

医药生物

2017年04月10日

鱼跃医疗 (002223)

——电商业务超预期，收购整合加快国际化布局

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据： 2017年04月07日

收盘价(元)	32.74
一年内最高/最低(元)	38.27/28.43
市净率	4.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	16185
上证指数/深证成指	3286.62 / 10669.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	7.35
资产负债率%	15.09
总股本/流通A股(百万)	668/494
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《鱼跃医疗(002223)点评：扣非净利润增长36%，多品类维持快速增长》2016/10/31
《鱼跃医疗(002223)点评：器械白马快速增长，国内并购及海外拓展值得期待》2016/04/14

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

孙辰阳 A0230115080002
suncy@swsresearch.com

联系人

孙辰阳
(8621)23297818x7432
suncy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2016年收入增长25.14%，扣非净利润增长39.53%**。2016年实现收入26.33亿，增长25.14%，归母净利润5亿，增长37.30%，扣非净利润4.89亿，增长39.53%，EPS0.75元，略高于市场预期（市场预期不高于35%）。四季度单季实现收入6.33亿，增长34.63%，归母净利润6824万，增长111.23%，扣非净利润8362万，增长62.54%。扣除上械集团并表后的归母净利润增长仍有34%，内生增长较快。同时公司公告分红预案，拟每10股转增5股派息4元。
- **电子商务板块取得突破进展，多板块维持高速增长**。2016年公司电子商务经营业绩增长超过50%，显著高于同行业其他公司，成为公司新的业绩增长点，各大电子商务平台均设有旗舰店且销量靠前，电商业务收入规模预计超过6亿。公司核心产品制氧机、电子血压计、血糖仪及试纸、针灸针等产品保持较快增长，预计医院终端的布局和发力带动公司市场全面开拓，血糖仪增长预计超过50%，预计2017年公司各板块增长情况乐观。
- **三大板块维持快速增长，上械带动医用临床板块盈利能力提升**。2016年公司康复护理系列收入10.4亿，增长9.5%，毛利率33.3%，提升0.67个百分点；医用供氧系列收入8.6亿，增长14.1%，毛利率48.9%，下降4.6个百分点；医用临床系列收入7.3亿，毛利率34.3%，提升3个百分点，主要受益于上械并表后的管理经营效率提升。
- **期间费用率下降3.49个百分点，经营现金流提升24.62%**。2016年公司毛利率38.69%，下降1.13个百分点，若扣除上械并表因素则毛利率基本同比持平。期间费用率17.47%，下降3.49个百分点，其中销售费用率7.70%，下降0.34个百分点，管理费用率10.44%，下降2.34个百分点，财务费用率-0.68%，下降0.81个百分点，每股经营性现金流1.01元，提升24.62%。整体由于电商业务的快速发展带动费用率的下降和管理效率的提升。
- **进军国际市场，国内外合作持续推进，维持增持评级**。公司以鱼跃德国制造促进鱼跃品牌、产品、团队的国际化；一季度已经完成对中优医药、Metrax GmbH收购的股权交割，全球化器械平台快速整合布局；与阿里健康技术有限公司、辉瑞投资有限公司等国际一流公司建立战略合作关系，通过顶层设计为公司远程慢病管理的格局性发展建立良好的生态圈。我们看好公司的中长期发展，维持17-18年EPS0.98元、1.25元，首次给予2019年EPS1.51元，增长30.5%、28.0%、20.9%，对应市盈率33倍、26倍、22倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,104	2,633	3,406	4,277	5,184
同比增长率(%)	25.09	25.14	29.38	25.57	21.21
净利润(百万元)	364	500	653	836	1,011
同比增长率(%)	22.67	37.31	30.53	28.02	20.93
每股收益(元/股)	0.62	0.75	0.98	1.25	1.51
毛利率(%)	39.8	38.7	38.5	38.6	38.5
ROE(%)	17.2	10.2	11.7	13.1	13.7
市盈率	53	44	33	26	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：单季度财务数据

合并报表	单季数据	单位	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	金额	百万元	464	472	429	317	536	556	542	470	727	702	571	633
	同比	%	28.08%	22.80%	11.48%	8.19%	15.53%	17.76%	26.31%	48.32%	35.71%	26.16%	5.40%	34.63%
	环比	%	58.22%	1.85%	-9.17%	-26.08%	68.96%	3.81%	-2.57%	-13.20%	54.59%	-3.49%	-18.60%	10.87%
营业成本	金额	百万元	277	275	253	204	311	329	332	294	430	416	353	416
	同比	%	24.71%	26.26%	8.50%	-4.67%	12.41%	19.53%	31.02%	44.09%	38.01%	26.33%	6.43%	41.40%
	环比	%	29.40%	-0.60%	-7.94%	-19.48%	52.57%	5.69%	0.91%	-11.45%	46.14%	-3.25%	-14.99%	17.65%
营业毛利	金额	百万元	187	197	176	113	224	227	210	176	297	286	218	217
	同比	%	33.43%	18.27%	16.08%	42.97%	20.17%	15.29%	19.53%	55.95%	32.51%	25.91%	3.77%	23.35%
	环比	%	136.20%	5.48%	-10.89%	-35.60%	98.53%	1.19%	-7.61%	-15.97%	68.68%	-3.85%	-23.86%	-0.12%
	毛利率	%	40.28%	41.72%	40.93%	35.66%	41.90%	40.84%	38.73%	37.49%	40.91%	40.76%	38.13%	34.35%
销售费用	金额	百万元	29	34	46	40	26	33	49	61	32	44	46	81
	同比	%	48.00%	9.84%	8.60%	26.63%	-12.00%	-2.76%	8.56%	54.01%	25.26%	33.27%	-7.24%	31.99%
	环比	%	-6.82%	16.87%	33.47%	-12.87%	-35.25%	29.14%	49.02%	23.60%	-47.34%	37.41%	3.72%	75.87%
	销售费用率	%	6.29%	7.22%	10.61%	12.51%	4.79%	5.96%	9.12%	12.99%	4.42%	6.30%	8.03%	12.73%
管理费用	金额	百万元	45	52	55	64	64	38	72	94	73	58	58	87
	同比	%	22.68%	12.39%	15.70%	327.07%	40.49%	-26.11%	32.04%	47.84%	14.03%	49.96%	-19.72%	-8.31%
	环比	%	203.36%	14.53%	5.37%	16.66%	-0.21%	-39.76%	88.29%	30.62%	-23.03%	-20.78%	0.80%	49.18%
	管理费用率	%	9.78%	11.00%	12.76%	20.14%	11.90%	6.90%	13.34%	20.08%	10.00%	8.21%	10.16%	13.67%
财务费用	金额	百万元	-1	-1	0	-1	-1	-1	2	3	3	-5	-4	-11
	同比	%	89.58%	-398.19%	-510.85%	-117.96%	-76.85%	-9.85%	574.57%	501.17%	388.58%	-353.99%	-349.99%	-440.85%
	环比	%	-113.42%	-71.43%	63.92%	-116.50%	-32.08%	-6.48%	255.86%	83.01%	-4.99%	-267.51%	14.17%	-149.53%
	财务费用率	%	-0.13%	-0.22%	-0.09%	-0.26%	-0.20%	-0.21%	0.33%	0.70%	0.43%	-0.75%	-0.79%	-1.77%
资产减值损失	金额	百万元	11	5	2	-6	12	9	-1	-17	20	0	4	-14
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	0	0	0	1	0	-1	0	3	0	9	0	14
营业利润	金额	百万元	96	103	70	16	118	141	84	33	162	193	110	75
	同比	%	24.60%	18.17%	23.12%	-50.35%	22.42%	36.29%	19.63%	114.65%	37.44%	37.65%	31.43%	125.71%
	环比	%	208.12%	7.08%	-32.23%	-77.79%	659.66%	19.22%	-40.52%	-60.15%	386.41%	19.40%	-43.20%	-31.57%
	营业利润率	%	20.77%	21.84%	16.30%	4.90%	22.01%	25.28%	15.43%	7.09%	22.29%	27.58%	19.25%	11.88%
营业外收入	金额	百万元	11	8	6	26	9	27	13	-12	4	33	10	-13
营业外支出	金额	百万元	0	0	1	-1	0	1	0	3	0	0	0	2
利润总额	金额	百万元	107	110	75	42	126	167	97	18	166	227	120	60
	同比	%	24.79%	17.16%	22.42%	-26.86%	18.61%	51.09%	29.76%	-57.78%	31.50%	35.85%	23.77%	236.72%
	环比	%	85.22%	3.58%	-32.55%	-43.48%	200.35%	31.95%	-42.07%	-81.61%	835.57%	36.32%	-47.22%	-49.98%
	税前利润率	%	23.00%	23.39%	17.37%	13.28%	23.61%	30.01%	17.84%	3.78%	22.88%	32.32%	20.95%	9.45%
所得税费用	金额	百万元	12	13	14	-3	17	23	16	-16	24	37	19	-8
	有效税率	%	11.34%	11.35%	18.90%	-6.91%	13.77%	14.05%	16.61%	-88.85%	14.25%	16.15%	15.64%	-13.51%
净利润	金额	百万元	95	98	60	45	109	143	81	34	143	190	101	68
	同比	%	23.41%	21.80%	12.91%	-6.33%	15.36%	46.49%	33.41%	-25.42%	30.76%	32.53%	25.22%	102.38%
	环比	%	96.72%	3.57%	-38.29%	-25.50%	142.27%	31.52%	-43.80%	-58.36%	324.82%	33.29%	-46.90%	-32.69%
	净利润率	%	20.39%	20.74%	14.09%	14.20%	20.36%	25.80%	14.88%	7.14%	19.62%	27.10%	17.68%	10.73%
少数股东损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0
归母净利润	金额	百万元	94	98	60	45	109	143	80	32	142	189	101	68
	同比	%	23.37%	21.95%	12.78%	-6.96%	15.26%	46.46%	33.03%	-27.65%	30.86%	32.08%	25.58%	111.23%
	环比	%	96.80%	3.41%	-38.35%	-25.85%	143.81%	31.39%	-44.00%	-59.67%	340.98%	32.61%	-46.75%	-32.17%
摊薄EPS	金额	元/股	0.14	0.15	0.09	0.07	0.16	0.21	0.12	0.05	0.21	0.28	0.15	0.10
扣非归母净利润	金额	百万元	88	94	58	27	104	123	72	51	142	166	98	84
经营活动现金流	金额	百万元	35	28	0	143	101	95	101	246	217	68	126	266
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.05	0.04	0.00	0.21	0.15	0.14	0.15	0.37	0.32	0.10	0.19	0.40

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：年度财务数据

合并报表	累计数据	单位	2014Q1	2014H1	2014Q1-3	2014A	2015Q1	2015H1	2015Q1-3	2015A	2015Q1	2015H1	2015Q1-3	2015A
营业收入	金额	百万元	464	936	1,365	1,682	536	1,092	1,633	2,104	727	1,428	1,999	2,633
	同比	%	28.08%	25.36%	20.64%	18.08%	15.53%	16.66%	19.69%	25.09%	35.71%	30.84%	22.41%	25.14%
营业成本	金额	百万元	277	552	805	1,009	311	640	972	1,266	430	845	1,198	1,614
	同比	%	24.71%	25.48%	19.59%	13.74%	12.41%	15.96%	20.69%	25.42%	38.01%	32.01%	23.28%	27.49%
营业毛利	金额	百万元	187	384	559	672	224	452	661	838	297	583	801	1,019
	同比	%	33.43%	25.19%	22.18%	25.24%	20.17%	17.66%	18.25%	24.59%	32.51%	29.19%	21.12%	21.59%
	毛利率	%	40.28%	41.01%	40.98%	39.98%	41.90%	41.36%	40.49%	39.82%	40.91%	40.84%	40.07%	38.69%
销售费用	金额	百万元	29	63	109	148	26	59	108	169	32	76	122	203
	同比	%	48.00%	24.66%	17.40%	19.73%	-12.00%	-7.02%	-0.50%	14.06%	25.26%	29.78%	12.88%	19.77%
	销售费用率	%	6.29%	6.76%	7.97%	8.83%	4.79%	5.39%	6.63%	8.05%	4.42%	5.34%	6.11%	7.70%
管理费用	金额	百万元	45	97	152	216	64	102	174	269	73	130	188	275
	同比	%	22.68%	16.96%	16.51%	48.43%	40.49%	4.94%	14.69%	24.50%	14.03%	27.54%	7.95%	2.24%
	管理费用率	%	9.78%	10.40%	11.14%	12.84%	11.90%	9.35%	10.68%	12.78%	10.00%	9.12%	9.42%	10.44%
财务费用	金额	百万元	-1	-2	-2	-3	-1	-2	0	3	3	-2	-7	-18
	同比	%	89.58%	72.69%	65.95%	-100.18%	-76.85%	-34.53%	78.50%	199.64%	388.58%	5.64%	-1404.70%	-724.97%
	财务费用率	%	-0.13%	-0.18%	-0.15%	-0.17%	-0.20%	-0.20%	-0.03%	0.14%	0.43%	-0.15%	-0.33%	-0.68%
资产减值损失	金额	百万元	11	17	19	13	12	21	21	4	20	19	23	9
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	0	0	0	0	0	-1	0	2	0	9	9	23
营业利润	金额	百万元	96	199	269	285	118	258	342	375	162	356	465	541
	同比	%	24.60%	21.19%	21.69%	12.77%	22.42%	29.59%	27.01%	31.78%	37.44%	37.56%	36.06%	44.02%
	营业利润率	%	20.77%	21.31%	19.74%	16.94%	22.01%	23.68%	20.94%	17.84%	22.29%	24.89%	23.28%	20.54%
营业外收入	金额	百万元	11	18	24	50	9	36	49	37	4	38	48	34
营业外支出	金额	百万元	0	1	2	1	0	1	1	4	0	0	0	2
利润总额	金额	百万元	107	217	292	334	126	293	390	408	166	393	513	573
	同比	%	24.79%	20.79%	21.20%	11.92%	18.61%	35.13%	33.76%	22.21%	31.50%	33.97%	31.44%	40.39%
	税前利润率	%	23.00%	23.20%	21.37%	19.84%	23.61%	26.87%	23.88%	19.38%	22.88%	27.51%	25.64%	21.75%
所得税费用	金额	百万元	12	25	39	36	17	41	57	41	24	60	79	71
	有效税率	%	11.34%	11.35%	13.28%	10.73%	13.77%	13.93%	14.59%	10.08%	14.25%	15.34%	15.41%	12.39%
净利润	金额	百万元	95	192	253	298	109	252	333	367	143	333	434	502
	同比	%	23.41%	22.59%	20.13%	15.21%	15.36%	31.20%	31.73%	23.09%	30.76%	31.77%	30.18%	36.79%
	净利润率	%	20.39%	20.56%	18.53%	17.71%	20.36%	23.13%	20.39%	17.43%	19.62%	23.29%	21.69%	19.05%
少数股东损益	金额	百万元	0	0	1	1	0	1	1	2	0	1	2	1
归母净利润	金额	百万元	94	192	252	297	109	252	332	364	142	331	432	500
	同比	%	23.37%	22.64%	20.13%	15.09%	15.26%	31.12%	31.58%	22.67%	30.86%	31.55%	30.11%	37.30%
摊薄EPS	金额	元/股	0.14	0.29	0.38	0.44	0.16	0.38	0.50	0.55	0.21	0.50	0.65	0.75
扣非归母净利润	金额	百万元	88	181	240	267	104	227	299	351	142	308	406	489
经营活动现金流	金额	百万元	35	63	63	206	101	196	297	543	217	285	411	677
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.05	0.09	0.09	0.31	0.15	0.29	0.44	0.81	0.32	0.43	0.61	1.01
应收票据	金额	百万元	207	239	247	307	163	212	216	259	186	275	126	237
应收账款	金额	百万元	499	594	620	432	681	793	817	493	753	776	813	554
	周转天数	天	97	114	123	92	114	131	135	84	93	98	110	76
其他应收款	金额	百万元	99	118	128	65	75	65	70	66	73	91	111	65
存货	金额	百万元	260	273	281	302	242	208	359	403	329	364	382	380
	周转天数	天	85	89	94	108	70	59	100	115	69	77	86	85

资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,104	2,633	3,406	4,277	5,184
家用医疗	948	1,038	1,246	1,432	1,647
医用供氧及呼吸	751	857	994	1,153	1,338
医用临床	399	729	1,166	1,691	2,199
营业总成本	1,731	2,115	2,686	3,347	4,052
营业成本	1,266	1,614	2,095	2,626	3,190
家用医疗	638	692	828	945	1,087
医用供氧及呼吸	350	438	509	590	684
医用临床	274	479	758	1,091	1,418
营业税金及附加	19	32	41	52	63
销售费用	169	203	249	308	363
管理费用	269	275	313	376	456
财务费用	3	(18)	(11)	(15)	(20)
资产减值损失	4	9	(2)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	23	0	0	0
营业利润	375	541	720	930	1,132
营业外收支	32	32	32	32	32
利润总额	408	573	752	962	1,164
所得税	41	71	97	124	150
净利润	367	502	655	838	1,014
少数股东损益	2	1	2	2	3
归属于母公司所有者的净利润	364	500	653	836	1,011

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

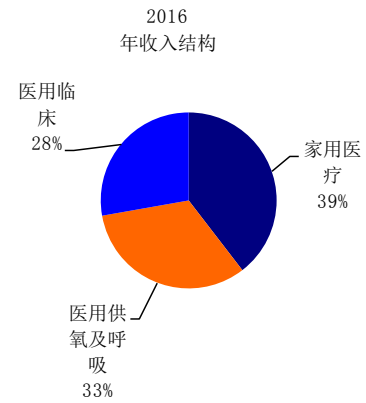
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	367	502	655	838	1,014
加: 折旧摊销减值	63	78	44	52	59
财务费用	5	(9)	(11)	(15)	(20)
非经营损失	(10)	(29)	(0)	(0)	(0)
营运资本变动	120	135	(134)	(151)	(156)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	543	677	555	724	897
资本开支	164	76	59	70	70
其它投资现金流	(32)	(923)	0	0	0
投资活动现金流	(588)	(990)	(59)	(70)	(70)
吸收投资	0	2,530	0	0	0
负债净变化	148	(115)	50	50	50
支付股利、利息	10	240	(11)	(15)	(20)
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	137	2,175	61	65	70
净现金流	98	1,878	556	719	897

资料来源:申万宏源研究

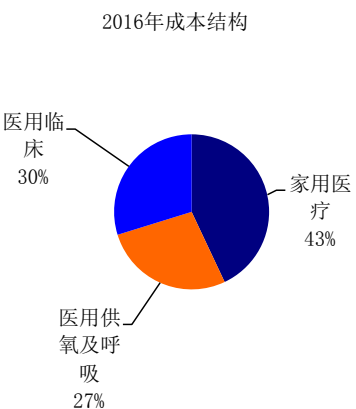
关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
家用医疗增速	9%	20%	15%	15%
医用供氧及呼吸增速	14%	16%	16%	16%
医用临床增速	83%	60%	45%	30%

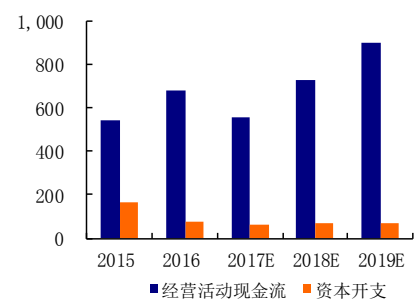
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流

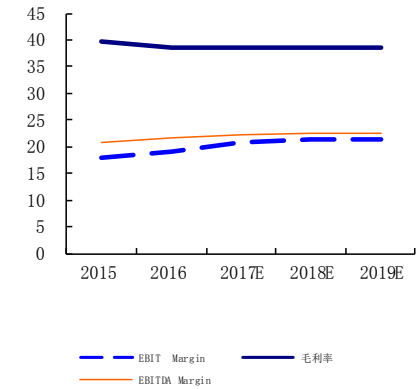


合并资产负债表

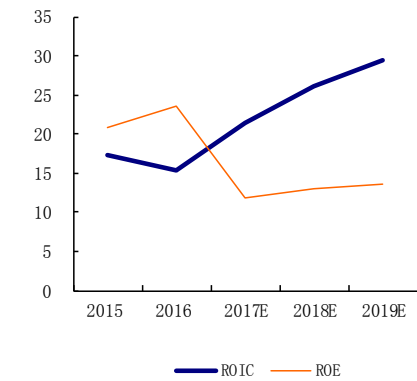
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,820	4,634	5,437	6,465	7,685
现金及等价物	461	2,339	2,896	3,615	4,512
应收款项	912	947	1,111	1,294	1,484
存货净额	403	380	494	619	752
其他流动资产	13	937	937	937	937
长期投资	88	108	108	108	108
固定资产	463	513	540	560	572
无形资产及其他资产	554	552	539	537	535
资产总计	2,926	5,807	6,624	7,669	8,900
流动负债	696	638	781	938	1,105
短期借款	218	53	53	53	53
应付款项	406	479	621	779	946
其它流动负债	1	1	1	1	1
非流动负债	97	238	261	311	361
负债合计	794	876	1,042	1,249	1,466
股本	585	668	668	668	668
资本公积	16	2,460	2,460	2,460	2,460
盈余公积	154	214	293	394	516
未分配利润	1,360	1,566	2,141	2,876	3,765
少数股东权益	16	22	23	25	28
股东权益	2,132	4,931	5,585	6,422	7,437
负债和股东权益合计	2,926	5,807	6,624	7,669	8,900

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

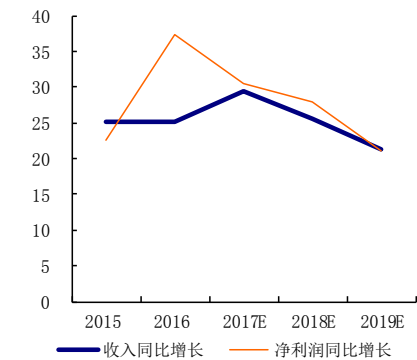


重要财务指标

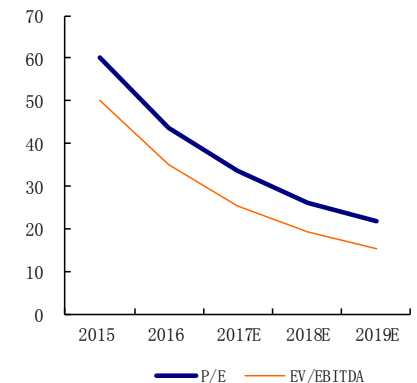
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.75	0.98	1.25	1.51
每股经营现金流	0.81	1.01	0.83	1.08	1.34
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.62	3.17	8.32	9.57	11.09
关键运营指标(%)					
ROIC	17.3	15.3	21.4	26.0	29.3
ROE	20.8	23.6	11.7	13.1	13.7
毛利率	39.8	38.7	38.5	38.6	38.5
EBITDA Margin	20.7	21.6	22.2	22.6	22.6
EBIT Margin	17.9	19.0	20.8	21.4	21.5
收入同比增长	25.1	25.1	29.4	25.6	21.2
净利润同比增长	22.7	37.3	30.5	27.9	21.0
资产负债率	27.1	15.1	15.7	16.3	16.5
净资产周转率	1.20	1.24	0.61	0.67	0.70
总资产周转率	0.72	0.45	0.51	0.56	0.58
有效税率	10.1	12.9	12.9	12.9	12.9
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	60.1	43.7	33.4	26.2	21.6
P/B	12.5	10.3	3.9	3.4	3.0
EV/Sale	10.3	7.5	5.6	4.3	3.4
EV/EBITDA	49.9	34.8	25.4	19.2	15.2

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiwen@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。