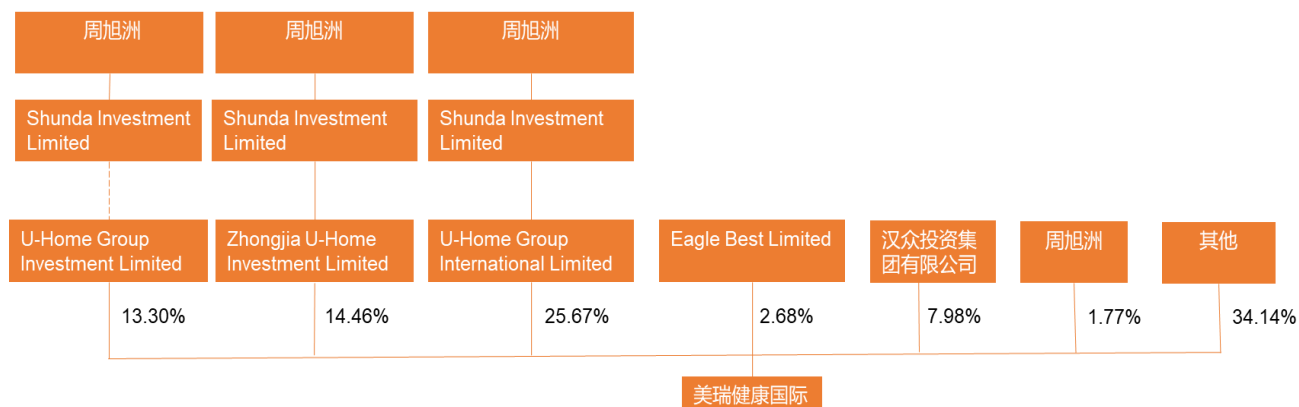


资料来源：宇业集团官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构

根据公司 2018 年半年报，U-Home Group International Limited 为公司第一大股东，持有公司 25.67% 的股权；周旭洲为公司的实际控制人，担任公司董事长。周旭洲之女周文川担任公司总裁。

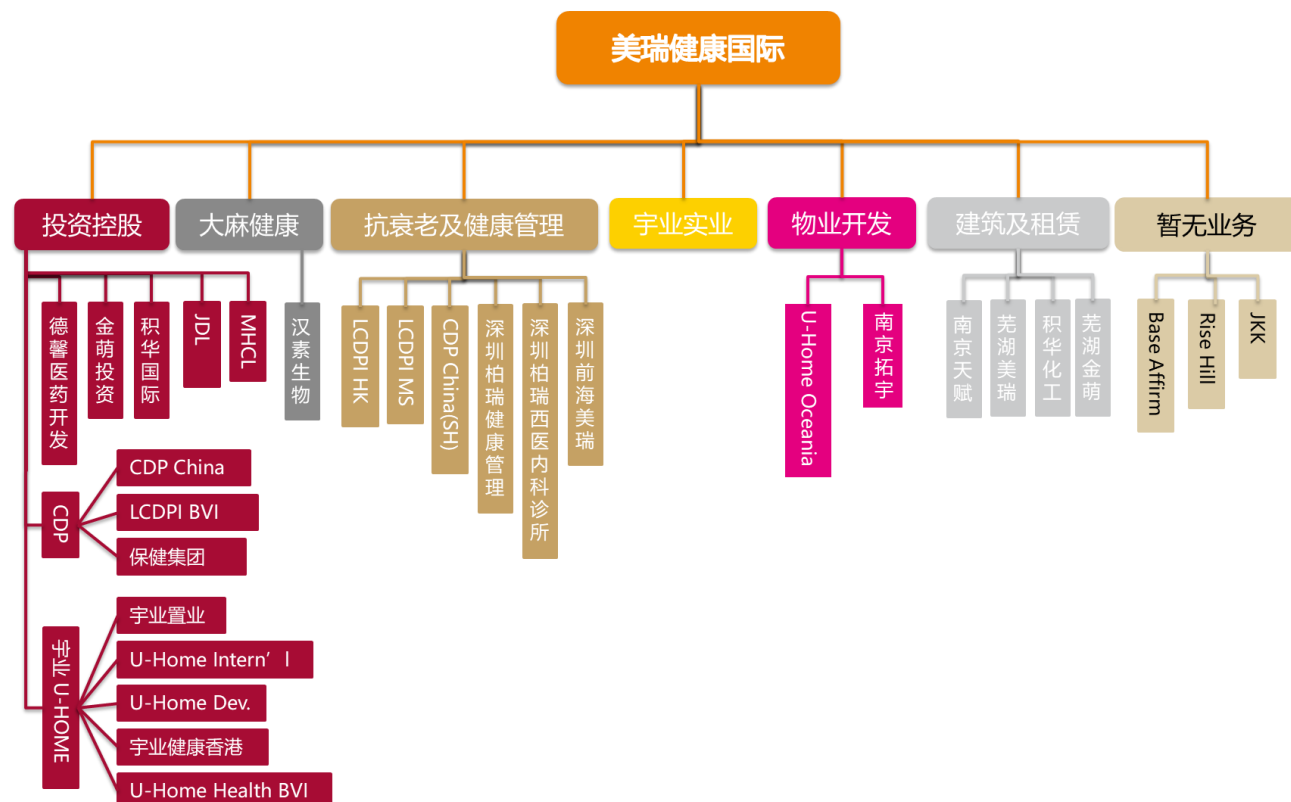
图 2：公司股权结构图



资料来源：公司 2018 半年报，天风证券研究所 注：U-Home Group Investment Limited 由宇华香港实业有限公司全资及实益拥有，宇华香港实业有限公司由安徽宇华房地产开发有限公司全资及实益拥有。安徽宇华房地产开发有限公司由宇城实业有限公司全资及实益拥有。宇城实业有限公司美瑞健康国际产业集团有限公司由 Kambert Enterprises Limited 全资及实益拥有。Kambert Enterprises Limited 由(U-Home Property (Group) Limited 全资及实益拥有。U-Home Property (Group)Limited 由周旭洲先生全资及实益拥有之 Shunda Investment Limited 全资及实益拥有。

公司拥有 29 家控股子公司，分别在香港、巴黎、首尔、东京、沙特、深圳、上海等地形成十几家医疗连锁机构，母公司宇业集团业务已辐射至安徽、江苏、湖南、湖北、广东、北京、浙江、云南、香港，以及澳洲、瑞士、法国等地三十多座城市，规模优势明显；公司致力于高净值人群提供满足消费升级的医疗健康服务。

图 3：公司控股&联营公司概况



资料来源：美瑞健康国际 2017 年报，天风证券研究所

1.3. 基本业务：定位大健康，开展多元健康业务

公司定位以大健康为主业，业务板块涵盖健康医疗、健康旅游、健康地产、健康生活等。

健康医疗板块：

目前公司旗下主要有高端抗衰老品牌“巴黎诊所”、“瑞士艾登医疗中心”、以及根植于中国市场，面向全球的美瑞国际医疗业务。其中：

- ① 巴黎诊所成立于 1978 年，主打高端医疗，为客户提供抗衰老和量身定制的健康管理解决方案。创始人医学背景出身，担任欧洲抗衰老医学院副主席，亚太抗衰老医学院主席。2015 年巴黎诊所估值达 1.5 亿港元，在全球建立了 12 个诊所，每个诊所年均收入超 250 万美元。公司于当年 10 月收购其 25% 股权。2016 年公司收购其 60% 股权。数十年内，巴黎诊所积累了较为丰富的经验，在全面健康检查、个性化健康管理、抗衰老等领域成为行业龙头。2017 年 12 月，巴黎诊所深圳中心开业，标志着巴黎诊所正式落地中国。目前巴黎诊所已在美国、法国、瑞士、日本、韩国、沙特阿拉伯、马来西亚、中国香港及中国大陆九个国家及地区拥有多家连锁诊所，并积极开拓中国市场。

图 4：公司旗下巴黎诊所在全球多地分布



资料来源：诊锁界，天风证券研究所

- ② 2019 年 2 月 3 日，公司与深圳茵冠签订收购协议，拟收购其 45% 的股权，成为该公司的单一最大股东，且将占有该公司董事会五个席位当中的多数席位。深圳茵冠是细胞领域国家级高新技术企业，其业务涵盖细胞产品的制备储存、技术研发、临床研究及转化应用。干细胞是一类具有自我复制能力的多潜能细胞，近年来，全球干细胞产业市场规模不断扩张，2009 年全球干细胞治疗类业务市场规模为 70 亿美元，2018 年增长至 320 亿美元。
- ③ 公司与汉麻集团深入合作，方式包括投资汉麻旗下子公司、引进汉麻作为战略股东、共同投资工厂等，积极布局工业大麻业务，成为公司重要的看点。

健康旅游板块：

公司主要深耕瑞士路线，以瑞士男爵酒店为中心，针对高净值目标客户群体，不断开发深度定制医疗旅游路线。健康旅游和健康医疗结合紧密，例如美瑞推出了“瑞士细胞再生之旅”，为客户提供全面体检、提取干细胞、身体注射、储存年轻干细胞的医疗服务，再通过酒店提供度假休闲、温泉洗浴、放松疗养等旅游服务。

健康地产板块：

公司在澳大利亚墨尔本近郊 Alphington 地区选择了较为优越的自然环境，配套一系列高端抗衰老服务设施及医疗服务，开发高端医养楼项目。

健康生活板块：

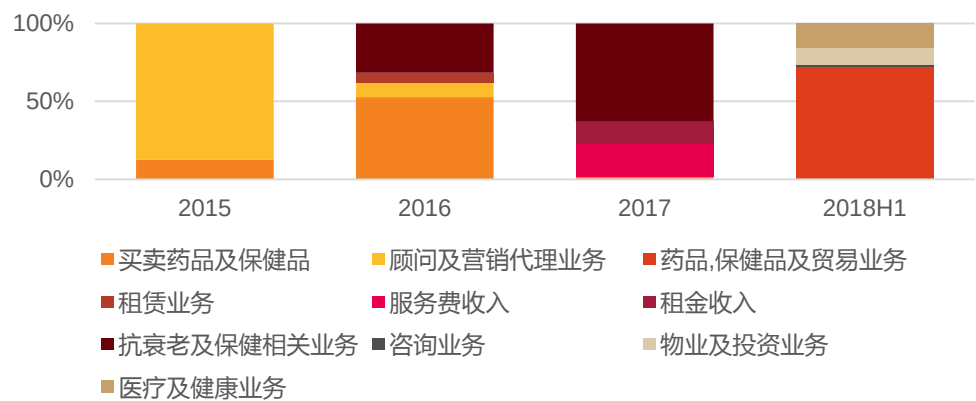
集团在中国境内江苏省、安徽省拥有酒店和多处商业楼盘。公司未来计划将整合集团整个大健康产业的业务客户，利用城市物业进行升级改造，为不同类型客户提供配套的健康生活服务。

除此之外，凭借公司优秀的管理能力和集团提供助力，**公司还拥有贸易业务、咨询服务、物业投资及管理服务**，其中贸易业务此前主要销售保健产品、化学材料等，2018 年产生新业务，促进业绩增长；咨询服务主要向客户收取咨询服务费用；物业投资及管理服务产生租金收入。2018 年上半年公司贸易业务提供 9456 万港元收入、咨询提供 169 万港元收入、物业投资及管理提供 1448 万港元收入。**此类业务为公司提供了较为扎实的业绩支持，有利于公司未来在大健康方面持续投入和拓展。**

1.4. 基本财务分析：业务转型，止损转盈

紧跟社会发展趋势，进入“大健康”领域。公司早期聚焦保健品销售及贸易行业，但销售毛利率变动较大。凭借保健品相关行业多年从业的敏感度，公司认为在国民收入和健康意识提高的背景下，未来“大健康”产业势不可挡。因此，2017 年收购巴黎医疗国际集团，借鉴国外健康医疗成熟的发展经验和技术，开拓国内市场，主动调整业务类型，**从保健品顾问及营销代理，转变为健康医疗业务。**随着医疗产业及研发的早期投入进入回收期，公司的营收有望继续增长，迎来新的发展机遇。

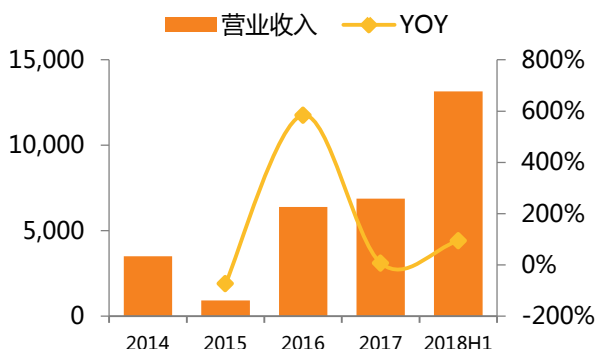
图 5：公司业务类型不断调整（营收占比）



资料来源：wind，天风证券研究所

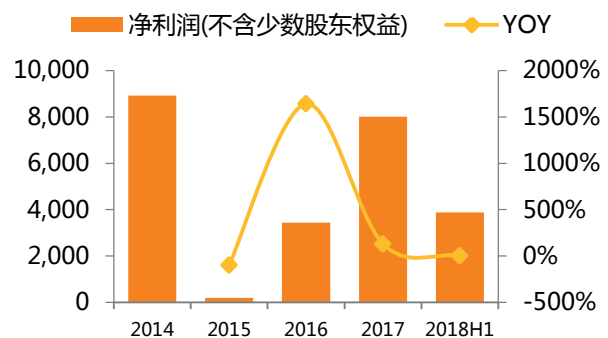
业务转型，带动财务表现改善。2013 年，公司借壳上市后主动将销售组合进行调整，重点投入到毛利率更高的保健产品，及时扼制了营业收入下滑过大的情况。2017 年公司更名为美瑞健康国际，持续向健康医疗相关业务的运营商积极转型，深入布局“大健康”产业。公司的财务表现也有所改善：2018 年上半年，公司营业收入达到 1.31 亿港元，较 2017 年同期增长了 93.9%；净利润达 3884 万港元，同比增长 3.1%。

图 6：2012-2018 上半年营收变动情况（万港元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2012-2018 上半年净利润变动情况（万港元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 公司优势：与国内工业大麻龙头汉麻集团达成紧密合作关系

2.1. 国内工业大麻龙头汉麻集团

2.1.1. 汉麻集团行业地位：中国境内唯一合法的以医用大麻全产业链布局、以生物制药为方向的投资集团

汉麻集团是国内工业大麻全产业链投资公司，在全球范围内种植、萃取、研发及生产销售工业大麻相关产品，其产品涵盖生物制药、生活用品、纺织纤维、复合材料、生物质能等多个领域，其旗下企业分别在种子资源、工业大麻的生物萃取与分离、工业大麻的产业化应用等方面拥有较明显的优势。公司是中国唯一一家拥有工业大麻种植许可证及大麻花叶加工许可证且符合中国 GMP（良好生产规范）的持牌公司。

图 8：汉麻集团股权结构



资料来源：汉麻集团公司官网，天风证券研究所

2.1.2. 汉麻集团主要业务和产品：产业链布局完善，产品类型丰富

汉麻集团在工业大麻产业链布局较完善。公司已成立的汉众集团、汉素生物、汉义生物等参与提取、医药产品研究等业务；旗下汉素生物建成的符合 GMP 标准的工业大麻生物萃取分离基地是全球首个并成为云南禁毒局的示范工程。海外发展方面，在美投资的汉素生物工厂领先的大麻素提取技术获得了国外的肯定并取得当地的育种、种植、提取许可证；公司的技术也受到加拿大政府的认可，并将受邀参与加拿大医疗大麻行业的投资。具体来看：

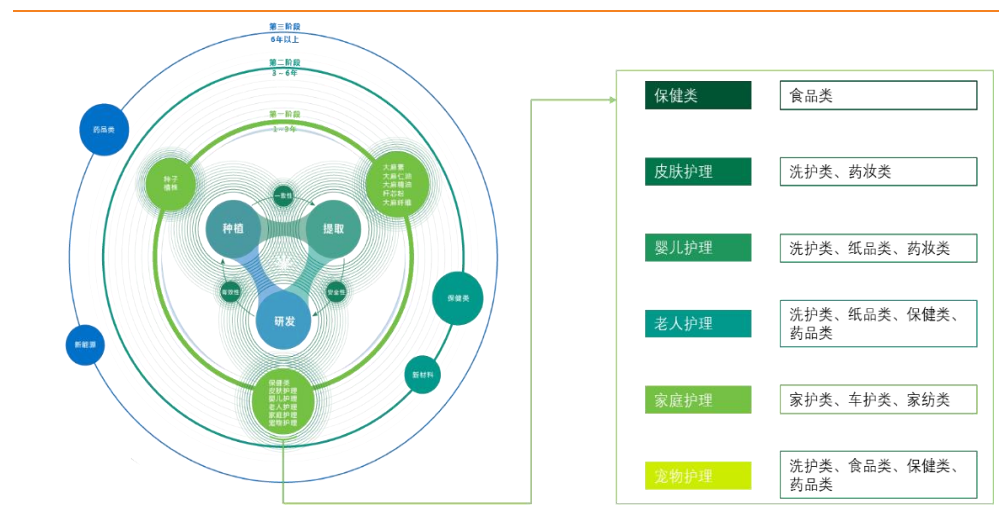
- **育种和种植方面。**公司投资设立了云南素麻生物科技有限公司，黑龙江汉正火麻科技有限公司，并取得了公安部门颁发的《工业大麻种植许可证》。公司携手中国农业科学院麻类研究所、黑龙江省科学院等科研单位在云南省和黑龙江省设立了医用大麻和纤维大麻育种示范基地，倡导建设“国家大麻种质基因库”，采集大麻类植物及其近缘野生植物种质资源，为培育符合中国行业管理政策和产业标准的大麻品种并推广其应用奠定基础。目前纤维用途大麻品种“火麻一号”已经取得了黑龙江省农作物品种

登记证书，耕种面积已经突破十万亩，医用大麻二酚高含量品种“汉麻一号”已经进入了繁种阶段。

- **医用大麻的原料提取方面。**公司旗下云南汉素生物科技有限公司在昆明投资建成了全球首个符合 GMP 标准的大型工业大麻生物萃取分离基地，通过各行政主管单位及省公安厅禁毒局的验收并获得了《工业大麻花叶加工许可证》。汉素生物采用醇溶流体结晶技术，可从工业大麻花叶中萃取分离出对医疗有益的非精神活性成分大麻二酚（CBD）。该基地目前是世界上最大的单体大麻二酚及其他大麻素提取工厂，可以萃取分离多种不含精神活性的有效成分，也是世界上唯一可以从工业大麻中工业化提取香叶基黄酮 A 的工厂。汉素生物注重拓展国内、国际市场，萃取分离基地的落成成为探索研究攻克癌症、帕金森、老年痴呆、抑郁症、癫痫等难治性疾病奠定了基础。目前，A 股上市公司银河生物、港股上市公司美瑞健康国际已分别入股汉素生物 5.55% 和 20% 的股份。
- **大麻素药物研究方面。**公司设立了汉义生物科技(北京)有限公司。汉义生物是一家主要从事基于大麻素的药物研究、药品开发和商业化运作的生物制药企业。
- **消费品方面。**汉义生物下设了化妆品研发销售平台、食品保健品研发销售平台，并与加拿大 BlueSky 公司签署了合资协议，将合资成立宠物用品公司以研发销售宠物保健品、零食、毛发护理等系列产品，力争快速转化非药类技术成果应用到食品保健品、化妆品等快消品领域。

公司以工业大麻为核心，种植、提取和研发并行，建立全品类大麻产品图。公司充分发掘工业大麻的利用价值，提高 CBD 大麻油的提取工艺，通过合作推动大麻的研发水平。目前，公司逐步参与到多样化大麻相关产品的制备业务，包括种子和植株、大麻油类提取、保健类、新材料、药品类和新能源。

图 9：汉麻集团产品图

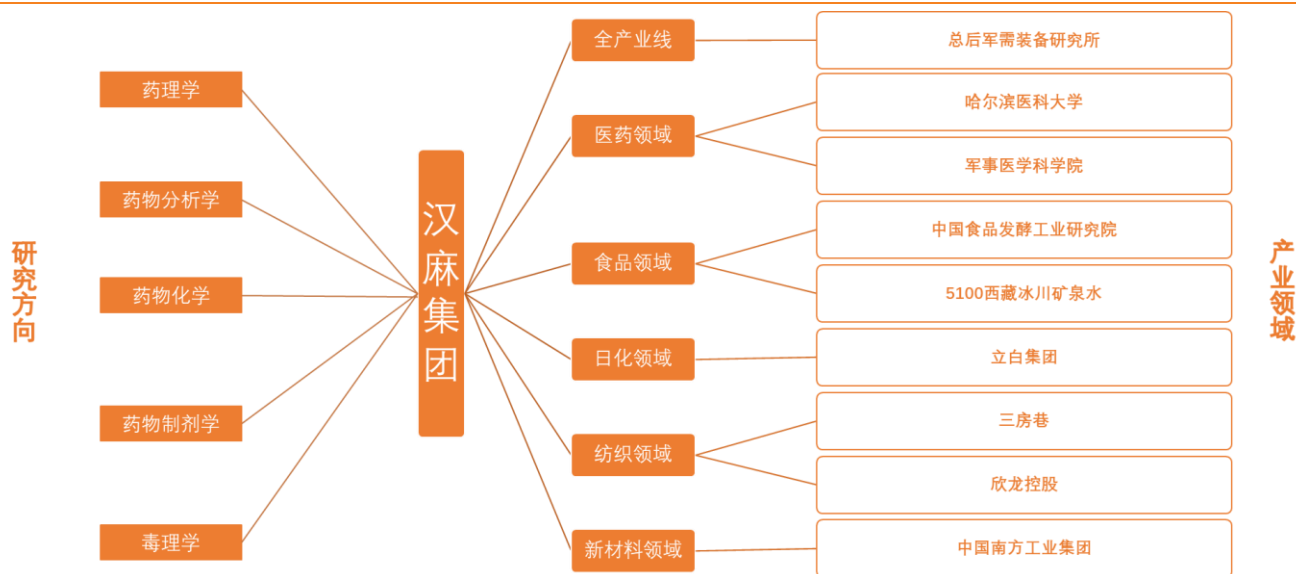


资料来源：汉麻集团官网，天风证券研究所

2.1.3. 汉麻集团内部研发和对外合作情况

研发能力强大，战略合作伙伴覆盖产业多领域。公司的专家来自专业医科院校、军事医学科学院等知名科研机构，研究专长覆盖药理学、药理毒理、免疫学、新药审评等多个领域，30 余人的专业队伍优势互补，是公司重要的研发力量。此外，公司积极同专业科研单位、行业翘楚建立，达成战略合作，多领域覆盖工业大麻产业，具体包括：医药、食品、日化、纺织等。

图 10：汉麻集团产研分布



资料来源：汉麻集团官网，天风证券研究所

多方合作，积极拓展工业大麻新用途。公司不仅在科研上积极合作，也在产业延伸上与多方达成战略合作。2017 年开始，公司与欣龙控股、嘉泰鞋业、湖南华升集团、昆药集团等建立战略合作，开拓大麻种植、新材料、大麻纤维纺织、大麻产品、大健康等领域；2017 年 11 月，公司于加拿大 BlueSky 公司合作，进军中国、美国、加拿大和澳大利亚的宠物用品和宠物保健市场。

图 11：汉麻集团与对外合作情况时间轴



资料来源：汉麻集团官网，天风证券研究所

2.2. 美瑞与汉麻集团深入合作，开拓工业大麻业务

汉麻集团凭借中国境内唯一合法的以医用大麻全产业链布局、以生物制药为方向的投资集团的身份，成为国内工业大麻的龙头。公司与汉麻集团达成了多方面的合作。

云南汉素生物作为最大单一股东的云南汉盟制药有限公司举办正式动工仪式。该汉素生物的产能扩大二期工程占地面积 54 亩，建设规模 5.8 万平米，预计于 2019 年年底建成投产。

2.2.1. 公司入股云南汉素，扩大汉盟 CBD 产能

云南汉素是汉麻集团子公司，拥有中国首个符合 GMP 标准的大麻加工许可证，是中国最

大的单体大麻二酚（CBD）及其他大麻酚类物质萃取基地，可以萃取分离十三种大麻中不含精神活性的有效成分及萜烯类化合物，并且是世界上唯一可以从工业大麻中工业化提取香叶基黄酮 A 的工厂，已申报专利 17 件，是云南省禁毒局的示范工程。2017 年，云南汉素的大麻素产品销量约为 0.9 吨，净利润约为人民币 2631 万元（未经审核）。

2018 年 2 月 10 日，公司与汉麻集团签署协议，以 6000 万投资汉麻集团旗下云南汉素生物科技有限公司，获得云南汉素 20% 股权，并就扩大大麻素产能、联合生物制药、共同服务大健康产业发展签署了多项战略合作协议，承诺投资汉盟扩大其 CBD 产能，并组建合资公司开发大麻癫痫、抑郁症、阿尔兹海默症等神经性疾病医药产品。

2018 年 3 月 16 日，公司公布与云南汉素的合作框架协议。对于计划合资设立的新公司，云南汉素拟透过注入自有技术来认购云南新公司的 35% 股权，技术包括经改良之提取技术以将大麻的非精神活性成份大麻素分隔，能够帮助新公司提高经营效率。云南新公司将为应用该等技术建立基础设施及生产线。双方达成业绩承诺：2018 年溢利达 5000 万人民币，2019 年溢利达 6000 万人民币。

2019 年 2 月，云南汉素生物作为最大单一股东的云南汉盟制药有限公司举办正式动工仪式。作为汉素生物的产能扩大二期工程，该项目占地面积 54 亩，建设规模 5.8 万平米，预计于 2019 年年底建成投产，建成后生产工厂将实现智能化地分离、纯化，并大批量生产包括 CBD 在内 13 种非精神活性大麻素物质，年处理工业大麻花叶能力为 2000 吨（可扩大至 3000 吨），将成为全球已知规模最大的工业大麻提取、加工企业之一。

2.2.2. 公司引进香港汉麻投资集团为战略股东

2018 年 2 月 20 日，公司引进香港汉麻投资集团为战略股东，向汉麻投资集团有限公司定向发行共 3.12 亿股认购股份，占总股本约 7.98%。公司与汉麻集团联手后，将参与医用大麻产业项目的投资建设，推动大麻素为原料药的肿瘤镇痛、抑郁症、癫痫、帕金森、老年痴呆等药物研发和临床应用，进一步加快大麻素全链条的产业化发展。

2.2.3. 公司母公司战略入股汉麻集团

2018 年 3 月 23 日，公司公布母公司宇业集团与汉麻集团正式签署战略协议，首轮将投入 2 亿人民币战略入股汉麻集团，宇业集团成为汉麻集团的主要股东和投资人，并委派香港上市公司美瑞健康国际集团总裁周文川任汉麻集团董事，助力汉麻集团及美瑞健康的发展。双方约定宇业集团对汉麻集团在大麻健康产业的全产业开发中享有优先投资权益与出资责任，双方将进一步加快大麻素在医疗生物制药方向的应用及发展，推动几款新药的研发。宇业集团将向美瑞健康国际集团注入汉麻在大麻健康领域相关的成熟应用及业务。

图 12：美瑞母公司宇业集团投入两亿人民币战略入股汉麻集团



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：美瑞与汉麻集团共同投资美国工业大麻工厂

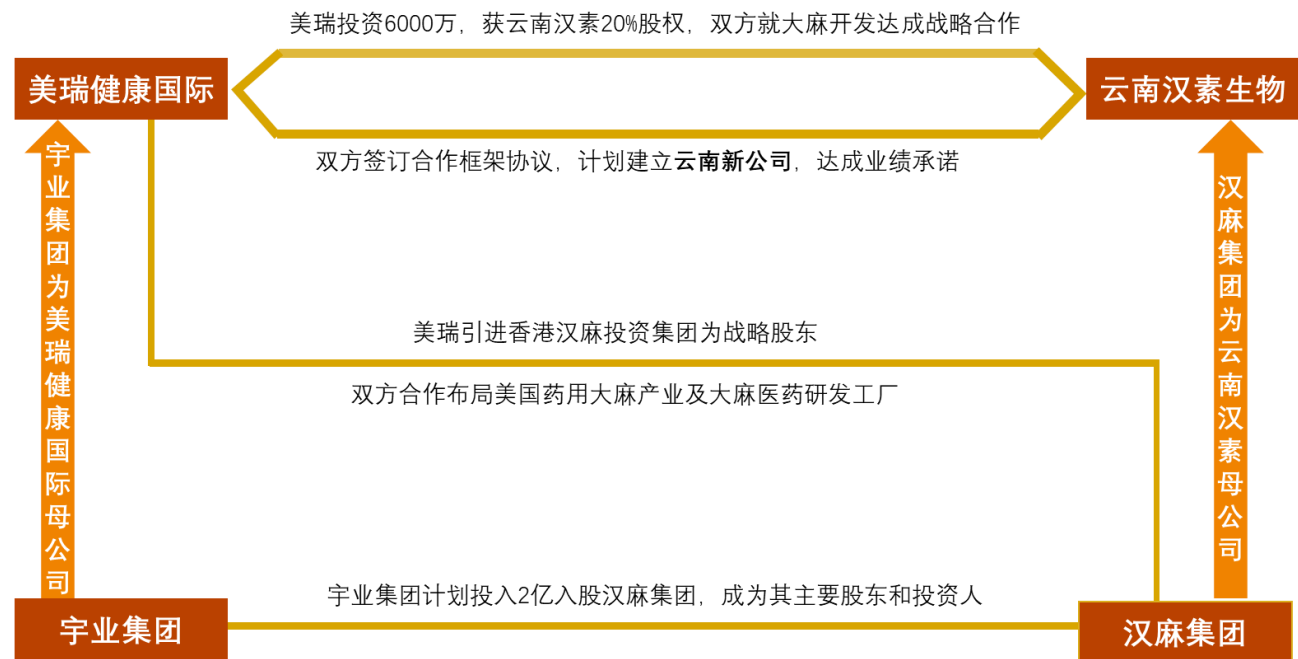


资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2.4. 公司与汉麻集团共同投资美国工业大麻提取工厂

2018年3月25日，公司与汉麻集团签署共同投资美国工业大麻提取工厂的合作协议。根据协议，双方将发挥各自优势，布局美国药用大麻产业及大麻医药研发，通过合作稳固公司在全球药用大麻产业的核心竞争力。汉麻集团是美国国王皇生物科技公司(KRB)的最大股东，该公司将在美国肯塔基州西部卡莱尔县建造大麻二酚（CBD）提取、精炼和再结晶的植物萃取工厂，该工厂将全部采用汉麻集团旗下汉素生物科技有限公司的大麻萃取提纯技术，总投资3000万美元。**建成后该工厂将是美国最大规模的药用大麻CBD提取厂**，预计2019年产出99%的CBD晶体和CBD全谱油。CBD产品将作为原料药，广泛用于制药领域，帮助病患缓解治疗焦虑、炎症、癫痫、克罗恩病、糖尿病、癌症等多种疾病。

图 14：公司与汉麻集团合作关系图



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

我们认为，汉麻集团在国内工业大麻领域的龙头地位稳固，技术成熟、渠道稳定、产品类型丰富，且业务拓展较为迅速；公司与汉麻集团的合作包括投资汉麻旗下核心子公司、引进汉麻集团作为战略股东、共同投资工厂等，双方合作深入、稳固。公司与汉麻的合作有望为公司带来明显的业绩增量，并与公司其他大健康业务相辅相成，符合公司统一大健康定位，未来公司将持续布局工业大麻行业，存在与汉麻集团在股权和战略方面有更深入合作的可能性。

3. 工业大麻行业：产品用途广泛，行业增长迅速

3.1. 工业大麻与娱乐大麻区别显著，用途广泛

四氢大麻酚（THC）和大麻二酚（CBD）是大麻中主要的两种物质。THC具有使人兴奋的作用，原因在于THC能与大脑中的CB1受体结合，改变大脑运作方式，使人兴奋；而CBD不与CB1受体结合，因此不具有相同的精神活性作用，能与人体的内源性大麻素系统相互作用，能阻断THC对人体神经系统的影响。

工业大麻 THC 含量低，与娱乐大麻有显著区别。根据大麻中 THC（四氢大麻酚）含量的不同，大麻被分为不同种类。THC 含量低于 0.3% 的称之为工业大麻，THC 高于 1% 的属于娱乐性大麻/毒品，THC 含量在 0.3% 到 1% 之间的属于中间型大麻。我国云南省政府颁布的《云南省工业大麻种植加工许可规定》中也规定工业大麻是指四氢大麻酚含量低于 0.3% 的

大麻属原植物及其提取产品。工业大麻和娱乐大麻区别显著：从植株外形看，工业大麻植株细高（可长到 6 米），娱乐大麻植株较矮，类似于灌木丛；从叶片外形看，工业大麻叶子细窄，基本长在植株顶端，娱乐大麻叶子宽阔，紧挨芽苞生长；从生长时间看，工业大麻的生长周期为 108-120 天，娱乐大麻的生长周期为 60-90 天。

图 15：工业大麻和娱乐大麻外形差异显著

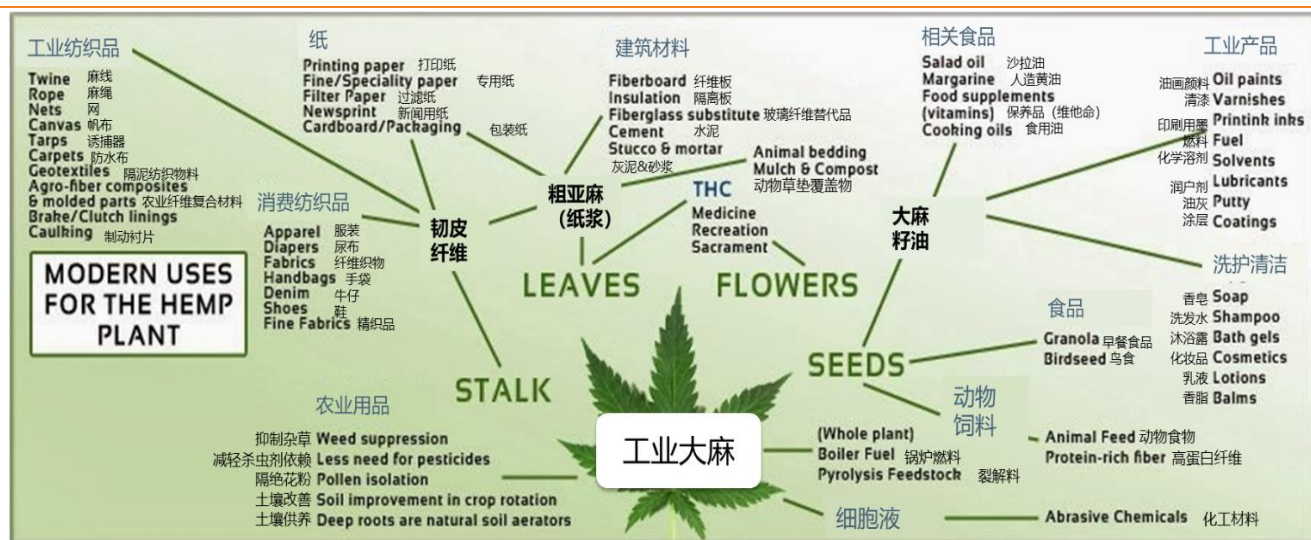


资料来源：汉麻集团官网，天风证券研究所

我国很早之前就懂得合理使用工业大麻，使用方向涵盖纺织、食用、药用等方面。大麻在古代中国称之为汉麻，已有 6000 年以上的种植历史。新疆孔雀河古墓内出土过 4000 年前的麻纤维，很可能用于纺织和制造麻线。火麻的种子火麻籽曾被列为“五谷”之一，《诗经》中就有农民吃麻籽的记载，这是火麻的食物功能的体现。此外，相传汉魏之间名医华佗曾用“麻沸散”治病，《药物图考》（1935）指出麻黄具有麻醉作用，“麻沸散”可能就是麻黄熬煮的药水，大麻的医疗药用价值得以被发现。

现代技术拓宽工业大麻用途。在现代技术开发下，工业大麻的根、茎、叶、花、种子等各部分都具有较高的经济利用价值，可以进一步加工为纤维、大麻籽油、提取 THC 等，经过批准可以合法种植和产业化开发利用，在造纸、纺织、建材、工业用油、功能保健食品、化妆品、医药等行业用途广泛，是近年来颇具竞争力的新型特色生物产业。

图 16：工业大麻现代用途广泛

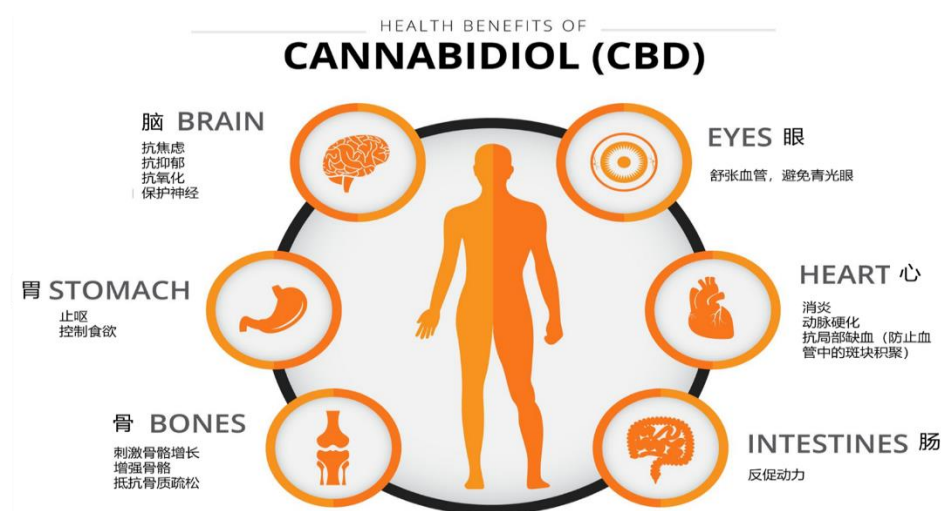


资料来源：invegrow，天风证券研究所

CBD 用途广泛，医疗健康价值突出。研究发现 CBD 具有治疗多种疾病的潜力，包括对炎症、帕金森氏症、癫痫、糖尿病、肥胖症、自闭症和皮肤病等都有较大的治疗帮助。CBD 也已被证实具有神经保护作用，其抗癌特性在美国和其他地方的学术研究中心进行研究。

此外，CBD 在经过提炼后能制成各类 CBD 产品，包括喷雾剂、胶囊等，也可根据消费者的需求制成各种口味或浓度的 CBD 营养品，满足用户的需求。

图 17：植物提取物 CBD 的医疗作用



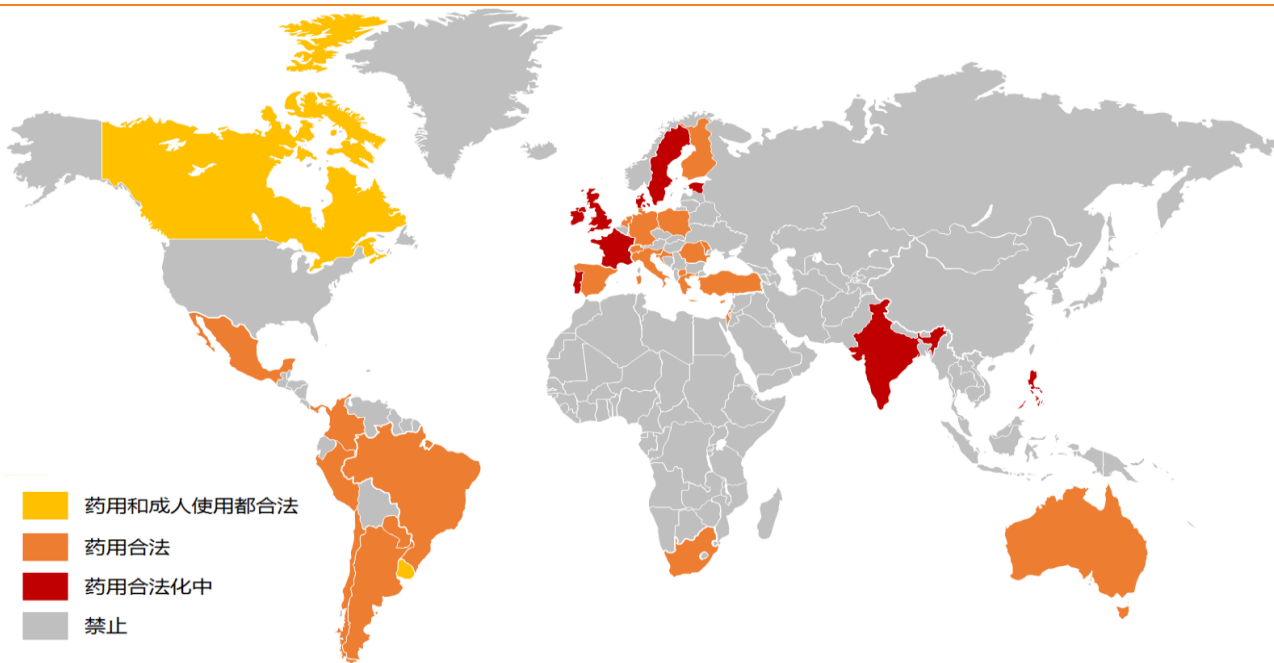
资料来源: vaping360, 天风证券研究所

目前，世界反兴奋剂机构（WADA）已正式把大麻二酚（CBD）从“违禁物质清单”中删除；世界卫生组织也已经正式明确大 CBD 可以应用于医学领域；美国第一个以大麻二酚（CBD）为核心成分的儿童癫痫治疗药物已于 2017 年获得美国 FDA 批准。

3.2. 全球行业概览：未来年增速有望超 13%，更多国家宣布工业大麻合法

用于健康的工业大麻获得越来越多国家认可。绝大多数国家对于娱乐用大麻都严厉打击，但是对医疗等用途的大麻产业越来越多国家表示支持。2018 年 11 月之后，英国允许医生开工业大麻产品的药物；韩国宣布受管制的医疗用大麻合法；莱索托成为非洲第一个规定大麻用于药用目的合法化的国家；2018 年 12 月 20 日美国总统川普签署新农业法案，50 个州的工业大麻合法化，工业大麻制品在此后不久有望正式上市。

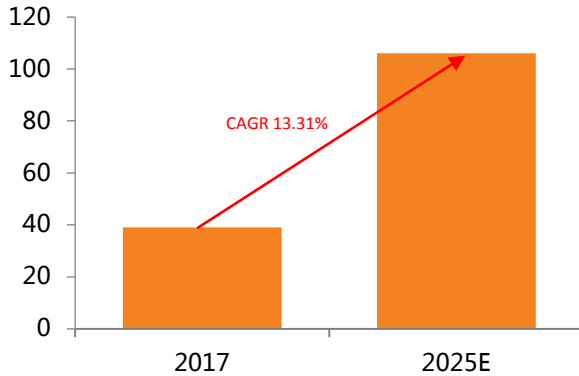
图 18：全球大麻合法化地图



资料来源: canopy growth 官网, 天风证券研究所 注：美国于 2018 年底宣布工业大麻合法化

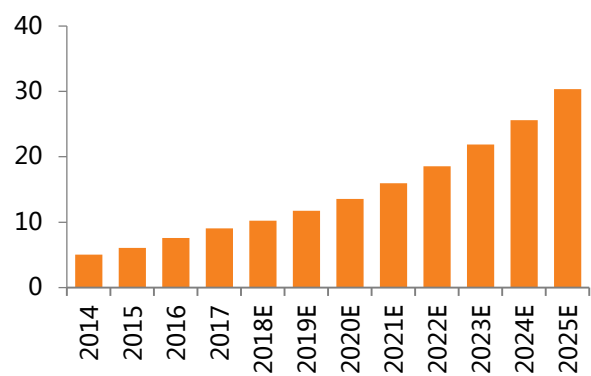
市场规模大，增速快。根据 Grand View Research 的数据，2017 年全球工业大麻市场规模约 39 亿美元，2025 年有望达到 106 亿美元，年复合增速超过 13%。美国是工业大麻重要的市场，2017 年市场规模达到 9 亿美元。2018 年末美国新农业法案规定 50 个州工业大麻合法化之后，美国的工业大麻市场有望迎来持续的增长。此外，从分类来看，种子在全球工业大麻产量中的占比高，占比达到 42.3%，主要由于种子具有较高的脂肪酸含量和营养价值，在油和食品中使用的需求增加。

图 19：全球工业大麻市场规模（亿美元）



资料来源：Grand View Research，天风证券研究所

图 20：美国工业大麻市场规模（亿美元）



资料来源：Grand View Research，天风证券研究所

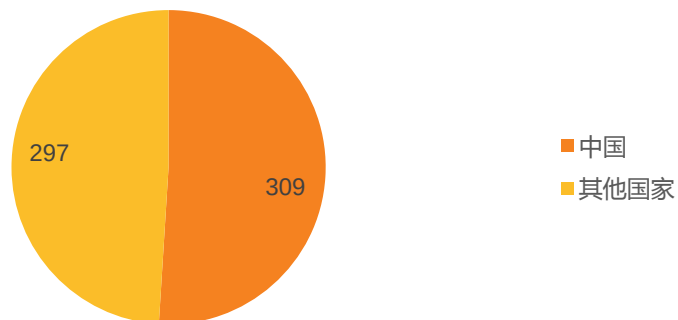
此外，工业大麻的主要提取物 CBD 的商业前景光明，按《工业大麻商业杂志》的预测数据，2020 年，美国 CBD 的市场规模将达到 21 亿美元，其中 4.5 亿美元来源于工业大麻 CBD 提取，较 2015 年增长了 400%。

3.3. 我国行业概览：重要的工业大麻生产国，种植加工管控严格

3.3.1. 中国是全球最大的工业大麻纤维和种子的生产国，专利数量占全球半数

中国工业大麻产业处于国际较为领先的水平。根据联合国粮农组织，欧洲、中国、韩国和俄罗斯是世界上主要的工业大麻生产地区。中国是工业大麻主要生产国，2016 年，中国工业大麻的种植面积约 12 万亩，中国的工业大麻制品主要为纺织品等相关产品，**中国是全球最大的工业大麻纤维和种子的生产国**。根据世界知识产权组织的数据，2017 年全球 606 项关于大麻的专利申请中，有 309 项来自中国公司。

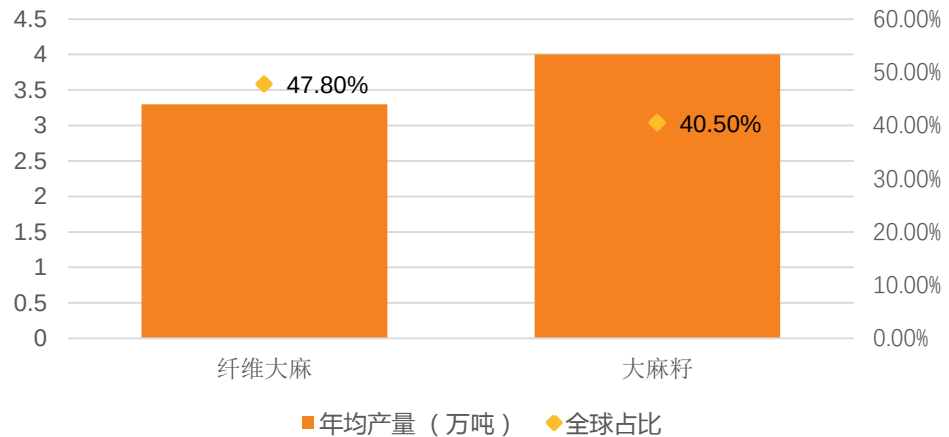
图 21：2017 年全球大麻相关专利数量中国占据一半以上（单位：个）



资料来源：世界知识产权组织，天风证券研究所

中国工业大麻种植类型和产量存在差异，主要产品全球占比高。纤维大麻主要分布在云南、黑龙江等省，2002 至 2011 年间，年均产量约为 3.3 万吨，占全球的 47.8%；大麻籽的生产主要在西北、华北和华南地区同区间年均产量约为 4 万吨，占比为 40.5%。

图 22：2002-2011 年间大麻种植年均产量和占比



资料来源：汉麻集团官网，天风证券研究所

3.3.2. 云南省率先明确工业大麻合法，种植加工许可证由公安机关审批，获得牌照难度大

我国云南率先明确工业大麻合法，黑龙江随后实现工业大麻合法化。2003 年云南省公安厅制定了《云南省工业大麻管理暂行规定》，并由云南省政府颁布施行，2010 年颁发了云南省政府令文件明确工业大麻合法。云南省农科院经济作物研究所选育出的“云麻”成为云南工业大麻的主栽品种。2017 年重新制定的《黑龙江省禁毒条例》施行，条例在保证安全的前提下，让工业大麻为发展经济服务。此外，吉林省政协提交有关建议吉林省汉麻（工业大麻）合法化种植的提案，省公安厅于 2018 年 8 月回应，在《吉林省禁毒条例（草案）》将“工业大麻管理”作为单独章节，对工业大麻的定义、性质以及育种、种植、加工、销售等环节作了规定，明确在有序放开的前提下加强行业监管。

表 1：我国工业大麻相关省份

省份	事件
云南	2003 年制定了《云南省工业大麻管理暂行规定》，2010 年颁发了云南省政府令文件明确工业大麻合法。
黑龙江	2017 年《黑龙江省禁毒条例》施行，条例创新性规定了工业用大麻管理与利用的内容。
吉林	2018 年省政协提交有关建议吉林省汉麻（工业大麻）合法化种植的提案，省公安厅明确在有序放开的前提下加强行业监管。

资料来源：中国警察网，人民日报，中国新闻网，吉林省公安厅，天风证券研究所

我国对工业大麻管理较为严格，牌照数量较少。根据《云南省工业大麻种植加工许可规定》，从事工业大麻相关业务需要取得工业大麻种植许可证、工业大麻加工许可证，由县级以上公安机关负责工业大麻种植许可证、工业大麻加工许可证的审批颁发和监督管理工作；工业大麻种植许可证和工业大麻加工许可证的有效期为 2 年；种植台账、加工台账应当保存 3 年以上，并接受公安机关的核查。

以申请领取工业大麻种植许可证从事繁种种植为例，申请公司应当具备：有经依法登记的工业大麻选育品种；有不少于 100 万元的注册资本或者开办资金；有 3 名以上从事繁种种植的专业技术人员；有四氢大麻酚检测设备和检测人员；有工业大麻种子安全储存设施；种植地点周边 3 公里以内没有非工业大麻植株；有检测、储存、台账等管理制度。从种种规定来看，公司获得种植和加工牌照的难度较大。汉麻集团作为中国唯一一家拥有工业大麻种植许可证及大麻花叶加工许可证且符合中国 GMP（良好生产规范）的持牌公司，具有稀缺性。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

综上所述，我们假设未来公司业务业绩：

- 1、传统商贸、租赁、销售业务的营收和利润率保持稳定；
- 2、公司干细胞业务进展顺利，与医疗健康板块中的法国巴黎诊所等已有业务结合，营收保持 25%-40%的增速。
- 3、公司联营公司云南汉素兑现业绩承诺，即 2018 年达成溢利 5000 万人民币，2019 年达成溢利 6000 万人民币。

表 2：公司 2018-2020 年收入预测（万港元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
贸易业务					
收入	3,366	110	12000	12050	12100
同比		-96.73%	10819.02%	0.42%	0.41%
物业资产及管理（包含租金收入）					
收入	400	984	5300	5000	5000
同比		145.83%	438.45%	-5.66%	0.00%
咨询业务(服务费)					
收入	604	1,473	338	350	360
同比		143.99%	-77.05%	3.55%	2.86%
健康医疗业务					
收入	2,296	4,304	4000	5000	7000
同比		87.46%	-7.05%	25.00%	40.00%
总计	6,666	6,871	21,638	22,400	24,460
同比		3.07%	214.94%	3.52%	9.20%

资料来源：公司年报，天风证券研究所 注：2018 年预测基于 2018 年上半年年报，该表未考虑公司直接参与工业大麻业务的情况

表 3：公司 2018-2020 年损益表预测（万港元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收益	6,666	6,871	21,638	22,400	24,460
销售成本	-5,097	-2,910	-12,514	-12,889	-13,276
毛利	1,568	3,960	9,124	9,511	11,184
其他收入	739	75	340	357	375
销售开支	-112	-250	-290	-267	-245
行政费用	-1,520	-2,137	-2,100	-2,058	-2,017
其他收益	0	0	600	612	624
投资物业之公平值收益	4,662	9,789	4,000	4,200	4,410
联营公司溢利	0	0	1,158	1,390	1,622
融资成本	-350	-1,082	-1,100	-1,045	-993
除所得税前溢利	4,989	10,356	11,732	12,700	14,960
所得税开支	-1,467	-2,382	-2,400	-2,352	-2,328
期内溢利	3,522	7,974	9,332	10,348	12,631
每股收益	0.010	0.020	0.023	0.026	0.031
每股销售额	0.03	0.02	0.054	0.056	0.061

资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所 注：按照 1 人民币=1.1583 港元计算联营公司溢利

我们预计公司 2018-2020 年的营业收入为 2.16、2.24、2.45 亿港元；净利润达到 0.93、1.03、1.26 亿港元。

4.2. 公司比较与估值

鉴于公司处于业务转型过程中，传统业务（商贸、物业管理等）与健康业务并存，我们采用分部估值法对公司进行估值。

1、贸易业务：

贸易业务主要是公司销售保健产品、化学材料等，根据上述测算，2020 年贸易业务的营收达 1.21 亿港元，我们预计贸易业务净利润为 4000 万港元。我们选取保健护理产品经销商类别下的公司进行比较。

表 4：贸易业务可比公司 PE 比较

证券代码	公司名称	2019 年 PE	2020 年 PE
000028.SZ	国药一致	13.84	12.07
000078.SZ	海王生物	8.76	7.19
000963.SZ	华东医药	16.91	13.69
002462.SZ	嘉事堂	9.39	7.53
002589.SZ	瑞康医药	7.11	5.70
002758.SZ	华通医药	27.59	21.92
600056.SH	中国医药	8.11	6.79
600511.SH	国药股份	12.81	11.46
600713.SH	南京医药	12.91	10.73
601607.SH	上海医药	11.29	10.02
603368.SH	柳药股份	11.26	9.13
603716.SH	塞力斯	18.08	12.40
	平均值	13.17	10.72
	最高值	27.59	21.92
	最低值	7.11	7.7

资料来源：wind，天风证券研究所

贸易业务可比公司 2020 年的 PE 均值为 11，最高值为 22，最低值为 8。我们行业均值 11 倍作为公司 2020 年贸易业务的 PE，因此商贸部分的对应市值为 4.4 亿港元。

2、物业投资管理及咨询业务

物业投资管理及咨询业务包括公司对物业的管理、房屋的出租、咨询服务等，业务量稳定，成本较低，利润空间较大。我们预计 2020 年公司物业投资管理及咨询业务的营业收入为 5360 万港元，净利润为 4800 万港元。我们选取房地产管理服务类别下的公司进行比较。

表 5：物业投资管理及咨询业务可比公司 PE 比较

证券代码	公司名称	2019 年 PE	2020 年 PE
002285.SZ	世联行	8.86	7.41
300732.SZ	设研院	10.93	8.57
603357.SH	设计总院	9.88	8.24
603506.SH	南都物业	21.14	16.24
	平均值	12.70	10.12
	最高值	21.14	16.24
	最低值	8.86	7.41

资料来源：wind，天风证券研究所

物业投资管理及咨询业务可比公司 2020 年的 PE 均值为 10，最高值为 16，最低值为 7。我们认为，美瑞通过借力母公司宇业集团的房地产业务，在物业管理方面资源丰富，议价能力较强；相比第三方独立的物业管理公司南都物业，美瑞的物业业务具有更稳定的项目来源，因此我们选取 16 倍作为公司 2020 年物业投资管理及咨询业务的 PE，因此商贸部分的对应市值为 7.68 亿港元。

3、健康医疗业务

健康医疗业务是公司重点布局的板块，目前已有巴黎诊所、瑞士男爵酒店等成熟品牌，并布局干细胞和工业大麻业务（目前工业大麻业务还未并表）。

我们预计公司的健康医疗业务营业收入为 7000 万港元，净利润 3830 万港元。我们选取医疗保健护理服务类别下的公司比较。

表 6：健康医疗业务可比公司 PE 比较

证券代码	公司名称	2019 年 PE	2020 年 PE
300244.SZ	迪安诊断	20.53	16.17
603108.SH	润达医疗	10.79	8.09
603882.SH	金城医学	34.73	27.41
	平均值	22.02	17.22
	最高值	34.73	27.41
	最低值	10.79	8.09

资料来源：wind，天风证券研究所

健康医疗业务可比公司 2020 年的 PE 均值为 17，最高值为 27，最低值为 8。我们认为，公司医疗健康业务布局领先，旗下以巴黎诊所为代表的业务品牌影响力强、行业经验丰富、针对高净值人群盈利空间较大，因此我们选取 25 倍作为公司 2020 年健康医疗业务的 PE，对应市值为 9.58 亿港元。

以上盈利预测和估值均未考虑公司直接参与工业大麻业务的情况。

考虑到公司将工业大麻业务放在公司未来核心业务的位置，且已经通过收购云南汉素股权等举措深入介入产业，我们在上述盈利预测和估值的基础上，预计 2020 年公司将直接参与工业大麻相关业务：

我们预计在健康医疗板块，美瑞在巴黎诊所等业务之外，直接参与的工业大麻将产生收入：假设公司的大麻素产品销量达 1 吨，参考云南汉素 9000 美元/千克的价格，公司大麻素的收入预计可达 7065 万港元（按 1 美元=7.85 港元计算）。

鉴于目前国内涉及工业大麻业务的公司较少，我们选取了四家美股上市的工业大麻相关企业进行比较，四家企业均以工业大麻业务为主，并均涉及工业大麻的种植、生产、销售等环节。

表 7：美瑞健康国际与工业大麻美股上市公司业务和行业地位比较

名称	代码	业务	行业地位
Tilray, Inc	TLRY	从事医用大麻的研究、种植、加工和分销	全球第一家获得 GMP 医疗大麻许可证的生产商
Canopy Growth Corporation	CGC	从事种植、加工和销售医用大麻，还通过在线平台 Tweed Main Street 为患者提供其产品	北美第一个上市的大麻公司
Cronos Group	CRON	在加拿大医疗市场生产和销售合法大麻	在加拿大、哥伦比亚、以色列均有种植基地，产品已经出口到欧洲和亚洲的 35 个国家

AURORA CANNABIS INC	ACB	在加拿大生产和分销医用大麻、大麻油和大麻胶囊，并在欧洲分销批发医用大麻	在全球有 8 间生产工厂，有欧洲最大的有机大麻和大麻产品加工厂
美瑞健康国际	2327	从事大健康业务，投资国内工业大麻龙头企业	联营公司汉麻集团是国内唯一一家拥有大麻种植许可证及大麻花叶加工许可证且符合中国 GMP（良好生产规范）的持牌公司

资料来源：公司官网，公司公告，中钟看药，天风证券研究所

因为工业大麻整个行业尚处于兴起阶段，龙头公司重点在于积极布局，因此存在净利润为负数的情况，我们重点对比公司 2020 年的 PS。

表 8：美瑞健康国际与美股工业大麻企业财务指标对比

名称	代码	营业收入 (万美元)	净利润 (万美元)	最新市值 (亿美元)	2020 年 PS
Tilray, Inc	TLRY	2054	-781	71	22
Canopy Growth Corporation	CGC	7795	-7035	163	28
Cronos Group	CRON	408	249	38	18
AURORA CANNABIS INC	ACB	5520	7194	70	10
美瑞健康国际	2327	879	1020	2	

资料来源：BLOOMBERG（2019 年 2 月 17 日数据），天风证券研究所

四家美股工业大麻公司的 2020 年市销率处于 10-30 区间内，均值为 19.5。鉴于汉麻是国内领先的工业大麻企业，随着产能的扩张，有可能跻身全球工业大麻公司领先梯队。而在目前国内上市公司中，美瑞与汉麻结合尤其紧密，2018 年公司达成与汉麻集团合作的多项举措，为今后开展工业大麻特别是植物 CBD 的萃取打下坚实基础，且未来存在更深入布局大麻板块的可能性。参考可比公司的市销率均值，我们认为，公司 2020 年工业大麻业务 PS 估值为 19 倍较为合理，对应市值为 13.42 亿港元。

我们认为，在 2020 年公司直接参与工业大麻业务的提前下，公司合理市值为 35 亿港元，对应目标价为 1.1 港元，首次覆盖予以“买入”评级。

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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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