

# 风物长宜放眼量

## 事件：

近期关于社保调整、增值税改革措施政策出台，市场担心对连锁药店行业利润有所冲击

中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《国税地税征管体制改革方案》，明确从2019年1月1日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收。

2018年3月，国务院常务会议决定，从2018年5月1日起：  
1) 将制造业等行业增值税税率从17%降至16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%，预计全年可减税2400亿元；2) 统一增值税小规模纳税人标准。将工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由50万元和80万元上调至500万元，并在一定期限内允许已登记为一般纳税人的企业转登记为小规模纳税人。

由于连锁药店员工人数较多，市场担心社保征缴方式变化对连锁药店行业有所冲击。

## 简评

### 社保征收部门调整对连锁药店利润冲击有限

社会保险是一种为丧失劳动能力、暂时失去劳动岗位或因健康原因造成损失的人口提供收入或补偿的一种社会和经济制度。社会保险的主要项目包括养老保险、医疗保险、失业保险、工伤保险、生育保险。根据《财经》最新统计数据显示，目前全国范围内社保费征收大致分为以下几种：1) 社保经办机构征收，共14省市；2) 根据缴费项目或缴费人群不同分类别分别由社保经办机构、税务部门征收，共4省市；3) “社保核定、税务代收”，共11省市；4) 税务部门全责征收，共7省市。

我们认为，根据税务部门是否全责征收这一核心因素来划分，将社保费征收划分为“非税务全责征收”和“税务全责征收”。“非税务全责征收”即由企业上报缴费人数和缴费基数，社保部门负责核定缴费数额，由社保分支机构征收或税务部门代为征收；“税务全责征收”即税务部门负责包括缴费数额核定、征收在内的全部征收环节。

根据《方案》要求的时间表，2018年12月10日前，社保费征管职责将由各级社保经办机构划转至税务部门；2019年1月1日起，各项社保费由税务部门统一征收，意味着社保费征收将全面变更为税务部门全责征收模式。由于税务部门掌握的企业信

## 医药生物

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

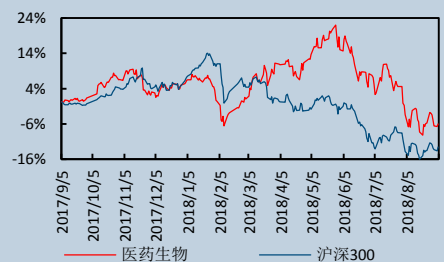
研究助理：刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

发布日期：2018年09月06日

### 市场表现



### 相关研究报告

息更加充分（通过税费掌握企业真实的员工数及工资情况）、强制性更强，对于此前并没有足额缴纳社保费的一些企业来说，低缴漏缴社保费可能性减小，利润空间可能会被社保费挤压。

**图表1：全国各省份、计划单列市社保费征管模式梳理**

征收类型	省份、计划单列市（36个）	数量
社保经办机构征收	北京、上海、天津、山东、四川、广西、江西、山西、吉林、贵州、新疆、西藏、深圳、青岛	14
区分类别：由社保经办机构、税务部门征收	河北、湖南、陕西、青海	4
社保核定、税务代征	内蒙古、江苏、安徽、福建、湖北、海南、重庆、云南、甘肃、宁夏、大连	11
税务部门全责征收	辽宁、黑龙江、广东、河南、浙江、宁波、厦门	7

资料来源：《财经》根据各省相关规定整理，中信建投证券研究发展部 数据截至20180903

**对零售药店利润测算：补缴社保的差额占当期归母净利润的比例在 8%-19%之间，对公司净利润率影响在 0.44 个百分点-1.23 个百分点之间。** 社保缴费金额的计算需要确定社保缴费基数及缴费比例两项指标，即缴费金额=缴费基数\*缴费比例。为了计算社保入税之后社保缴费增量及对公司净利润影响幅度，我们假设前提为：1) 全员交保；2) 将全部以货币形式发放的员工薪酬、奖金、津贴等均计入工资总额作为交保基数；3) 企业需要承担的社保缴费比例为养老保险 20%，医疗保险 11%，失业保险 1%，工伤保险 1.56%，生育保险 0.5%；4) 药店行业存在实习生及返聘人员，调研了解到该部分人员数量未计入公司在职工数量，但薪酬发放已计入财报中的工资、奖金、津贴和补贴项中，因此将工资、奖金、津贴和补贴项进行一定比例折扣计算应缴社保费。

我们认为：1) 短期来看：目前社保入税的具体执行细则及执法细则仍未有定论，仍存在不确定性，因此估计实际影响额度相对较小，同时还应考虑增值税改革带来的风险对冲。另一个角度来看，上市公司相对规范，如完全严格执行社保征收则中小连锁面临的压力更大，中小连锁资产价格有可能下降，利于大型连锁进行收购兼并，更有助于行业集中度的提升；2) 长期来看，本次改革为缴费比例下调创造了条件。

**图表2：社保征缴变化对药店行业净利润最大程度影响测算**

	公司一	公司二	公司三	公司四
职工薪酬（2017）	102,403	68,092	109,389	88,469
计算缴纳社保基数的工资折扣（正式员工比例）	90%	90%	88%	90%
企业应缴纳社保比例	34.06%	34.06%	34.06%	34.06%
应缴与实际缴纳社保差值	4,438	6,301	12,227	8,566
全面补缴社保占当期归母净利润比例	<b>8.12%</b>	<b>14.90%</b>	<b>19.25%</b>	<b>18.59%</b>
净利润率差额	<b>0.44%</b>	<b>0.97%</b>	<b>1.23%</b>	<b>0.92%</b>

资料来源：Wind，公司公告，中信建投证券研究发展部

### 增值税降税+小规模纳税人可部分对冲社保调整冲击

为了计算增值税改革对公司净利润影响幅度，我们假设前提为：营业收入中小规模纳税人税率贡献比例为 55%。结论为：**增值税降税+小规模纳税人改革有望带来 0.7 亿-1.7 亿的业绩增量，对公司净利润率影响在 1.45 个百分点-2.36 个百分点之间。**我们认为：1) 目前增值税降税虽对公司净利润贡献幅度小，但执行趋势已明确；2) 小规模纳税人改革对公司净利润贡献幅度较大，政策落地情况仍需与地方政府沟通，未来若社保入税完全严格征收，可兼顾地方政府税收贡献程度来适当利用小规模纳税人改革带来的利润增量对冲社保调整带来的冲击。

**图表3：增值税降税及小规模纳税人改革对药店行业利润贡献测算（增值税税率调整部分假设含税收入不变）**

	公司一	公司二	公司三	公司四
<b>调整前</b>				
<b>零售板块</b>				
增值税率	17%	17%	17%	17%
零售营业收入	730,379	457,331	717,477	681,884
零售销项税	124,164	77,746	121,971	115,920
零售营业成本	432,183	280,314	436,474	423,217
零售进项税	73,471	47,653	74,201	71,947
零售缴纳增值税	50,693	30,093	47,771	43,973
<b>批发板块</b>				
增值税率	11%	11%	11%	11%
批发营业收入	26,691	8,883	7,903	56,332
批发销项税	2,936	977	869	6,197
批发营业成本	20,735	6,806	6,881	52,316
批发进项税	2,281	749	757	5,755
批发缴纳增值税	655	228	112	442
<b>合计</b>				
缴纳增值税	51348	30321	47883	44415
归母净利润	42,271	31,350	47,496	37,080
归母净利润率	5.79%	6.86%	6.62%	5.44%
<b>调整后</b>				
<b>零售板块</b>				
一般增值税率	16%	16%	16%	16%
小规模纳税人增值税率	3%	3%	3%	3%
一般增值税纳税人比例	45%	45%	45%	45%
小规模纳税人比例	55%	55%	55%	55%
小规模纳税人增值税	12051	7546	11838	11251
一般零售销项税	52,587	40,474	63,497	60,347
一般零售进项税	31,117	24,808	38,628	37,455
零售增值税	33,521	23,212	36,707	34,143
<b>批发板块</b>				
增值税率	10%	10%	10%	10%
批发销项税	2,669	888	790	5,633
批发进项税	2,074	681	688	5,232
批发增值税	596	208	102	402
<b>合计</b>				
缴纳增值税	34,117	23,420	36,809	34,545
调整前后缴纳增值税差额	<b>17,232</b>	<b>6,902</b>	<b>11,074</b>	<b>9,870</b>
归母净利润	59,503	38,252	58,570	46,950
归母净利润率	8.15%	8.36%	8.16%	6.89%
归母净利润率差额	<b>2.36%</b>	<b>1.51%</b>	<b>1.54%</b>	<b>1.45%</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

### 连锁药店龙头议价能力提升, 社保征缴冲击有限

我们认为: 1) 增值税改革可以部分对冲社保入税调整带来的风险; 2) 行业大逻辑上: 首先, 处方外流及消费升级延续不变。其次, 社保征收水平较现有水平趋严叠加下半年分类分级管理办法出台则中小连锁经营承压, 资产价格有望下降, 助推由卖方市场转换为买方市场, 行业并购整合集中度提升步伐有望加快; 3) 回顾上半年行业经营情况, 可以看出龙头公司依然积极备战规模扩张, 同时议价能力持续提升带来盈利能力提升, 经营情况持续向好, 未来行业的持续健康增长值得期待。

**受新开店及并购因素推动, 医药零售行业上半年保持较快增长。**上半年, 整体来看医药零售板块继续维持较高速增长主要依靠自建+并购双轮驱动和的规模扩张。长期来看, 我们依然认为连锁药店是未来医药消费终端的战略性资产。医药零售板块上半年收入、归母净利润及扣非后净利润分别同比增长 23.0%、26.7%和 23.7%, 整体仍然保持了较快增长。

**图表4: 截至 2018H1 医药零售行业分季度累计整体情况**

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
收入增速	24.50%	23.1%	21.6%	23.0%	24.3%	23.0%
归母净利润增速	12.90%	20.9%	19.3%	21.3%	28.4%	26.7%
扣非后归母净利润增速	13.80%	21.2%	19.4%	18.7%	25.1%	23.7%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**财务指标显示, 零售龙头公司议价能力增强, 体现为毛利率和净利率持续提升。**我们对医药零售板块 2017 年一季度至 2018 年上半年进行分季度累计关键财务指标分析, 发现: 1) 受益集中度提升, 规模效应显现, 盈利能力稳步提升, 2017 年至 2018H1 毛利率呈缓慢上升趋势, 2018H1 达到 40.0%, 创 2017 年以来新高; 2) 与医药零售行业加速扩张有关, 销售费用率逐步提高, 2018 年 H1 达到 26.1%, 创 2017 年来新高; 3) 2018 年管理费用得到良好控制, 呈现下降趋势, 2018H1 管理费用率同比下降 0.5 个百分点; 4) 受益毛利率提高, 销售净利率得到提高, 2018H1 达到 6.8%, 为 2017 年以来新高; 5) 其他财务指标表现健康。

**图表5: 医药零售板块分季度累计财务分析**

	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
毛利率	38.7%	39.1%	39.4%	39.3%	39.4%	40.0%
销售费用率	24.9%	25.1%	25.7%	25.7%	25.7%	26.1%
管理费用率	4.3%	4.6%	4.6%	4.7%	3.8%	4.1%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售净利率	6.4%	6.5%	6.2%	5.9%	6.8%	6.8%
应收账款周转天数	21.9	22.4	22.2	22.3	24.1	23.6
存货周转天数	106.1	105.7	108.9	107.0	104.3	105.1
经营性净现金流/经营活动净收益	33.7	50.6	84.4	92.1	11.0	59.0
扣非后摊薄的 ROE	5.1%	10.1%	12.8%	15.1%	3.9%	7.9%
资产负债率	50.4%	50.3%	49.4%	46.9%	46.1%	46.9%

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**龙头公司分析：益丰药房业绩持续高增长，一心堂经营拐点已现，大参林开始迈出跨区域扩张步伐。**从医药零售行业龙头公司的收入和扣非净利润增速可以看出，大参林营收增速基本维持在 15%-20%之间，随着 2017 年外延扩张的加速，2018H1 扣非净利增速为 10.8%，主要由于并购数量相对较少以及广东省 Q2 实施分类分级管理办法，严格凭处方销售处方药，我们认为虽然短期分类分级对药店经营存在影响，但是长期份额将向龙头靠拢；老百姓 2018H1 扩张速度较 2017 加快，拖累业绩，但 2018H1 扣非净利润增速已较 Q1 有所改善，趋势向好；益丰药房 2018H1 受益于自有门店盈利能力提升、外延扩张加速及三费控制良好，扣非净利润增速达到 37.3%，增速与收入持平，下半年新兴药房等并购资产并表，全年业绩高速增长可期；一心堂 2018H1 受益于前期大量并购门店整合完毕，开始贡献利润，扣非净利润增速高达 35.6%，超过收入增速，全年业绩高速增长值得期待。

**图表6：医药零售行业龙头公司分析**

证券代码	证券简称	收入增速						扣非后净利润增速					
		1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18	1Q17	1H17	1-3Q17	17	1Q18	1H18
603233.SH	大参林	18.5%	18.7%	15.7%	18.3%	17.1%	16.6%	2.8%	15.8%	10.8%	7.9%	16.5%	10.8%
603883.SH	老百姓	30.1%	24.7%	21.8%	23.1%	27.9%	28.5%	49.2%	32.7%	31.7%	21.3%	14.7%	16.3%
603939.SH	益丰药房	29.4%	27.0%	27.9%	28.8%	37.4%	33.7%	32.8%	37.6%	38.5%	42.1%	39.9%	37.3%
002727.SZ	一心堂	22.7%	23.7%	23.5%	24.0%	20.1%	17.5%	-8.1%	10.0%	10.4%	15.3%	36.8%	35.6%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

**板块延续自建+并购双轮驱动的扩张模式。**全国布局较广的老百姓净增门店数量最多达到 534 家，大参林（自建居多）和益丰药房实现近 450 家净增门店，一心堂由于上半年集中进行门店搬迁调整净增门店数最少，下半年搬迁调整因素接触，7-8 月扩张速度已明显恢复（净增门店 112 家）。外延并购方面：1）益丰药房、老百姓近半数净增门店来自外延并购，大参林、一心堂并购相对较少，预计下半年适当提速；2）由于产业资本及互联网巨头的涌入，门店资产价格维持高位，以新兴药房、漱玉平民、贵州一树为代表的区域龙头并购 PE 位于 35-40X 之间，PS 基本在 1.6 以上。中小连锁标的并购 PE 维持在 20-30X 之间，PS 因标的差异波动范围较大。互联网巨头阿里巴巴旗下互联网医疗旗舰平台阿里健康上半年 3 次出手分别入股山东、安徽及贵州区域龙头，未来不排除弱化阿里健康大药房 B2C 业务的可能，有望重点与线下门店合作探索 O2O 新零售模式，从并购 PE 及 PS 来看，较产业资本更高。

**图表7：2018 年上半年药店板块扩张情况梳理**

	净增（家）	自建（家）	并购（家）	关店（家）	期末门店总数（家）
大参林	449	332	117	30	3404
老百姓	534	297	237	29	2939
益丰药房	440	251（加盟 36）	209	20	2499
一心堂	198	349	-	151（70 家属搬迁门店）	5264

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表8：2018 年 1-8 月药店板块龙头公司并购业务梳理**

时间	标的	省份	门店数量	购买股权比例	交易作价（万元）	PE	PS	业绩承诺	交割状态
大参林									

请参阅最后一页的重要声明

时间	标的	省份	门店数量	购买股权比例	交易作价(万元)	PE	PS	业绩承诺	交割状态
2018年2月	佛山市致心医药有限公司	广东	6	资产性收购	180				已交割
2018年2月	保定市盛世华兴医药连锁有限公司	河北	51	19%	2717				已交割
2018年3月	湛江市鸿中药店有限公司	广东	15	资产性收购	1948.8				已交割
2018年8月	江西会好康药房连锁有限公司	江西	7	资产性收购	8787.6	23.8	0.86		未交割
<b>老百姓</b>									
2018年1月	广西源芝堂医药有限公司	广西	11	资产性收购	610				已交割
2018年1月	老百姓大药房连锁广东有限公司	广东		40.20%	2500				已交割
2018年1月	江苏常州市单体药店	江苏	6	资产性收购	1460				已交割
2018年4月	宁夏福德堂医药连锁有限公司	宁夏	13	资产性收购	490				已交割
2018年6月	郴州市华盛仁康大药房	湖南	13	资产性收购	700				12家已交割, 1家Q3完成交割
2018年6月	芜湖市新民大药房连锁有限公司	安徽		51%	1388				Q3完成交割
2018年6月	常州金坛新千秋大药房有限公司	江苏		65%	1755				Q3完成交割
2018年7月	江苏海鹏医药连锁有限公司	江苏		55%	7975				Q3完成交割
2018年7月	无锡三品堂医药连锁有限公司	浙江		55%	3300	20	1.52		Q3完成交割
2018年8月	安徽药膳堂大药房连锁有限公司	安徽	16	资产性收购	2500		2.08		-
2018年8月	广西参芝林药业有限公司	广西	16	资产性收购	2200	31.08	0.9		-
<b>益丰药房</b>									
2017年5月	广州康信大药房连锁有限公司	广东	34	80%	5280				已交割
2017年7月	泰州市博爱大药房连锁有限公司	江苏		65%	3445				已交割
2017年12月	泰州市百姓人大药房连锁有限公司	江苏		65%	3575				已交割
2017年12月	江西天顺大药房连锁有限公司	江西	139	60%	4020	30.45	0.47	交割首年净利润260万元	已交割
2017年12月	无锡市九州大药房有限公司	江苏	62	51%	16830	22.25	1.60		已交割
2017年12月	浏阳市天顺大药房连锁有限公司	湖南	43	资产性收购	4359				已交割
2018年1月	荆州市市区心连心大药房	湖北	10	资产性收购	940				已交割
2018年2月	祁东县国大健康大药房有限公司	湖南	11	资产性收购	1473				已交割
2018年3月	湖南欣百康医药连锁有限公司	湖南	21	资产性收购	6220				已交割
2018年4月	长沙市芙蓉区庆元堂大药房	湖南	13	资产性收购	1237				已交割
2018年6月	石家庄新兴药房连锁股份有限公司	河北	450	86.31%	138359	35.62	1.77	2018年度、2019年度以及2020年度标的公司归母净利润不低于6500万元、8450万元以及9950万元	48.96%现金交割部分已完成
2018年7月	如东日晖大药房连锁有限公司	江苏		65%	2872				未交割
2018年8月	上海虹桥药业有限公司	上海	53	51%	14280	27.04	1.21		未交割
2018年8月	长沙市芙蓉区泰来森炎堂大药房	湖南	11	资产性收购	1305				未交割
2018年8月	江苏市民大药房连锁有限公司	江苏	10	53%	13250	17.65	1.76	2018-2020每年零售含税销售额达到1.65亿元, 净利润达到1300万元	未交割

时间	标的	省份	门店数 量	购买股权 比例	交易作价 (万元)	PE	PS	业绩承诺	交割状态
<b>一心堂</b>									
2018年7月	灵石县大众药房连锁有限公司	山西	21		资产性收购 2690				-
<b>阿里健康</b>									
2018年6月	漱玉平民大药房连锁股份有限公司	山东	1200+	9.34%	45400	41.19			-
2018年6月	安徽华人健康医药股份有限公司	安徽	500+	-	-				-
2018年8月	贵州一树连锁药业有限公司	贵州	1000+	25%	82600	39.33	1.68		-

资料来源: CFDA, 公司公告, 中信建投证券研究发展部, (并购PE及PS基于2017年数据计算) (益丰药房2017并购业务于2018H1完成交割)

**主要公司布局: 区域龙头优势明显, 全国布局有待加强。**截至2017年报, 在4家医药零售公司中, 全国门店数量最多的是一心堂, 共5264家, 其次是大参林3404家, 老百姓2939家, 益丰药房2499家。分地区来看, 华南地区大参林门店数量最多, 华中地区老百姓门店较多, 华北地区老百姓和一心堂门店分布较多, 西南地区一心堂门店分布最多, 西北地区老百姓门店分布较多。总体来看, 中部、南部地区, 大参林、老百姓、益丰药房、一心堂群雄割据, 北部地区布局较少, 区域优势凸显, 但全国布局有待完善。

**图表9: 截至2018年中报医药零售板块公司全国布局情况**

公司名称	全国门店布局情况 (不含加盟店)
大参林	华南地区 2848 家, 华中地区 387 家, 华东地区 169 家, 共 3404 家
老百姓	华中地区 973 家, 华东地区 872 家, 西北地区 437 家, 华北地区 396 家, 华南地区 261 家, 共 2939 家
益丰药房	中南地区 1400 家, 华东地区 1099 家, 共 2499 家
一心堂	西南地区 4294 家, 华南地区 713 家, 华北地区 239 家, 华东地区 9 家, 华中地区 9 家, 共 5264 家

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

## 投资建议

我们认为: 1) 连锁药店板块业绩确定性强; 2) 社保征收水平较现有水平趋严叠加下半年分类分级管理办法出台有望继续提高集中度, 头部企业将率先受益; 3) 医药分开持续推进, 处方外流进程逐步加速, 为行业带来增量市场空间; 4) “互联网+医疗”推动下, 连锁药店积极探索新零售模式, 布局未来。重点推荐**益丰药房**、**老百姓**、**一心堂**及**大参林**, 建议关注**国药一致**。

**图表10: 连锁药店行业公司盈利预测及投资评级表**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	总市值	EPS			PE		
			(元/股)	(亿元)	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603939.SH	益丰药房	买入	51.40	186	1.13	1.48	1.92	53	40	31
603883.SH	老百姓	买入	60.36	172	1.64	2.03	2.49	49	39	32
603233.SH	大参林	买入	44.08	176	1.47	1.80	2.18	42	34	28
002727.SZ	一心堂	买入	24.66	140	0.95	1.20	1.49	32	25	20

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部 收盘价及总市值截至20180905

## 风险分析

处方外流进度低于预期; DTP 药房建设进度低于预期; 并购交易进度低于预期。

## 分析师介绍

**贺菊颖：**医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10年医药行业研究经验，2017年加入中信建投证券研究发展部。

## 研究助理

**刘若飞** 010-85130388 liuruofei@csc.com.cn

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859