



2017-05-17

公司深度报告

买入/首次

辽宁成大 (600739)

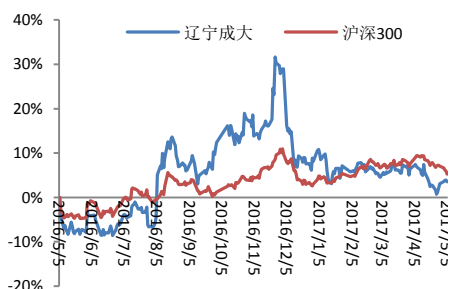
目标价: 22.79

昨收盘: 16.81

商业贸易 贸易 II

辽宁成大 (600739): 减亏成效显著, 金融加持再度出发

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,530/1,365
总市值/流通(百万元)	26,005/23,200
12 个月最高/最低(元)	21.87/15.18

相关研究报告:

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516090002

报告摘要

革故鼎新, 业绩迎来拐点

公司的核心盈利资产表现稳健, 生物制药稳步增长, 保持行业领先地位; 医药连锁规模与效益同步增长, 并不断创新终端经营模式, 推进医药商务电子化。同时公司审时度势, 加强风险防范, 将国内外贸易和能源板块的亏损同比大幅减少, 为公司业绩迎来的新的拐点。

券商保险多元发展, 促进产融结合

2016 年公司的金融服务板块新添加了保险投资, 中华保险是集财险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团。同时广发证券在行业内的地位也是遥遥领先, 盈利能力不凡。持有证券和保险的两大优质资产, 有利于最大化的促进公司产融协同, 为公司发展增加动力。

主要股东再增筹码, 未来发展值得期待

公司拟在控制人成大集团不变的前提下, 引入金汇资管, 提升股权多元化, 为公司引进新的元素, 提振整体实力。同时本次主要股东积极参与定制, 也彰显了其对公司业务结构调整后整体业绩改善的信心十足以及对未来发展的踌躇满志。

估值

本文选择分部估值法。公司医药板块专业性强, 持续发展能力好, 我们给予其 25 倍市盈率。广发证券按股权比例分配的市值约为 193.5 亿元。中华保险相应股权比例的估值约为 82 亿。公司合理股价为 22.79 元, 首次深度覆盖, 给予买入评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,750	8,516	8,289	8,068
(+/-%)	-4.3%	-2.7%	-2.7%	-2.7%
归母净利润(百万元)	948	1,158	1,340	1,537
(+/-%)	84.2%	22.2%	15.8%	14.7%
摊薄每股收益(元)	0.62	0.76	0.88	1.00
市盈率(PE)	27	22	19	17

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 调整经营策略, 迎来业绩拐点	3
二、 安全疫苗首屈一指, 精准应对疫苗事件	9
三、 医药连锁门店稳步增长, 推进医药商务电子化	12
四、 贸易板块调结构, 减亏措施显成效	13
五、 能源板块苦练内功, 降低成本夯实基础	14
六、 广发业绩行业领先, 投行资管表现抢眼	15
七、 国有背景保驾护航, 财险出类拔萃	17
八、 公司看点	20
九、 盈利预测及投资建议	21
十、 风险提示	22

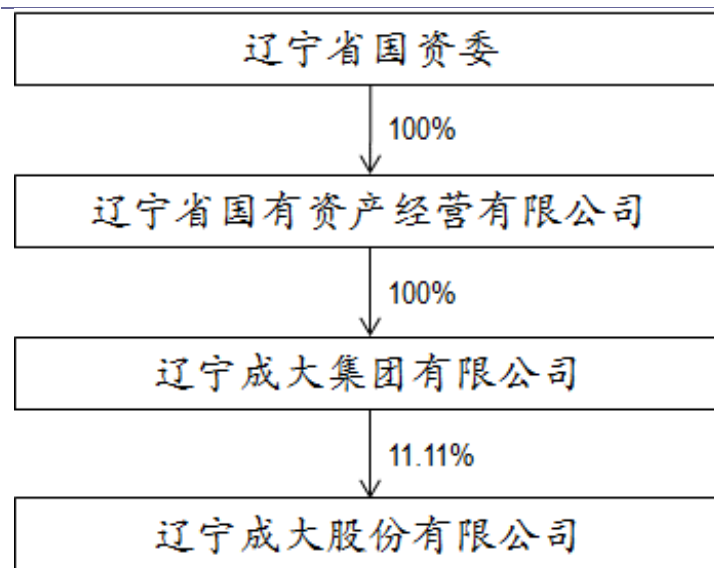
一、调整经营策略, 迎来业绩拐点

辽宁成大股份有限公司 (以下简称“辽宁成大”) 是辽宁省国资委实际控制的跨行业、跨地区综合大型企业。在改组 1991 年 3 月成立的辽宁省针棉毛织品进出口公司的基础上, 成立于 1993 年 8 月。1996 年 8 月, 在上海证券交易所挂牌上市。1999 年 2 月, 辽宁省国有资产管理局将其持有的国家股转由辽宁成大集团有限公司持有, 股权性质不变, 仍为国家股, 成大集团占 11.11%, 成为第一大股东, 其余均为社会公众股。

2014 年, 作为国企改革重要标的, 辽宁成大定向增发引入优秀非国有资本, 巨人投资有限公司。定增后, 巨人投资持有辽宁成大 4.25% 的股份。2016 年, 通过再次定增, 巨人投资持股比例将上升至 7.8%; 同时引入新股东, 提升股权多元化, 给公司注入新活力。

辽宁成大是中国 500 强和中国进出口额最大的 500 家企业之一。公司实行母子公司管理体制。所有业务均在子公司和控股子公司经营。下设八个专业子公司, 均为独立法人企业, 三大主营业务——生物制药、商贸流通、能源开发, 与投资业务共同构成公司主要利润来源, 业务跨亚洲、美洲、欧洲、大洋洲、非洲。

图表 1: 辽宁成大实际控制人



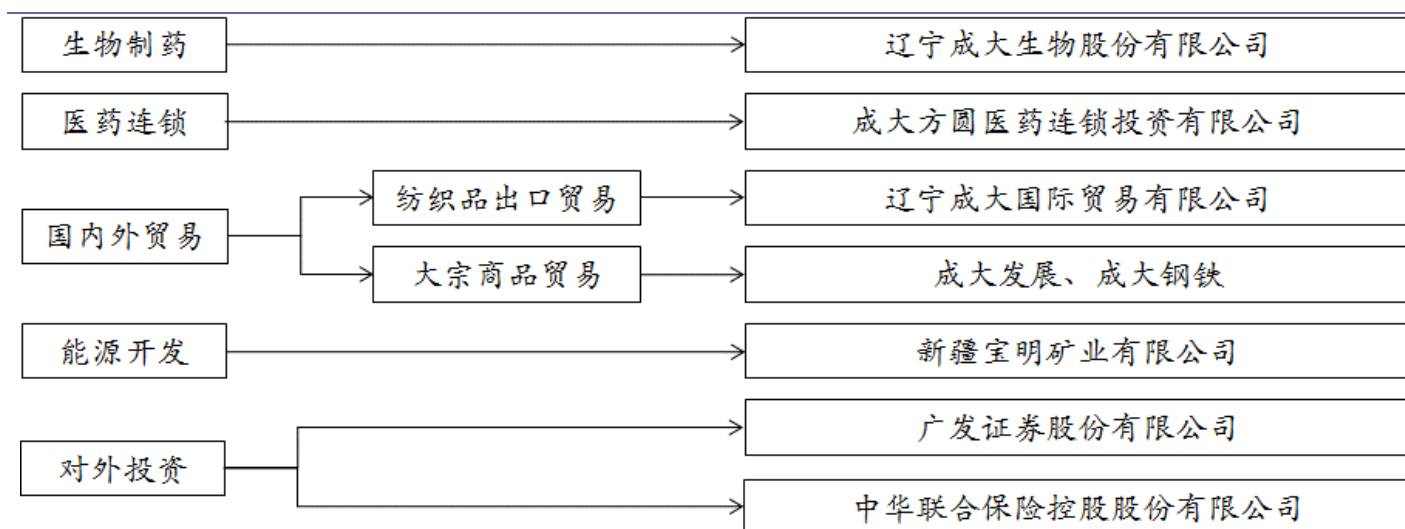
资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

图表 2: 辽宁成大前 10 名股东持股情况 (截至 2017 年一季度末)

排名	股东名称	比例(%)	持股数量(股)
1	辽宁成大集团有限公司	11.11	169,889,039
2	前海开源基金—浦发银行—前海开源乐晟资产管理计划	4.90	74,999,969
3	巨人投资有限公司	4.25	65,000,000
4	新华人寿保险股份有限公司—分红—团体分红—018L—FH001 沪	4.21	64,400,116
5	富邦人寿保险股份有限公司—自有资金	4.03	61,625,389
6	前海开源基金—民生银行—前海开源战略 6 号资产管理计划	3.40	52,058,199
7	前海开源基金—建设银行—前海开源定增 3 号资产管理计划	3.27	50,000,000
8	前海开源基金—浙商银行—前海开源战略 3 号资产管理计划	1.54	23,596,895
9	中国工商银行股份有限公司—前海开源鼎裕债券型证券投资基金	1.45	22,116,464
10	陈国义	1.16	17,700,000

资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

图表 3: 辽宁成大业务板块及子公司



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

生物制药业务由子公司成大生物负责开展, 专门从事人用疫苗和兽用疫苗的研发、生产和营销工作, 上市品种有人用狂犬病疫苗、乙脑疫苗和兽用狂犬病疫苗, 已上市疫苗在细分疫苗市场内居于领先地位。在研品种有出血热疫苗、AC 流脑疫苗、四价流感疫苗等。随着国家人口政策变化和居民收入水平的提高, 对高质量人用疫苗的需求将增加, 生物制药行业处于发展的战略机遇期。成大生物自有营销网络体系覆盖全国, 在行业经营普遍下滑的不利形势下, 全年实现销售收入 10.3 亿元, 实现税前利润 5.4 亿元, 销售人用狂犬病疫苗 641 万人份, 销售额同比增长 10.35%,

远远高于行业水平, 盈利水平持续保持行业领先地位, 品牌影响力得到不断巩固和提升, 为公司利润作出了重要贡献。

医药连锁业务由子公司成大方圆负责开展, 从事药品连锁零售和批发经营业务。成大方圆全年净增直营门店 68 家, 门店总数已达到 1113 家, 覆盖辽宁、吉林、河北、内蒙古、山东 5 省 19 个地市。在销售提升上, 创新终端经营模式, 推动医药商务电子化。沈阳和本溪地区着力门店拓展, 以网络促规模, 销售增长明显; 抚顺地区兼并收购后, 整合提升的措施有力、成效显著, 销售同比增长 22%; 内蒙地区持续加大开店力度, 销售增长率已连续三年保持在 20% 以上。在提升运营质量上, 大连地区主动应对市场变化, 调整营销方式, 利润同比增长 120%。

国内外贸易业务由成大国际、成大发展和成大钢铁 3 家子公司承担, 从事纺织品出口及大宗商品贸易。纺织品出口主要面向日本、美国、欧洲市场, 贯彻并坚持国际市场大客户合作战略; 大宗商品贸易包括油品、煤炭、钢铁、木材、水产等品种的内贸、进口及进、来料加工复出口业务, 坚持专业化经营, 努力成为供应链的组织者和管理者。

成大国际坚持不懈贯彻落实公司战略要求, 经过三年多的努力, 初步显示出比较良好的发展态势, 为今后实现公司可持续发展奠定了比较坚实的基础。成大发展按照公司专业化经营方向的要求, 着力培育油品、电煤两大核心业务。电煤业务稳中有升, 实现销售收入 8.95 亿元, 同比增长 26%; 油品业务实现销售收入 16.15 亿元; 电煤和油品业务销售占到成大发展营收总额的 93%。成大钢铁紧密跟踪客户经营动态, 为盘活存量资产积极寻找解决方案, 与相关钢企开启了合作, 经营状况明显好转。

能源开发业务主要由子公司新疆宝明负责, 专门从事油页岩开采、页岩油生产和销售。2016 年, 国际原油价格缓慢复苏, 长期看中国对石油的需求仍然巨大, 目前已成为世界上最大的石油进口国, 页岩油对于保证国家能源安全具有战略意义, 具有良好的发展前景。围绕降低项目运营成本, 成大宝明在 2016 上半年完成了矿石洗选中试装置的论证、小试及工程建设; 新的矿石洗选工艺, 使油页岩资源得以充分利用, 入炉矿石质量得以显著提升, 为干馏厂大幅扩大产能创造了有利条件。与此同时, 公司对油页岩项目优化资源配置, 调整经营策略, 成大弘晟自 2016 年 2 月起转为长期停产。

金融服务业务分长期投资业务和基金业务。长期投资为参股广发证券, 中华保险两家公司, 基金业务由 2 家参股公司负责开展。广发证券和中华保险都在各自的行业领域内处于领先地位, 在 2016 年, 广发证券积极把握市场机会, 营业收入和盈利规模进入国内证券行业前三甲, 行业地位得到进一步巩固; 归属公司的投资收益 13.19 亿元, 同比下降 39.12%; 中华保险归属公司的投资收益 2.31 亿元。公司在证券、保险、基金等领域布局的拓展和逐渐完善, 对提升公司价值, 促进公司产融协同具有重大战略意义。

图表 4: 辽宁成大主要子公司简介

公司类型	公司名称	公司简介
控股子公司	辽宁成大生物股份有限公司	成大生物注册资本 3.6 亿, 于 2014 年 12 月 31 日在新三板挂牌, 盈利能力及升值潜力在新三板企业中位居前列。是全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业, 成大速达狂犬病疫苗在国内市场占有率始终保持领先。成大利宝乙脑疫苗在国内二类乙脑疫苗市场中占有率名列第一, 已经成功出口泰国, 并在柬埔寨完成注册。
控股子公司	成大方圆医药连锁投资有限公司	成大方圆是 2000 年首批获国家批准的跨省经营的大型医药连锁企业, 汇集药品零售连锁、药品批发等多种经营业态。目前旗下有 6 个全资或控股省级子公司, 开办零售门店近 800 家, 覆盖东北、华北、华东等省区。现有药学专业技术人员 3100 多人。从 2002 年起一直位于“中国连锁药店十强”, 曾被授予“辽宁省五一奖状”、“辽宁省先进集体”等荣誉称号。
控股子公司	辽宁成大国际贸易有限公司	成大国际是在继承辽宁成大传统主业-纺织品进出口业务、人员、组织架构的基础上, 经改制后组成的具有独立法人地位的实体, 注册资本 6000 万元人民币。现有员工 200 余人, 主要从事纺织品进出口业务。主营产品包括毛衫、梭织服装、运动服装、童装、泳装、袜子等。产品销往美国、欧洲、日本、澳大利亚等国家和地区。常年国外客户 200 多家。国内稳定的供应商近 1000 家。年进出口总额超过 1.5 亿美元。
控股子公司	辽宁成大贸易发展有限公司	成大发展是经营大宗商品的综合性贸易公司, 注册资本 1 亿元人民币。公司主营水产、木材、粮油、化工等大宗商品的进出口贸易, 进、来料加工贸易和国内贸易, 销售网络遍布五大洲八十多个国家, 年贸易额达 30 亿元人民币。
控股子公司	辽宁成大钢铁贸易有限公司	成大钢铁成立于 2004 年 9 月, 是辽宁成大股份有限公司的全资控股子公司。公司业务围绕钢铁产业链, 充分利用资金、品牌和专业优势, 业务规模获得快速增长, 业务领域向上下游不断延伸, 目前已初步形成以大宗钢铁原料贸易业务为主, 钢材销售和钢材进出口业务为辅的具有一定规模和影响力的钢铁贸易企业。
控股子公司	新疆宝明矿业有限公司	宝明矿业注册资本 1.5 亿元, 主要经营经营范围包括油页岩及其它矿产资源勘查、开采; 矿产品购销; 页岩油生产、储存、运输、销售; 建筑材料生产、销售; 机械设备制造及维修; 矿产机械租赁; 房屋租赁; 苗木种植。
参股公司	广发证券股份有限公司	广发证券成立于 1991 年, 是国内首批综合类证券公司, 先后于 2010 年和 2015 年分别在深圳证券交易所及香港联合交易所主板上市。截至 2016 年 12 月 31 日, 公司有证券营业部 264 个, 已实现全国 31 个省市自治区全覆盖。公司拥有投资银行、财富管理、交易及机构客户服务及投资管理等全业务牌照, 各项主要业务相对均衡发展, 均取得了靠前的行业排名。
参股公司	中华联合保险控股有限公司	公司是经中国保监会批准, 于 2006 年 12 月由中华联合保险控股股份有限公司发起设立的全国性财产保险公司。其前身是 1986 年 7 月 15 日成立的新疆生产建设兵团农牧业生产保险公司, 是我国第二家具有独立法人资格的国有独资保险公司。2002 年 9 月 20 日, 经国务院同意, 公司更名为中华联合财产保险公司, 成为全国唯一一家以“中华”冠名的保险公司。公司的业务经营范围涵盖非寿险业务的各个领域。目前, 公司经营的险种已达 3700 多个 (含附加险)。经中国保监会审批, 公司注册资本金达到 146.4 亿元人民币, 偿付能力充足率达到 177%, 达到偿付能力充足 II 类公司标准。

资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

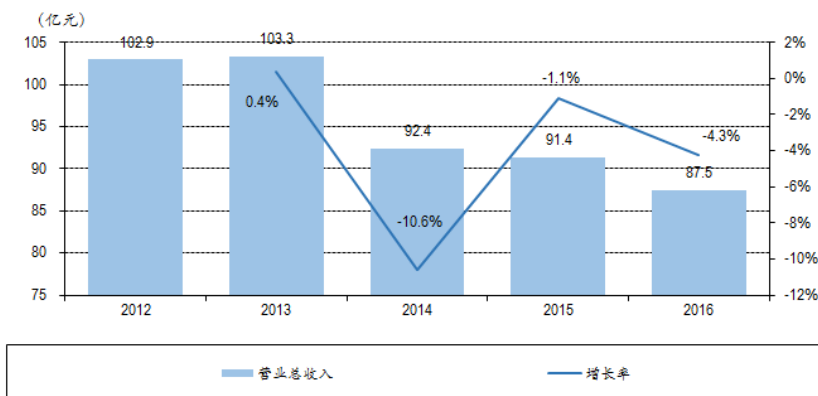
图表 5: 辽宁成大子公司 2016 年财务摘要 (亿人民币)

公司类型	公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
控股子公司	辽宁成大生物股份有限公司	60.54	25.4	23.4	10.3	4.6
控股子公司	成大方圆医药连锁投资有限公司	100	13.4	6.3	30.7	0.6
控股子公司	辽宁成大国际贸易有限公司	51	3.1	0.9	10.1	0.2
控股子公司	辽宁成大贸易发展有限公司	92.4	11.3	1.3	27.0	0.1
控股子公司	辽宁成大钢铁贸易有限公司	100	10.4	1.0	8.7	(2.6)
控股子公司	新疆宝明矿业有限公司	60.5	43.5	11.7	0.5	(1.8)
参股公司	广发证券股份有限公司	16.42	3598.0	813.5	207.1	84.1
参股公司	中华联合保险控股有限公司	19.595	643.1	155.4	385.5	8.5

资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

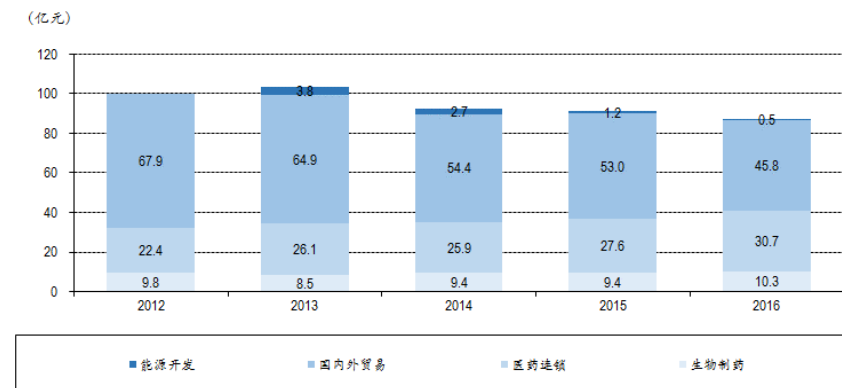
2012 年至 2016 年, 公司营收波动较大。其中 2012 年与 2013 年, 得益于医药连锁业务的增长, 公司营收持续增加。2014 年起, 大宗商品价格趋势性上涨周期结束, 国内钢铁产能严重过剩, 传统大宗商品贸易面临严峻挑战, 公司大宗商品贸易受挫严重。2014 年与 2015 年, 国内外贸易业务增长率分别为-16.2%与-2.5%; 主要受该业务影响, 公司 2014 年营收大幅下跌, 2015 年维持下降趋势。2016 年由于国内外贸易和能源开发板块着力减亏, 因此营收延续了下降趋势。

图表 6: 辽宁成大营收及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

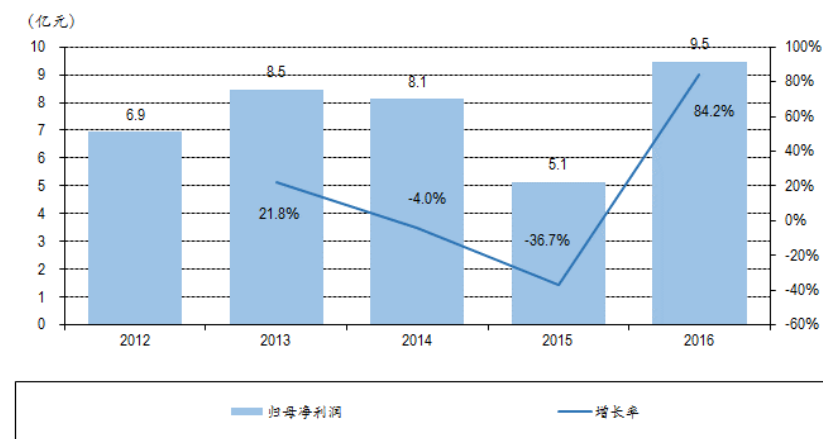
图表 7: 辽宁成大营收构成 (按业务) (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

2012 年至 2016 年, 公司归母净利呈震荡趋势。2012 年至 2013 年, 公司在医药连锁业务中大力推进品类结构调整和配送制, 使该业务毛利率有大幅度的提升; 得益于此, 2013 年公司归母净利增长率达 21.8%。但 2014 年, 受国际经济环境影响, 需求不足, 国内外贸易利润总额增长率为 -177.6%, 公司归母净利也受到影响。2015 年, 因成大弘晟长期停产, 公司计提减值 11.1 亿元。2016 年公司着力解决重点难点问题, 以经营效益为核心, 促进利润和规模的协调发展, 能源和贸易板块减亏效果显著, 公司实现业绩拐点。

图表 8: 辽宁成大归母净利及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

图表 9: 辽宁成大主要高管简历

姓名	职务	个人简历
尚书志	董事长	曾任辽宁省纺织品进出口公司业务员、科长、副总经理, 辽宁省针棉毛织品进出口公司总经理, 辽宁成大股份有限公司董事长兼总经理。现任辽宁成大集团有限公司董事长、党委书记, 辽宁成大股份有限公司董事长, 广发证券股份有限公司董事。
葛郁	总裁	曾任辽宁省纺织品进出口公司业务员, 辽宁省针棉毛织品进出口公司科长, 辽宁成大股份有限公司服装分公司经理, 辽宁成大股份有限公司董事、副总裁, 辽宁成大集团有限公司董事、副总裁 (主持工作)。现任辽宁成大集团有限公司董事, 辽宁成大股份有限公司董事、总裁。
李宁	副总裁, 财务总监	曾任辽宁省针棉毛织品进出口公司财务科科员, 辽宁成大股份有限公司财务科长。现任辽宁成大股份有限公司董事、常务副总裁、财务总监。
王玉辉	副总裁	曾任辽宁省外经贸厅财会处主任科员、副处长, 辽宁成大集团有限公司副总裁, 哈尔滨家乐福超市有限公司董事、杭州家乐福超市有限公司董事、大连家乐福商业有限公司副董事长、沈阳家乐福商业有限公司副董事长、宁波家乐福超市有限公司董事、长春家乐福商业有限公司董事, 辽宁成大股份有限公司董事、副总裁。
张志范	副总裁	曾任辽宁省食品进出口公司副总经理, 辽宁成大集团有限公司董事、副总裁、财务总监, 辽宁成大股份有限公司董事, 深圳宜发创业投资有限公司执行董事。现任辽宁成大集团有限公司董事、辽宁成大股份有限公司副总裁。
曹靖筠	副总裁	曾任辽宁省纺织品进出口公司物价员、办公室副主任, 辽宁省政府办公厅科员、主任科员、副处调、党组书记、正处级秘书, 辽宁成大集团有限公司副总裁, 辽宁成大股份有限公司副总裁。
全龙锡	副总裁	曾任辽宁成大服装分公司总经理、辽宁成大亚洲分公司副总经理、辽宁成大亚洲纺织分公司总经理、辽宁成大亚洲分公司总经理。现任辽宁成大股份有限公司副总裁。
武力群	副总裁	曾任辽宁成大股份有限公司投资与资产管理部总经理, 现任辽宁成大股份有限公司副总裁。
王滨	副总裁	曾任中床国际物流集团有限公司集团副总裁, 辽宁成大股份有限公司总裁助理。现任辽宁成大股份有限公司副总裁, 中华联合保险集团副董事长, 华盖资本有限责任公司董事, 成大沿海产业基金董事长。
于占洋	董秘	曾任辽宁成大股份有限公司证券事务代表, 现任辽宁成大股份有限公司董事会秘书。

资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

二、 安全疫苗首屈一指, 精准应对疫苗事件

生物制药业务由子公司辽宁成大生物股份有限公司及其子公司开展, 专门从事人用疫苗和兽用疫苗的研发、生产和营销工作。成大生物凭借其核心技术“生物反应器规模化制备疫苗的工艺平台技术”, 在人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)、人用乙脑灭活疫苗 (Vero 细胞) 及兽用狂犬病疫苗市场上取得行业技术领先地位。该技术包括细胞培养、病毒连续收获、病毒液浓缩、病毒液灭活、

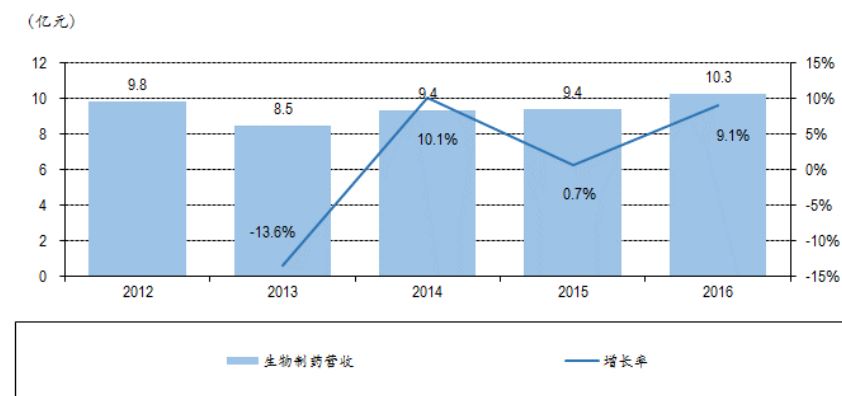
纯化等一系列具体工艺技术, 采用悬浮式细胞培养, 通过投放高密度微载体, 大幅提高细胞贴壁的培养表面积, 具有生产效率高、污染机率低、占地面积小等特点。

旗下明星产品成大速达是成大生物研发生产的我国第一个使用生物反应器工艺的人用狂犬病疫苗, 这也使得成大生物成为全球最大的人用狂犬病疫苗生产企业。自 2005 年上市起, 成大速达以国际品质打破了进口疫苗垄断市场的局面。目前已成为全国生产量最多, 适用范围最广, 市场占有率最高的人用狂犬疫苗。该疫苗已出口到印度、巴基斯坦、泰国、菲律宾、肯尼亚、加纳、马拉维、格鲁吉亚等 29 个国家。安全接种超过 2 亿剂次, 全程接种未见一例狂犬病病例。

旗下另一明星产品成大利宝于 2008 年上市, 是国际上首个应用生物反应器工艺生产的乙脑灭活疫苗, 在国内二类乙脑疫苗市场中占有率名列第一。成大利宝乙脑疫苗已在全国 30 个省、自治区使用, 并成功出口泰国, 在柬埔寨完成注册, 同时已启动对斯里兰卡、越南等国的注册工作。各项安全性指标均达到或优于药典标准。安全接种超过 1,200 万人次, 未见严重不良反应。产品质量达到“国际先进、国内领先”水平, 是乙肝疫苗升级换代的理想产品。

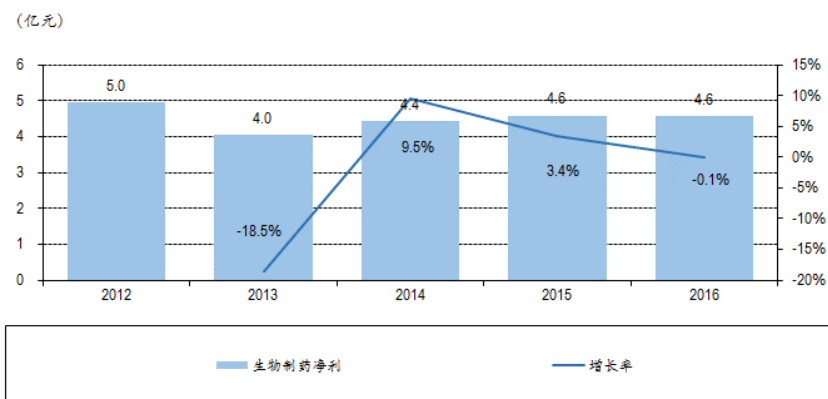
其先进完备的硬件设施也为技术研究与产品培育创造了良好条件。成大生物生产基地位于沈阳浑南国家高新技术园区内, 占地近百亩, 建筑面积 5 万多平方米, 员工近 800 人。建有 2 个人用狂犬病疫苗车间、1 个乙脑疫苗车间、1 个疫苗灌装车间和 1 个疫苗稀释液车间。人用狂犬病疫苗年产能达到 1,000 万人份, 乙脑疫苗年产能 2,000 万支。所有车间都已顺利通过 2010 年国家新版 GMP 认证。

图表 10: 生物制药板块营收及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

图表 11: 生物制药板块净利及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

同时,“专业化推广”、“主渠道策略”和“快速不良反应处理系统”的营销模式使公司取得了稳定的市场优势。公司内销人用疫苗的销售方式主要是直接销售给各级疾病预防控制中心或接种部门,部分根据当地市场情况销售给经销商。公司外销产品通过国外经销商进行销售。兽用狂犬病疫苗的销售采用政府招标采购的模式,主要销售对象为各省市的动物疫病预防控制中心或动物卫生监督所等部门。

成大生物通过引进、消化、吸引国际领先的生物反应器微载体大规模培养细胞制备疫苗技术并加以再创新,公司研发生产出人用狂犬病疫苗、乙脑疫苗和兽用狂犬病疫苗等产品,质量达到或超过国际同类产品水平,在国内拥有较高的市场占有率并已出口多个国家。领先的技术水平,高市场占有率及国际化的销售网络极大程度保证了成大生物的核心盈利能力。

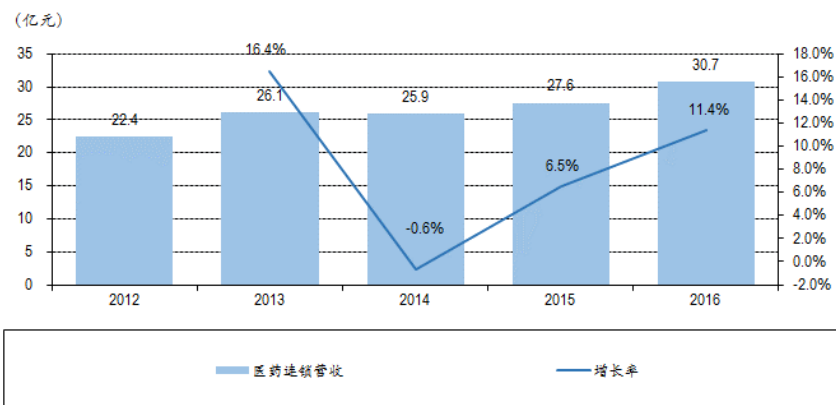
面对日新月异的生物技术,成大生物继续加大专利技术的开发和应用,加强自主知识产权的保护,有效降低技术淘汰的风险,且新研发成果的投产将给公司带来新的利润增长点。成大生物一方面加快产品线拓展速度,在高起点上补充常规疫苗品种,另一方面围绕国家扩大免疫规划疫苗的供应体系积极推进多联多价疫苗和创新疫苗的研发。公司将陆续完成病毒类疫苗技术平台和细菌类疫苗技术平台建设,成为国内技术最为完备的疫苗研发与生产企业之一。

2014年12月,成大生物在新三板市场挂牌成功(股票代码:831550.00),盈利能力及升值潜力在新三板企业中位居前列。2016年6月19日,成大生物以远超于《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法(试行)》净利润标准的盈利成为首批进入新三板创新层的挂牌企业。新三板创新层初选名单共920家,占有挂牌企业数量的12%。本次入选创新层,为公司提高融资能力,创新发展创造新的可能。

三、医药连锁门店稳步增长, 推进医药商务电子化

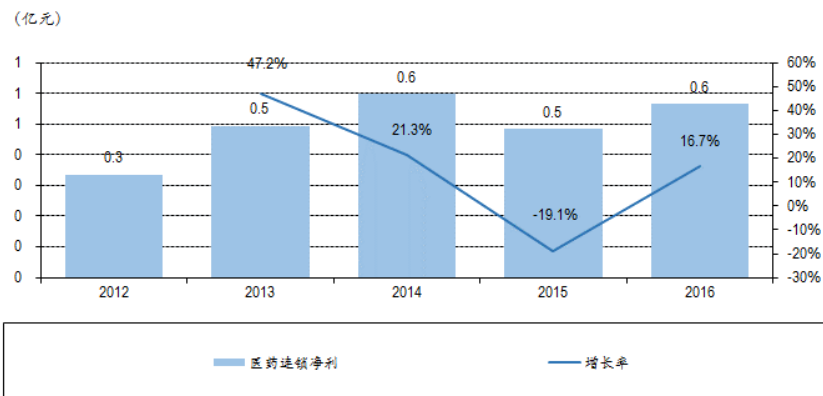
医药连锁业务由子公司成大方圆医药连锁投资有限公司及其子公司负责开展, 从事药品连锁零售和批发经营业务, 覆盖辽宁、吉林、河北、内蒙古、山东 5 省 19 个地市。近年来医保政策趋紧, 行业竞争加剧, 经营成本不断上升, 医药零售连锁行业发展面临新的挑战。公司通过扎实推进销售网络拓展战略及终端经营模式创新, 协同品类结构调整和配送制推进, 使运营成本有效降低。

图表 12: 医药连锁板块营收及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

图表 13: 医药连锁板块净利及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

公司创新医药批发经营模式, 缩短分销环节, 有利于稳定与药品供应商的关系, 缩减成本, 提升公司盈利空间, 提高市场占有率。2015 年, 公司启动 DTP 项目先行试点, 将制药企业的产品委托给药店做区域的经销代理——患者在医生、医院获得处方后, 凭处方即可直接到药店领取药

物, 可以省略分销环节, 厂家和药房的联系更加紧密, 为终端模式创新做出有益尝试。同时, 与日本爱芙乐赛控股集团株式会社的战略合作也取得实质性进展, 使得资源能在有效整合后迸发出更强的利用效率, 为经营模式转型打下基础。

面临行业互联网的大浪潮, 公司积极推动医药商务电子化, 率先抢得医保网络购药市场的先机, 在线下市场向线上转移的大趋势中拔下头筹。2014 年, 公司全力推进电商项目建设, 官网平台成功上线。2015 年, 成大方圆首创国内“医保网上便民购药服务平台”, 并成功开通医保线下移动支付功能。同时, 医药市场对专业度要求极高, 相比于发展成熟、多品类发展的平台电商, 成大生物具有独特的医药专业优势。再加上国家专业资质认证, 可信度高; 与医保体系联动, 创新支付方式; 拥有线下零售网络配送支持。成大生物未来将有望在医药电商的细分领域领跑。

医保网上便民购药服务平台由沈阳市社会医疗保险管理局与东软集团有限公司、医保定点药店三方共同推出, 而辽宁成大方圆医药连锁有限公司为首家开通医保网上便民购药功能的医保定点药店, 网上购药平台网站为成大方圆医药网 <http://www.ecdfy.com>。同时, “成大方圆医药网”官方微信业已上线, 消费者也可关注官方微信后使用手机网上药店。

成大方圆医药网隶属于辽宁成大方圆医药连锁有限公司, 是持有国家互联网药品交易服务资质与互联网药品信息服务资质的网上药店。成大方圆医药网商品种类齐全, 设有日常用药、慢性病药、男科妇科、孕婴童类、新药特药、营养保健、参茸精品、医疗器械、成人保健、美妆护理、家居百货 11 大类商品。这些商品都来自于辽宁成大方圆医药连锁有限公司物流中心, 与辽宁、山东、河北等地近千家门店共享。

参保人员可登录具备医保网上购药资格的定点药店网购平台进行用户注册, 再根据自身需要选择医保范围内的商品。确认订单后, 可使用银联卡及支付宝进行网上支付; 或在成大方圆医药连锁有限公司的任意门店通过现金、POS 机刷卡、医保刷卡支付; 但货到付款只在沈阳市内五区使用, 只支持沈阳市医保卡支付。

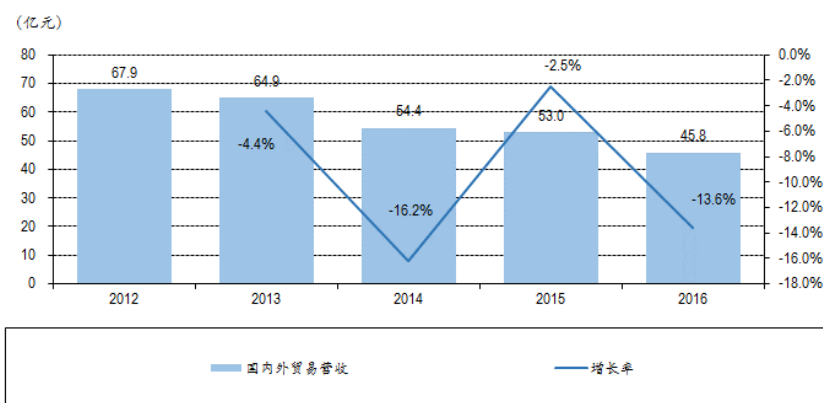
四、 贸易板块调结构, 减亏措施显成效

纺织品出口业务主要由成大国际贸易有限公司承担, 出口日本、美国、欧洲市场。近年来, 全球经济不济, 美国经济复苏进程曲折, 欧洲、日本需求疲软, 新兴经济体增速放缓, 纺织品出口业务面临压力。公司及时调整战略布局, 立足大客户战略, 致力于客户结构的调整, 为打造核心能力和利润增长奠定了良好基础。近年来, 大客户主导作用逐步显现。日本地区深耕重点客户, 加强资源共享, 出口额超千万美元的大客户已达 3 家。美洲地区聚焦大客户合作, 不断调整品种结构, 经营效果显著, 销售额两年翻了一番。积极拓展供应商网络布局, 加大了东南亚地区的开发力度, 孟加拉供货数量大幅提升。2016 年公司面对大宗商品价格剧烈波动的市场环境, 通过采

取针对性措施, 客户结构得到进一步优化, 风险防范措施得到进一步加强。

大宗商品贸易业务由辽宁成大钢铁贸易有限公司与辽宁成大贸易发展有限公司开展, 运营包括油品、煤炭、钢铁、木材、水产等品种的内贸、进口及进料加工出口业务。欧债危机爆发后, 国际市场需求下降, 人民币汇率波动频繁; 国内通货膨胀高企, 劳动力成本上涨, 大宗商品贸易遭遇压力。公司坚持大宗商品经营原则, 在严把经营管理模式的基础上, 强化专业化团队经营和风险控制, 加大气度培育核心业务; 着力开发国有大型企业客户, 从经营商品向经营客户转变; 致力于供应链管理, 为客户提供增值服务。

图表 14: 国内外贸易营收及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

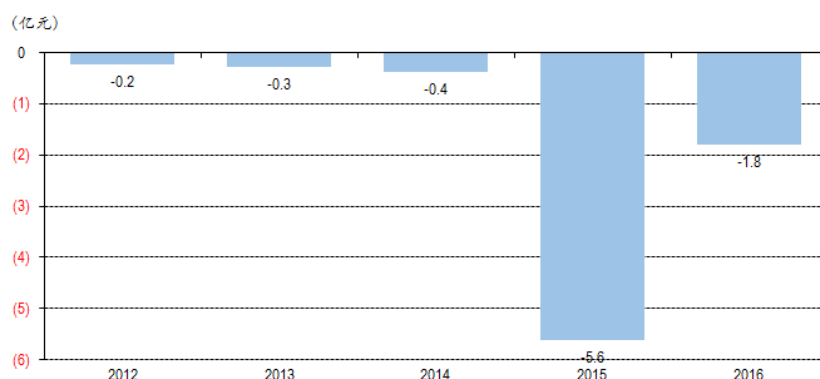
五、 能源板块苦练内功, 降低成本夯实基础

能源开发业务由新疆宝明矿业有限公司开展, 专门从事油页岩开采、页岩油生产和销售。近年来页岩油与国际油价下跌, 全行业承受较大压力。2013 年, 辽宁成大通过定向增发等募资方式, 投资 43.5 亿元开发新疆宝明页岩油项目。2014 年, 该项目再次募集资本, 辽宁成大向巨人资本 (法定代表人: 史玉柱) 非公开发行 0.65 亿股, 以人民币每股 13.2 元的价格募集资金总额 8.6 亿元, 主要用于新疆宝明油页岩综合开发利用 (一期) 项目的开发。该项目设计年产能 1,100 万吨油页岩原矿和 47.8 万吨页岩油, 项目规模及产能均大于成大弘晟桦甸油页岩项目。

2014 年以来, 页岩油价格大幅下跌, 同样给新疆宝明油页岩项目带来了经营压力。面对困难局面, 2015 年, 新疆宝明适时调整生产安排, 降低开工率, 最大限度降低亏损; 以控制运营成本、减少费用支出为工作重点, 下大力气调整组织架构, 优化人员结构。降低投资强度、提高项目收益, 充分挖掘全循环干馏工艺潜力。2016 年, 成大弘晟自 2016 年 2 月起转为长期停产。新疆宝明按照公司总体要求苦练内功, 努力降低运营成本; 持续优化人员结构, 大力降低管理费用。成

功将煤炭洗选工艺应用到油页岩选矿上, 为扭转项目局面打下坚实基础。

图表 15: 新疆宝明净利润 (2012-2016)



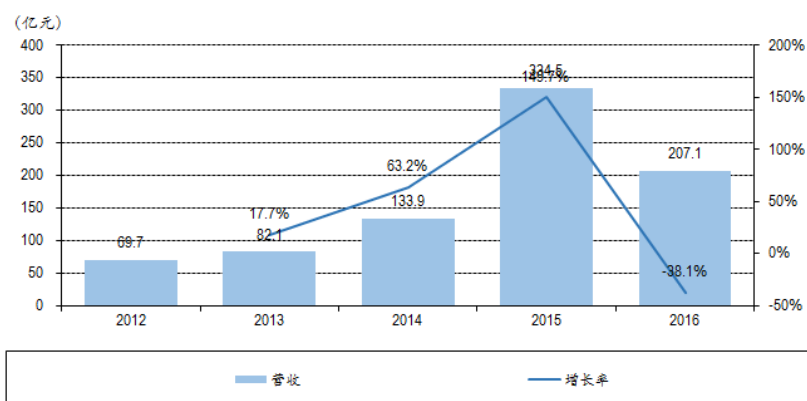
资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

六、 广发业绩行业领先, 投行资管表现抢眼

广发证券是国内首批综合类证券公司, 先后于 2010 年和 2015 年分别在深圳证券交易所及香港联合交易所主板上市 (股票代码: 000776.SZ, 1776.HK)。广发证券专注于中国优质中小企业及富裕人群, 是拥有行业领先创新能力的资本市场综合服务商, 为企业、个人及机构投资者、金融机构及政府客户提供多元化业务服务。主要业务包括: 投资银行、财富管理、交易及机构客户服务、投资管理业务, 各项核心业务均处于行业领先地位, 并曾获得最佳全能投行、中国中小企业首选服务商、中国最佳财富管理机构等荣誉称号。

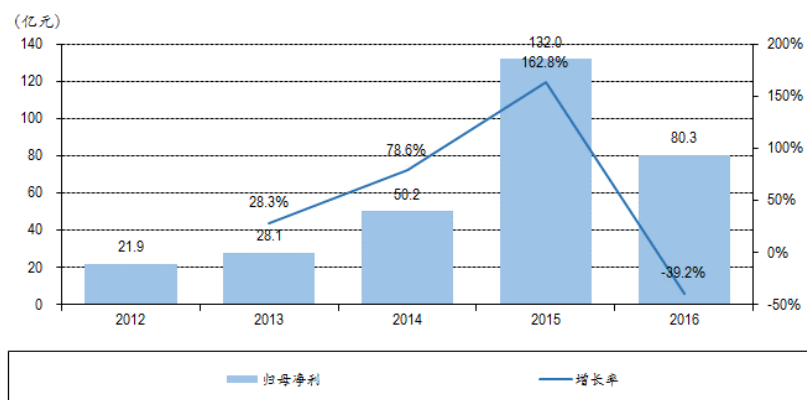
2015 年, 公司抓住机遇及时发行 17.0 亿 H 股, 并在香港联交所公开上市, 融资额达 320.8 亿港元, 注册资本变更为约人民币 76.2 亿元。该举显著提升了公司的资本实力和国际知名度, 被亚太地区权威性的金融杂志《亚洲货币》评定为“年度最佳 IPO”。资本增厚有力支持了公司各项业务的发展和升级, 也为加快集团化发展提供了坚实的支撑。2015 年, 公司对广发控股 (香港) 增资 41.6 亿港元, 设立了融资租赁、互联网小贷、PPP、QDLP 等多家金融业务相关公司, 集团架构进一步丰富, 混业经营不断迈开步伐, 子公司对集团收入和盈利的贡献日益提升, 集团化战略取得了阶段性的成果。

图表 16: 广发证券营收及增长率 (2012-2016)



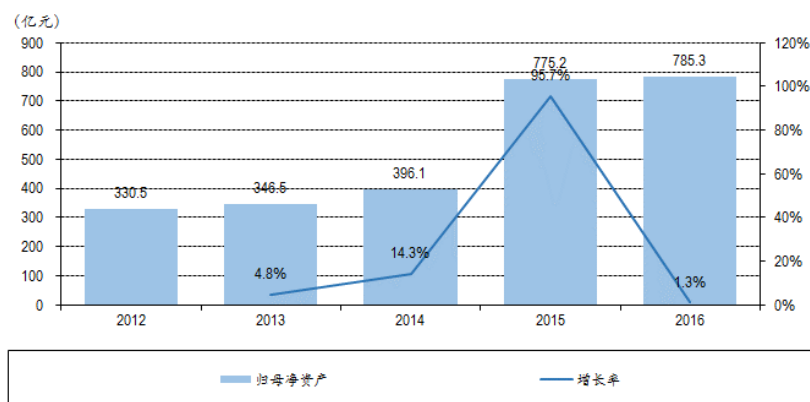
资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

图表 17: 广发证券归母净利及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

图表 18: 广发证券净资产及增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

广发证券 H 股的上市极大提升了公司资本实力, 有利于拓展公司海外业务, 解决资本瓶颈, 打开业务增长空间。雄厚的资本实力将使公司在创新业务中大为受益, 助力公司的国际化有序推进。广发控股香港公司是公司推进国际化的平台, 将境内外的资本、市场、产品等业务资源, 以及各个平台的客户资源进行对接和整合。

公司盈利能力优异, 不断创造佳绩, 各项主要经营指标继续保持在行业前列。面对市场变化, 公司善于适时调整业务重心, 抓住机遇, 实现盈利。2012 年到 2016 年, 广发证券总体经营表现优异, 增长态势良好。5 年间, 实现营收年复合增长率 31.3%, 归母净利年复合增长率 38.4%, 归母净资产年复合增长率 24.2%;

公司一贯重视互联网在业务中的运用, 是证券行业较早布局金融大数据策略、建立大数据运算集群的券商, 走在业内互联网金融创新的前沿。公司建立了手机证券、官方微信、易淘金网站、网上交易金融终端和页面交易五大互联网终端; 建立“金钥匙”系统, 将线上的海量客户需求与线下分布在全国各地的公司超过 7,000 名专业顾问进行实时对接, 构建公司 O2O 服务体系; 与新浪、百度等的战略合作, 抢占互联网流量入口。

七、 国有背景保驾护航, 财险出类拔萃

2015 年 11 月, 中华联合保险控股股份有限公司 (以下简称中华保险) 原第二大股东保险保障基金挂牌转让 60 亿股股份, 分 5 个标的分别挂牌: 标的一为 30 亿股股份, 挂牌价格 51.6 亿元; 标的二和三各为 10 亿股股份, 挂牌价格各为 17.2 亿元; 标的四和五各为 5 亿股股份, 挂牌价格各为 8.6 亿元。挂牌总价为 103.2 亿元。而辽宁成大着眼长远战略布局, 全力推动该次收购, 培育新的利润增长点, 于 2015 年 12 月参与竞购, 以人民币 82 亿元摘牌取得中华保险 30 亿股股份, 购得 19.595% 的股份, 摘牌价格为 2.73 元/股, 溢价 173%。

为支付本次交易, 2017 年 5 月, 公司公告非公开发行预案 (二次修订稿), 拟以不低于以下两者中较高的一个: 16.82 元或发行期首日前二十个交易日公司股票交易均价的 70%。本次定增不超过 2.4 亿股 (含 2.4 亿股), 募集资金总额不超过 40.4 亿元 (含发行费用)。扣除发行费用后的募集资金净额全部用于收购中华控股 19.6% 的股权, 不足部分由公司自有资金解决。

本次非公开发行股票的发行对象为辽宁省国有资产经营有限公司、巨人投资有限公司和银河金汇证券资产管理有限公司。在此次定增前, 银河金汇证券资产管理有限公司未持有本公司股份; 辽宁省国有资产经营有限公司及其关联方合计持有公司 1.7 亿股股份, 占公司总股本比例为 11.11%, 其中辽宁省国有资产经营有限公司全资子公司辽宁成大集团有限公司持有公司 1.7 亿股股份; 巨人投资有限公司持有公司 0.65 亿股股份, 占公司总股本比例为 4.25%。

图表 19: 辽宁成大定增前后股东持股比例

股东名称	定增前持股比例(%)	定增后持股比例(%)
辽宁成大股份有限公司	11.11	9.60
辽宁省国有资产经营有限公司	0	4.52
巨人投资有限公司	4.25	8.19
银河金汇证券资产管理有限公司	0	4.52

资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

中华联合财产保险公司(后称“中华保险”)是集财险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团, 属于金融行业中的保险子行业。由于保险行业具有进入牌照壁垒高、国内保险公司存量少、市场大等特点, 因此一直以来行业景气度较高, 并受到国家政策的扶持。通过此次收购, 辽宁成大将进军保险行业, 在金融行业拓展新的业务领域和产业机会。

1986年9月中华保险前身“新疆生产建设兵团农牧业生产保险总公司”设立, 其后业务范围不断扩大, 并经历几次更名。于2002年10月, 经国务院同意、中国保险监督管理委员会批准, 新疆生产建设兵团农牧业生产保险公司正式更名为“中华联合财产保险公司”。其沿袭至今的国有背景提供的资本实力与平台优势使公司在顺境中扩大优势, 在逆境中及时调整。

2006年至2007年, 因中华保险子公司, 中华财险机构扩张过快、经营成本居高不下等导致巨额亏损, 偿付能力出现了缺口。2009年上半年, 保监会成立工作小组进驻该公司, 督促公司管理层完善规章制度, 强化风险管控, 堵塞管理漏洞, 扭转公司持续亏损的局面。至2009年下半年, 中华财险转危为安, 保监会逐步撤离公司。

而目前, 在持股比例5%以上, 在对公司决策有重要影响的股东中, 有四大股东均有国有背景, 包括控股股东中国东方资产管理公司, 使公司的国有背景优势得以延续。中华保险的控股股东是中国东方资产管理公司, 持有中华保险51%的股权; 公司取得中华保险19.6%的股权, 成为中华保险的第二大股东; 而中国中车股份有限公司、富邦人寿保险股份有限公司与中国保险保障基金有限责任公司分别以13.1%、6.5%和5.6%的持股比例位列第三至第五大股东。

图表 20: 中华保险主要股东

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	中国东方资产管理公司	51.0
2	辽宁成大股份有限公司	19.6
3	中国中车股份有限公司	13.1
4	富邦人寿保险股份有限公司	6.5
5	中国保险保障基金有限责任公司	5.6
6	新疆华联投资有限公司	1.8

资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

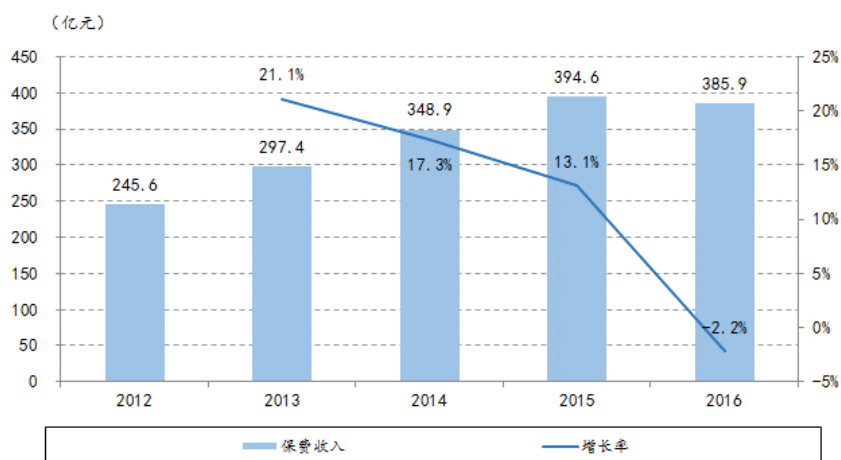
财险是中华保险原有主营业务, 由子公司中华联合财产保险股份有限公司(下称“中华财险”)承担(中华保险持有其 94.8%股份)。其前身是 1986 年 7 月 15 日成立的新疆生产建设兵团农牧业生产保险公司, 是我国第二家具有独立法人资格的国有独资保险公司。2002 年 9 月 20 日, 经国务院同意, 公司更名为中华联合财产保险公司, 成为全国唯一一家以“中华”冠名的保险公司。

中华财险的业务经营范围涵盖非寿险业务的各个领域, 目前经营险种已达 3,700 多个(含附加险), 包括机动车辆保险、企业财产保险、家庭财产保险、工程保险、船舶保险、货物运输保险、责任保险、信用保证保险、农业保险以及短期健康保险和意外伤害保险等, 涉及社会生产生活的各个方面。

中华财险在全国设立了总公司 1 家, 分公司 28 家, 分公司营业总部 2 家, 中心支公司 222 家, 支公司 1,346 家, 营销服务部 650 家, 机构总计 2,235 家, 员工队伍 36,740 人, 形成了比较完整的营销服务网络, 建立了一支高素质的保险经营与营销专业队伍。

2011 年至 2015 年, 公司保费收入年复合增长率为 17.1%; 2015 年, 保费收入已达到 395 亿元。其业务规模覆盖全国 66%的市场, 在中西部地区有着区域优势, 尤其是新疆、湖南、河北、河南等省份的市场占有率均超过 8%。各项经营指标在行业内也名列前茅, 市场规模位居国内财险市场第五; 承保利润额位居行业第三; 农险业务规模位居全国第二。偿付能力充足率达到 163.9%, 达到偿付能力充足 II 类公司标准。

图表 21: 中华财险保费收入与增长率 (2012-2016)



资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

构建综合保险金融集团, 中华保险和中华财险共同发起筹建中华联合人寿保险股份有限公司 (以下简称“中华人寿”), 分别持股 80%、20%。中华人寿于 2015 年 11 月获批成立, 经营人寿保险和年金保险; 健康保险; 意外伤害保险; 分红型保险; 万能型保险; 上述业务的再保险业务及国家法律、法规允许的保险资金运用业务。

在互联网浪潮的大背景下, 中华人寿将抽离传统个险与银保渠道, 从对接方式与销售平台上创新团险经营模式。在对接方式层面, 中华人寿的目标客户是 25-45 岁的中产阶层, 该群体的保险需求最为旺盛, 且具有较强的保险意识和支付能力, 中华人寿会通过直接对接企业的方式来获取客户群体; 同时, 将与多家银行、第三方互联网平台、专业中介公司等建立合作, 借助渠道方的客户资源优势。而在销售平台方面, 中华人寿将以互联网为突破口, 建设网站与移动端平台, 支持保险销售及服务。此外, 万联电商作为中华保险探索互联网保险的重要抓手, 也已经于 2015 年年中挂牌开业, 有利于中华保险抓住互联网浪潮的发展机遇, 成为全渠道的综合性保险集团。

八、 公司看点

革故鼎新, 业绩迎来拐点

公司的核心盈利资产表现稳健, 生物制药在加强监管的趋势下稳步增长, 持续保持行业领先地位; 医药连锁规模与效益同步增长, 并不断创新终端经营模式, 推进医药商务电子化。同时在大宗商品价格剧烈波动以及国际油价低位徘徊的市场环境下, 公司审时度势, 加强风险防范, 将国内外贸易的亏损同比大幅减少, 且能源板块进一步实现了减亏策略, 为公司业绩迎来的新的拐

点。

券商保险多元发展, 促进产融结合

2016 年公司的金融服务板块新添加了保险投资, 中华保险是集财险、寿险、资产管理为一体的综合保险金融集团, 市场份额领先。同时广发证券在行业内的地位也是遥遥领先, 盈利能力不凡。持有证券和保险的两大优质资产, 有利于最大化的促进公司产融协同, 为公司发展增加动力。

主要股东再增筹码, 未来发展值得期待

公司拟在控制人成大集团不变的前提下, 引入金汇资管, 提升股权多元化, 为公司引进新的元素, 提振整体实力。同时本次主要股东积极参与定制, 也彰显了其对公司业务结构调整后整体业绩改善的信心十足以及对未来发展的踌躇满志。

九、 盈利预测及投资建议

预测假设

1. 预计公司生物制药、医药连锁业绩稳定;
2. 预计公司国内外贸易和能源板块逐渐减亏;
3. 预计广发证券各项指标将继续保持行业前列, 带来可观收益;
4. 预计中华保险总体盈利向好;
5. 其他各项指标水平参照历史经营数据。

在上述假设下, 经模型测算, 公司 2017-2019 年的归母净利分别为 11.58 亿元、13.40 亿元和 15.37 亿元, 同比增长 22.2%、15.8%、14.7%。对应的每股收益分别为 0.76 元、0.88 元、1.00 元, 公司每股收益实现上升。

图表 22: 辽宁成大盈利预测

年结日: 12 月 31 日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (人民币, 百万)	9,140	8,750	8,516	8,289	8,068
变动 (%)	n.a.	-4.3%	-2.7%	-2.7%	-2.7%
归母净利润 (人民币, 百万)	515	948	1,158	1,340	1,537
变动 (%)	n.a.	84.2%	22.2%	15.8%	14.7%
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.34	0.62	0.76	0.88	1.00
全面摊薄市盈率 (倍)	50	27	22	19	17
市净率 (倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源: 公司定期报告, 太平洋证券整理

本文选择分部估值法, 分别对核心盈利业务生物制药及医药连锁、对广发证券及中华保险的股权投资进行估值。生物制药及医药连锁业务方面, 基于业务开展情况和未来规划的比对, 我们选择国药一致、瑞康医药、九州通及一心堂作为可比公司, 采用市盈率法对公司的医药板块进行估值。鉴于公司该板块专业性强, 持续发展能力好, 我们给予其 25 倍市盈率。股权投资方面, 根据可比公司估值, 广发证券按股权比例分配的静态市值约为 193.5 亿元; 考虑可比公司估值以及其成长性, 中华保险相应股权比例的合理估值约为 82 亿, 给予一定溢价。三者相加后得出公司总市值约为 403.3 亿元, 按增发后总股本约 17.7 亿股计算, 公司合理股价为 22.79 元, 首次深度覆盖, 给予买入评级。

十、 风险提示

生物制药及医药连锁行业景气度下行; 非公开发行方案未能获批; 油价下跌等。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,756	1,681	2,728	3,360	4,139	营业收入	9,140	8,750	8,516	8,289	8,068
应收和预付款项	3,076	2,006	3,975	4,896	6,031	营业成本	7,425	6,922	6,748	6,568	6,392
存货	939	1,488	1,887	2,324	2,863	营业税金及附加	25	42	28	28	27
其他流动资产	907	489	721	888	1,093	销售费用	819	871	747	727	707
流动资产合计	7,678	5,664	9,310	11,467	14,125	管理费用	562	560	489	476	464
可供出售金融资产	229	297	301	371	457	财务费用	211	518	258	251	244
长期股权投资	12,733	21,609	21,053	25,932	31,942	资产减值损失	617	38	482	469	456
固定资产	3,609	3,283	6,436	7,927	9,764	投资收益	2,088	1,609	1,818	2,055	2,322
在建工程	98	120	514	633	780	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	1,009	953	1,730	2,131	2,625	营业利润	1,574	1,398	1,583	1,825	2,099
长期待摊费用	143	107	224	275	339	其他非经营损益	-981	-178	-174	-194	-228
其他非流动资产	890	1,022	1,330	1,638	2,018	利润总额	593	1,220	1,409	1,631	1,870
资产总计	26,613	33,252	40,959	50,451	62,143	所得税	119	151	174	202	231
短期借款	1,640	4,763	3,303	4,441	5,972	净利润	474	1,070	1,235	1,429	1,639
应付和预收款项	1,489	2,040	4,748	6,384	8,584	少数股东损益	-40	122	77	89	102
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	515	948	1,158	1,340	1,537
其他负债	4,797	6,446	9,763	13,127	17,651	预测指标					
负债合计	7,926	13,249	17,814	23,953	32,206		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
股本	1,530	1,530	1,530	1,530	1,530	毛利率	18.76%	20.89%	20.77%	20.77%	20.77%
资本公积	6,143	6,408	6,685	6,973	7,274	销售净利率	5.19%	12.22%	14.50%	17.24%	20.31%
留存收益	8,539	9,486	9,687	9,892	10,101	ROE	2.54%	5.35%	5.76%	6.23%	6.66%
归母公司股东权益	17,433	18,563	19,766	21,048	22,412	ROA	1.78%	3.22%	3.01%	2.83%	2.64%
少数股东权益	1,254	1,441	1,655	1,902	2,185	PE (X)	50.0	27.1	22.2	19.2	16.7
股东权益合计	18,687	20,004	21,422	22,950	24,598	PB (X)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
负债和股东权益	26,613	33,252	40,959	50,451	62,143						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。