

中国飞鹤 (06186.HK)

盈利大幅增长，疫情是块试金石

盈利大幅增长超预期，疫情之下 Q1 收入预期增长强劲。受超高端星飞帆和臻稚有机产品系列驱动，公司 2019 年收入达 137 亿，同比+32%；经营效率持续提升，归母净利润 39 亿，大幅增长 76%。公司现金流健康，2019 年经营现金流入 52 亿元，在手现金 74 亿。董事会建议每股派息 0.19 港元，分红率为 40%，公司预计未来分红率不低于 30%。公司经受住新冠疫情挑战，管理层预估 Q1 收入增长不低于 30%，稳步前行。

产品高端化驱动收入增长、毛利率提升，规模经济促费用率降低。公司 2019 年高端婴配粉/普通婴配粉/其他乳制品/营养补充品收入分别为 94.1/31.3/6.1/5.8 亿元，同比增长 41.4%/23.0%/10.0%/-10.0%，占比 68.6%/22.8%/4.4%/4.2%，YoY 变动 4.5/-1.7/-0.9/-2 pct。由于高端婴配粉的毛利率高达 75.9%，远高于普通婴配奶粉 62%，产品结构升级推动公司毛利率同比提升 2.5 个 pct 至 70%。受益于规模效应及良好的费效比控制，销售费用率 28%，YoY-7.2pct。由于员工成本增加和 IPO 开支影响，行政费用率同比上升 1.1pct 至 6.7%。净利润率达到了 28.7%，较 2018 年 21.6%和 2017 年 19.7%大幅攀升，未来有望保持在 30%水平。

疫情加速行业集中度提升，公司快速反应与卓越执行力助其强化龙头优势、加速提升市占率。奶粉行业需求端较为刚性，新冠疫情对供给端的原材料供应、生产、运输、线下销售服务都带来严峻挑战，不具备供应链保障能力和线下服务能力的中小品牌受到明显冲击，行业集中度将进一步向头部公司集中。作为行业龙头，公司面对疫情迅速反应，在确保生产运输的高效运行的同时，率先启动送货上门、营销线下转线上等举措，尤其是率先开启直播带货等线上活动有力推动终端销售，不仅实现当季良好收入表现，疫情间所展现的强大执行力和快速反应能力将进一步赢得渠道和客户的认可和信赖，增强未来推动力。此外，公司在疫情期间捐赠 1 亿现金和 1 亿金额物资进一步提升公司品牌形象，获得良好评价。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 53.1/67.6/81.9 亿元，同比增长 34.8%/27.4%/21.1%。当前股价对应 18.8/14.7/12.2 倍 PE。在国产奶粉市占率强势提升的背景下，考虑到飞鹤在中国婴幼儿奶粉市场的龙头地位、强大的综合竞争力及良好成长性，我们给予公司目标价 16.5 港元，对应 25 倍 2020 年 PE，首次覆盖，予以“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期风险、食品安全风险、竞争加剧风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,392	13,722	17,855	21,969	26,422
增长率 yoy (%)	76.5	32.0	30.1	23.0	20.3
归母净利润(百万元)	2,242	3,935	5,305	6,759	8,186
增长率 yoy (%)	93.3	75.5	34.84	27.40	21.11
EPS 最新摊薄(元/股)	0.25	0.44	0.59	0.76	0.92
净资产收益率(%)	47.8	41.8	33.8	31.1	28.0
P/E(倍)	44.4	25.3	18.8	14.7	12.2
P/B(倍)	17.2	7.6	5.4	4.0	3.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	海外
最新收盘价(港元)	12.38
总市值(百万港元)	1106
总股本(百万股)	8933
其中自由流通股(%)	8933
30 日日均成交量(百万股)	23.9

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 郑泽滨

执业证书编号：S0680519050004

邮箱：zhengzebin@gszq.com

相关研究

1、《中国飞鹤 (06186.HK)：高品质、快增长的国产奶粉龙头》2019-11-12



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,295	17,289	21,924	27,954	36,912	营业收入	10,392	13,722	17,855	21,969	26,422
现金	3,641	7,377	10,863	17,089	24,810	营业成本	3,373	4,112	5,297	6,411	7,644
应收账款	513	314	762	562	1,030	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	1	0	1	0	1	营业费用	3,661	3,848	5,267	6,437	7,662
预付账款	567	571	910	912	1,279	管理费用	580	913	1,107	1,340	1,585
存货	660	686	1,048	1,051	1,452	财务费用	59	73	103	64	50
其他流动资产	1,913	8,339	8,339	8,339	8,339	资产减值损失	0	0	0	0	0
非流动资产	4,563	5,715	7,047	8,330	9,719	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	144	144	192	209	231	投资净收益	0	0	0	0	0
固定投资	3,009	4,502	5,754	6,995	8,343	营业利润	2,719	4,776	6,081	7,718	9,480
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收入	556	976	1,611	1,872	2,119
其他非流动资产	1,409	1,068	1,100	1,125	1,145	营业外支出	86	70	219	70	70
资产总计	11,857	23,004	28,970	36,284	46,631	利润总额	3,189	5,683	7,472	9,520	11,529
流动负债	4,860	7,439	8,043	8,615	10,833	所得税	946	1,748	2,167	2,761	3,343
短期借款	1,083	3,094	1,693	1,957	2,248	净利润	2,242	3,935	5,305	6,759	8,186
应付账款	833	1,042	1,374	1,549	1,936	少数股东收益	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,944	3,303	4,976	5,108	6,649	归属母公司净利润	2,242	3,935	5,305	6,759	8,186
非流动负债	1,210	2,536	2,592	2,575	2,518	EBITDA	3,344	5,973	7,695	9,735	11,764
长期借款	657	1,716	1,772	1,756	1,698	EPS (元/股)	0.25	0.44	0.59	0.76	0.92
其他非流动负债	552	820	820	820	820						
负债合计	6,070	9,974	10,635	11,190	13,351	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	1	1	0	0	0	成长能力					
资本公积	710	6,713	6,713	6,713	6,713	营业收入 (%)	76.5	32.0	30.1	23.0	20.3
留存收益	5,123	6,317	10,030	14,762	20,492	营业利润 (%)	114.2	75.7	27.3	26.9	22.8
归属母公司股东收益	5,787	13,029	18,335	25,094	33,280	归属母公司净利润 (%)	93.3	75.5	34.8	27.4	21.1
负债和股东权益	11,857	23,003	28,970	36,284	46,631	盈利能力					
						毛利率 (%)	67.5	70.0	70.3	70.8	71.1
						净利率 (%)	21.6	28.7	29.7	30.8	31.0
						ROE (%)	47.8	41.8	33.8	31.1	28.0
						ROIC (%)	29.6	22.4	24.0	23.1	21.6
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	51.2	43.4	36.7	30.8	28.6
						净负债比率 (%)	-32.8	-19.7	-38.4	-51.6	-61.2
						流动比率	1.5	2.3	2.7	3.2	3.4
						速动比率	1.4	2.2	2.6	3.1	3.3
						营运能力					
						总资产周转率	1.10	0.79	0.69	0.67	0.64
						应收账款周转率	30.2	33.2	33.2	33.2	33.2
						应付账款周转率	5.0	4.4	4.4	4.4	4.4
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.44	0.59	0.76	0.92
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	0.31	0.67	0.83	1.01
						每股净资产 (最新摊薄)	0.65	1.46	2.05	2.81	3.73
						估值指标 (倍)					
						P/E	44.4	25.3	18.8	14.7	12.2
						P/B	17.2	7.6	5.4	4.0	3.0
						EV/EBITDA	32.2	17.2	12.8	9.5	7.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

盈利大幅增长，稳坐国产奶粉领军宝座.....	4
高端产品驱动收入增长、毛利率提升.....	4
销售费用率大幅降低，研发投入加大.....	5
产能扩张有序，保障未来持续快速成长.....	6
应对疫情表现优异，加速提高市占率.....	7
盈利预测以及投资建议.....	8
风险提示.....	10

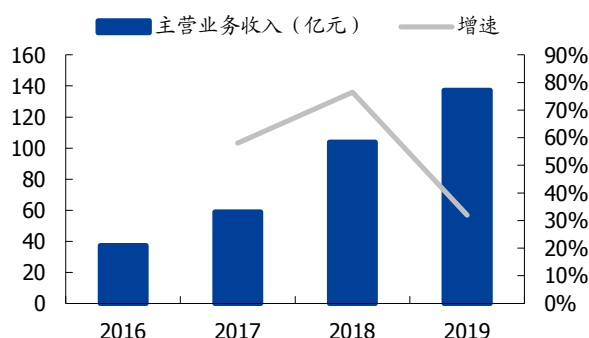
图表目录

图表 1: 公司 2016-2019 主营业务收入及其增速.....	4
图表 2: 公司 2016-2019 归母净利润及其增速.....	4
图表 3: 公司 2018/2019 年收入结构变化.....	4
图表 4: 公司 2018/2019 年毛利率变化.....	5
图表 5: 公司销售费用率.....	5
图表 6: 公司销售费用中广告开支金额及占比.....	5
图表 7: 公司同比新增营收及销售费用（百万元）与边际费效比.....	6
图表 8: 公司工厂现有产能及新建产能.....	7
图表 9: 公司各工厂预计产能（万吨）.....	7
图表 10: 公司主营业务收入预测.....	8
图表 11: 公司毛利率预测.....	9
图表 12: 公司销售及管理费用预测.....	9
图表 13: 港股奶粉行业公司盈利预测.....	9

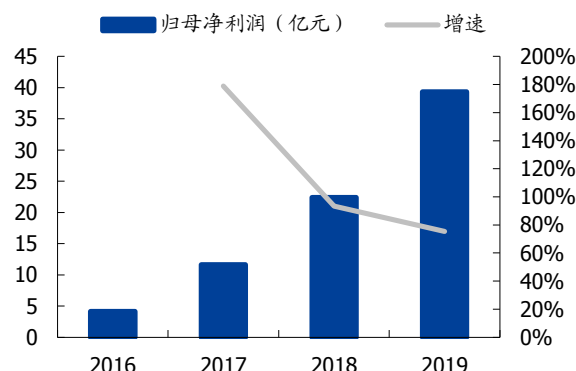
盈利大幅增长，稳坐国产奶粉领军宝座

收入快速增长，盈利大幅增长。受超高端星飞帆和臻稚有机产品系列驱动，公司 2019 年收入达 137 亿，同比+32%；经营效率持续提升，归母净利润 39 亿，大幅增长 76%。公司 2016-2019 年持续高速增长，营业收入年复合增速约 54.4%，归母净利润年复合增速约 111.4%，在同业中处于领先水平，从规模和市占率看，公司稳坐国产奶粉领军宝座。

图表 1: 公司 2016-2019 主营业务收入及其增速



图表 2: 公司 2016-2019 归母净利润及其增速



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

公司现金流健康，拟分红 40%。公司 2019 年经营性现金流为 51.8 亿元，较 2018 年大幅增长 66%。公司董事会建议每股派息 0.19 港元，分红率为 40%，我们预计未来有望稳定在 30%以上。

高端产品驱动收入增长、毛利率提升

高端婴幼儿配方奶粉产品是公司收入增长核心驱动。2019 年公司高端婴配奶粉产品收入为 94.1 亿元，同比增长 41%，占公司总销售收入达 69%，是收入增长的主要动力。公司普通婴配奶粉产品收入占比为 23%，同比增长 23%。其他乳制品和营养补充品分部收入占比分别为 4.4%/4.2%，同比增长 10%/-10%。

图表 3: 公司 2018/2019 年收入结构变化

	19 年营收 (亿元)	占比	18 年营收 (亿元)	占比	营收 YOY	占比 YOY
高端婴配粉	94.1	68.60%	66.6	64.10%	41.40%	4.50pct
普通婴配粉	31.3	22.80%	25.4	24.40%	23.00%	-1.60 pct
其他乳制品	6.1	4.40%	5.5	5.30%	10.00%	-0.90 pct
营养品	5.8	4.20%	6.4	6.20%	-10.00%	-2.00 pct
总计	137.2	100%	103.9	100%	32%	-

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

产品结构优化促进毛利率持续上行，领跑行业。2019 年，公司综合毛利率达 70%，较 18 年同比提升 2.5 pct，处于行业领先水平。公司毛利率提升主要原因是公司产品结构持续优化，高毛利的高端婴配粉占比上升。2019 年公司高端奶粉占比达 68.6%，较 2018 年提升 4.5pct。

图表 4：公司 2018/2019 年毛利率变化

	2019 毛利 (亿元)	毛利率	2018 毛利 (亿元)	毛利率	毛利 YOY	毛利率 YOY
高端婴配粉	7,141,009	75.90%	5,091,127	76.50%	40.30%	-0.60 pct
普通婴配粉	1,939,586	62.00%	1,593,051	62.70%	21.80%	-0.70 pct
其他乳制品毛	210,240	34.70%	104,275	18.90%	101.60%	15.80 pct
营养品	318,756	55.10%	230,637	35.90%	38.20%	19.20 pct
毛利总计/综合毛利率	9,609,591	70.00%	7,019,090	67.50%	36.90%	2.50 pct

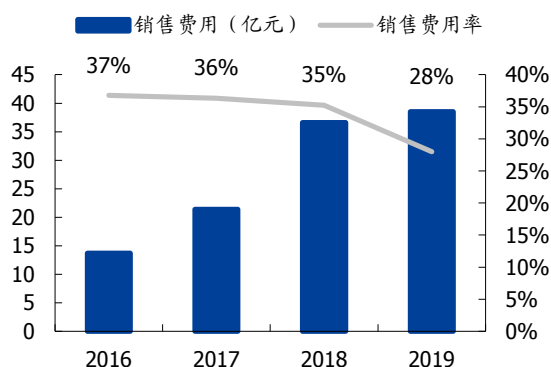
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

公司新品储备丰富，提前布局羊奶粉及有机奶粉等新赛道。公司在四段奶粉、羊奶粉、有机奶粉及成人奶粉等新市场皆有布局，预计未来将有序推出新品，扩充高端奶粉产品矩阵。以羊奶粉产品为例，目前公司在黑龙江省泰来县投建年产值约 2 万吨的工厂已完工，部分产能计划分配给羊奶粉业务，同时公司于加拿大金斯顿投资的奶粉加工厂也配有年产值 2 万吨的羊奶粉生产线。

销售费用率大幅降低，研发投入加大

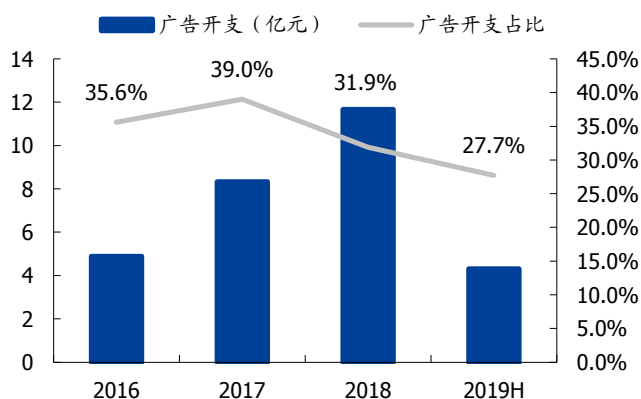
规模效应促进销售费用明显下降。公司 2019 年销售费用为 38.5 亿，销售费用率为 28%，同比 2018 年大幅下降 7.2pct。我们认为销售费用下降的主要原因是营收增长带来的规模效应。由于销售费用中占比最大的为广告开支，我们认为随着公司经营规模增长，明星产品影响力提升，公司广告费用占比将持续下降，从而带动总体销售费用占比下降。此外，公司市场开拓和营销过程中对费效比控制较好，也有效控制了销售费用的增长。

图表 5：公司销售费用率



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 6：公司销售费用中广告开支金额及占比

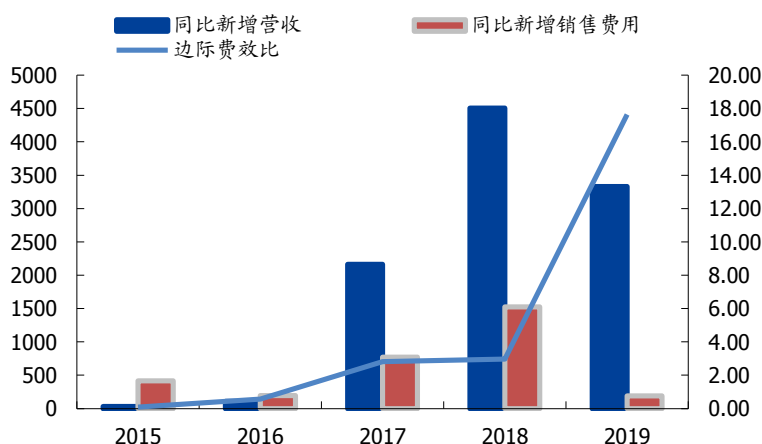


资料来源：公司公告、国盛证券研究所

截至 2019 年底，公司经销商客户超 1800 个，覆盖终端网点超 10.9 万个，除大型商超外，公司已与绝大多数头部母婴连锁店合作。依托公司强大的执行力，2019 年举办超过 50 万场面对面研讨会。2019 年公司线下销售占乳制品总收入 91.3%。与此同时，公司

也在积极布局线上渠道，新冠疫情的发生进一步加快线上步伐。

图表 7: 公司同比新增营收及销售费用（百万元）与边际费效比



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

管理费用率提升主要受工资增长及上市费用所致。公司 2019 年管理费用为 9.13 亿元，管理费用率为 6.7%，同比上升 1.1pct。管理费用率上升的主要原因为工资增长及公司于 2019 年登陆港交所，产生了一次性上市费用。

研发费用占比提升，研发投入明显增大。公司 2019 年研发费用为 1.71 亿元，较 2018 年增长 0.62 亿元，同比增长 58.3%，占营收比重提升 0.2pct 至 1.25%。公司持续加大研发投入，为开发新配方、未来推出具有竞争力的新品打好基础。

产能扩张有序，保障未来持续快速成长

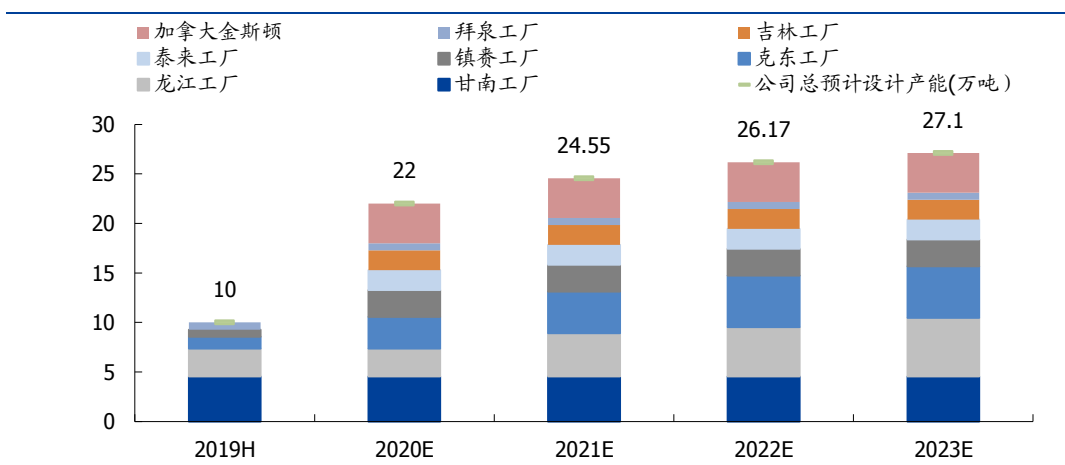
2019 年产能增至 12.7 万吨，保障未来持续快速成长。截止 2019 年，飞鹤共有 6 家工厂参与生产，分别为甘南工厂、龙江工厂、克东工厂、镇赉工厂、拜泉工厂及泰来工厂，皆位于齐齐哈尔市周边，年产能达 12.7 万吨。为配合公司的高速发展战略，公司已计划新建吉林及加拿大金斯頓工厂，新建产能达 6 万吨。同时，公司计划增加龙江、克东及镇赉工厂的生产线，预计将新增 9.1 万吨产能，并预计于 2020-2023 年逐步完工。我们预期，公司未来产能将有序扩张，为生产提供充分保障。

图表 8: 公司工厂现有产能及新建产能

工厂名称	18 年设计产能 (万吨)	18 年实际产量 (万吨)	计划新增产能 (万吨)	预计完工时间	建厂投资 (亿元)
甘南工厂	4.56	2.98			
龙江工厂	2.8	2.51	3	2021 年上半年, 第一年产能达 4.35 万吨, 3 年满产	4.42
克东工厂	1.2	1.16	4	2020 年上半年, 第一年产能达 3.2 万吨, 3 年满产	5.3
镇赉工厂	0.72	0.72	2	2020 年 8 月	4
拜泉工厂	0.72	0.18			
泰来工厂	-	18 年尚未完工	2	19 年已完工	4
吉林工厂		新建	2	2020 年上半年	4
加拿大金斯頓工厂		新建	4	2020 年下半年	约 17

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 9: 公司各工厂预计产能 (万吨)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

应对疫情表现优异，加速提高市占率

奶粉行业需求端较为刚性，新冠疫情对行业的影响主要体现在供给端的原材料供应、生产、运输、线下销售服务等环节。由于各地采取疫情防控措施，物流交通受阻、工厂开工受阻、商业门店歇业，不具备供应链保障能力和线下服务能力的中小品牌受到明显冲击。

作为行业龙头，公司面对疫情迅速反应，首先保证高效的生产和运输。今年 1-2 月产成品、原奶消耗量均增长超 40%，2 月产品配送率达 98%。公司率先启动送货上门、营销线下转线上等举措，疫情期间线上活动量超过线下活动的 2 倍，自 2020 年 2 月初开始截至 3 月 15 日线上活动接近 9 万场，覆盖消费者超 210 万人次，成功的线上直播和社群营销转型成为公司新的作战能力，有力地带动了终端销售，帮助公司加快市占率提升。管理层预计 Q1 收入增长 30% 以上，实现逆势扩张。当期业绩表现固然重要，但我们认为更重要的是公司在疫情间所展现的强大执行力和快速反应能力将进一步赢得渠道和客户的认可和信赖，增强未来推力。

此外，公司在疫情期间捐赠 1 亿现金和 1 亿金额物资进一步提升公司品牌形象，获得良好反馈。

盈利预测以及投资建议

收入预测：

我们预计飞鹤 2020-2022 年营业收入分别是 137.2/179.0/220.2 亿元，同比增速为 30%/23%/20%。

图表 10：公司主营业务收入预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入（百万元）	3724	5887	10391	13722	17899	22023	26486
YoY		58%	77%	32%	30%	23%	20%
乳制品	3724	5887	9750	13143	17351	21503	25940
YoY		58%	66%		32%	24%	21%
高端婴幼儿奶粉	1586	3795	6657	9412	12835	16309	19968
YoY		139%	75%	41%	36%	27%	22%
超高端星飞帆	711	2453	5108	-	9409	11856	14464
YoY		245%	108%	-	33%	26%	22%
超高端臻稚有机		49	357	-	972	1264	1517
YoY			620%	-	50%	30%	20%
其他高端产品系列	874	1292	1192	-	2454	3190	3987
YoY		48%	-8%	-	45%	30%	25%
普通婴幼儿奶粉	1594	1621	2541	3127	3776	4342	4993
YoY		2%	57%	23%	21%	15%	15%
其他乳制品	543	470	550	605	740	851	979
YoY		-13%	17%	10%	15%	15%	15%
营养补充剂			642	578	548	520	546
YoY				-10%	-5%	-5%	5%

资料来源：国盛证券研究所

毛利率及费用率预测：

我们预计公司 2020-2022 年毛利率为 70.3%/70.8%/71.0%。销售费用率分别为 29.5%/29.3%/29.0%，2019-2021 年管理费用率分别为 6.2%/6.1%/6.0%。

图表 11: 公司毛利率预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务毛利率	54.6%	64.4%	67.5%	70.0%	70.3%	70.8%	71.0%
乳制品	54.6%	64.4%	69.6%	70.7%	70.8%	71.2%	71.4%
高端婴幼儿奶粉	68.9%	74.1%	76.5%	75.9%	76.1%	76.1%	76.0%
超高端星飞帆	75.5%	77.7%	79.3%		79.0%	79.0%	79.0%
超高端臻稚有机		57.7%	64.4%	65.6%		68.0%	69.0%
其他高端产品系列	63.6%	68.0%	67.8%		68.0%	68.0%	68.0%
普通婴幼儿配方奶粉	54.7%	58.4%	62.7%	62.0%	60.0%	60.0%	60.0%
其他乳制品	12.5%	6.2%	18.9%	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
营养补充剂			35.9%	55.1%	55.0%	55.0%	55.0%

资料来源: 国盛证券研究所

图表 12: 公司销售及管理费用预测

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用 (百万元)	1369	2139	3661	3852	5280	6453	7681
占营业收入比重	36.77%	36.33%	35.23%	28.00%	29.50%	29.30%	29.00%
管理费用 (百万元)	230	360	580	931	1110	1343	1589
占营业收入比重	6.20%	6.12%	5.58%	6.77%	6.20%	6.10%	6.00%

资料来源: 国盛证券研究所

估值及投资建议:

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 53.1/67.6/81.9 亿元, 同比增长 34.8%/27.4%/21.1%。当前股价对应 18.8/14.7/12.2 倍 PE。在国产奶粉市占率强势提升的背景下, 考虑到飞鹤在中国婴幼儿奶粉市场的龙头地位、强大的综合竞争力及良好成长性, 我们给予公司目标价 16.5 港元, 对应 25 倍 2020 年 PE, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

图表 13: 港股奶粉行业公司盈利预测

公司名称	股价（港元）	市值(亿元)	EPS（元）		PE		
			2020E	2021E	2020E	2021E	
6186.HK	中国飞鹤	12.38	1,011	0.55	0.69	20.2	16.1
1717.HK	澳优	10.70	158	0.73	0.93	13.2	10.3
1112.HK	H&H 国际控股	22.90	135	2.07	2.31	9.9	8.9
2319.HK	蒙牛乳业	25.10	903	1.15	1.34	19.7	16.8
600887.SH	伊利股份	27.51	1,677	1.25	1.44	22.0	19.0
002570.SZ	贝因美	4.95	51	0.13	0.21	37.5	23.6
1230.HK	雅士利国际	0.50	22	0.03	0.04	18.0	11.8
				PE 均值		20.1	15.2

资料来源: Wind、国盛证券研究所(股价为 2020 年 3 月 24 日收盘价格)

风险提示

疫情影响超预期风险。当前新冠影响正在全球蔓延，对全球经济、金融环境产生不确定性影响，对行业需求造成压力。同时，各国管控措施加剧，可能影响关键原材料供应链正常运行，造成潜在风险。

食品安全风险。国内婴幼儿奶粉行业对于食品安全问题极为敏感，2003 年大头婴儿事件和 2008 年三聚氰胺奶粉事件都是对国产奶粉行业的重大打击，也是导致目前外资品牌主导奶粉市场的原因之一。尽管国家对婴幼儿行业的管理趋严，但不能完全排除食品安全风险。

竞争加剧风险。奶粉行业仍然是竞争较为激烈的行业，国内外品牌众多，未来市场参与者带来的竞争压力可能对公司经营产生不确定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com