

启动收购华润医疗器械业务

■ **事件:** 1) 根据战略规划需要, 中国华润总公司拟退出医疗器械业务, 故北药集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让其持有的**华润万东** 111,501,000 股股份 (占总股本的 51.5%, 转让价格不低于 10.244 元/股), 2) 同时, 华润医药投资拟通过上海联合产权交易所公开挂牌转让其持有的**上械集团** 100% 的股权, **前述两项交易将同时进行并选择同一受让方**。公司的控股股东, 鱼跃科技拟作为意向受让方同时受让该等股权。预计后续股权转让的关键程序如下: 1) 招拍挂; 2) 华润方确定价格和受让方; 3) 国资委批复; 4) 商务部反垄断法法审核; 5) 证监会要约收购批复; 6) 支付价款完成转让。

■ **成功受让概率较高, 大股东整合思路明晰: 上械集团入鱼跃、影像入万东。**从受让条件来看, 华润方对受让方的要求颇高: 受让方或其实际控制人从事医疗器械行业投资或管理经验不少于 3 年; 最近 3 年来自于医疗器械生产的营业收入合计不低于人民币 30 亿元。鱼跃科技是少数满足条件的公司之一。我们认为, 鱼跃科技最终受让成功的概率较高。公司同时公告明晰了后续整合方案: 若鱼跃科技完成收购, 则鱼跃医疗影像业务将从鱼跃剥离并注入万东医疗, 上械集团 (2013 年净利润 4474 万元) 股权则将在收购完成后 6 个月内注入鱼跃。

■ **上械集团药械品类丰富, 若重组成功, 将利用鱼跃渠道价值, 提升利润率。**上械集团旗下主要包括上械厂和上卫厂, 其中前者主要产品是手术器械, 后者主要产品包括带药贴膏, 创口贴, 胶带等卫生材料。上械的优势是品类丰富, 业务基础好。鱼跃医疗传统优势是 OTC 渠道和管理, 近年公司大力发展医院耗材业务, 正好可以整合上械厂的手术器械完成品类扩张, 而鱼跃的 OTC 渠道则将帮助上卫厂产品快速打开销路。考虑上械集团在手术器械和含药耗材的产品优势, 原有体制下利润率不高, 我们预计后续整合提效的空间较大。

■ **投资建议:** 公司在家用医疗器械领域不断推出新产品, 同时老产品通过升级换代提升毛利率, 未来有望维持稳健增长; 医院耗材领域稳步推进, 若完成上械集团收购则将完成质的提升; 未来在并购和产品创新方面有望继续有所斩获。我们预测公司 2014-2016 年业绩分别为 0.60 元、0.75 元以及 0.95 元, 维持“增持-A”的投资评级, 12 个月目标价 30 元。

■ **风险提示:** 收购未能达成的风险; 收购完成后整合不达预期的风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,312.2	1,424.3	1,757.8	2,149.8	2,682.1
净利润	244.1	258.1	316.9	397.8	503.8
每股收益(元)	0.46	0.49	0.60	0.75	0.95
每股净资产(元)	2.45	2.83	3.43	4.18	5.13

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	66.7	63.1	51.4	41.0	32.3
市净率(倍)	12.5	10.8	8.9	7.3	6.0
净利润率	18.6%	18.1%	18.0%	18.5%	18.8%
净资产收益率	18.7%	17.0%	17.3%	17.9%	18.4%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	29.0%	22.2%	24.4%	25.6%	27.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

增持-A

维持评级

12 个月目标价

30.00 元

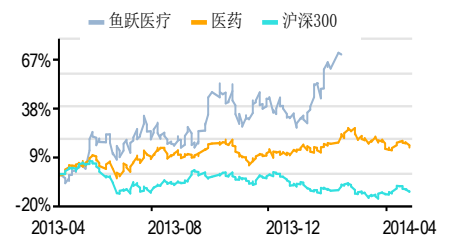
股价 (2014-04-24)

27.59 元

交易数据

总市值 (百万元)	16,293.74
流通市值 (百万元)	14,737.71
总股本 (百万股)	531.61
流通股本 (百万股)	445.66
12 个月价格区间	16.03/30.65 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	25.68	32.60	77.61
绝对收益	27.34	30.93	67.21

陈宁浦

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080006
chennp2@essence.com.cn
021-68765361

邹敏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511080003
zoumin@essence.com.cn
021-68766073

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512060001
wuyq@essence.com.cn
010-66581629

叶寅

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513100001
yeyin@essence.com.cn
021-68763590

相关报告

鱼跃医疗: 血糖仪开局良好, 转型步步为营	2013-06-18
鱼跃医疗: 医院耗材与国际市场助力未来高速增长: 2010 年报点评	2011-04-12
鱼跃医疗: 业绩高速增长, 符合预期: 三季度报告点评	2010-10-21

相关参考资料

1. 标的资产概况

(一) 上械集团

上械集团系 1991 年 03 月 14 日在上海注册成立的国有独资公司，其注册资本为人民币 12500 万元，其经营范围为各类医疗器械经营（体外诊断试剂除外），从事货物及技术进出口业务，在医疗器械领域内的技术服务（企业经营涉及行政许可的，凭许可证件经营）。下属有 2 家分公司、3 家全资子公司、2 家控股子公司、3 家参股子公司，主要产品门类包括手术器械、离心机、卫生材料及敷料、药用膏贴等，品种规格多达数千种。上械集团拥有先进的科研实力和完备的生产工艺，其旗下拥有“金钟”、“上卫”、“中亚”等著名商标。根据上械集团在上海联合产权交易所挂牌公告披露的信息，上械集团 2013 年主要财务数据（合并报表口径）如下表所示：

表 1：上械集团相关财务数据

指标	金额（万元）
营业收入	74,584
净利润	4,278
总资产	79,226
净资产	49,109

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

上述财务数据已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，同时，根据上械集团挂牌公告披露的信息，以 2014 年 2 月 28 日为评估基准日，经沃克森（北京）国际资产评估有限公司评估确定，上械集团净资产评估价值为人民币 691,494,500.00 元。

(二) 万东医疗

华润万东是上海证券交易所上市公司，股票代码为 600055。截至目前，该公司的总股本为 216,450,000 股，其中，北药集团持有 111,501,000 股，占该公司总股本的 51.51%。华润万东的主要业务为医用 X 射线诊断设备、磁共振成像设备的开发、生产与销售，是国内主要的医疗器械提供商之一，拥有磁共振成像系统、大型心血管造影系统、DR 数字成像系统、数字胃肠系统、胃肠综合诊断系统五大医学诊治系统六十余款产品。根据华润万东公告的 2013 年度审计报告及财务报表，华润万东 2013 年主要财务数据（合并报表口径）如下表所示：

表 2：上械集团相关财务数据

指标	金额（万元）
营业收入	76,468
净利润	4,474
总资产	114,305
净资产	67,404

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 华润方对拟受让方的资格条件要求

- (一) 意向受让方应为内资企业法人，意向受让方或其实际控制人依法设立并有效存续3年以上；
- (二) 意向受让方或其实际控制人最近两年连续盈利；
- (三) 意向受让方具有明晰的经营发展战略，并能提交关于上市公司的经营发展规划；
- (四) 意向受让方或其实际控制人从事医疗器械行业投资或管理经验不少于3年，最近3年（2011年至2013年）来自于医疗器械生产的营业收入合计不低于人民币30亿元；
- (五) 意向受让方具有及时足额支付转让价款的能力，且受让资金来源合法；
- (六) 意向受让方具有促进上市公司持续发展和改善上市公司法人治理结构的能力；
- (七) 意向受让方最近三年无重大违法违规行为；
- (八) 意向受让方不存在《上市公司收购管理办法》规定的不得收购上市公司的情形，意向受让方承诺按照《上市公司收购管理办法》的规定履行要约收购义务；
- (九) 意向受让方承诺获得上市公司控制权后，不改变上市公司的注册地和业务所在地；
- (十) 意向受让方承诺获得上市公司控制权后，五年内不会将上市公司的资产或业务进行实质性转移；
- (十一) 意向受让方承诺将按照相关法律法规的规定维持上市公司及其控股子公司员工队伍的稳定；
- (十二) 意向受让方应以现金方式支付全部股份转让价款；
- (十三) 本次股份转让不接受两个或两个以上法人组成的非法人形式的联合体共同作为意向受让方。

3. 本次收购的流程

华润万东发布公开征集受让方公告以及上械集团100%股权于上海联合产权交易所挂牌后，本次收购的后续事项主要包括：

- (一) 华润万东及上械集团接受拟受让方的尽职调查；
- (二) 转让方对拟受让方进行评定；
- (三) 北药集团与评定的受让方签署附生效条件的股份转让协议、华润医药投资有限公司与评定的受让方签署附生效条件的股权转让协议；
- (四) 转让方向国务院国有资产监督管理委员会等国有资产主管部门报送转让申请并取得批准；
- (五) 收购方向商务部反垄断局申报经营者集中（如需）；
- (六) 受让方向证监会申报要约收购文件，经证监会无异议后启动关于华润万东的要约收购程序；
- (七) 收购方向北药集团支付华润万东的股份转让款；
- (八) 收购方向华润医药投资有限公司支付上械集团股权转让款，于工商行政管理部门办理上械集团股东变更手续；
- (九) 有关华润万东的全面要约收购程序结束，完成华润万东股份转让结算及过户登记手续。

根据前述事项安排，如鱼跃科技成功收购华润万东111,501,000股股份以及上械集团100%的股权，鱼跃科技预计于2014年第四季度向北药集团及华润医药投资有限公司支付股份/股权转让款，并随后办理股份/股权的变更登记手续。鱼跃科技拟以现金支付与本次收购相关的股份/股权转让款，该等现金来源于鱼跃科技的自筹资金。

4. 鱼跃科技关于整合华润万东、上械集团及鱼跃医疗业务的设想

如鱼跃科技成功收购华润万东 111,501,000 股股份及上械集团 100%的股权,其将同时控制华润万东、上械集团及鱼跃医疗,为解决华润万东与公司之间在医学影像诊断领域可能存在的同业竞争以及实现上械集团与公司在医用高值耗材领域的业务整合、保护公司中小股东的利益、实现三家公司的协同发展,鱼跃科技拟对三家公司的业务进行整合,初步设想如下:

(一) 上械集团及公司的业务整合

由于上械集团的核心业务符合公司“家用医疗器械和医用高值耗材”的发展方向,因此鱼跃科技计划在成功收购上械集团 100%的股权后将上械集团 100%的股权转予鱼跃医疗,后续由公司自主对上械集团的业务进行调整和处置。

鱼跃科技把上械集团的股权注入公司,将实现上械集团及公司在产品销售、品牌运作、生产效率等方面的协同和整合,实现公司在“家用医疗器械和医用高值耗材”领域的业务扩展和可持续发展。

鱼跃科技关于将上械集团 100%股权注入公司的初步安排如下:

(1) 转让时间

如鱼跃科技成功收购上械集团 100%的股权,其将在收购完成后(即完成工商变更登记后)六个月内提议将上械集团 100%的股权出售予公司。

(2) 转让价格

将鱼跃科技收购上械集团的成本以及合理的资金利息作为上械集团 100%股权的转让对价。公司将以现金方式向鱼跃科技收购上械集团 100%的股权。

(3) 是否构成公司重大资产重组

如按照 2013 年上械集团和公司的财务数据计算,上械集团 100%股权的注入将构成公司的重大资产重组。由于本次收购以及将上械集团股权注入公司需要较长时间(鱼跃科技计划在收购完成后六个月内提议将上械集团 100%的股权出售予公司,届时仍需对上械集团履行审计等程序),因此,如于公司 2014 年年报具备后实施注入上械集团 100%的股权,将以公司及上械集团 2014 年度财务数据判断该等资产注入是否将构成公司重大资产重组。鱼跃科技拟将上述上械集团与公司的业务整合建议在实施时另行提交公司股东大会审议,鱼跃科技及其一致行动人作为关联人士将回避表决,公司也将按照相关规定提供网络投票等方式为中小投资者参加股东大会提供便利。

上械集团的注入将显著扩大公司的经营规模,并提升盈利能力,但由于本次收购以及将上械集团股权注入公司涉及诸多程序,所需时间较长,预计公司 2014 年合并上械集团报表的可能性较小。

(二) 华润万东及公司的业务整合

计划通过资产、业务合同及相关人员转移的方式调整公司医学影像领域的业务。具体如下:

(1) 设备和存货

将与医学影像诊断设备生产、研发相关的设备及存货,按照账面价值转予华润万东(华润万东无意受让的生产设备将转作其他用途或向第三方出售),截至 2014 年 03 月 31 日,该等设备及存货的账面值合计约人民币 1000 万元。公司原用于医学影像诊断设备研发及生产的厂房将转作其他用途。

(2) 人员转移

将公司现有涉及医学影像诊断设备生产、销售、技术开发的人员转移至华润万东或其子公司。在华润万东接收的情况下，由华润万东或其子公司与相关人员签订劳动合同。

(3) 合同转让

将公司现有涉及医学影像诊断领域的采购合同和销售合同转移至华润万东。在取得合同相对方同意的情况下由华润万东、合同相对方和公司签订三方协议，对合同已履行部分进行结算，对未履行部分改由华润万东继续履行。若合同相对方不同意合同主体变更的，将由公司继续履行完毕，公司不再签订涉及医学影像诊断领域的合同，但对于已履行完毕的合同，将继续履行售后服务义务。

(4) 授权董事会办理相关事宜

鉴于医学影像设备所涉及的营业收入占公司全部营业收入的比例很小（2013 年占比不到 5%），鱼跃科技提议公司股东大会授权董事会在鱼跃科技成功收购华润万东 111,501,000 股股份的前提下办理与前述资产、业务转让相关的具体事项。

鱼跃科技已将上述华润万东与公司的业务整合建议提交公司董事会，待董事会审议通过后提交予公司 2013 年度股东大会审议，且鱼跃科技及其一致行动人作为关联人士将回避表决。

在鱼跃科技成功收购华润万东 111,501,000 股股份的前提下，如实施前述业务整合方案，该等业务整合届时将构成华润万东与公司之间的关联交易，公司将按照法律法规的规定对相关关联交易进行审批、披露。

鱼跃科技将在对华润万东进行要约收购的收购报告书中对前述有关华润万东、上械集团及公司的整合方案进行描述，并报送中国证监会，如中国证监会对方案提出修改意见，鱼跃科技将相应调整。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年04月24日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,312.2	1,424.3	1,757.8	2,149.8	2,682.1	成长性					
减:营业成本	822.9	887.5	1,072.6	1,289.4	1,578.8	营业收入增长率	12.1%	8.5%	23.4%	22.3%	24.8%
营业税费	9.9	9.8	12.1	14.7	18.4	营业利润增长率	19.2%	-3.1%	33.4%	28.1%	29.3%
销售费用	96.2	124.0	154.7	195.6	254.8	净利润增长率	7.8%	5.7%	22.8%	25.5%	26.6%
管理费用	123.6	145.5	177.5	215.0	268.2	EBITDA 增长率	17.6%	-0.2%	31.7%	27.6%	28.8%
财务费用	-6.4	-1.4	-1.0	-2.0	-2.0	EBIT 增长率	17.8%	-1.2%	33.8%	27.9%	29.4%
资产减值损失	6.7	6.3	7.0	8.0	9.0	NOPLAT 增长率	18.2%	-2.4%	34.2%	26.4%	27.9%
加:公允价值变动收益	-0.1	0.1	-	-	-	投资资本增长率	27.6%	22.2%	20.2%	19.5%	20.8%
投资和汇兑收益	1.4	-0.2	2.0	2.5	3.0	净资产增长率	18.4%	15.7%	20.9%	21.7%	22.6%
营业利润	260.6	252.6	336.9	431.5	557.9	利润率					
加:营业外净收支	18.4	45.5	28.0	32.0	36.0	毛利率	37.3%	37.7%	39.0%	40.0%	41.1%
利润总额	279.0	298.1	364.9	463.5	593.9	营业利润率	19.9%	17.7%	19.2%	20.1%	20.8%
减:所得税	33.9	39.6	47.4	64.9	89.1	净利润率	18.6%	18.1%	18.0%	18.5%	18.8%
净利润	244.1	258.1	316.9	397.8	503.8	EBITDA/营业收入	21.4%	19.7%	21.0%	21.9%	22.6%
						EBIT/营业收入	19.4%	17.6%	19.1%	20.0%	20.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	84	90	87	80	72
货币资金	321.4	322.6	377.7	500.3	646.4	流动营业资本周转天数	122	156	156	155	154
交易性金融资产	0.6	-	-	-	-	流动资产周转天数	268	299	288	288	289
应收账款	347.9	394.8	532.9	601.7	813.8	应收账款周转天数	78	94	95	95	95
应收票据	153.9	244.4	263.4	357.7	417.1	存货周转天数	57	65	61	59	57
预付账款	41.3	23.0	60.4	39.8	82.9	总资产周转天数	389	424	408	402	393
存货	217.8	293.2	302.7	399.4	442.6	投资资本周转天数	240	276	270	265	255
其他流动资产	0.4	1.0	0.3	0.3	0.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.7%	17.0%	17.3%	17.9%	18.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	15.9%	14.3%	14.6%	15.2%	15.6%
长期股权投资	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	ROIC	29.0%	22.2%	24.4%	25.6%	27.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	309.6	400.9	452.9	506.0	563.2	销售费用率	7.3%	8.7%	8.8%	9.1%	9.5%
在建工程	50.8	29.9	22.0	20.8	22.3	管理费用率	9.4%	10.2%	10.1%	10.0%	10.0%
无形资产	64.8	65.0	122.2	168.3	213.3	财务费用率	-0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	16.3%	18.8%	18.8%	19.0%	19.4%
资产总额	1,539.8	1,813.4	2,170.2	2,625.5	3,233.5	偿债能力					
短期债务	3.0	3.0	-	-	-	资产负债率	14.8%	16.3%	15.5%	14.9%	15.3%
应付账款	182.0	220.9	278.4	329.1	423.5	负权益比	17.4%	19.5%	18.3%	17.6%	18.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	4.80	4.79	4.72	4.97	4.95
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	3.83	3.70	3.79	3.92	4.04
长期借款	-	20.0	-	-	-	利息保障倍数	-39.92	-175.93	-335.95	-214.76	-277.96
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	228.3	296.5	335.7	392.5	495.6	DPS(元)	0.10	-	-	-	-
少数股东权益	10.0	10.5	11.1	11.9	12.9	分红比率	21.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	531.6	531.6	531.6	531.6	531.6	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	769.9	974.8	1,291.7	1,689.5	2,193.4						
股东权益	1,311.5	1,516.9	1,834.4	2,233.0	2,737.9						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	245.1	258.6	316.9	397.8	503.8	EPS(元)	0.46	0.49	0.60	0.75	0.95
加:折旧和摊销	31.4	33.8	33.7	42.0	51.3	BVPS(元)	2.45	2.83	3.43	4.18	5.13
资产减值准备	6.7	6.3	-	-	-	PE(X)	66.7	63.1	51.4	41.0	32.3
公允价值变动损失	0.1	-0.1	-	-	-	PB(X)	12.5	10.8	8.9	7.3	6.0
财务费用	0.3	2.2	-1.0	-2.0	-2.0	P/FCF	464.1	269.6	315.6	138.9	112.2
投资损失	-1.4	0.2	-2.0	-2.5	-3.0	P/S	12.4	11.4	9.3	7.6	6.1
少数股东损益	1.0	0.5	0.6	0.8	1.0	EV/EBITDA	28.2	42.2	43.0	33.5	25.8
营运资金的变动	-101.6	-173.3	-138.1	-178.0	-255.0	CAGR(%)	17.6%	25.0%	11.7%	17.6%	25.0%
经营活动产生现金流量	171.4	124.5	210.1	258.1	296.1	PEG	3.8	2.5	4.4	2.3	1.3
投资活动产生现金流量	-141.2	-87.9	-133.0	-137.5	-152.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-38.2	-33.4	-22.0	2.0	2.0	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

陈宁浦、邹敏、吴永强、叶寅分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“公司”)的客户使用。公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 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。

本报告版权仅为公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

