

瑞联新材 (688550)

证券研究报告

2022年08月20日

显示材料逆势高增，医药领域厚积薄发

事件: 公司发布 2022 年中报, 上半年实现营业收入 8.97 亿元, 同比+30.56%, 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比+59.21%; 其中 2022Q2 单季度实现收入 4.72 亿元, 同比+24.52%, 环比+11.15%, 单季度归母净利润 0.81 亿元, 同比+60.52%, 环比+1.97%, 单季度收入、利润水平创历史新高。

单季度收入、利润创历史新高。在面板行业景气下行, 医药业务收入下滑趋势下, 逆势取得单季度收入、利润新高业绩, 一方面体现出较强业务韧性和成长性, 另一方面作为化学合成平台型公司, 多业务协同情况下景气此消彼长, 抗压能力强。公司多样化项目布局成长性初现, 未来成长可期。

克服面板行业景气下行, 公司显示材料逆势高增, 募投项目提供成长性

公司液晶板块上半年实现收入 4.81 亿元, 占公司营收总额的比重为 53.63%, 同比增加 1.37 亿元, 增幅 39.67%, 毛利率 31.00%。虽然行业景气持续下行, 但由于原料采购周期和面板下行周期的短期错配、叠加韩厂退出国内混晶企业的采购增加, 公司液晶材料仍保持 40%左右增长。

OLED 显示作为新型显示技术仍处于快速发展阶段, 2022 年上半年 OLED 产业端主要产品的销售继续保持增长。公司受益于 OLED 需求提振, 收入和毛利率显著增加, 2022 年上半年, 公司 OLED 板块实现销售收入 3.25 亿元, 占公司营收总额的比重提升至 36.28%, 同比增加 1.06 亿元, 增幅 48.11%, 毛利率 41.96%, 较 2021 年的 30.02%增长 12 个百分点。

受客户采购拖累医药板块下滑, 公司积极管线布局, 原料药项目即将交付

客户采购策略及新冠疫情下新药审批进度问题拖累公司增长, 医药业务上半年下滑明显。2022 年上半年, 公司医药业务实现销售收入 0.67 亿元, 占公司营收总额的比重为 7.52%, 毛利率为 60.53%。

虽医药业绩有所下滑, 但公司管线布局和原料药项目进展良好, 截至 2022 年 6 月, 公司现有医药管线合计 120 个, 相较于 2021 年底共新增 20 个, 其中终端药物为创新药的项目 86 个, 仿制药项目 32 个; 原料药项目一期的建设进度较预期略有滞后, 公司预计 8 月底可交付。

平台型公司布局新兴领域, 从研发到商业化, 以时间换空间

公司作为囊括显示材料、医药材料、电子材料的平台型公司, 依托化学合成平台布局多个未来成长潜力较大的新材料项目, 产品布局包括光刻胶材料、聚酰亚胺材料、有机绝缘膜材料和新能源材料领域等。

盈利预测与估值: 我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 3.31/3.79/4.16 亿元, 对应 EPS 为 3.37/3.86/4.25 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 技术更新无法有效满足市场需求的风险; 原材料价格波动风险; 电解液添加剂业务产能过剩风险; 环保和安全生产风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,049.61	1,525.58	2,117.94	2,581.54	2,908.91
增长率(%)	6.00	45.35	38.83	21.89	12.68
EBITDA(百万元)	350.12	462.60	451.40	534.71	578.63
归属母公司净利润(百万元)	175.41	239.78	330.69	378.55	416.48
增长率(%)	18.15	36.70	37.92	14.47	10.02
EPS(元/股)	1.79	2.44	3.37	3.86	4.25
市盈率(P/E)	38.78	28.37	20.57	17.97	16.33
市净率(P/B)	2.53	2.38	2.25	2.11	1.99
市销率(P/S)	6.48	4.46	3.21	2.63	2.34
EV/EBITDA	12.24	11.53	11.85	10.41	8.78

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子化学品 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	69.35 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	98.08
流通 A 股股本(百万股)	72.11
A 股总市值(百万元)	6,801.53
流通 A 股市值(百万元)	5,000.70
每股净资产(元)	29.20
资产负债率(%)	18.61
一年内最高/最低(元)	138.60/63.49

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	
郭建奇	联系人
guojianqi@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

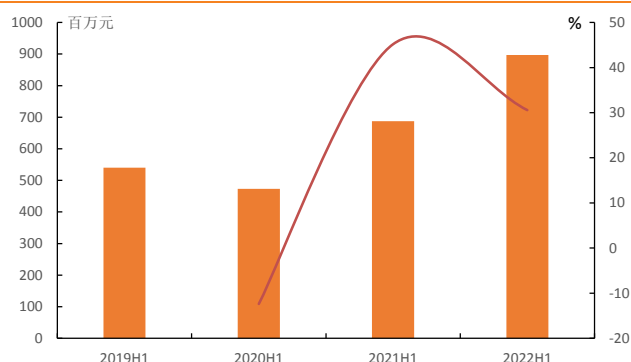
相关报告

- 1 《瑞联新材-首次覆盖报告:化学合成平台型公司, 显示、医药、新材料多点布局》 2022-04-28

1. 单季度收入、利润创历史新高

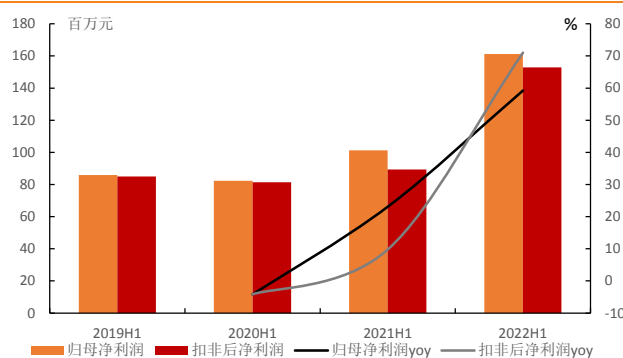
受益于显示材料板块销售的高增长和公司产品销售结构的变化, 2022 年上半年, 公司实现收入 8.97 亿元, 同比增长 31%; 归属于上市公司股东的净利润 1.61 亿元, 同比增长 59%, 扣非后净利润 1.53 亿元, 同比增长 71%; 经营活动产生的现金流量净额 0.56 亿元, 同比减少 45.88%。毛利率 37%, 较 2021 年上半年增长 2 个百分点。

图 1: 半年度营收及同比情况



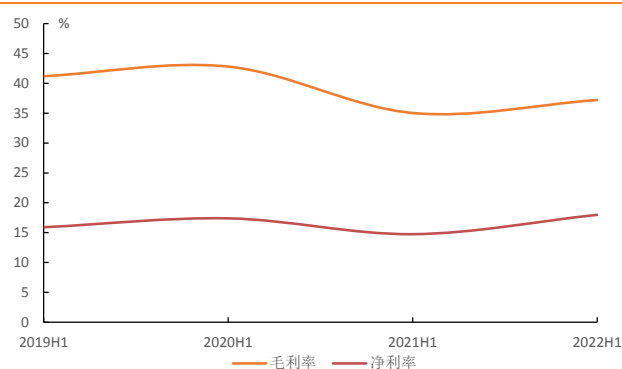
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 半年度归母净利润、扣非后净利润及同比情况



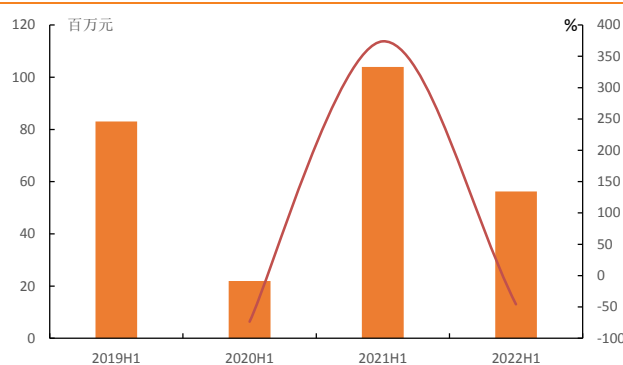
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 半年度毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

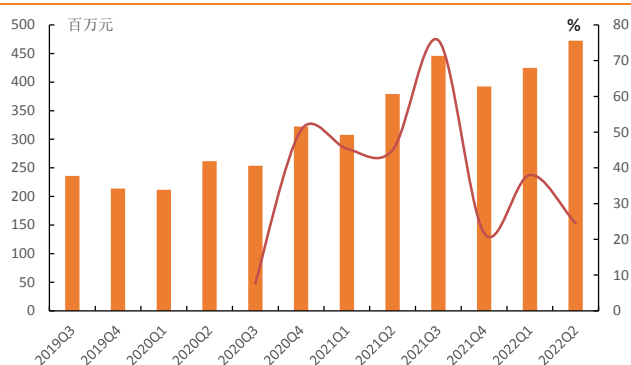
图 4: 半年度经营活动现金净流量及同比情况



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

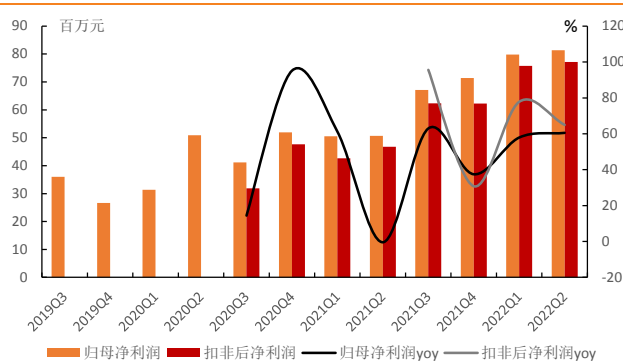
单季度来看, 2022 年第二季度, 公司实现收入 4.72 亿元, 同比增长 25%; 归属于上市公司股东的净利润 0.81 亿元, 同比增长 61%, 扣非后净利润 0.77 亿元, 同比增长 65%; 经营活动产生的现金流量净额 0.63 亿元, 同比增长 33.18%。毛利率 37%, 较 2021 年第二季度增长 3 个百分点。

图 5: 单季度营收及同比情况



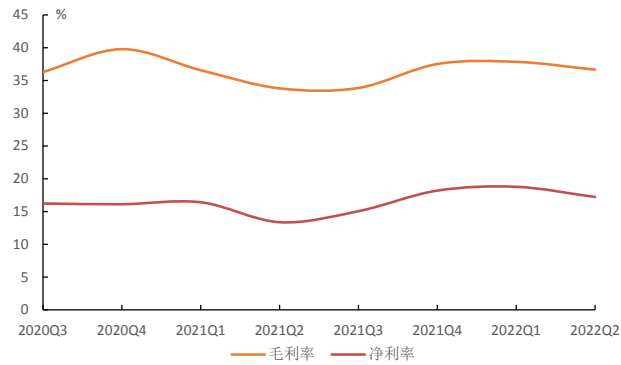
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 6: 单季度归母净利润、扣非后净利润及同比情况



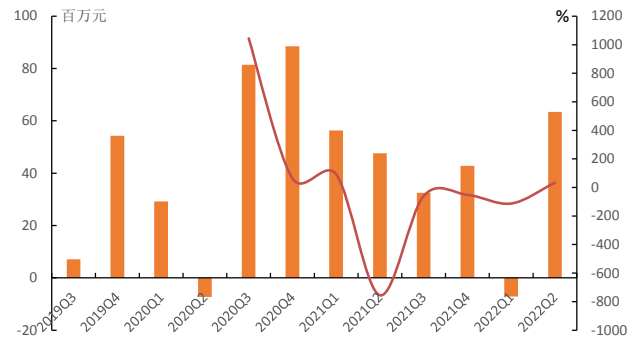
资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 7：单季度毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 8：单季度经营活动现金净流量及同比情况



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2. 克服面板行业景气下行，公司显示材料逆势高增，募投项目提供成长性

2.1.1. 液晶面板景气下行，受益于国产化和采购错配，公司仍保持 40% 增长

液晶面板迎来景气持续下行，面板厂商持续削减订单。2021 年下半年开始，由于新冠疫情爆发带来的液晶终端产品的强劲需求已褪去，消费预算减少和消费需求萎缩使得终端产品需求持续疲软，价格下降，终端生产厂家开始削减面板订单。

虽然行业景气持续下行，但由于原料采购周期和面板下行周期的短期错配、叠加韩厂退出国内混晶企业的采购增加，公司液晶材料仍保持 40% 左右的增长。2022 年上半年，公司液晶板块实现销售收入 4.81 亿元，占公司营收总额的比重为 53.63%，同比增加 1.37 亿元，增幅 39.67%，毛利率 31.00%。

2022 年上半年液晶业务收入增长主要有以下原因：1、2022 年上半年新冠疫情严重期间，为确保安全供应，客户加大采购量；2、基于降低成本或转移业务重心的考虑，部分客户加大单晶产品的外放规模；3、韩系面板厂商逐步关停 LCD 面板产线后，国内面板厂商和混晶材料厂商的市场占比进一步提升，公司作为国内三家主要混晶厂商的重要供应商，材料供应需求相应增加；4、对部分客户的新产品增量供应。

随着未来液晶国产化和行业景气后续存在的复苏，公司仍有液晶产能扩张：截至 2022 年 6 月底，公司高端液晶显示材料生产项目中的主要辅助工程和服务设施已建设完成，两个生产车间建设中，其中 310 车间房屋结构、室内设备平台、墙体已完工，设备待安装，公司预计 2023 年二季度交付；311 车间房屋主体建设中，公司预计 2023 年三季度交付。

2.1.2. 新应用场景提振下，OLED 渗透率持续提升，公司 OLED 材料量价齐升

OLED 显示作为新型显示技术仍处于快速发展阶段，2022 年上半年 OLED 产业端主要产品的销售继续保持增长。据 Omdia 推算，2022 年 OLED 材料的市场规模预计将从 2021 年的 16.82 亿美元增至 20.94 亿美元，同比增长 24%。

从小尺寸应用领域看，虽然 2022 年上半年智能手机整体需求有所减弱，但是与液晶相比，OLED 手机的价格仅略有下调，销量上 Omdia 预测 2022 年使用 AMOLED 的智能手机出货量将增长至 6 亿台以上。其中，折叠屏手机销售增长显著，市场研究机构 DSCC 表示，2022 年第一季度可折叠手机出货量为 222 万部，同比增长 571%。在中大尺寸应用领域，受 LCD 大尺寸面板价格的大幅下跌和电视需求整体下降的影响，市场预测 2022 年 OLED 电视的销售较年初预测略有下降，但仍保持增长趋势。在车用显示领域，AMOLED 面板进一步取代 LCD 面板，部分汽车制造商的高端车型中开始采用 OLED 面板，Omdia 预测 AMOLED 车用显示面板出货量将在 2022 年达到 12 万块，预计 2029 年增至 430 万块。此外，全球 IT 产品 OLED 线产能的基板面积同样保持快速增长。

公司受益于 OLED 需求提振，收入和毛利率显著增加，贡献利润增量。2022 年上半年，公

司 OLED 板块继续保持高速增长, 实现销售收入 3.25 亿元, 占公司营收总额的比重提升至 36.28%, 同比增加 1.06 亿元, 增幅 48.11%, 毛利率 41.96%, 较 2021 年的 30.02% 增长 12 个百分点。其中 OLED 板块的外销收入占比进一步提升至 95%, 国内客户销售占比有所下降。根据公司半年报分析, 公司 OLED 板块营业收入和毛利率的提高主要有以下因素: 1、从行业发展情况看, 虽然 2022 年上半年 OLED 小尺寸终端产品的需求有所减弱, 但是 OLED 在中大尺寸终端产品的应用渗透率不断提高, 且增速较快; 2、订单模式趋于良性, 多批次小批量情况进一步改善; 3、规模效应下, 工艺优化和生产挖潜对成本下降影响凸显。

未来 OLED 仍有较多产能投放, 公司将充分受益于 OLED 板块快速增长, 突破产能瓶颈保持增长潜力。截至 2022 年 6 月底, 公司 OLED 及其他功能材料生产项目中的辅助工程和服务设施已建设完成, 308 车间、313 西车间已投入使用。314 车间已完成钢结构工程, 设备安装中, 公司预计 10 月份交付; 309 车间由于设备交付时间滞后和设计调整等原因有所延期, 目前设备安装中, 公司预计 2023 年 3 月份交付。

3. 医药板块低于预期, GMP 车间落地在即, 待厚积而薄发

3.1.1. 医药板块保持增长潜力, 公司积极布局, 原料药项目即将交付, 管线持续增长

医药板块增长潜力大, 行业发展保持快车道。据全球权威咨询公司 Frost & Sullivan 对未来两年中国医药 CDMO 市场规模和小分子 CDMO 市场规模的预测以及国内部分头部医药 CDMO 上市公司 2022 年半年度的业绩预告可以看出, 医药研发生产外包的趋势持续强化, 公司所在的医药 CDMO 赛道宽广, 市场潜力较大。

为推进公司“中间体+原料药”一体化的 CMO/CDMO 战略, 公司于 2021 年开始建设瑞联制药原料药项目, 但由于西安及全国新冠疫情导致施工中断和设备供货期延长, 瑞联制药原料药项目一期的建设进度较预期略有滞后, 目前项目处于收尾阶段, 公司预计 8 月底可交付, 下半年导入原料药产品开始进行中试及工艺验证, 有望年底前申报、2023 年初取得《药品生产许可证》, 同步开展后续原料药产品和客户的开发事宜。

截至 2022 年 6 月, 公司现有医药管线合计 120 个, 相较于 2021 年底共新增 20 个, 其中终端药物为创新药的项目 86 个, 仿制药项目 32 个, 未知 2 个。

表 1: 医药管线进展情况

进度	2022 年中	2021 年底	终端药物治疗领域
商业化	34	32	肺癌、心血管疾病、细菌感染、胰腺炎、糖尿病、胶质瘤、哮喘等疾病
临床 III 期及临床后	31	22	糖尿病、肝癌、新型冠状病毒肺炎、子宫肌瘤、抗菌药等疾病
临床 II 期	14	12	癌症、苯丙酮尿症 (PKU)、痛风、白血病、肿瘤、实体瘤等疾病
临床 I 期及临床前	40	33	肿瘤、胃病、肾病、乳腺癌、关节炎、多发性骨髓瘤等疾病
未知	1	1	实体瘤
合计	120	100	

注: 1、新增管线数量已剔除因终端药物项目终止或无法实现量产等原因导致无效的 7 条 2022 年之前已有管线。2、未知系指部分终端药物的商业化进度、名称、治疗领域等相关信息公司无法获悉。

资料来源: 瑞联新材 2022 年半年报, 天风证券研究所

3.1.2. 客户采购策略及新药推广进度问题, 拖累公司医药板块, 上半年业务下滑明显

客户采购策略及新冠疫情下新药审批进度问题拖累公司增长, 医药业务上半年下滑明显。2022 年上半年, 公司医药业务实现销售收入 0.67 亿元, 占公司营收总额的比重为 7.52%, 同比减少 0.34 亿元, 下降 33.50%, 毛利率为 60.53%。公司医药板块的主要产品为创新药中间体, 产品的销售与终端药物的临床进展和商业化进度密切相关, 通过与客户的沟通, 公司认为 2022 年上半年医药业务销售下降原因如下: 1、由于客户调整采购策略, 下调采购预期, 主力产品销售有所下降; 2、用于治疗子宫肌瘤的创新药由于疫情原因上市时间推迟, 对应中间体的销售订单延期; 3、重点新产品对应的终端药物的上市进度由于原料药工厂的原因推迟, 对应中间体的量产计划延期。虽然上半年公司医药板块有新产品放量销售, 但新产品的销售增长不足以弥补原有重点主力产品的下降缺口, 因此上半年医药板块

整体销售下滑。

4. 平台型公司布局新兴领域，从研发到商业化，以时间换空间

公司作为囊括显示材料、医药材料、电子材料的平台型公司，依托化学合成平台布局多个未来成长潜力较大的新材料项目。相较于其他业务板块，公司电子化学品板块业务虽然持续增长但规模整体较小，客户对产品测试认证的时间较长，产品布局包括光刻胶材料、聚酰亚胺材料、有机绝缘膜材料和新能源材料领域等，其中光刻胶材料主要为半导体光刻胶单体和树脂，应用于半导体制造领域，部分产品已规模化销售，有机绝缘膜材料、薄膜材料处于客户送样测试阶段，尚未量产销售。另外，公司的新能源材料车间 313 东车间已完工，315 车间工程收尾阶段，公司预计将于 8 月底交付，预计四季度将会形成产品销售。

2022 年上半年，公司电子化学品及其他板块共实现销售收入 0.23 亿元，占公司营收总额的比重为 2.58%，同比增长 7.25%。

5. 盈利预测与估值

我们维持公司 2022-2024 年归母净利润 3.31/3.79/4.16 亿元，对应 EPS 为 3.37/3.86/4.25 元/股，维持“买入”评级。

6. 风险提示

技术更新无法有效满足市场需求的风险：在显示领域升级迭代的过程中，产品更新换代加快、终端产品多样化，公司如果在技术研发方向上发生决策失误或不能及时将新技术运用于产品开发中，将面临技术与产品开发落后于市场发展的风险。

原材料价格波动风险：如果未来原材料价格普遍性大幅度上涨，且公司主要产品销售价格不能同步上调，将会对公司的盈利能力产生不利影响。

电解液添加剂业务产能过剩风险：国内许多企业都在加快对锂电池及锂电池电解液相关材料的布局，若未来行业内锂电池电解液相关材料产能扩张过快，终端市场需求增长不及预期，将可能会面临整个行业产能相对过剩的情况，最终加剧行业竞争，导致市场销售价格下降，因此可能存在公司在竞争压力下难以达成预期销售目标，以致项目效益不达预期的风险。

环保和安全生产风险：环保、安全生产监管要求趋严，未来如果设备老化毁损、人为操作不当或发生自然灾害，可能会导致火灾、人身伤害等安全生产事故，将可能影响公司正常的生产经营，给公司带来损失。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,312.70	1,325.93	849.08	635.82	1,120.38
应收票据及应收账款	235.61	472.88	320.70	721.32	483.69
预付账款	12.07	19.58	27.13	27.54	35.21
存货	301.93	527.76	769.78	788.18	938.08
其他	440.99	504.98	506.21	505.06	506.48
流动资产合计	2,303.29	2,851.13	2,472.89	2,677.92	3,083.84
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	462.27	626.85	813.24	1,081.54	1,049.68
在建工程	93.11	184.11	292.06	98.41	0.00
无形资产	31.17	32.18	30.66	29.15	27.64
其他	34.94	136.29	135.89	135.49	135.08
非流动资产合计	621.48	979.43	1,271.85	1,344.59	1,212.41
资产总计	2,924.77	3,830.56	3,744.75	4,022.51	4,296.25
短期借款	0.00	302.96	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	166.10	406.92	457.35	544.72	604.76
其他	51.95	226.23	249.94	251.05	256.51
流动负债合计	218.05	936.11	707.28	795.77	861.27
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	10.28	10.23	10.23	10.23	10.23
非流动负债合计	10.28	10.23	10.23	10.23	10.23
负债合计	232.98	975.93	717.52	806.00	871.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	70.18	70.18	98.08	98.08	98.08
资本公积	2,181.22	2,184.28	2,163.64	2,163.64	2,163.64
留存收益	440.39	600.17	765.52	954.79	1,163.04
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2,691.80	2,854.63	3,027.23	3,216.51	3,424.75
负债和股东权益总计	2,924.77	3,830.56	3,744.75	4,022.51	4,296.25

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	175.41	239.78	330.69	378.55	416.48
折旧摊销	74.47	81.02	107.18	126.86	131.78
财务费用	19.93	(31.02)	(30.95)	(21.51)	(25.44)
投资损失	0.00	(16.46)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(114.02)	(61.09)	(53.67)	(329.39)	144.54
其它	36.07	(32.96)	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	191.86	179.27	353.24	154.50	667.36
资本支出	106.63	337.24	400.00	200.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(655.59)	(1,441.02)	(800.00)	(400.00)	0.00
投资活动现金流	(548.96)	(1,103.78)	(400.00)	(200.00)	0.00
债权融资	(325.33)	335.26	(272.00)	21.51	25.44
股权融资	1,764.03	(115.49)	(158.09)	(189.28)	(208.24)
其他	106.88	5.97	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	1,545.58	225.74	(430.10)	(167.76)	(182.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,188.48	(698.77)	(476.86)	(213.26)	484.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,049.61	1,525.58	2,117.94	2,581.54	2,908.91
营业成本	626.57	986.62	1,370.55	1,682.29	1,908.34
营业税金及附加	12.28	14.33	19.90	24.26	27.33
销售费用	15.16	27.96	38.82	47.31	53.31
管理费用	132.97	164.80	228.79	278.87	314.23
研发费用	42.30	83.31	115.65	140.97	158.84
财务费用	15.86	(32.31)	(30.95)	(21.51)	(25.44)
资产/信用减值损失	(17.37)	(39.70)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.95	0.69	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	16.46	0.00	0.00	0.00
其他	12.65	31.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	208.25	272.26	375.18	429.36	472.30
营业外收入	0.31	0.28	0.28	0.28	0.28
营业外支出	4.44	1.10	1.10	1.10	1.10
利润总额	204.12	271.44	374.36	428.54	471.47
所得税	28.71	31.66	43.66	49.98	54.99
净利润	175.41	239.78	330.69	378.55	416.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	175.41	239.78	330.69	378.55	416.48
每股收益(元)	1.79	2.44	3.37	3.86	4.25

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	6.00%	45.35%	38.83%	21.89%	12.68%
营业利润	20.74%	30.74%	37.80%	14.44%	10.00%
归属于母公司净利润	18.15%	36.70%	37.92%	14.47%	10.02%
获利能力					
毛利率	40.30%	35.33%	35.29%	34.83%	34.40%
净利率	16.71%	15.72%	15.61%	14.66%	14.32%
ROE	6.52%	8.40%	10.92%	11.77%	12.16%
ROIC	24.00%	22.71%	24.73%	22.85%	19.94%
偿债能力					
资产负债率	7.97%	25.48%	19.16%	20.04%	20.29%
净负债率	-48.77%	-35.84%	-28.05%	-19.77%	-32.71%
流动比率	10.34	2.95	3.50	3.37	3.58
速动比率	8.99	2.41	2.41	2.37	2.49
营运能力					
应收账款周转率	5.38	4.31	5.34	4.95	4.83
存货周转率	3.38	3.68	3.26	3.31	3.37
总资产周转率	0.50	0.45	0.56	0.66	0.70
每股指标(元)					
每股收益	1.79	2.44	3.37	3.86	4.25
每股经营现金流	1.96	1.83	3.60	1.58	6.80
每股净资产	27.45	29.11	30.87	32.80	34.92
估值比率					
市盈率	38.78	28.37	20.57	17.97	16.33
市净率	2.53	2.38	2.25	2.11	1.99
EV/EBITDA	12.24	11.53	11.85	10.41	8.78
EV/EBIT	15.52	13.97	15.54	13.64	11.37

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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