

2023年08月28日

买入（首次覆盖）

报告原因：业绩点评

国际医学（000516）：诊疗量逐季攀升，经营稳步向好

——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/08/25
收盘价	7.66
总股本(万股)	226,081
流通A股/B股(万股)	189,955/0
资产负债率(%)	70.00%
市净率(倍)	4.34
净资产收益率(加权)	-5.29
12个月内最高/最低价	13.49/7.64

**投资要点**

- 单季度持续改善，亏损加速收窄。**公司深耕医疗行业20余年，积累了丰富的民营综合医院建设、运营经验，拥有高新医院、国际医学中心医院（含北院）两大院区，构建了覆盖“严肃医疗+类消费医疗”的全生命周期高水平医疗健康服务平台。2023年上半年，公司实现营收与归母净利润分别为22.10、-2.22亿元，分别同比增长106.9%、62.7%，高增长主要是常规运营后诊疗量加速提升所致。Q2单季度，公司实现收入、归母净利润11.51、-1.48亿元，同比增速分别为50.8%、11.8%。全年来看，诊疗量逐季攀升，公司营收快速增长，商洛医院年内出表，整体有望在年内实现单月盈亏平衡。
- 高新医院：快速恢复至满负荷运营，业务持续精进。**2023年上半年，高新医院成立了整形医院、眩晕诊治及盆底康复中心，泌尿外科扩为两个病区；实现医疗技术突破，完成医院首例人工心脏植入手术、首例主动脉瓣球囊扩张术、首例Shockwave 血管冲击波技术治疗冠脉钙化病例、首例“甲状腺结节射频消融术”、首例“内镜下胃造瘘”术。2023年上半年，高新医院实现收入7.11亿元，同比增加89.0%；实现净利润0.34亿元，同比增长140.3%，主要是诊疗量快速修复，高新医院恢复至满负荷运营状态所致。其中门急诊量54.35万人次，同比增加71.9%；住院量3.05万人次，同比增加98.1%；手术量8669台次，同比增加92.1%；体检2.59万人次，同比增加70.4%。最高日门急诊服务量4952人次，最高日在院患者1599人。
- 中心医院：类消费医疗院区试运营，发展进入快车道。**2023年上半年，国际中心医院新开32个科室，设有整形、康复、产科等十大专科医院的北院区试运营，国际医学城全生命周期的全科医疗版图确立。2023年上半年，中心医院实现收入14.25亿元，同比增加123.0%；亏损1.54亿元，较去年同期缩窄54.8%。伴随诊疗量快速攀升，中心医院有望加速实现盈亏平衡。其中，中心医院（南院+北院）合计门急诊服务量52.46万人次，同比增加163.5%；住院服务量5.54万人次，同比增加123.4%；手术量2.62万台次，同比增加104.7%；体检2.48万人次，同比增加89.3%。最高日门急诊服务4525人次，最高日在院患者3307人，各项指标均呈翻倍态势增长。
- 投资建议：**公司是综合医院运营集团，积极发展“严肃医疗+类消费医疗”的综合医疗创新业务模式，满足我国多层次、多样化的医疗需求。伴随中心医院诊疗量快速攀升，我们预计公司2023-2025年的营收分别为44.55、62.44、82.40亿元，归母净利润为-4.26、1.50、4.23亿元，首次覆盖，给予买入评级。
- 风险提示：**医改控费超预期风险，管理运营风险，医护资源短缺风险。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	1606.99	2921.13	2710.96	4454.54	6244.21	8240.35
同比增速(%)	62.17%	81.78%	-7.19%	64.32%	40.18%	31.97%
归母净利润(百万元)	45.36	-822.17	-1176.68	-426.38	150.19	422.65
同比增速(%)	111.23%	-1912.52%	-43.12%	63.76%	135.22%	181.41%
毛利率(%)	-9.21%	1.49%	-6.57%	9.91%	20.74%	21.69%
每股盈利(元)	0.02	-0.37	-0.52	-0.19	0.07	0.19
ROE(%)	14.48%	15.36%	-27.68%	-20.45%	6.72%	15.90%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2023年8月25日收盘）

正文目录

1. 国际医学：全科医疗稀有标的，业绩稳健增长	4
2. 高新医院满负荷运营，中心医院诊疗量快速爬坡	6
2.1. 高新医院：满床运营，稳定贡献业绩	6
2.2. 中心医院：全科医疗商业版图确立，诊疗量快速攀升	7
2.3. 商洛医院：出表在即，公司资产结构优化	8
3. 盈利预测与估值分析	8
3.1. 盈利预测	8
3.2. 绝对估值分析	9
3.3. 相对估值分析	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10

图表目录

图 1 公司旗下医院.....	4
图 2 公司建成全生命周期医疗大健康平台	4
图 3 公司营业收入持续高增长	5
图 4 公司单季度营收呈逐季增长态势.....	5
图 5 公司归母净利润增长强劲	5
图 6 公司单季度归母净利润	5
图 7 公司四费率基本保持稳定	6
图 8 高新医院收入及同比增速	7
图 9 高新医院净利润及同比增速.....	7
图 10 高新医院门急诊量	7
图 11 高新医院住院量及同比增速	7
图 12 中心医院收入及同比增速	8
图 13 中心医院净利润及同比增速.....	8
图 14 中心医院门急诊量	8
图 15 中心医院住院量及同比增速.....	8
表 1 公司医疗业务收入假设	9
表 2 FCFF 估值计算参数	9
表 3 可比公司一览.....	10
附录：三大报表预测值	11

1.国际医学：全科医疗稀有标的，业绩稳健增长

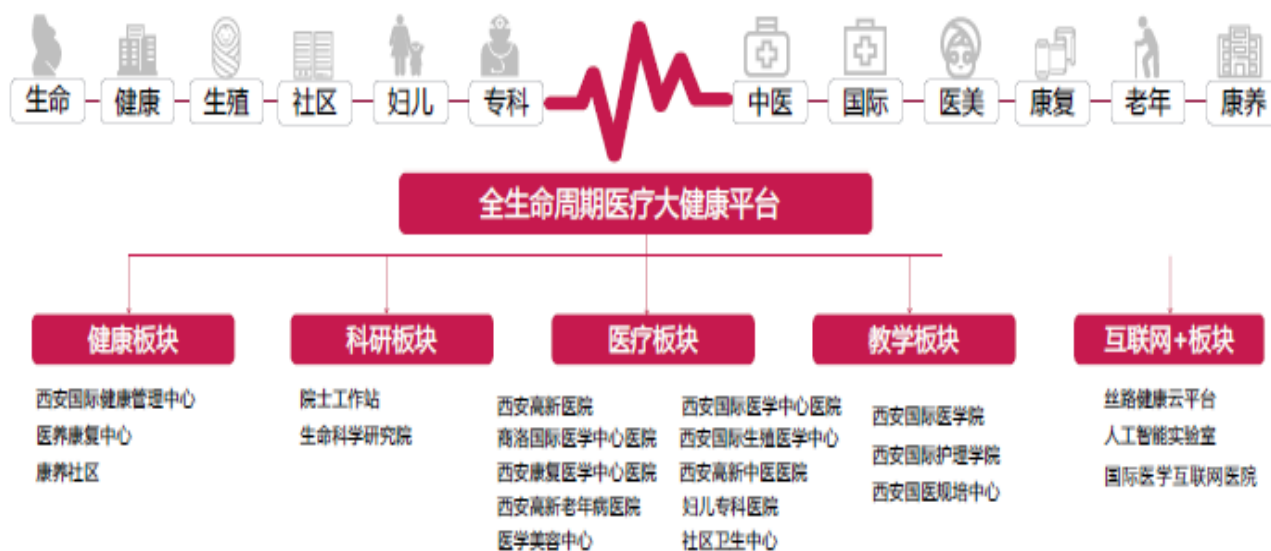
公司深耕医疗行业 20 余年，积累了丰富的医院建设、运营、管理经验，探索出适合社会资本举办综合性医院的高效率运营管理模式，形成了独具特色的核心竞争力。公司拥有全国首家社会办三甲医院西安高新医院，全球超大单体医院西安国际医学中心医院，汇聚了中国中西地区优质医疗专家资源以及同步国际先进水平的医疗设备，构建了覆盖“严肃医疗+类消费医疗”的全生命周期高水平医疗健康服务平台，品牌影响力与日俱增。目前已经打造出了深耕西安，辐射中西部的综合医疗服务版图，发展成为国内大型医疗健康管理集团之一。

图1 公司旗下医院



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图2 公司建成全生命周期医疗大健康平台

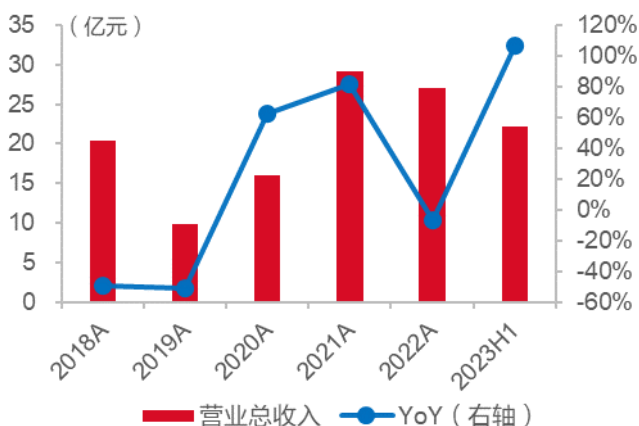


资料来源：公司公告，东海证券研究所

收入端全年有望维持高增速。公司于 2018 年处置零售板块业务，自此专注医疗主业。2019-2022 年，公司营收从 20.39 亿元增长至 27.11 亿元，3 年 CAGR 为 28.61%，增长稳健。2023 年上半年，公司实现营业收入 22.10 亿元，同比增长 106.91%，高增长主要是去年常规运营后诊疗量加速提升及同期停诊三个月所致。其中 Q1、Q2 分别实现收入 10.59、11.51 亿元，分别同比增长 247.40%、50.78%。分季度来看，公司营收在完整自然年度中，Q1-Q4 收入逐季增长，考虑到 Q1、Q2 已实现高增速，全年维持强劲增长可期。

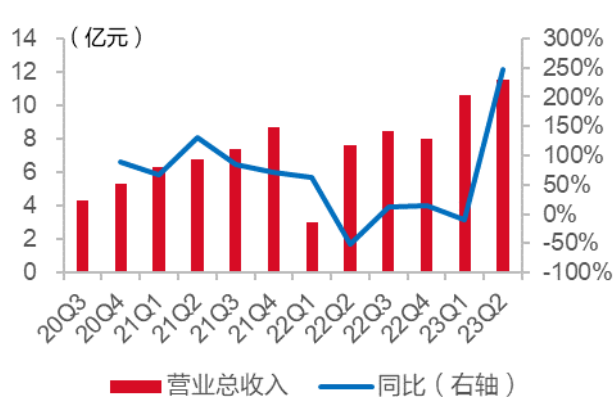
单季度持续改善，亏损或加速收窄。利润端，主要是受疫情及高新医院二期、商洛医院及中心医院相继投入运营成本较大拖累。商洛医院已于 2023 年 8 月 22 日完成工商变更。根据公司半年报披露，商洛医院负债合计近 17.85 亿元，净利润为-0.27 亿元；剥离后除其他应付款外其他负债也将转让公司资产结构将显著优化，每年利息费用及亏损将相应减少，公司整体将加速扭亏。2023 年上半年，公司归母净利润为-2.22 亿元，亏损大幅缩窄，同比增速为 62.69%。单季度改善，Q1、Q2 归母净利润分别为-0.75、-1.48 亿元，同比增速分别为 82.55%、11.83%。全年来看，伴随诊疗量持续爬坡，公司营收快速增长，亏损有望加速收窄，年内有望实现单月盈亏平衡。

图3 公司营业收入持续高增长



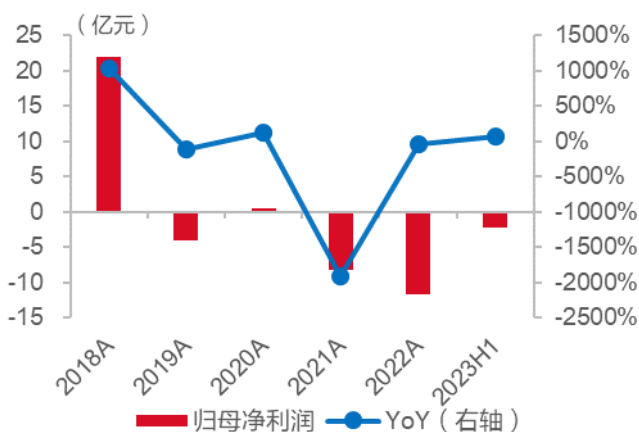
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 公司单季度营收



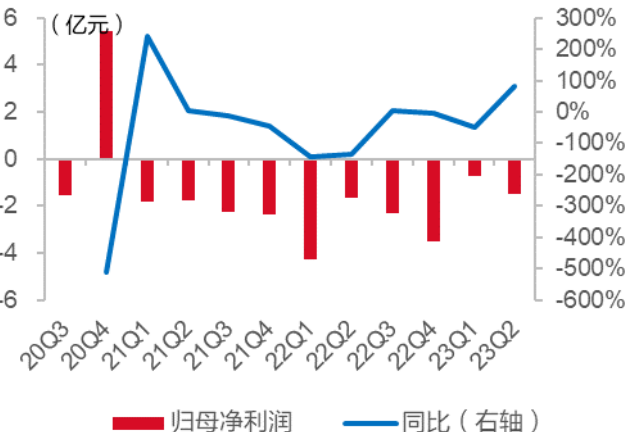
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 公司归母净利润增长强劲



资料来源：Wind，东海证券研究所

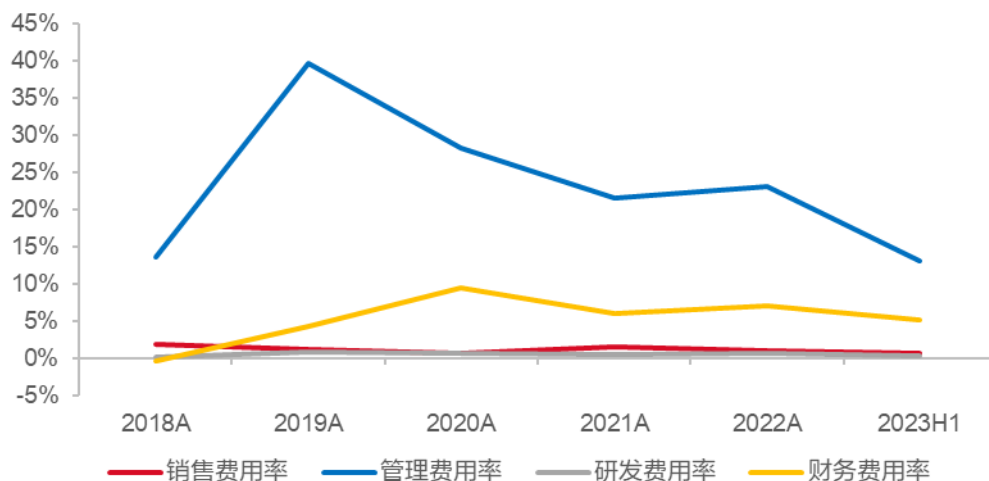
图6 公司单季度归母净利润



资料来源：Wind，东海证券研究所

规模效应显现，费用率持续下降。2023 年上半年，公司管理、研发、财务费用率分别为 13.08%、0.32%、5.03%，分别下降 12.84、0.24、3.37 个百分点；销售费用率为 0.66%，与上年同期持平。除销售费用率外，其余期间费用率均呈下降态势，规模效应持续体现。

图7 公司四费率基本保持稳定



资料来源：Wind，东海证券研究所

2. 高新医院满负荷运营，中心医院诊疗量快速爬坡

2.1. 高新医院：满床运营，稳定贡献业绩

全国首家民营三甲医院，优势科室众多。西安高新医院成立于2002年，是全国首家社会办医三级甲等医院，是美国妙佑医疗国际（Mayo Clinic）医疗联盟成员。经过20余年运营，高新医院拥有多个国家、省重点科室：神经内科为国家临床重点专科建设项目、陕西省优势医疗专科、西安市医学优势专科；心血管外科、普外科为省级医疗特色专科；急诊医学科为陕西省临床重点专科培育项目；妇产科（妇科、产科）、医学影像科为西安市医学优势专科。生殖医学科夫精人工授精技术通过陕西省卫健委正式运行准入；体外受精-胚胎移植及卵胞浆内单精子显微注射技术获得试运行资质。高新医院占地面积5.65万平方米，建筑面积17万平方米，开放床位1500张，设有临床、医技科室55个。

持续拓展科室及学科，积极突破医疗技术。2023年上半年，高新医院成立了整形医院、眩晕诊治及盆底康复中心；泌尿外科扩为两个病区；成立老年综合评估、VTE（静脉血栓栓塞症）、营养支持等多学科协作专业委员会。开展新技术、新项目54项，同比增长80%。完成医院第一例人工心脏植入手术、首例主动脉瓣球囊扩张术、首例Shockwave血管冲击波技术治疗冠脉钙化病例、首例“甲状腺结节射频消融术”、首例“内镜下胃造瘘”术。

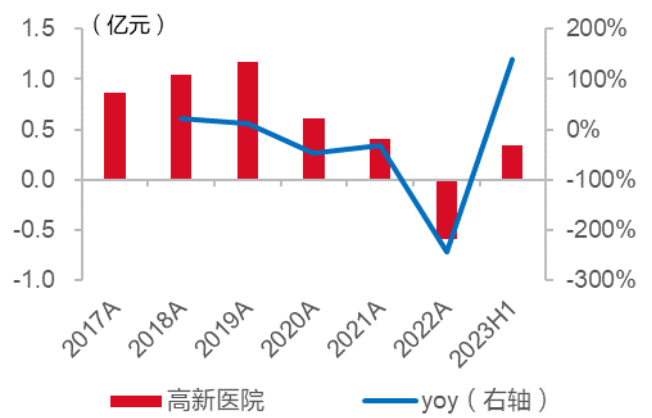
快速恢复至满负荷状态运营，业绩超高速增长。2023年上半年，高新医院实现收入7.11亿元，同比增加89.02%；实现净利润0.34亿元，同比增长140.32%，主要是诊疗量快速修复，高新医院恢复至满负荷运营状态所致。其中门急诊量54.35万人次，同比增加71.88%；住院量3.05万人次，同比增加98.05%；手术量8669台次，同比增加92.05%；体检2.59万人次，同比增加70.39%。最高日门急诊服务量4,952人次，最高日在院患者1,599人。

图8 高新医院收入及同比增速



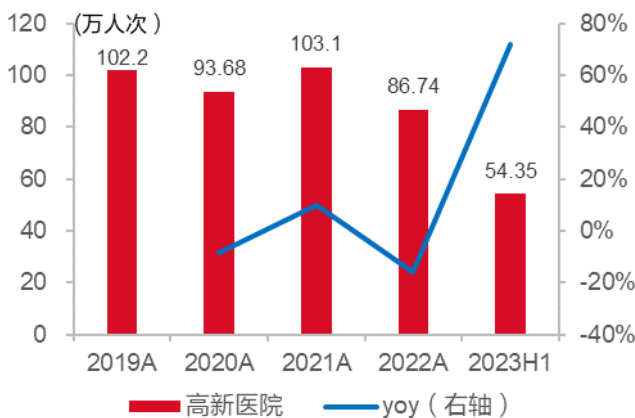
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 高新医院净利润及同比增速



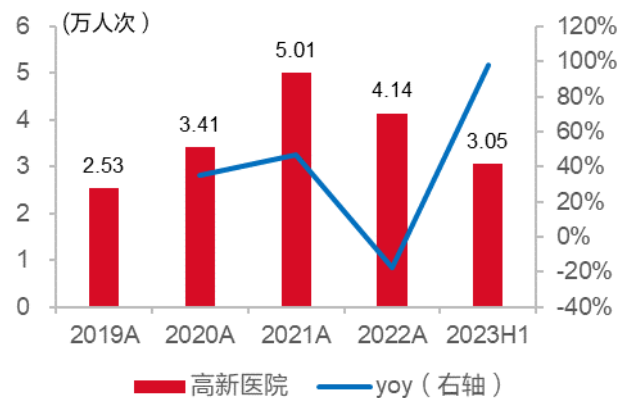
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图10 高新医院门急诊量



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图11 高新医院住院量及同比增速



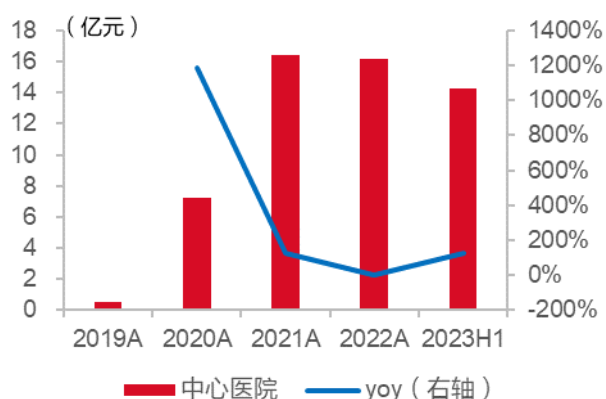
资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

2.2.中心医院：全科医疗商业版图确立，诊疗量快速攀升

南北院定位明确，医学城全生命周期版图确立。西安国际医学中心医院分为南院及北院，分别开业于 2019 年、2023 年。南北院分工明确。南院以严肃医疗为主，拥有脑科、心血管、消化、胸科、肿瘤、血液病、骨科、妇科八大专科医院及泌尿、肾病、内分泌、眼科、口腔、耳鼻喉等综合门诊科室。北院以类消费医疗为主，设有骨科、康复、妇科、儿童、产科、整形、精神心理、老年病、中医、神经慢病十大专科医院等十八科室。南、北院分别规划病床 5037 与 3600 张。伴随北院开业，国际医学城全生命周期的全科医疗版图确立，协同效应及品牌效应下，诊疗量有望加速攀升，中心医院前景可期。

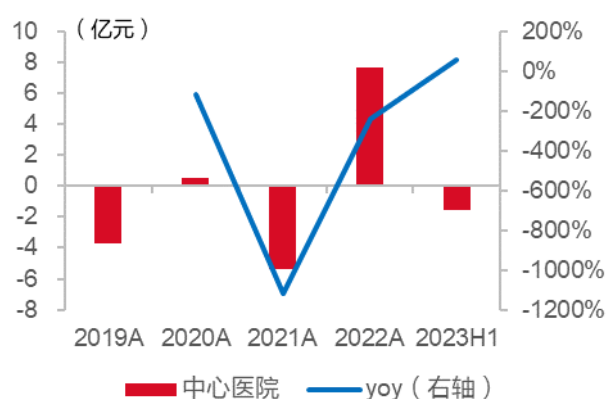
诊疗量翻倍攀升带动业绩超高速增长。中心医院北院区于 Q1 试运营。2023 年上半年，中心医院实现收入 14.25 亿元，同比增加 123.02%；亏损 1.54 亿元，较去年同期缩窄 54.79%。伴随诊疗量快速攀升，中心医院有望加速实现盈亏平衡。2023 年上半年，中心医院（南院+北院）合计门急诊服务量 52.46 万人次，同比增加 163.49%；住院服务量 5.54 万人次，同比增加 123.39%；手术量 2.62 万台次，同比增加 104.69%；体检 2.48 万人次，同比增加 89.31%。最高日门急诊服务 4525 人次，最高日在院患者 3307 人，各项指标均呈翻倍态势增长。

图12 中心医院收入及同比增速



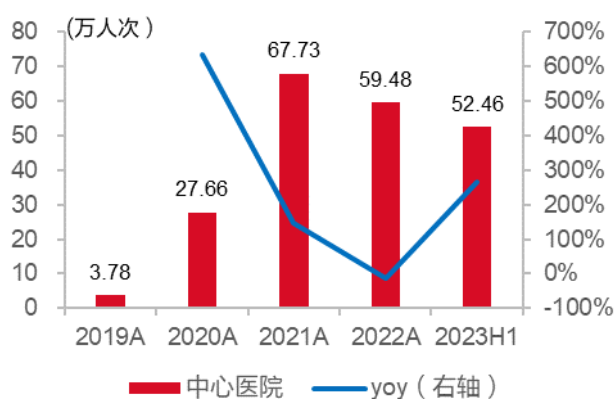
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 中心医院净利润及同比增速



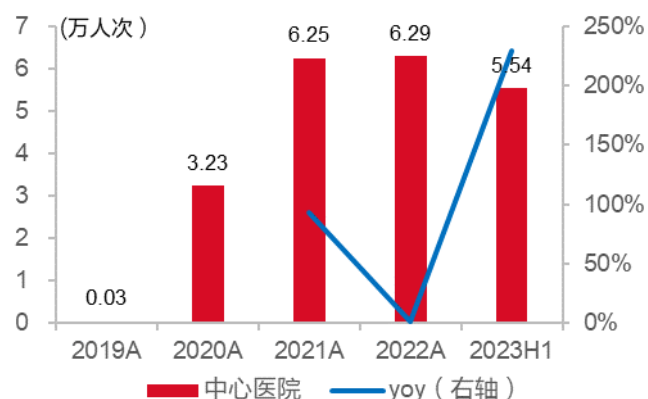
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 中心医院门急诊量



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图15 中心医院住院量及同比增速



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

2.3.商洛医院：出表在即，公司资产结构优化

商洛医院（新院区）于2021年开诊，规划床位1,800张，由妇女儿童医院、康复医院和以神经、肿瘤、心胸、消化、骨科，眼科中心等特色专科为主的综合医院组成，是按照JCI和三甲标准建设的综合医院。2022年10月，公司与商洛市交通投资建设有限责任公司签署《股权转让合同》，将公司持有的商洛国际医学中心医院99%的股权出让给商洛交投，目前仍处于相关转让、交割进程。本次出售有利于改善公司资产结构。据公司半年报披露，2023年上半年，商洛医院负债合计17.85亿元，亏损2736万元。截至2023年8月22日，商洛医院99%的股权已完成工商变更，出表在即，公司资产结构将进一步优化。伴随折旧、利息等支出减少，公司盈利能力得到改善，有望年内实现盈亏平衡。

3.盈利预测与估值分析

3.1.盈利预测

公司目前拥有西安高新医院、西安中心医院两大三甲级高标准建设的优质医院，团队强大，优势科室众多，有望持续扩大辐射区域，吸引省内外患者就诊。基全科医疗版的协同效

应及国际医学强势品牌效应下,诊疗量有望快速爬坡,床位运营数与单床收入有望持续提升。我们针对公司 2023-2025 年的两大医院(含北院)作出以下假设:

1、高新医院:上半年诊疗量快速增长,收入高速增长,预计 2023 年起将维持满负荷运营状态,随后收入维持稳健增长,利润率不断提升。

2、中心医院:北院于 2023Q1 试运行,预计目前中心医院整体月均住院量仍未过半,增长空间显著。此外,IVF、医美等类消费医疗业务有望持续增厚单床收入。

表1 公司医疗业务收入假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
医疗收入(百万元)	2,922	2,694	4,455	6,244	8,240
同比	79.95%	-7.78%	65.33%	40.18%	31.97%
1.高新医院(百万元)	1,152	987	1,450	1,532	1,633
同比	44.26%	-14.36%	47.00%	5.61%	6.60%
2.中心医院(百万元)	1644	1619	2937	4712	6607
同比	128.14%	-1.51%	81.38%	60.47%	40.21%
3.商洛医院(百万元)	125.61	88.60	68	-	-
同比	20.35%	-29.46%	-23.82%	-	-

资料来源:Wind,东海证券研究所预测

3.2.绝对估值分析

根据 FCFF 估值模型,给予一阶段 6 年的预测期(2023-2028 年),给予二阶段 4 年的过渡期,期间预计公司维持 5%的增长率。永续阶段期间,给予成熟稳定企业 2%的永续增长率。 β 值为 1.2——参考公司近半年的历史数据;无风险利率 R_f 为 2.57%——参考 10 年期国债收益率;市场预期收益率 R_m 为 5.38%——参考沪深 300 历史 10 年平均收益水平;有效税率为 15%——根据国家对高新技术企业的相关税收政策。根据以上参数,得到公司 WACC 为 5.44%,由此计算得出公司市值为 446 亿,对应当前股本的股价为 81.99 元。

表2 FCFF 估值计算参数

估值假设		FCFF 估值	
预测期年数	6	FCFF 预测期现值(百万)	3,682.38
过渡期年数	4	FCFF 过渡期现值(百万)	4,704.47
过渡期增长率	5%	FCFF 永续价值现值(百万)	43,908.30
永续增长率 g	2%	企业价值(百万)	52,295.14
贝塔值(β)	1.2		
无风险利率 R_f (%)	2.57%		
市场的预期收益率 R_m (%)	5.38%	股权价值(百万)	49,253.73
有效税率 T (%)	15.00%	总股本(百万)	2,260.81
加权平均资本成本 WACC	4.85%	每股价值(元)	21.79

资料来源:Wind,携宁,东海证券研究所

3.3.相对估值分析

公司为未盈利企业,我们选取 A 股 3 家同行业上市公司进行比较分析,从估值比较来看,公司的市销率(2023E 3.9 倍)低于行业平均水平(2023E 5.9 倍)。

表3 可比公司一览

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	总营业收入 (亿元)			PS (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
301267.SZ	华夏眼科	327	38.87	41.9	53.0	66.0	7.8	6.2	5.0
301239.SZ	普瑞眼科	147	98.51	25.4	32.7	42.2	5.8	4.5	3.5
300143.SZ	盈康生命	62	9.69	14.8	17.8	21.8	4.2	3.5	2.9
行业均值							5.9	4.7	3.8
000516.SZ	国际医学	173	7.66	44.5	62.4	82.4	3.9	2.8	2.1

资料来源：Wind，东海证券研究所（数据为 2023 年 8 月 25 日收盘价，华夏眼科、普瑞眼科、盈康生命为 Wind 一致预期）

4.投资建议

公司是综合医院运营集团，积极发展“严肃医疗+类消费医疗”的综合医疗创新业务模式，满足我国多层次、多样化的医疗需求。伴随中心医院诊疗量快速攀升，我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 44.55、62.44、82.40 亿元，归母净利润为-4.26、1.50、4.23 亿元。首次覆盖，给予买入评级。

5.风险提示

医改控费超预期风险：伴随我国医改持续深化，医保控费力度持续加大。如果公司不能提供持续提高附加值的业务，可能会对公司的经营产生一定不利影响。

管理运营风险：由于存在医学事业发展水平局限、患者个体差异、病况的差异、医生素质的差异，以及其他不可抗因素的影响，在实施各类诊疗服务过程中存在出现意外情况的可能，给公司旗下医疗机构的管理运营带来一定的风险。

医护资源短缺风险：公司医疗服务业务迅速扩张，需要持续吸引中高级医疗、管理和技术人才，如果公司不能持续吸引所需的人才，可能存在人力资源短缺的风险。

附录：三大报表预测值

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,711	4,455	6,244	8,240	货币资金	1,178	398	399	815
%同比增速	-7%	64%	40%	32%	交易性金融资产	159	179	179	179
营业成本	2,889	4,013	4,949	6,453	应收账款及应收票据	421	520	694	870
毛利	-178	441	1,295	1,788	存货	69	111	142	185
%营业收入	-7%	10%	21%	22%	预付账款	6	12	15	19
税金及附加	39	44	62	91	其他流动资产	1,878	1,891	1,897	1,854
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	3,712	3,111	3,326	3,922
销售费用	27	40	53	66	长期股权投资	51	51	51	51
%营业收入	1%	1%	1%	1%	投资性房地产	29	29	29	29
管理费用	625	690	812	948	固定资产合计	5,685	6,556	6,469	6,552
%营业收入	23%	16%	13%	12%	无形资产	776	740	748	756
研发费用	16	22	31	41	商誉	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	递延所得税资产	90	90	90	90
财务费用	188	151	166	156	其他非流动资产	2,921	827	1,118	1,209
%营业收入	7%	3%	3%	2%	资产总计	13,264	11,405	11,832	12,609
资产减值损失	-4	0	0	0	短期借款	549	649	849	849
信用减值损失	-9	0	0	0	应付票据及应付账款	1,998	2,118	2,200	2,689
其他收益	9	7	0	0	预收账款	0	0	0	0
投资收益	17	22	0	0	应付职工薪酬	179	221	262	336
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	21	36	47	62
公允价值变动收益	-81	20	0	0	其他流动负债	2,782	2,811	2,952	3,127
资产处置收益	7	0	0	0	流动负债合计	5,529	5,834	6,310	7,062
营业利润	-1,133	-457	170	486	长期借款	3,474	3,474	3,274	2,874
%营业收入	-42%	-10%	3%	6%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-8	-1	0	0	递延所得税负债	1	1	1	1
利润总额	-1,140	-458	170	486	其他非流动负债	9	14	14	14
%营业收入	-42%	-10%	3%	6%	负债合计	9,013	9,324	9,600	9,952
所得税费用	55	-27	19	61	归属于母公司的所有者权益	4,251	2,085	2,235	2,658
净利润	-1,195	-431	151	426	少数股东权益	0	-4	-3	0
%营业收入	-44%	-10%	2%	5%	股东权益	4,251	2,081	2,232	2,658
归属于母公司净利润	-1,177	-426	150	423	负债及股东权益	13,264	11,405	11,832	12,609
%同比增速	-43%	64%	135%	181%					
少数股东损益	-19	-4	1	3					
EPS (元/股)	-0.52	-0.19	0.07	0.19					

现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	461	184	891	1,695
投资	249	0	0	0
资本性支出	-1,091	-883	-710	-710
其他	24	-64	-5	-5
投资活动现金流净额	-818	-946	-715	-715
债权融资	238	212	0	-400
股权融资	33	-67	0	0
支付股利及利息	-245	-174	-174	-164
其他	-4	5	0	0
筹资活动现金流净额	21	-24	-174	-564
现金净流量	-336	-786	2	416

基本指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	-0.52	-0.19	0.07	0.19
BVPS	1.87	0.92	0.99	1.18
PE	—	—	115.31	40.97
PEG	—	—	0.85	0.23
PB	6.55	8.31	7.75	6.52
EV/EBITDA	-	89.80	25.75	17.67
ROE	-28%	-20%	7%	16%
ROIC	-11%	-4%	4%	8%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 8 月 25 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089