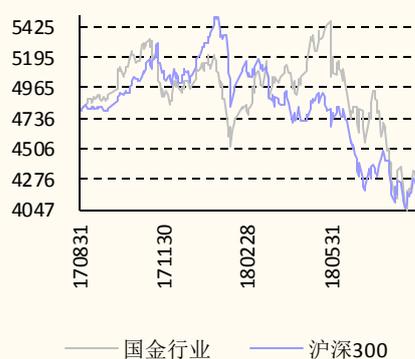


市场数据(人民币)

| | |
|-----------|---------|
| 市场优化平均市盈率 | 18.90 |
| 国金医药生物指数 | 4242.13 |
| 沪深300指数 | 3351.09 |
| 上证指数 | 2737.74 |
| 深证成指 | 8552.80 |
| 中小板综指 | 8732.31 |



相关报告

1. 《〈2018年医改重点任务〉发布，医保局引领三医联动-医药政策...》，2018.8.29
2. 《仿制药企未来投资主逻辑-中国医药产业趋势研究系列之四》，2018.8.28
3. 《乙类设备试点取消许可管理，政府监管督导力度趋严-201808...》，2018.8.19
4. 《从短、中、长期看原研替代路径-中国医药产业趋势研究系列之三》，2018.8.14
5. 《加快进口药上市，药审推动进一步与国际接轨-医药行业政策点评》，2018.8.9

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

许菲菲

联系人
xufeifei@gjzq.com.cn

2018 中报业绩总结

数据点评

- **2018 年中报表现正常**：2018 年上半年医药板块（不含新股）销售收入、经营性营业利润、净利润增速分别为 20.54%、26.79%、21.12%。
- 剔除原料药之后医药板块（不含新股）销售收入、经营性营业利润、净利润增速分别为 20.20%、21.21%、15.53%。
- **行业景气度恢复延续，开始进入改革周期**：2015 年报收入和利润增速创出新低之后，2016Q1 呈现修复信号，2016Q3 开始加速修复延续至今。2018Q1 流感贡献明显，但能感受到改革影响的压力开始出现。
- **分子行业**：原料药>医疗服务>生物药>行业平均>医药商业>化学制剂>中药>医疗器械。服务和生物表现最好、器械和商业内部结构分化、化药和中药景气提升之后应对行业变化的内部大调整开始。

趋势分析

- **收入：底部反弹，不断环比加速**。从 2013Q1 开始，行业收入增速首次脱离 20% 增长范畴开始下滑，首先是从 2013Q1 化学药板块开始，2014Q1 中成药也出现了这种趋势，到 2015 年创出新低（10%）。从 2016Q1 开始，收入增速有所企稳，然后开始提升，加速至今，外延和低转高起到了加速作用。
- **盈利：复苏的趋势**。（1）2010 年开始的盈利下滑周期，导致行业从 2011Q1 开始进入利润增速慢于收入增速状况——20%、15%；（2）2012 年开始盈利上行周期，效应逐步累积到 2014Q1，利润增速首次超过收入增速，这种状况也是由于 2013 年以来收入增速的下滑——15%、15%。（3）从 2015Q2 利润增速环比减弱，2015 再次出现利润增速慢于收入增速，伴随着收入增速的下移，行业进入低谷——10%、10%。（4）2016 年开始收入和利润增速开始回升，2016Q3 利润增速超过收入增速，并在 2017Q2 达到新高——20%、20%，趋势延续至 2017 年。
- **盈利趋势背后的基本面逻辑及趋势：“招标周期的传导”**。每一次盈利的波动背后都是价格的下行反应。上一轮的 2011 年、这一轮的 2014 年。但这一轮由于招标的进度拉长，实际横跨了 2014、2015、2016 三个年度，中间也有反复。时间跨度的拉长，也抹平了波动的幅度。在渡过了影响相对最大的 2015 之后，2016 年开始出现好转迹象，并在 2016Q4 确认了招标影响周期的临界值正在渡过（放量 VS 降价），2017 年都是在正影响周期。
- **复苏之后，由“招标周期”转向“改革周期”**：从 2018Q1 开始，盈利数据显示招标周期的后半段波峰渡过，正贡献开始减弱。行业进入改革周期逻辑，详见策略报告
- 国金医药 2011 年提出的“医保决定收入、招标决定利润”的理论，是能够最好解释行业增长的模型，至今的发展趋势都在我们的分析逻辑框架之内。
- 国金医药 2015 年提出的“医药供给侧改革”理论，影响在今年开始从数据上显现，后续我们将用新的框架更新分析。
- **风险提示**：盈利周期变化的时间、政策超预期、个股异常值影响。

行业回顾与展望：延续好转趋势，改革影响显现

2018 中期业绩回顾

- 2018 年中报表现正常：2018 年上半年医药板块（不含新股）销售收入、经营性营业利润、净利润增速分别为 20.54%、26.79%、21.12%。
- 剔除原料药之后医药板块（不含新股）销售收入、经营性营业利润、净利润增速分别为 20.20%、21.21%、15.53%。
- （注：净利润指标由于 2017 年有几家大规模非经常性，2017Q3、Q4、2018Q1 剔除后为 19.20%、15.22%、17.78%。）
- 行业景气度恢复延续，开始进入改革周期：2015 年报收入和利润增速创出新低之后，2016Q1 呈现修复信号，2016Q3 开始加速修复延续至今。2018Q1 流感贡献明显，但能感受到改革影响的压力开始出现。
- 分子行业：原料药>医疗服务>生物药>行业平均>医药商业>化学制剂>中药>医疗器械。服务和生物表现最好、器械和商业内部结构分化、化药和中药景气提升之后应对行业变化的内部大调整开始。
 - 1、化学原料药：2016 全年盈利能力大幅改善，维生素、抗生素等产品的提价是主要原因；2017Q1、Q2、Q3 利润增速有放缓，价格同基数的提高是原因。但是 2017Q4 开始随着环保压力、供给结构变化等因素，部分品种价格又创新高，这一点导致 2017Q4 环比出现提升，2018Q1 更是再创新高。其中维生素系列是最主要贡献，其他皮质激素、抗生素、特色原料药等，都有较好的表现。在 Q1 靓丽表现的基础上，Q2 环比有所回落，但依然较快增长。
 - 从今年角度要重点关注以原料药利润为支撑的企业的业绩的持续性，防止环比回落的情况，2018Q2 已经出现。但从行业环保升级和和行业整合角度，整个板块的景气度可能还能维持。
 - 2、化学制剂药：化学药从 2015Q1 整体情况明显好转以来，收入利润增速连续多个季度延续 15%以上较快增速，主要公司如恒瑞医药、华东医药、康弘药业等大公司保持稳定。此外频繁的并购整合、低开转高开，对数据的好转也起到了加速作用。
 - 说明：（1）由于 2016Q4 开始现代制药等公司的重组影响较大，我们剔除后化学制剂板块数据修正为：2016 年（17.03%收入、15.53%利润），2017Q1（18.09%、24.68%），2017H（16.12%、17.56%），2017Q3（18.31%、19.31%）后文以此为基础分析，2017Q4 开始这个影响消除（17.22%、20.28%）。（2）并购行为可能夸大了板块的收入和利润增速，但从连贯性角度数据仍有比较意义。（3）两票制导致的低开转高开的行为，夸大了收入的增幅，这一点在 2018Q1 表现最为明显，但这一部分数据没有办法完全同口径剔除。
 - 历史逻辑：回顾 2014Q3 的分析：化学制剂收入、利润虽然维持弱增长（10%左右），但毛利率继续提升；收入的增速逐季环比改善。化学药后续要继续重点跟踪：1、收入恢复情况，能否由弱增长转为强增长（结论是 2015 逐步提升）；2、还要考虑毛利的提升趋势会不会被下一轮招标打破（结论是 2016 被打破）。
 - 逻辑检验：1、收入端从 2015 年开始延续 16-18%增长至 2017 年，2018Q1 开始超过 20%，但主要由于高开原因；2、利润端从 2015Q3 开始，化学制剂利润的增速明显回落，并在 2015 慢于收入增速，2016Q1 明显增速下滑，并且慢于收入的增长。2016Q2、2016Q3、2016Q4 进一步确认了这个趋势，增收不增利。由此可见，从化学制剂的利润表现看，板块可能 2016 年已经进入招标影响的负面影响周期当中。3、2017Q1 出现新的迹象，利润增速大幅改善并超过收入增速，并且有多家公司呈现单季度好转显现。这可能意味着化

学制剂板块逐步开始渡过招标影响（放量 VS 降价）的临界值，公司分批进入受益阶段。2017H 虽然环比有回落，但是利润增速依然超过收入增速。2017Q3 利润和收入增速也基本匹配、2017Q4 利润增速继续超过收入增速。

- **最新更新：**但是从 **2018Q1 利润的增速环比开始减弱，并且出现了慢于收入的情况，2018H 更为明显。**这种情况跟一季度收入端大幅超预期增长有关（因为流感、低开转高开、并购等因素），但即便剔除由于收入端高开的失真影响，盈利增速的放缓可能已经出现。利润放缓的主要原因，是在费用率的提升（因为营销花费、研发费用的提升）。**这说明化学制剂行业的经营负担在提升，换取高收入的代价在提升，这一点可能跟行业几年政策规范压力增大有关，也预示着整个行业整合效应的开始。**
- **未来判断：**从 2017Q1 开始，招标影响进入正周期，我们之前预计能持续到 2018 年上半年，后续跟踪每个季度的指标。但是 2018Q1 数据的走软迹象，开始提示我们上一轮招标的**放量红利因素环比开始减弱，制剂板块进入凭借真正本事的内生发展阶段。**
- **3、生物药：**整体表现 20%左右增长，2018Q1 表现异常优异（收入 42%、利润 36%），但是整个生物内部结构性分化明显。血制品普遍回落，2018Q1 表现压力更大，2018Q2 环比有所改善；疫苗经历了 2016 年低谷后今年开始恢复，并且随着几个大品种的放量爆发，2018Q2 延续高增长；IVD 剔除外延后增速较慢，但 2018Q1 整体数据环比大幅提升，我们预计跟流感疫情有关，化学发光等细分领域持续较好，2018Q2 环比有回落；生物药通化东宝、长春高新等大公司继续保持稳定优异。
- **4、中药：**整体弱势下有所复苏，板块表现弱于医药整体。
- （说明：剔除辅仁药业等并购的影响，2017Q4 数据修正为（收入 13.01%、利润 18.12%）、2018Q1（18.01%、17.45%），同样高开因素没有剔除）
- **历史逻辑：**回顾 2014Q3 的分析：自从 2014Q1 收入增速环比、同比出现明显回落之后，收入增速继续新低，仍然需要警惕；好的方面是中成药的毛利率维持的较好，利润增速还是快于收入增速；中药后续重点跟踪毛利率是否会下滑（降价导致），是否会因此出现利润增速像收入一样的明显恶化。
- **逻辑检验：**2015Q1 中成药板块的担忧逐步成为现实。收入和利润都进入个位数增长期，在 2015Q2 开始连续四个季度出现利润增速慢于收入增速。
- （中成药与化学药比较：化学药 2011Q1 出现明显的盈利下滑，即利润增速低于收入，中成药 2015Q1 首次出现；化学药 2013Q1 出现明显的收入下滑，中成药 2014Q1 出现明显收入下滑。其中的逻辑是：化学药先降价、再遭受控费；中成药是直接控费的影响更大。）
- **最新更新：**2016Q1 开始中成药板块的收入和利润增速环比都有改善；尤其是**利润增速逐步超过收入增速，2017Q1 利润改善更为明显，2017Q2 进一步加速、2017Q3、Q4 延续，并且利润增速继续环比改善。**这说明中药板块跟化药类似，在 2017 年也陆续进入了招标的受益周期。但从 **2018Q1 开始利润增速开始减弱，预示着压力开始增大。**
- **趋势判断：**整个中药板块在低速增速增长的环境下（15%以内），说明仍然板块性在底部。由于中药的特殊性，只要环境趋稳，盈利的恢复稳定性比化药要强。2018Q1 中药收入端也环比提升，预计跟化药一样存在高开和流感的影响，持续性可以观察。对中药板块最大的不确定性因素是控费和辅助用药控制的影响，这是制约中成药板块的核心因

素。

- **5、商业：**收入、利润 2018Q2 有所回落，但个股影响较大，板块意义不强。收入端的成长性主要依赖于外延，IVD 的渠道普遍延续高增长，药品的渠道部分增速下滑，中国医药等并表效应的消除也出现收入的下滑。盈利端整体有所回落，这一点在 2018Q1 更为明显、2018Q2 延续回落，并表之后的消化、财务成本的提高，都影响了利润。药房中益丰、老百姓等表现也很优异。整个板块对外延的依赖度较大。
- **6、器械：**内部结构分化明显，板块意义不大。龙头乐普医疗表现优异，健帆生物等细分公司也有较好表现。
- **7、服务：**延续最好的表现，爱尔眼科、美年健康、泰格医药、通策医疗等业绩都非常优异。
- **总结：**服务和生物表现最好、器械和商业内部结构分化、化药和中药景气提升之后应对行业变化的内部大调整开始。

图表 1：医药板块上市公司财务指标汇总

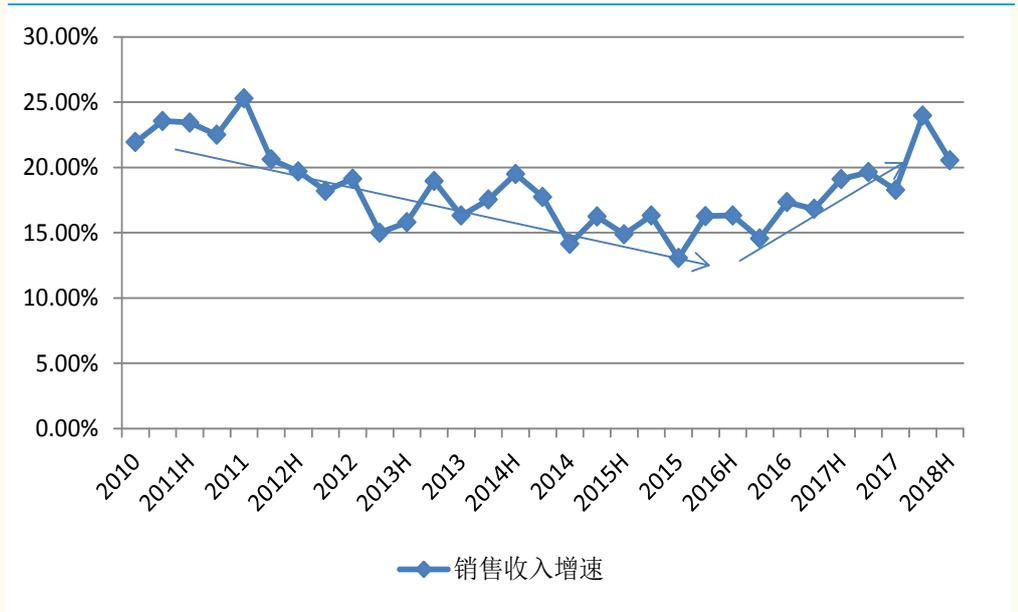
| | 销售收入增速 | | | | | 营业利润（经营性）增速 | | | | | 净利润增速 | | | | |
|----------|--------|----------|--------|--------|--------|-------------|----------|--------|---------|---------|--------|----------|--------|---------|--------|
| | 2017H | 2017Q1-3 | 2017 | 2018Q1 | 2018H | 2017H | 2017Q1-3 | 2017 | 2018Q1 | 2018H | 2017H | 2017Q1-3 | 2017 | 2018Q1 | 2018H |
| 化学原料 | 13.68% | 12.86% | 15.34% | 33.09% | 24.59% | 12.82% | 10.13% | 30.38% | 194.50% | 100.45% | 7.75% | 1.83% | 25.28% | 183.05% | 98.20% |
| 化学制剂 | 21.87% | 23.57% | 17.22% | 28.93% | 24.56% | 21.50% | 22.24% | 20.28% | 18.37% | 15.82% | 16.16% | 83.64% | 64.71% | 15.94% | 15.16% |
| 生物制药 | 20.64% | 22.75% | 26.22% | 42.27% | 51.97% | 22.38% | 24.58% | 20.64% | 36.19% | 55.65% | 54.07% | 36.43% | 14.90% | -12.67% | -8.04% |
| 中药行业 | 12.82% | 12.39% | 15.66% | 20.43% | 17.93% | 17.21% | 15.69% | 21.52% | 20.06% | 17.34% | 5.74% | 5.59% | 9.96% | 21.18% | 16.53% |
| 医药商业 | 29.58% | 30.42% | 25.33% | 26.79% | 18.29% | 49.27% | 48.20% | 47.77% | 26.70% | 25.46% | 51.40% | 46.54% | 39.61% | 25.76% | 19.34% |
| 医疗器械 | 21.89% | 21.71% | 20.20% | 12.71% | 13.38% | 19.59% | 9.63% | 1.76% | 13.89% | 8.90% | 14.62% | 11.02% | 1.35% | 12.14% | 11.75% |
| 医疗服务 | 29.83% | 36.35% | 35.21% | 32.61% | 35.65% | 39.85% | 51.78% | 37.68% | 48.02% | 36.45% | 34.19% | 44.76% | 27.65% | 39.23% | 30.79% |
| 合计 | 19.10% | 19.64% | 18.28% | 23.98% | 20.54% | 22.81% | 21.41% | 24.83% | 34.33% | 26.79% | 18.31% | 29.49% | 25.93% | 28.12% | 21.12% |
| 合计（剔除原料） | 19.58% | 20.24% | 18.53% | 23.20% | 20.20% | 23.64% | 22.38% | 24.38% | 23.78% | 21.21% | 19.16% | 31.83% | 25.98% | 17.81% | 15.53% |
| 新股 | 83.56% | 21.01% | 21.62% | 35.41% | 29.03% | 77.25% | 29.88% | 29.89% | 36.76% | 27.41% | 59.61% | 21.09% | 19.40% | 46.50% | 34.29% |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| | 毛利率 | | | | | 净利率 | | | | | 三项费用率 | | | | |
| | 2017H | 2017Q1-3 | 2017 | 2018Q1 | 2018H | 2017H | 2017Q1-3 | 2017 | 2018Q1 | 2018H | 2017H | 2017Q1-3 | 2017 | 2018Q1 | 2018H |
| 化学原料 | 34.65% | 35.76% | 38.68% | 46.68% | 44.69% | 8.09% | 8.02% | 8.57% | 14.91% | 12.88% | 24.05% | 25.45% | 27.28% | 27.98% | 28.21% |
| 化学制剂 | 57.96% | 59.14% | 59.85% | 62.43% | 62.32% | 16.15% | 24.44% | 20.64% | 15.15% | 14.93% | 38.32% | 40.28% | 42.93% | 44.06% | 43.81% |
| 生物制药 | 63.46% | 63.73% | 62.68% | 61.73% | 61.37% | 33.58% | 30.45% | 24.54% | 16.68% | 20.32% | 33.84% | 33.90% | 35.17% | 33.49% | 31.60% |
| 中药行业 | 48.68% | 49.40% | 50.21% | 50.32% | 50.88% | 13.91% | 13.71% | 12.85% | 13.90% | 13.75% | 31.49% | 32.59% | 34.37% | 33.38% | 34.25% |
| 医药商业 | 12.77% | 12.90% | 13.32% | 14.15% | 14.58% | 3.71% | 3.50% | 3.49% | 3.46% | 3.74% | 8.09% | 8.35% | 8.80% | 9.48% | 9.60% |
| 医疗器械 | 39.50% | 39.18% | 38.64% | 41.18% | 40.90% | 12.19% | 11.57% | 9.30% | 11.54% | 12.01% | 24.17% | 24.80% | 26.77% | 27.38% | 26.88% |
| 医疗服务 | 34.29% | 35.47% | 34.32% | 35.33% | 36.02% | 11.53% | 11.86% | 10.03% | 10.03% | 11.11% | 40.47% | 39.52% | 40.03% | 44.40% | 38.73% |
| 合计 | 31.20% | 31.61% | 32.61% | 34.43% | 34.31% | 9.29% | 9.97% | 9.20% | 9.18% | 9.34% | 20.32% | 21.05% | 22.50% | 22.96% | 22.75% |
| 合计（剔除原料） | 30.91% | 31.27% | 32.10% | 33.29% | 33.41% | 9.40% | 10.13% | 9.25% | 8.65% | 9.03% | 20.01% | 20.69% | 22.10% | 22.50% | 22.28% |
| 新股 | 50.53% | 51.43% | 51.84% | 52.30% | 53.63% | 59.61% | 21.09% | 19.40% | 46.50% | 34.29% | 33.28% | 33.94% | 35.00% | 36.91% | 37.27% |

来源：国金证券研究所，保持口径一致，不包含 2016 年之后上市的新股，wind

行业营收新常态，改革周期开始

- **收入：底部反弹，不断加速。**从 2013Q1 开始，行业收入增速首次脱离 20% 增长范畴，下滑的趋势是从 2013Q1 化学药板块率先开始，2014Q1 中成药也出现了这种趋势，到 2015 年创出新低（10%）。从 2016Q1 开始，收入增速有所企稳，然后开始提升。因此 10% 有可能成为我们“医保决定收入”逻辑框架的长期收入增速基准。
- （注：此图没有剔除原料、高开、并购等影响，2018Q1 尤为明显，并且有流感一次性因素影响，详细分析可见上文正文。）

图表 2：医药行业收入增速统计

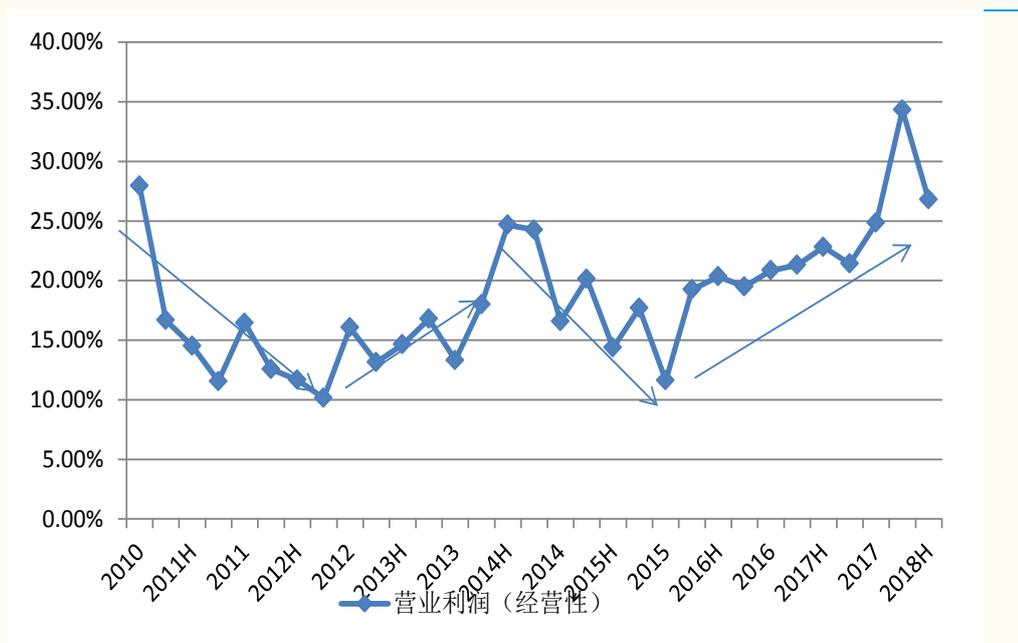


来源：国金证券研究所，wind

■ 盈利：复苏的趋势。

- 1、2010 年开始的盈利下滑周期，导致行业从 2011Q1 开始进入利润增速慢于收入增速状况——20%、15%；
- 2、2012 年开始盈利上行周期，效应逐步累积到 2014Q1，利润增速首次超过收入增速，这种状况也是由于 2013 年以来收入增速的下滑——15%、15%。
- 3、从 2015Q2 利润增速环比减弱，2015 再次出现利润增速慢于收入增速，伴随着收入增速的下移，行业进入低谷——10%、10%。
- 4、2016 年开始收入和利润增速开始回升，2016Q3 利润增速超过收入增速，并在 2017Q2 达到新高——20%、20%。

图表 3：医药行业利润增速统计



来源：国金证券研究所，wind

- **盈利趋势背后的基本面逻辑及趋势：“招标周期的传导”。**每一次盈利的波动背后都是价格的下行反应。上一轮的 2011 年、这一轮的 2014 年。但这一轮由于招标的进度拉长，实际横跨了 2014、2015、2016 三个年度，中间也有反复。时间跨度的拉长，也抹平了波动的幅度。在度过了影响相对最大的 2015 之后，2016 年开始出现好转迹象，并在 2016Q4 确认了招标影响周期的临界值正在渡过（放量 VS 降价，属于此次的事后确认）。
 - 1、从上一轮基药降价开始，由于降价、成本上涨，从 2010 开始毛利率持续下滑；——下滑周期
 - 2、随着后续招标的推迟停滞、成本的下降，从 2012Q2 开始，板块进入毛利率上升周期；——上升周期
 - 3、但是 2014Q1 毛利率的提升趋势已经有所减弱，在新一轮招标逐步展开的情况下，板块逐步进入新一轮压力周期，这点在 2014 年下半年趋势得以确认，再次出现毛利率的同比下滑。——短暂下滑周期
 - 4、但由于后续招标的停滞，下滑的趋势被暂停，2015Q1 开始稳住，并且延续了 2015 年全年。——短暂的维稳周期
 - 5、随着招标的推进，2015 年报招标的影响最终还是出现：量的增长带动收入恢复，但同时牺牲了价格导致盈利能力下降。2016Q1、2016Q2 继续体现了样一个趋势。——下滑周期
 - 6、从 2016Q3 开始盈利略超预期，快于收入的增长，2016Q4 收入也开始好转，2017Q1 更为明显。——确认进入上升周期。
 - 7、2018Q1 开始，改革的影响开始占上风，高开、费用投入等指标，对体系产生的影响。——确认进入改革周期。
- **复苏之后，由“招标周期”转向“改革周期”：**从 2018Q1 开始，招标周期的后半段波峰渡过，正贡献减弱。行业进入改革周期逻辑，详见策略报告。

图表 4：医药板块季度毛利率统计（扣除原料药）



来源：国金证券研究所，wind，2018 开始失真不再更新

- 国金医药 2011 年提出的“医保决定收入、招标决定利润”的理论，是能够最好解释过去几年行业增长的模型，几年发展趋势都在我们的分析逻辑框架之内。
- 国金医药 2015 年提出的“供给侧改革，医药新逻辑”的理论，从今年开始陆续在财务基本面兑现，行业的基本面主线将逐步告别传统的招标和控

费，进入供给端产能出清的影响周期。

- 以上分析仅针对部分财务数据，没有考虑投资面。逻辑复杂，欢迎沟通讨论。

风险提示：

- 盈利周期变化的时间、政策超预期、个股异常值影响、数据口径的差异。

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH