

美年健康 (002044.SZ) 保健产品及服务行业

评级：增持 首次评级

公司点评

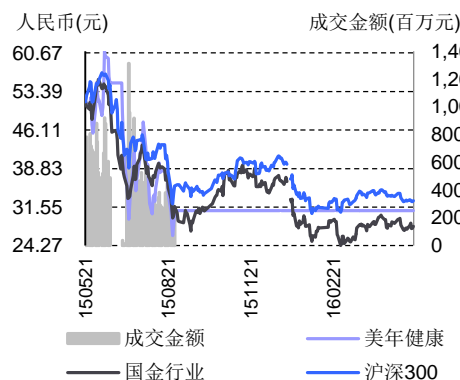
市场价格(人民币)：30.87元

美年健康高速增长，携手慈铭实现强强联合

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	277.70
总市值(百万元)	37,375.59
年内股价最高最低(元)	60.98/26.15
沪深300指数	3078.22
深证成指	9816.75



相关报告

- 《三季度业绩高增长，拓展大健康产业链；-江苏三友公司点评》，2015.11.3
- 《体检行业潜力大，把握龙头投资机会；-江苏三友公司研究》，2015.7.13
- 《健康体检第一股上市，看好体检龙头价值；-江苏三友公司点评》，2015.7.1

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.132	0.215	0.322	0.434	0.583
每股净资产(元)	1.73	2.52	2.83	3.25	3.81
每股经营性现金流(元)	0.13	0.27	0.53	0.50	0.67
市盈率(倍)	76.04	143.60	95.78	71.17	52.98
行业优化市盈率(倍)	65.78	151.35	131.16	131.16	131.16
净利润增长率(%)	N/A	779.07%	49.94%	34.57%	34.33%
净资产收益率(%)	7.64%	8.52%	11.39%	13.36%	15.29%
总股本(百万股)	224.25	1,210.74	1,210.74	1,210.74	1,210.74

来源：公司年报、国金证券研究所

复牌简评

- **携手慈铭，健康体检领域两大龙头公司强强联合：**公司通过三步来完成对慈铭体检的收购，交易价格公允；携手慈铭，实现网点互补，运营层面以期实现规模效应，经营层面以期解决同业竞争问题。
- **连锁扩张与规模效应铸就美年健康业绩高速增长：**连锁制造业带来公司收入端快速增长；公司毛利率趋于稳定；核心门店引领规模效应凸显；利润率的提升在公司的几个重点门店上尤为凸显；淡季减亏、旺季更旺拉动公司全年业绩快速增长；管理机制到位。
- **公司收购爱康国宾的事宜存在不确定性：**公司收购爱康国宾的事宜存在不确定性，同时，中概股拟通过借壳或IPO回归A股市场也存在着不确定性。截止到目前为止，公司仍与爱康国宾特别委员会和财务顾问就私有化交易的相关事宜进行持续沟通。
- **员工持股平台、管理层高于市价增持彰显信心：**公司当前收购慈铭体检剩余72%的股权，交易对方天亿资管于2016年4月与维途投资签署《股权转让协议》，将其所持有的慈铭体检36.11%股权转让予维途投资，交易对价13.5亿，用于公司未来作为核心员工的持股平台；慈铭体检72.22%股权的交易作价约为26.97亿元，发行价格为31.13元/股，高于市价。员工持股平台、管理层高于市价增持彰显对公司未来发展信心。

盈利预测

- 预计公司2016~2018年净利润分别为3.9亿、5.25亿、7.05亿，对应EPS 0.32、0.43、0.58元。(不考虑慈铭体检并表因素与后续收购的股权摊薄因素)。
- 健康体检行业是朝阳行业，专业体检行业是其中更具吸引力的细分行业。我们看好美年大健康作为行业龙头，在体检行业的深度整合与附加值提升的价值，建议把握千亿市场的龙头投资机会。公司具体情况参考我们此前发布的公司深度报告《体检行业潜力大，把握龙头投资机会》和行业深度报告《健康体检行业，孕育千亿机会》。

风险提示

交易风险；并购审批风险；扩张整合风险；经营质量风险；市场竞争风险。

孙笑悦 联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

携手慈铭，健康体检领域两大龙头公司强强联合

- 公司目前拟向天亿资管、维途投资、东胜康业、韩小红和李世海非公开发行股份，购买其持有的慈铭体检 72.2%的股权，完成对慈铭体检 100%的股权控股。
- 目前，慈铭体检在全国 16 个地区设立了 57 个体检中心，2015 年慈铭体检的体检量达到 212 万人次，是全国第三大专业体检公司。

公司通过三步来完成对慈铭体检的收购

- 2014 年 9 月，第一次转让的股份 3,333 万股，约占慈铭体检总股本的 27.78%，对应慈铭整体作价 36 亿元。交易附带条件，慈铭体检剩余股权需在 12 个月内完成转让。因此，2015 年 11 月，集团公司天亿资管对慈铭体检展开剩余股权的收购，但本质上属于上市公司控股股东联合资金提供方协助上市公司开展的过桥收购行为。
- 2015 年 12 月 7 日，天亿资管受让健之康业、鼎晖创投等 14 名慈铭体检股东持有的慈铭体检 68.40%股份，同时承诺在其受让慈铭体检 68.40%的股份的交割之日起的 36 个月内，将其所持的标的股份注入本公司。
- 目前，美年健康拟向天亿资管、维途投资、东胜康业、韩小红和李世海非公开发行股份，购买其持有的慈铭体检 72.2%的股权，并向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金。慈铭体检 100%股权的交易对价为 37.35 亿元，对应本次标的资产慈铭体检 72.22%股权的交易作价约为 26.97 亿元，拟以非公开发行 86,650,077 股股份方式支付，发行价格为 31.13 元/股。

■ 点评：

■ 1. 交易价格公允

- 第三步中，即慈铭体检从集团注入上市公司的交易中，慈铭体检 72.2%的股权其收购对价约为 26.97 亿元，较前次天亿资管收购对价溢价约 0.97 亿元。本次交易中，对应慈铭体检 100%股份对价为 37.35 亿元，较前次天亿资管收购时慈铭体检 100%股份对价增加 1.35 亿元。这是考虑了天亿资管的对外融资相关的资金成本后(借款金额 24.6 亿)，价格做的适当调整，交易价格公允。

■ 2. 携手慈铭，实现两大体检公司的强强联合

- 在网点互补层面，慈铭体检网点布局主要在东中部的一二线城市，和美年健康的网点布局存在互补。本次收购完成后将进一步提高上市公司对中国境内健康体检行业的覆盖率和区域覆盖率，提高对客户需求的响应能力，从一定程度上实现客户群体的统一销售，避免重复开发。

图表 1：慈铭体检全国网点分布情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：美年健康网点全国布局情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **在运营层面**，这次交易将有利于美年大健康与慈铭体检发挥双方在营销、采购、管理等方面的协同效应，降低经营成本，提升盈利能力。
- **在同业竞争层面**，本次交易前，慈铭体检的实际控制人为俞熔先生。同时，俞熔先生也是上市公司的实际控制人，这次交易完成后，慈铭

体检将成为上市公司全资子公司，有望解决目前专业体检机构存在的同业竞争问题。

■ **3. 交易完成后，上市公司股权进一步提升**

- 这次交易前，上市公司实际控制人俞熔先生持有上市公司 30.1% 的股份；交易完成后(不考虑配套融资)，上市公司实际控制人持有上市公司 34.4% 的股份，股权集中度进一步提升。

连锁扩张与规模效应铸就美年健康业绩高速增长

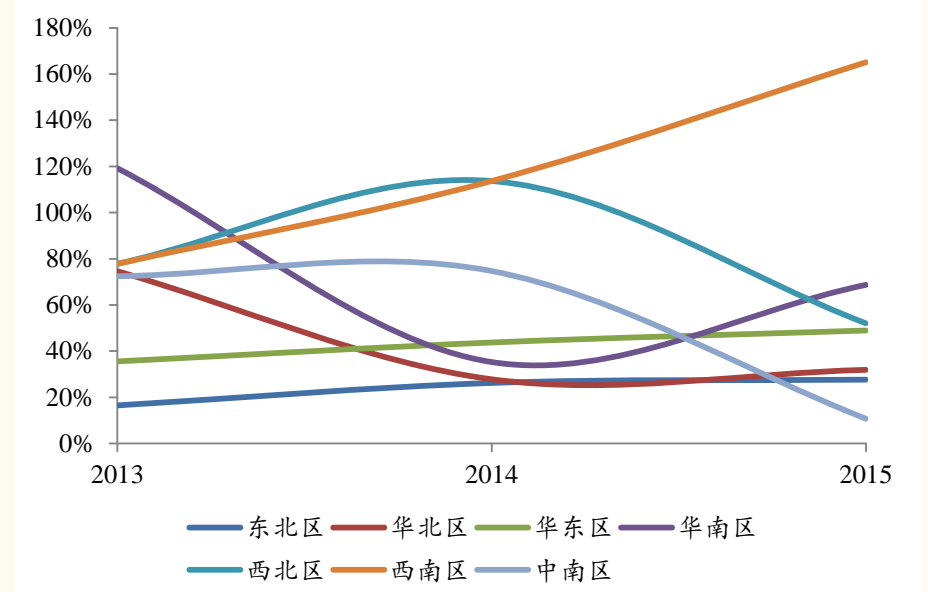
- 公司 2015 年实现营业收入 21 亿，同比增长 47%；归属母公司净利润 2.6 亿，同比增长 86%；扣非后净利润 2.2 亿，同比增长 55%；EPS 0.25 元，同比增长 25%。公司拟以 12.1 亿股为基数，每 10 股转增 10 股。

■ **点评：**

■ **1. 连锁制业态带来公司收入端快速增长**

- 公司 2015 年在全国七大地区业绩均实现高速增长。其中西南地区同比增长 165%，该地区 14 年也实现了 114% 的高增长，2012~2015 年西南地区的年复合增速高达 116%；华东、华南、西北等区域也都实现了 50% 以上的增长。

图表 3：公司各区域营业收入实现高增长

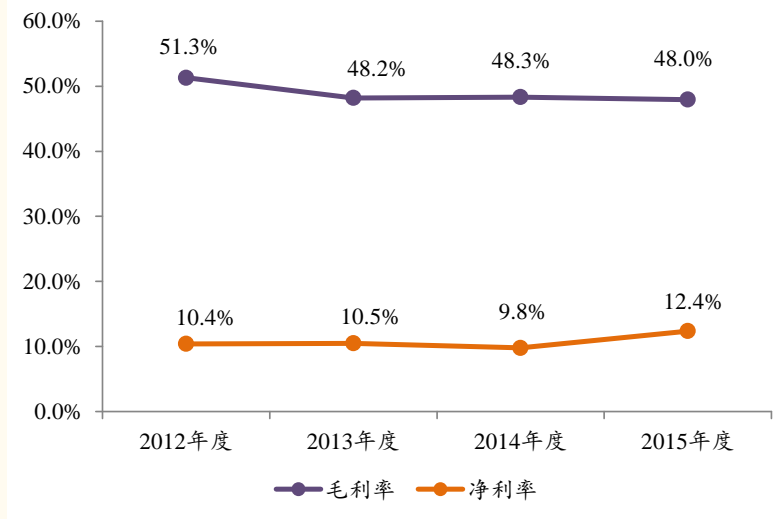


来源：公司公告，国金证券研究所

■ **2. 公司毛利率趋于稳定**

- 由于公司仍处于快速扩张期，新增店面、新增人员等使毛利率小幅下降，但已趋于稳定。

图表 4：公司毛利率趋于稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

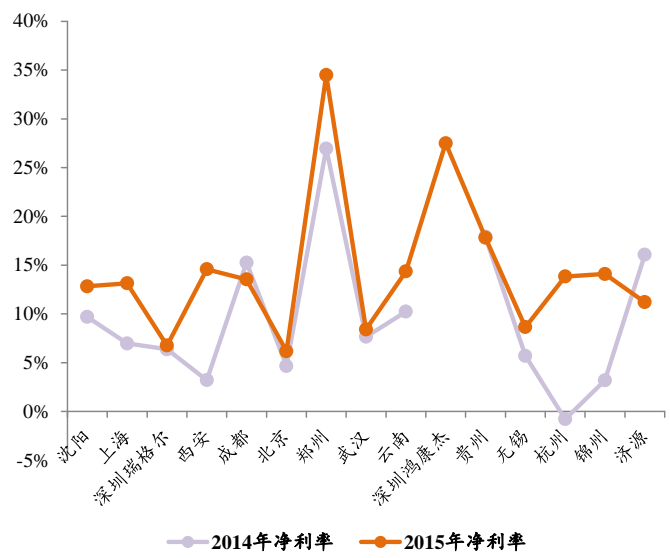
■ 3. 核心门店引领规模效应凸显

- 公司管理费用率较去年大幅下降 3.3 个百分点，销售费用率下降 0.7 个百分点，使得公司在毛利率稳定的情况下，净利率提升了 2.6 个百分点。这是由于公司的连锁业态已经进入了新店拉动收入、老店贡献利润的良性经营周期，规模效应出现。

■ 4. 利润率的提升在公司的几个重点门店上尤为凸显

- 沈阳、上海、深圳瑞格尔、西安、成都、北京、郑州、武汉、云南、贵州、无锡、杭州等分店，基本上所有重点门店的净利润率都比 2014 年提升。在上海，公司的总部所在地，净利率同比实现了 6 个百分点的提升，这说明，即使在公司业务发展最为成熟的地区，规模效应才刚刚出现，未来公司的业绩空间仍可期待。公司在众多二线城市，如西安、昆明、锦州等地，业绩同比都出现了翻倍式的增长。

图表 5：重点门店去年净利率均同比提高



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 5. 淡季减亏、旺季更旺拉动公司全年业绩快速增长

- 健康体检行业受到节假日分布、企事业单位的财务核算周期及居民体检习惯等的影响，具有明显的季节性消费特征，一般来说上半年是淡季，一季度亏损在任何一个体检公司都是正常现象；下半年是旺季，尤其四季度。公司 15 年上半年亏损 3639 万，2014 年同期亏损 4750 万，上半年减亏；15 年下半年收入同比增长 58%，尤其三季度实现同比增长 103%，对全年业绩拉动尤为明显。总体来说，公司淡季减亏、旺季更旺拉动了全年业绩的高速增长。

■ 6. 管理机制到位

- 公司曾在 13 年推出员工持股计划，子公司主要管理人员、职能部门负责人均持有一定股份，充分调动了公司高级管理人员及核心员工的积极性。公司十分重视人才培养、引进，特别注重培养和引进同时具备“管理+医疗”专业才能的复合型人才，拥有一批技术骨干，并形成合理的人才梯队，这为公司核心门店的发展提供了良好的基础。

对爱康国宾的收购事宜存在不确定性

公司收购爱康国宾事件始末

- 2015 年 8 月 31 日，爱康国宾宣布爱康国宾董事长张黎刚及相关私募股权基金(爱康国宾买方团)拟以每份美国存托股份 (ADS)17.8 美元的要约价格宣布对爱康国宾进行私有化，相对前一个股票交易日收盘价溢价 10.8%。
- 2015 年 11 月 30 日，江苏三友公告，公司拟参与由平安德成、太平国发、华泰瑞联、红杉坤德、凯辉私募股权投资基金等公司组建的买方团，向爱康国宾提交私有化交易初步要约。买方团拟提交的初步要约私有化交易价格为每份美国存托股份 22 美元(每股普通股 44 美元)。该购买价格相对爱康国宾收到私有化要约前最后一个交易日(2015 年 8 月 28 日)的股价溢价 37%，相对于爱康国宾买方团要约收购价溢价 23.6%。
- 2015 年 12 月 15 日，公司拟以每份美国存托股份 23.50 美元或每份普通股 47.0 美元的价格，全现金收购爱康国宾。
- 2016 年 1 月 7 日，上公司拟以每份美国存托股份 25 美元或每份普通股 50 美元的价格，全现金收购爱康国宾。同时，买方团成员新加入了上海源星胤石股权投资合伙企业、上海赛领资本管理有限公司和海通新创投资管理有限公司。
- 截止目前为止，公司仍与爱康国宾特别委员会和财务顾问就私有化交易的相关事宜进行持续沟通。
- 公司收购爱康国宾的事宜存在不确定性，同时，中概股拟通过借壳或 IPO 回归 A 股市场也存在着不确定性。监管部门正对中概股通过 IPO、并购重组回归 A 股市场可能引起的影响进行深入分析研究。如果相关限制政策出台，中概股回归 A 股的成本将有所提升，包括时间成本与财务成本。

图表 6：启动私有化的中概股进程

中概股名称	所属行业	交易所	私有化发出时间	状态
聚美优品	科技	纳斯达克	2016.2.17	进行中
酷6传媒	传媒	纳斯达克	2016.2.1	进行中
智联招聘	科技	纳斯达克	2016.1.9	进行中
搜狐	科技	纳斯达克	2015.12.17	进行中
天合光能	能源	纽交所	2015.12.12	进行中
爱康国宾	医疗保健	纳斯达克	2015.9.2	进行中
艺龙	旅游	纳斯达克	2015.8.4	进行中
麦考林	科技	纳斯达克	2015.7.21	进行中
当当	科技	纳斯达克	2015.7.9	进行中
欢聚时代 (YY)	科技	纳斯达克	2015.7.9	进行中
海王星辰	医疗保健	纽交所	2015.7.6	进行中
空中网	科技	纳斯达克	2015.6.29	进行中
陌陌	科技	纳斯达克	2015.6.23	进行中
中星微电子	科技	纳斯达克	2015.6.22	完成
中国信息技术有限公司	科技	纳斯达克	2015.6.22	进行中
航美传媒	运营商	纳斯达克	2015.6.19	进行中
奇虎360	科技	纽交所	2015.6.17	进行中
创梦天地	科技	纳斯达克	2015.6.13	进行中
博纳影业	消费服务	纳斯达克	2015.6.12	进行中
如家	消费服务	纳斯达克	2015.6.11	进行中
世纪互联	科技	纳斯达克	2015.6.10	进行中
人人公司	金融	纳斯达克	2015.6.10	进行中
易居中国	金融	纽交所	2015.6.9	进行中
晶澳太阳能	能源	纳斯达克	2015.6.5	进行中
迈瑞	医疗保健	纽交所	2015.6.4	进行中
淘米	科技	纽交所	2015.6.1	完成
中国手游	游戏科技	纳斯达克	2015.5.18	完成
药明康德	医疗保健	纽交所	2015.4.29	完成
中国脐带血库	生命科技	纽交所	2015.4.27	进行中
学大教育	消费服务	纽交所	2015.4.21	进行中
久邦数码	科技	纽交所	2015.3.17	完成
盛大游戏	游戏科技	纳斯达克	2015.4.3	进行中
世纪佳缘	科技	纳斯达克	2015.3.17	进行中
完美世界	游戏科技	纳斯达克	2014.12.31	完成
巨人网络 (退市)	游戏	纽交所	2013.12.19	退市
弘成教育 (退市)	教育	纽交所	2013.6.21	退市
分众传媒 (退市)	网络服务	纳斯达克	2012.8.13	退市

来源：和讯网，国金证券研究所

(四)通过员工持股平台、管理层高于市价增持彰显信心

- **员工持股平台绑定核心员工利益：**公司当前收购慈铭体检剩余 72%的股权，交易对方天亿资管于 2016 年 4 月与维途投资签署《股权转让协议》，将其所持有的慈铭体检 36.11%股权转让予维途投资，交易对价 13.5 亿，用于公司未来作为核心员工的持股平台；
- **管理层高于市价增持彰显对公司未来的发展信心：**慈铭体检 72.22%股权的交易作价约 26.97 亿元，发行价格为 31.13 元/股，高于当前市价。由于此前集团层面的收购动用的是借壳，此次增发，相当于管理层间接增持，管理层高于市价增持彰显对公司未来发展信心。这次交易前，上市公司实

际控制人俞熔先生持有上市公司 30.1%的股份；交易完成后(不考虑配套融资)，上市公司实际控制人持有上市公司 34.4%的股份，股权集中度将进一步提升。

盈利预测

- 预计公司 2016~2018 年净利润分别为 3.9 亿、5.25 亿、7.05 亿，对应 EPS 0.32、0.43、0.58 元。不考虑慈铭体检并表因素与后续收购的股权摊薄因素。
- 健康体检行业是朝阳行业，专业体检行业是其中更具吸引力的细分行业。我们看好美年大健康作为行业龙头，在体检行业的深度整合与附加值提升的价值，建议把握千亿市场的龙头投资机会。公司具体情况，参考我们此前发布的公司深度报告《体检行业潜力大，把握龙头投资机会》和行业深度报告《健康体检行业，孕育千亿机会》。

风险提示

- 交易风险；并购审批风险；扩张整合风险；经营质量风险；市场竞争风险。

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	759	696	2,101	3,110	4,360	5,783
增长率		-8.3%	201.9%	48.0%	40.2%	32.6%
主营业务成本	-624	-556	-1,094	-1,622	-2,295	-3,062
% 销售收入	82.3%	79.9%	52.0%	52.1%	52.6%	52.9%
毛利	134	140	1,008	1,488	2,064	2,721
% 销售收入	17.7%	20.1%	48.0%	47.9%	47.4%	47.1%
营业税金及附加	-5	-6	-2	-3	-4	-6
% 销售收入	0.6%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-11	-11	-484	-731	-1,025	-1,318
% 销售收入	1.4%	1.6%	23.0%	23.5%	23.5%	22.8%
管理费用	-44	-50	-195	-290	-407	-538
% 销售收入	5.8%	7.2%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	75	73	326	464	628	859
% 销售收入	9.9%	10.5%	15.5%	14.9%	14.4%	14.8%
财务费用	-12	-8	-20	-11	-17	-27
% 销售收入	1.5%	1.2%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-92	-18	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	54	54	56	57
% 税前利润	n.a	3.4%	14.9%	10.6%	8.3%	6.4%
营业利润	-29	48	358	507	667	889
营业利润率	n.a	6.9%	17.0%	16.3%	15.3%	15.4%
营业外收支	-1	-1	1	4	4	4
税前利润	-30	48	359	511	671	893
利润率	n.a	6.9%	17.1%	16.4%	15.4%	15.4%
所得税	-26	-23	-73	-115	-140	-182
所得税率	n.a	47.3%	20.3%	22.5%	20.9%	20.4%
净利润	-55	25	286	396	531	711
少数股东损益	-39	-4	26	6	6	6
归属于母公司的净利润	-17	30	260	390	525	705
净利率	n.a	4.3%	12.4%	12.5%	12.0%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-45	45	286	396	531	711
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	108	34	152	68	79	89
非经营收益	16	9	-26	27	16	38
营运资金变动	-54	-59	-83	153	-25	-31
经营活动现金净流	26	30	330	645	600	807
资本开支	-21	-3	-347	516	-305	-306
投资	-85	1	-1,222	-1	0	0
其他	1	-23	0	54	56	57
投资活动现金净流	-105	-25	-1,569	569	-249	-249
股权募资	0	0	1,482	0	0	0
债权募资	122	-96	390	171	500	200
其他	-61	-34	-105	-49	-96	-120
筹资活动现金净流	61	-130	1,767	123	404	80
现金净流量	-17	-125	528	1,337	754	638

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	318	172	1,106	2,443	3,197	3,835
应收款项	71	59	692	668	936	1,241
存货	63	64	25	66	93	124
其他流动资产	15	50	79	114	160	213
流动资产	467	345	1,901	3,290	4,386	5,413
% 总资产	61.5%	50.5%	42.4%	62.7%	66.7%	69.2%
长期投资	119	185	1,114	1,115	1,114	1,114
固定资产	135	109	688	822	1,045	1,257
% 总资产	17.7%	16.0%	15.4%	15.7%	15.9%	16.1%
无形资产	38	41	714	22	30	39
非流动资产	293	338	2,580	1,960	2,191	2,411
% 总资产	38.5%	49.5%	57.6%	37.3%	33.3%	30.8%
资产总计	760	684	4,481	5,250	6,576	7,824
短期借款	176	80	543	0	0	0
应付款项	108	85	455	604	850	1,128
其他流动负债	9	31	118	193	263	344
流动负债	293	196	1,116	797	1,114	1,472
长期贷款	22	22	86	836	1,336	1,536
其他长期负债	18	18	37	0	0	0
负债	333	235	1,239	1,633	2,450	3,008
普通股股东权益	349	387	3,056	3,426	3,930	4,615
少数股东权益	78	61	185	191	196	202
负债股东权益合计	760	684	4,481	5,250	6,576	7,824

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	-0.074	0.132	0.215	0.322	0.434	0.583
每股净资产	1.556	1.727	2.524	2.829	3.246	3.811
每股经营现金净流	0.117	0.133	0.272	0.532	0.495	0.667
每股股利	0.200	0.050	0.080	0.017	0.017	0.017
回报率						
净资产收益率	-4.74%	7.64%	8.52%	11.39%	13.36%	15.29%
总资产收益率	-2.17%	4.33%	5.81%	7.43%	7.99%	9.02%
投入资本收益率	22.55%	6.98%	6.71%	8.07%	9.10%	10.76%
增长率						
主营业务收入增长率	9.76%	-8.26%	201.93%	47.99%	40.19%	32.63%
EBIT增长率	-13.18%	-2.91%	347.42%	42.21%	35.49%	36.68%
净利润增长率	N/A	N/A	779.07%	49.94%	34.57%	34.33%
总资产增长率	6.76%	-10.05%	555.49%	17.16%	25.27%	18.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.2	31.3	51.5	51.5	51.5	51.5
存货周转天数	39.6	41.5	14.8	14.8	14.8	14.8
应付账款周转天数	36.8	35.9	35.1	35.1	35.1	35.1
固定资产周转天数	64.7	57.3	108.4	77.1	56.9	43.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.27%	-15.69%	-14.68%	-44.42%	-45.09%	-47.72%
EBIT利息保障倍数	6.5	9.0	16.4	42.3	37.1	32.1
资产负债率	43.84%	34.45%	27.66%	31.11%	37.26%	38.44%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-01	增持	55.00	N/A
2	2015-07-13	增持	35.37	42.00~42.00
3	2015-11-03	增持	30.87	N/A

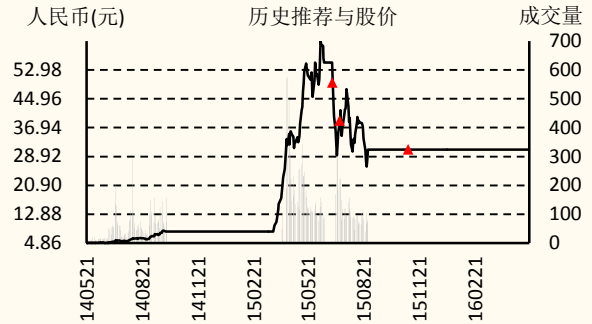
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD