

海螺水泥(600585)/水泥制造 一季度市占率持续提升, 盈利维持高位, 王者风范!

评级: 买入(维持)

市场价格: 34.07

分析师: 张琰

执业证书编号: S0740518010001

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

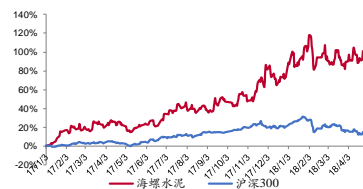
联系人: 孙颖

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	52.99
流通股本(亿股)	40.00
市价(元)	34.07
市值(亿元)	1860
流通市值(亿元)	1363

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 一季报超预期!“新常态”下水泥龙头配置价值凸显!
- 2 水泥巨头量价齐升, 百亿盈利价值之选
- 3 H1 量价齐升, 水泥巨头再腾飞
- 4 业绩大增符合预期, 再乐观一点!

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	559.32	753.11	904.47	952.95	1004.01
增长率 yoy%	9.72%	34.65%	20.10%	5.36%	5.36%
净利润(亿元)	85.30	158.55	224.47	234.83	245.10
增长率 yoy%	13.48%	85.87%	41.58%	4.61%	4.37%
每股收益(元)	1.61	2.99	4.24	4.43	4.63
每股现金流量	2.49	3.28	4.90	6.35	4.77
净资产收益率	11.13%	17.73%	21.88%	20.13%	18.66%
P/E	21.17	11.39	8.04	7.69	7.37
PEG	0.53	0.73	0.18	0.19	0.47
P/B	2.36	2.02	1.76	1.55	1.37

备注:

投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年一季度业绩公告, 2018 年一季度实现营业收入 187.67 亿元, 上年同期 136.39 亿元, 同比提高 37.59%; 2018 年一季度实现归母净利润 47.78 亿元, 上年同期 21.53 亿元, 同比增长 121.90%。
- **点评:**
- **2018 年一季度, 水泥行业在供给端持续收紧的前提下, 水泥价格延续强势, 仅呈现季节性涨跌, 公司的盈利水平同比大幅提高。** 从出货量上看, 由于 3 月份的“两会”和环保压力等, 3 月的水泥需求释放出现一定滞后效应, 公司出货量同比略微下滑, 一季度海螺的出货量约为 5800 万吨。但是供给端持续收紧下, 行业供需关系维持健康水平, 库存延续低位, 水泥价格延续了 2017 年四季度以来的高中枢, 我们测算 2018Q1 吨价格约 324 元, 同比提高 94 元; 由于煤炭价格和原材料价格出现一定上涨, 2018Q1 吨成本约 190 元, 同比上升 27 元; 2018Q1 吨毛利约 133 元, 同比大幅提高 66 元; 2018Q1 吨归母净利约 82 元, 同比大幅上升 47 元。
- **2018Q1 海螺水泥的市占率进一步提高。** 从海螺的主战场华东区域看, 由于春节开工晚以及环保要求严格等对于节后需求的压制, 区域水泥需求量下滑幅度较大, 但是公司出货量仅仅小幅下滑, 说明公司的区域市占率进一步提高, 印证了我们“熟料资源化”下大企业对于小企业的挤出效应。
- **公司经营能力进一步改善, 费用率下降, 资产负债表持续修复。** 从公司的费用率看, 2017 年销售费用率、管理费用率和财务费用率均同比下降, 显示出公司的经营能力进一步向好。从资产负债率看, 公司在 2018Q1 的资产负债率为 22.09%, 环比继续下降, 资产负债表持续优化。
- **2018 全国大企业自律进一步加强, 行业格局进一步向好。** 2018 年, 由安徽海螺水泥股份有限公司和上海南方水泥有限公司共同出资组建的安徽江北海中建材贸易有限责任公司已于安徽江北产业集中区注册成立。公司主营业务为砂石骨料、熟料、水泥等建材产品的销售服务。平台的成立将更好的巩固双方在长三角地区的领导地位, 同时对于稳定整个华东地区水泥市场也会起到积极作用。2018 年 3 月 21 日, 中国水泥协会在昆明召开了全国大型水泥企业领导人圆桌会议 (C12+3 峰会), 来自中国建材集团、海螺

水泥、金隅冀东、华润水泥等 19 家全国最大水泥企业的领导参加了会议，对水泥行业的供给侧改革进一步达成共识，行业间的协同有望进一步增强。

- **“熟料资源化”或将继续对行业产生边际影响，海螺水泥作为一家石灰石矿石自给率接近 100% 的公司将明显受益。** 2018 年随着政府诉求更加重视“绿水青山”，我国石灰石矿山的格局将从过去“规模小、散乱差”向“集中化、规模化、正规化”靠拢，采矿权的收缩与矿山的正规化将导致大量中小无证矿山的退出，大幅提高石灰石矿石的边际成本。原材料的成本上升将促使行业分化，需要外购石灰石的水泥小企业由于竞争力加速衰弱逐步退出市场。相比之下，像海螺等一些水泥大企业由于拥有大量的石灰石矿山储备，基本不会受影响，反而能够获得更多的水泥和熟料市场份额，另外通过自有矿山为一些附近小的混凝土搅拌站提供骨料等获得更多具有“资源属性”的利润。
- **需求并不悲观，价格持续上扬，估值存在修复空间。** 前期宏观预期较差，周期品在市场悲观预期下普遍受到估值压制。水泥作为无库存产品，能够较好的反映需求的真实情况，近期南方地区水泥的出货量普遍恢复较好，体现出整体需求并不像市场预期的那么悲观；而近期行业价格随着出货量恢复，普遍开始提价，华东等区域的价格已开启第三轮上涨，而北方等区域随着实际行业集中度的快速提升，价格上涨表现同样猛烈。我们认为前期悲观的需求预期将在较好的企业盈利和价格表现下具备修复的空间。
- **中期维度看，平抑周期下，周期品配置逻辑在悄然变化，我们认为水泥板块是经济“新常态”下配置价值非常高的周期品。**
- **其一、新常态下的周期平抑是大趋势：**我们认为当前的经济运行状态其实是新旧动能齐飞，各有各的逻辑。旧动能仍然承载着比较强的为新动能造血的功能，我们认为政府是更多希望看到新动能在经济中的占比越来越多，而不是旧动能出现断崖式下滑。近期政府的重要工作会议上明确指出，供给侧改革将仍然贯穿整个新旧动能转换的过程，我们认为政府是希望经济总量缓步回落的同时，同步加速供给的收缩，这也是当前政府工作的大方向。而基于当前的政府各项表述和核心的诉求，我们认为近年大部分工业品的价格还是会延续在较高盈利中枢下的一个震荡，不同的周期品振幅是不同的，但总体周期平抑是大趋势。
- **其二、平抑的周期下水泥的行业定价权最强、稳定性较高，价值属性逻辑最能讲通：**历史上看大家选择周期品一般都是觉得钢铁是优于水泥的，因为钢铁整个周期性更强，整个产业链条上杠杆较多，更容易从周期波动弹性中获益。但是我们觉得现在随着需求周期的波动变窄，而供给周期的扰动减少，我们在这个时点对周期品的配置逻辑和历史上看有明显区别，现在新常态下盈利波动整体波动越窄的行业，龙头企业相比于行业总体平均成本有明显优势的产业，而且未来资产负债率比较低，分红率有提升能力的龙头是可以讲类价值化的逻辑的，水泥从各个条件上来看比较符合这个标准。水泥是弹性、区域型产能，整个产业链条在国内、是本土化定价产品且产业链条上库存少，基本没有杠杆，受到预期的影响相对较小；大型水泥企业由于有自有矿山的原因，具有很强的上游属性，在目前的“供给侧改革”大背景下水泥龙头对于整体市场的定价权是非常强的。

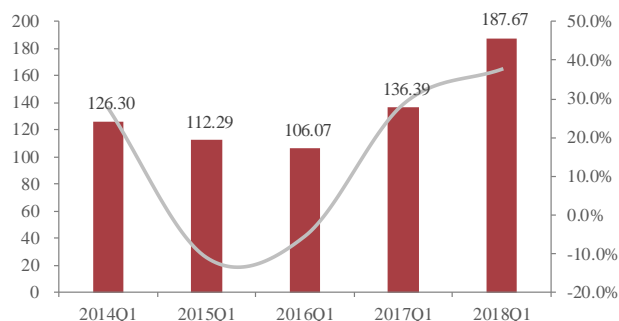
- **投资建议：**短期维度看，随着全国水泥企业出货量恢复，华东区域水泥和熟料价格两轮普涨已经落地，正在开启第三轮涨价，公司的盈利能力进一步增强。中期维度看，“熟料资源化”将逐步带来上游原材料供给的进一步收缩，随着海螺和南方水泥成立的砂石、水泥及熟料供销平台落地，公司对华东地区水泥全产业链的控制力度将进一步加强，市占率有望进一步提高。我们认为海螺水泥作为行业中的龙头企业，在行业整体集中度提升加速过程中最为受益，行业格局持续向好将有效支持全年价格中枢维持高位。而平抑的周期下，公司的分红有望进一步提升，价值属性有望凸显。我们预计公司 2018-2019 年归母净利润分别为 224 亿、235 亿，对应当前 PE 分别为 8.0、7.7 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济大幅下滑风险、供给侧改革不达预期

图表目录

图表 1: 海螺水泥 2017 年营收增速为 34.22%.....	- 5 -
图表 2: 海螺水泥 2017 年归母净利增速为 85.87%.....	- 5 -
图表 3: 海螺水泥 2018Q1 吨价格约为 324 元.....	- 5 -
图表 4: 海螺水泥 2018Q1 吨成本约为 190 元.....	- 5 -
图表 5: 海螺水泥 2018Q1 吨毛利约为 133 元.....	- 5 -
图表 6: 海螺水泥 2018Q1 吨归母净利约为 82 元.....	- 5 -
图表 9: 2017 年公司费用率持续降低.....	- 6 -
图表 10: 2017 年公司资产负债率进一步降低.....	- 6 -
图表 11: 海螺水泥财务摘要.....	- 9 -

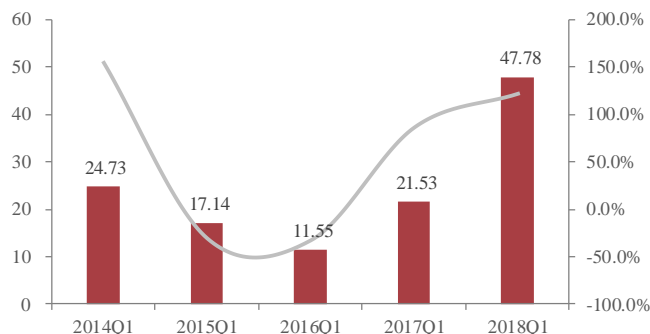
事件：公司发布 2018 年一季度业绩公告，2018 年一季度实现营业收入 187.67 亿元，上年同期 136.39 亿元，同比提高 37.59%；2018 年一季度实现归母净利润 47.78 亿元，上年同期 21.53 亿元，同比增长 121.90%。

图表 1：海螺水泥 2017 年营收增速为 34.22%



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：海螺水泥 2017 年归母净利增速为 85.87%

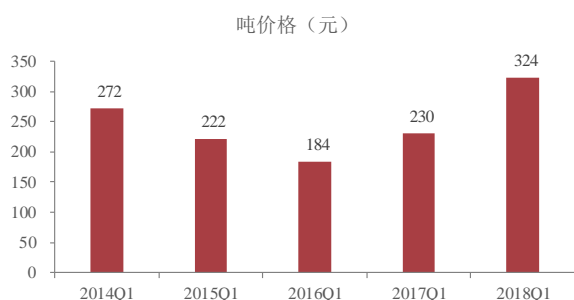


来源：公司公告、中泰证券研究所

点评

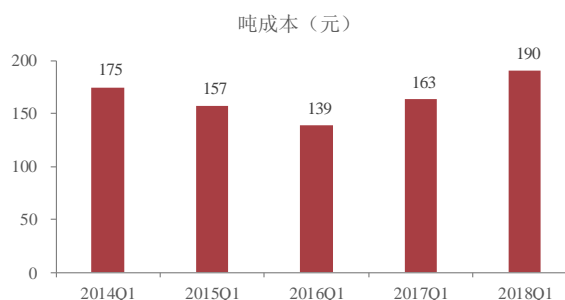
- 2018 年一季度，水泥行业在供给端持续收紧的前提下，水泥价格延续强势，仅呈现季节性涨跌，公司的盈利水平同比大幅提高。**从出货量上看，由于 3 月份的“两会”和环保压力等，3 月的水泥需求释放出现一定滞后效应，公司出货量同比略微下滑，一季度海螺的出货量约为 5800 万吨。但是供给端持续收紧下，行业供需关系维持健康水平，库存延续低位，水泥价格延续了 2017 年四季度以来的高中枢，我们测算 2018Q1 吨价格约 324 元，同比提高 94 元；由于煤炭价格和原材料价格出现一定上涨，2018Q1 吨成本约 190 元，同比上升 27 元；2018Q1 吨毛利约 133 元，同比大幅提高 66 元；2018Q1 吨归母净利约 82 元，同比大幅上升 47 元。

图表 3：海螺水泥 2018Q1 吨价格约为 324 元



来源：中泰证券研究所

图表 4：海螺水泥 2018Q1 吨成本约为 190 元

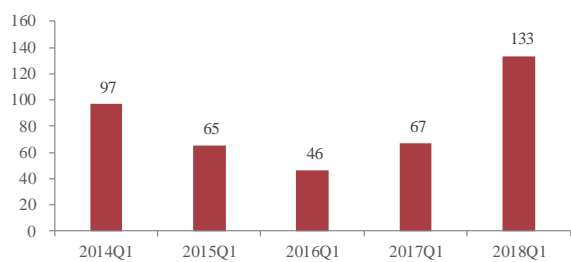


来源：中泰证券研究所

图表 5：海螺水泥 2018Q1 吨毛利约为 133 元

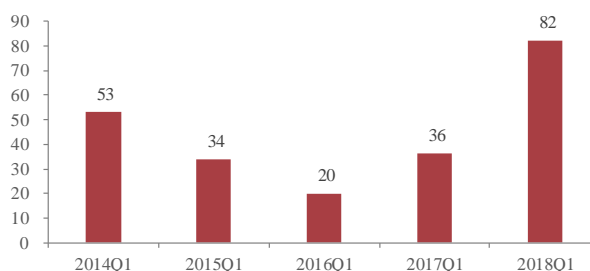
图表 6：海螺水泥 2018Q1 吨归母净利约为 82 元

吨毛利（元）



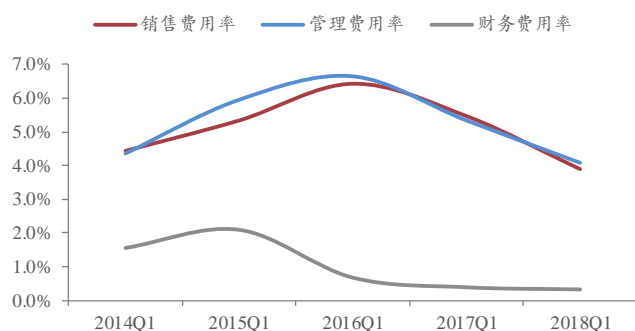
来源：中泰证券研究所

吨归母净利润（元）

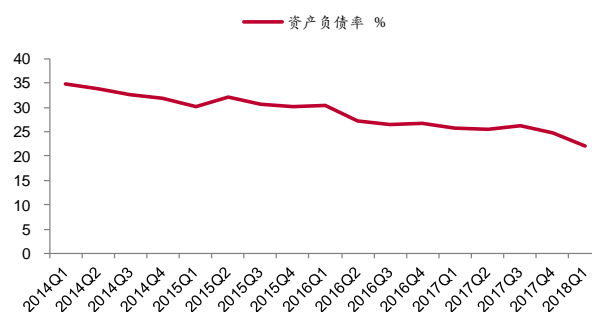


来源：中泰证券研究所

- 2018Q1 海螺水泥的市占率进一步提高。**从海螺的主战场华东区域看，由于春节开工晚以及环保要求严格等对于节后需求的压制，区域水泥需求量下滑幅度较大，但是公司出货量仅仅小幅下滑，说明公司的区域市占率进一步提高，印证了我们“熟料资源化”下大企业对于小企业的挤出效应。
- 公司经营能力进一步改善，费用率下降，资产负债表持续修复。**从公司的费用率看，2017 年销售费用率、管理费用率和财务费用率均同比下降，显示出公司的经营能力进一步向好。从资产负债率看，公司在 2018Q1 的资产负债率为 22.09%，环比继续下降，资产负债表持续优化。

图表 7：2017 年公司费用率持续降低


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：2017 年公司资产负债率进一步降低


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2018 全国大企业自律进一步加强，行业格局进一步向好。**2018 年 3 月，由安徽海螺水泥股份有限公司和上海南方水泥有限公司共同出资组建的安徽江北海中建材贸易有限责任公司已于安徽江北产业集中区注册成立。公司主营业务为砂石骨料、熟料、水泥等建材产品的销售服务。平台的成立将更好的巩固双方在长三角地区的领导地位，同时对于稳定整个华东地区水泥市场也会起到积极作用。2018 年 3 月 21 日，中国水泥协会在昆明召开了全国大型水泥企业领导人圆桌会议（C12+3 峰会），来自中国建材集团、海螺水泥、金隅冀东、华润水泥等 19 家全国最大水泥企业的领导参加了会议，对水泥行业的供给侧改革进一步达成共识，行业间的协同有望进一步增强。
- “熟料资源化”或将继续对行业产生边际影响，海螺水泥作为一家石灰石矿石自给率接近 100%的公司将明显受益。**2018 年随着政府诉求更加重视“绿水青山”，我国石灰石矿山的格局将从过去“规模小、散乱差”向“集中化、规模

化、正规化”靠拢，采矿权的收缩与矿山的正规化将导致大量中小无证矿山的退出，大幅提高石灰石矿石的边际成本。原材料的成本上升将促使行业分化，需要外购石灰石的水泥小企业由于竞争力加速衰弱逐步退出市场。相比之下，像海螺等一些水泥大企业由于拥有大量的石灰石矿山储备，基本不会受影响，反而能够获得更多的水泥和熟料市场份额，另外通过自有矿山为一些附近小的混凝土搅拌站提供骨料等获得更多具有“资源属性”的利润。

- **需求并不悲观，价格持续上扬，估值存在修复空间。**前期宏观预期较差，周期品在市场悲观预期下普遍受到估值压制。水泥作为无库存产品，能够较好的反映需求的真实情况，近期南方地区水泥的出货量普遍恢复较好，体现出整体需求并不像市场预期的那么悲观；而近期行业价格随着出货量恢复，普遍开始提价，华东等区域的价格已开启第三轮上涨，而北方等区域随着实际行业集中度的快速提升，价格上涨表现同样猛烈。我们认为前期悲观的需求预期将在较好的企业盈利和价格表现下具备修复的空间。
- **中期维度看，平抑周期下，周期品配置逻辑在悄然变化，我们认为水泥板块是经济“新常态”下配置价值非常高的周期品。**
 - ✓ **其一、新常态下的周期平抑是大趋势：我们认为当前的经济运行状态其实是新旧动能齐飞，各有各的逻辑。**旧动能仍然承载着比较强的为新动能造血的功能，我们认为政府是更多希望看到新动能在经济中的占比越来越多，而不是旧动能出现断崖式下滑。近期政府的重要工作会议上明确指出，供给侧改革将仍然贯穿整个新旧动能转换的过程，我们认为政府是希望经济总量缓步回落的同时，同步加速供给的收缩，这也是当前政府工作的大方向。而基于当前的政府各项表述和核心的诉求，我们认为近年大部分工业品的价格还是会延续在较高盈利中枢下的一个震荡，不同的周期品振幅是不同的，但总体周期平抑是大趋势。
 - ✓ **其二、平抑的周期下水泥的行业定价权最强、稳定性较高，价值属性逻辑最能讲通：**历史上看大家选择周期品一般都是觉得钢铁是优于水泥的，因为钢铁整个周期性更强，整个产业链条上杠杆较多，更容易从周期波动弹性中获益。但是我们觉得现在随着需求周期的波动变窄，而供给周期的扰动减少，我们在这个时点对周期品的配置逻辑和历史上看有明显区别，现在新常态下盈利波动整体波动越窄的行业，龙头企业相比于行业总体平均成本有明显优势的产业，而且未来资产负债率比较低，分红率有提升能力的龙头是可以讲类价值化的逻辑的，水泥从各个条件上来看比较符合这个标准。水泥是弹性、区域型产能，整个产业链条在国内、是本土化定价产品且产业链条上库存少，基本没有杠杆，受到预期的影响相对较小；大型水泥企业由于有自有矿山的原因，具有很强的上游属性，在目前的“供给侧改革”大背景下水泥龙头对于整体市场的定价权是非常强的。
- **投资建议：**短期维度看，随着全国水泥企业出货量恢复，华东区域水泥和熟料价格两轮普涨已经落地，正在开启第三轮涨价，公司的盈利能力进一步增强。中期维度看，“熟料资源化”将逐步带来上游原材料供给的进一步收缩，随着海螺和南方水泥成立的砂石、水泥及熟料供销平台落地，公司对华东地区水泥全产业链的控制力度将进一步加强，市占率有望进一步提高。我们认为海螺水泥作为行业中的龙头企业，在行业整体集中度提升加速过程中最为受益，行业

格局持续向好将有效支持全年价格中枢维持高位。而平抑的周期下，公司的分红有望进一步提升，价值属性有望凸显。我们预计公司 2018-2019 年归母净利润分别为 224 亿、235 亿，对应当前 PE 分别为 8.0、7.7 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济大幅下滑风险、供给侧改革不达预期

图表 9: 海螺水泥财务摘要

损益表 (人民币亿元)						资产负债表 (人民币亿元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	559.32	753.11	904.47	952.95	1,004.01	货币资金	155.86	247.60	303.01	492.33	593.87
增长率	9.7%	34.6%	20.1%	5.4%	5.4%	应收款项	79.05	151.19	175.42	147.94	203.69
营业成本	-377.70	-488.88	-517.28	-546.40	-577.13	存货	45.49	47.05	39.16	51.90	44.28
% 销售收入	67.5%	64.9%	57.2%	57.3%	57.5%	其他流动资产	13.55	13.69	12.59	14.53	13.48
毛利	181.62	264.23	387.19	406.55	426.87	流动资产	293.94	459.53	530.19	706.70	855.33
% 销售收入	32.5%	35.1%	42.8%	42.7%	42.5%	% 总资产	26.8%	37.6%	41.0%	48.2%	53.2%
营业税金及附加	-6.72	-9.47	-11.37	-11.98	-12.62	长期投资	62.79	32.89	32.90	32.89	32.92
% 销售收入	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	622.78	596.68	586.59	573.31	556.82
营业费用	-32.76	-35.72	-42.90	-45.20	-47.62	% 总资产	56.9%	48.9%	45.4%	39.1%	34.6%
% 销售收入	5.9%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	无形资产	74.98	79.76	81.89	83.87	85.70
管理费用	-31.44	-34.60	-41.55	-43.78	-46.12	非流动资产	801.20	761.90	762.39	759.51	753.31
% 销售收入	5.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	% 总资产	73.2%	62.4%	59.0%	51.8%	46.8%
息税前利润 (EBIT)	110.69	184.44	291.37	305.59	320.51	资产总计	1,095.14	1,221.43	1,292.58	1,466.21	1,608.64
% 销售收入	19.8%	24.5%	32.2%	32.1%	31.9%	短期借款	12.75	9.35	0.00	0.00	0.00
财务费用	-3.37	-2.16	-2.16	-2.16	-2.16	应付款项	100.42	105.72	94.91	119.16	105.65
% 销售收入	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	57.32	96.07	96.10	96.08	96.08
资产减值损失	3.78	0.00	0.00	0.00	0.00	流动负债	170.49	211.14	191.00	215.24	201.73
公允价值变动收益	0.06	0.02	0.02	-0.01	0.00	长期贷款	54.47	48.60	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.99	20.27	2.00	2.00	2.00	其他长期负债	67.19	42.04	42.04	42.04	42.04
% 税前利润	3.2%	9.8%	0.7%	0.6%	0.6%	负债	292.15	301.78	233.04	257.28	243.77
营业利润	115.16	202.58	291.23	305.42	320.35	普通股股东权益	766.09	894.06	1,025.83	1,166.73	1,313.79
营业利润率	20.6%	26.9%	32.2%	32.0%	31.9%	少数股东权益	36.90	25.58	33.71	42.21	51.08
营业外收支	8.93	4.03	9.32	9.00	7.82	负债股东权益合计	1,095.14	1,221.43	1,292.58	1,466.21	1,608.64
利润率	22.2%	27.4%	33.2%	33.0%	32.7%						
所得税	-27.03	-48.00	-67.96	-71.09	-74.20	比率分析					
所得税率	21.8%	23.2%	22.6%	22.6%	22.6%		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	89.51	164.29	232.59	243.33	253.97	每股指标					
少数股东损益	4.21	5.74	8.13	8.50	8.87	每股收益 (元)	1.61	2.99	4.24	4.43	4.63
归属于母公司的净利润	85.30	158.55	224.47	234.83	245.10	每股净资产 (元)	14.46	16.87	19.36	22.02	24.79
净利率	15.3%	21.1%	24.8%	24.6%	24.4%	每股经营现金净流 (元)	2.49	3.28	4.90	6.35	4.77
						每股股利 (元)	0.50	0.50	1.69	1.77	1.85
						回报率					
现金流量表 (人民币亿元)						净资产收益率	11.13%	17.73%	21.88%	20.13%	18.66%
净利润	89.51	164.29	232.59	243.33	253.97	总资产收益率	8.17%	13.45%	17.99%	16.60%	15.79%
加: 折旧和摊销	47.53	48.33	52.74	56.09	59.44	投入资本收益率	11.52%	21.22%	28.52%	28.93%	31.89%
资产减值准备	3.78	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率					
公允价值变动损失	-0.06	-0.02	0.02	-0.01	0.00	营业总收入增长率	9.72%	34.65%	20.10%	5.36%	5.36%
财务费用	3.70	2.03	2.16	2.16	2.16	EBIT 增长率	20.15%	84.49%	43.30%	4.84%	4.86%
投资收益	-3.48	-20.19	-2.00	-2.00	-2.00	净利润增长率	13.48%	85.87%	41.58%	4.61%	4.37%
少数股东损益	4.21	5.74	8.13	8.50	8.87	总资产增长率	3.53%	11.53%	5.83%	13.43%	9.71%
营运资金的变动	7.14	5.63	-26.06	37.06	-60.59	资产管理能力					
经营活动现金净流	131.97	173.63	259.45	336.62	252.98	应收账款周转天数	8.3	12.9	15.0	15.0	15.0
固定资本投资	-5.23	14.89	-48.43	-48.43	-48.43	存货周转天数	28.3	22.1	17.2	17.2	17.2
投资活动现金净流	-45.52	-52.03	-51.23	-51.21	-51.25	应付账款周转天数	39.5	34.5	33.0	33.7	33.4
股利分配	-26.50	-26.50	-89.79	-93.93	-98.04	固定资产周转天数	399.0	291.5	235.5	219.1	202.6
其他	-45.01	-48.50	-63.02	-2.16	-2.16	偿债能力					
筹资活动现金净流	-71.51	-75.00	-152.81	-96.09	-100.20	净负债/股东权益	-10.93%	-17.75%	-38.74%	-42.35%	-54.20%
现金净流量	14.94	46.61	55.41	189.32	101.54	EBIT 利息保障倍数	32.9	95.0	136.1	142.6	149.6
						资产负债率	26.68%	24.71%	18.03%	17.55%	15.15%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。