

瑞普生物 (300119)

内生增长将随周期恢复，外延扩张仍存预期

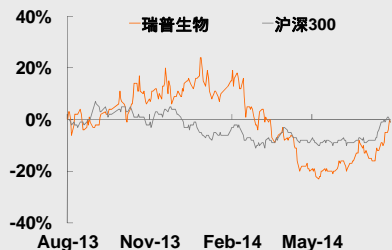
推荐 (首次)

现价：10.67 元

主要数据

行业	平安生物医药
公司网址	www.ringpu.com
大股东/持股	李守军/43.06%
实际控制人/持股	李守军/43.06%
总股本(百万股)	389
流通 A 股(百万股)	203
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	42.85
流通 A 股市值(亿元)	22.36
每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	13.4

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

赵小燕 投资咨询资格编号
S1060111080160
021-38638650
ZHAOXIAOYAN488@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **定位动物保健品服务商**:公司主营动物保健品,兽用生药、化药分别占 2013 年收入的 55%、45%。公司发展目标定位为动物保健品服务商,即专注动物保健品相关产业,为养殖户提供全套动物保健解决方案。围绕这一战略目标,公司近年来不断扩充产品线并提升营销服务能力。

■ **产品线日益丰富**:公司疫苗产品以禽用为主,2013 年 4.2 亿的疫苗收入中,禽用疫苗占比达 70%。畜类疫苗是公司战略发展的重点,已具备猪瘟、猪蓝耳、猪圆环、伪狂犬、猪乙脑等疫苗品种。其中,猪圆环疫苗潜力较大,随养殖景气好转,凭借完善的销售渠道及优秀的产品品质,未来放量可期。

公司化药产品定位高端市场,近年来毛利率保持在 40%以上,大幅高出约 20% 的行业平均水平。化药行业竞争格局较为分散,对食品安全关注度日益提升的背景下,高效低毒低残留成发展方向,公司有望受益行业整合。

■ **营销服务体系相对完善**:公司是动保上市公司中少有的从发展初期便聚焦市场化销售渠道的公司。2013 年招标渠道收入占比仅约 10%。市场化销售为主的渠道策略下,公司已建立了相对完善的营销服务体系。

考虑疫苗行业从招标渠道为主走向市场化是长期趋势,产品的创新研发、营销服务体系将是行业竞争的关键因素,因此日益加强的产品线及研发实力以外,相对领先的营销服务体系亦是瑞普的核心竞争力。

■ **外延扩张仍存预期**:并购合作是动保公司快速做大的有力途径,公司自上市以来一直走内生增长结合外延扩张的发展之路。截止 2H14 公司账面存 4 亿现金、负债率仅 14%,资金相对充裕。同时,公司已搭建专业的投资团队,并储备了一定项目资源,外延扩张步伐仍值得期待。

■ **盈利预测与估值**:预测 14~16 年 EPS 分别为 0.22、0.37、0.55 元,对应 2014 年 9 月 17 日 10.67 元的收盘价,PE 分别为 48.2、28.7、19.6 倍。预计随养殖景气好转,公司将重拾内生增长,业绩有望自 2H14 逐季回升,同时外延扩张的步伐亦值得期待,首次覆盖给予“推荐”评级。

■ **风险提示**:养殖景气恢复低于预期、猪圆环疫苗竞争加剧等。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	656	755	641	901	1,136
YoY(%)	11.7	15.0	-15.1	40.6	26.1
净利润(百万元)	144	152	86	144	211
YoY(%)	26.3	5.5	-43.6	67.7	46.9
毛利率(%)	58.4	59.3	59.3	58.0	58.6
净利率(%)	22.0	20.1	13.4	15.9	18.6
ROE(%)	9.7	9.4	5.2	8.1	10.9
EPS(摊薄/元)	0.37	0.39	0.22	0.37	0.55
P/E(倍)	28.6	27.2	48.2	28.7	19.6
P/B(倍)	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1

正文目录

一、 定位动物保健品服务商	4
二、 产品线日益丰富	4
2.1 疫苗：禽用产品为主，畜用产品渐丰富	4
2.2 化药：定位高端市场，有望受益行业整合	6
三、 营销服务体系相对完善	7
3.1 营销服务体系完善	7
3.2 持续扩张营销网络，南方中心蓄势待发	8
四、 外延扩张仍存预期	8
五、 2H14 业绩随周期见底，未来逐季改善可期	9
5.1 2H14 业绩随周期见底，未来逐季改善可期	9
5.2 首次覆盖给予“推荐”评级	10

图表目录

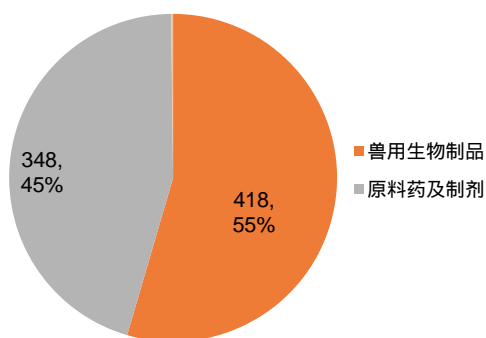
图表 1	2013 年公司主营业务收入构成（百万元）	4
图表 2	2013 年公司主营业务毛利构成（百万元）	4
图表 3	公司主要动保产品品种	4
图表 4	瑞普疫苗业务以禽用疫苗产品为主	5
图表 5	部分国内上市的猪圆环疫苗价格	5
图表 6	相对兽用生药，兽用化药行业更为分散	6
图表 7	瑞普化药毛利率显著高于行业平均水平	6
图表 8	公司已建立了涵盖政府招采、大客户、经销商三类渠道的相对完善的营销服务体系	7
图表 9	公司销售服务模式	7
图表 10	瑞普南方销售区域收入占比相对较少	8
图表 11	上市以来公司借助资本的力量加速了扩张步伐	8
图表 12	1H14 养殖景气较为低迷	9
图表 13	自 8 月生猪养殖已经逐步开始盈利	9
图表 14	盈利预测核心假设	10

一、 定位动物保健品服务商

公司主营动物保健品的生产和销售，收入构成以兽用生物制品、原料药及制剂为主，分别占到 2013 年主营业务收入的 55%、45%。

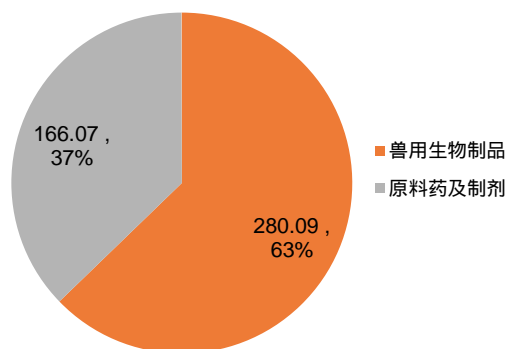
公司长期目标定位为动物保健品服务商，即专注于动物保健品相关产业，为养殖户提供全套的动物保健解决方案。围绕这一战略目标，公司近年来不断扩充产品线并提升营销服务能力，目前已具备家禽、家畜、宠物、水产等动保产品 280 多种，以及 600 多人的专业营销服务团队。

图表1 2013年公司主营业务收入构成（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 2013年公司主营业务毛利构成（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司主要动保产品品种

产品类别	主要产品
兽用生物制品	禽用 鸡新城疫、禽流感、传染性支气管炎等系列疫苗产品 畜用 猪瘟、猪蓝耳病、伪狂犬、猪乙脑、猪圆环等系列疫苗产品
兽用制剂	禽用 阿莫西林可溶性粉、氟苯尼考粉、中兽药等 畜用 右旋糖酐铁注射液、硫酸庆大霉素注射液、中兽药等 饲料添加剂 禽用微量元素、电解质预混合饲料等

资料来源：公司公告，平安证券研究所

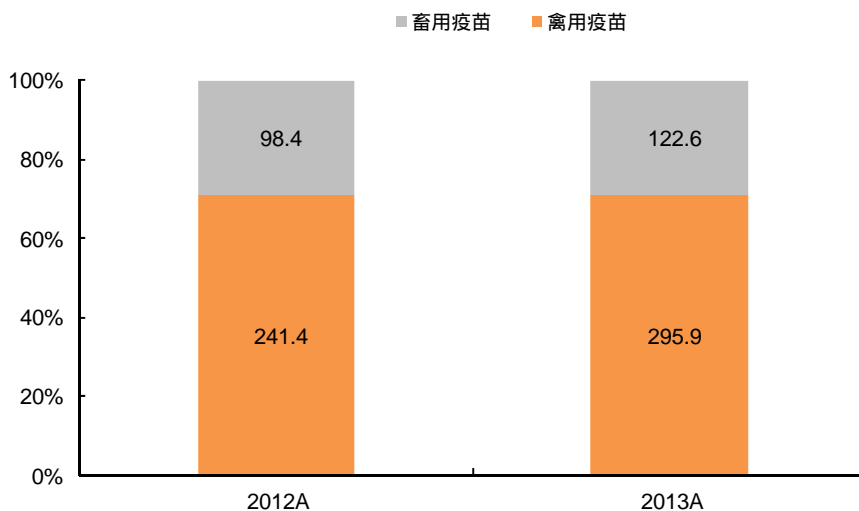
二、 产品线日益丰富

2.1 疫苗：禽用产品为主，畜用产品渐丰富

瑞普的疫苗产品以禽用为主，2013 年 4.2 亿的疫苗收入中，禽用疫苗贡献了 3.0 亿，占比达到 70%。公司禽类疫苗以鸡新城疫、普通禽流感等普及率较高的常规品种为主，约占到禽类疫苗收入 60% 以上。

公司禽类疫苗全部通过市场化渠道进行销售，多个疫苗品种市场排名具前列，如优瑞康（鸡新城疫、禽流感（H9 亚型）二联灭活疫苗（La Sota 株+Hp 株）、新支受（鸡新城疫、鸡传染性支气管炎二联活疫苗（La Sota+H120 株）等。

图表4 瑞普疫苗业务以禽用疫苗产品为主



资料来源：公司公告，平安证券研究所

畜类疫苗是公司未来战略发展的重点，2013年公司畜用疫苗贡献收入约1.2亿元，其中以招采渠道为主的猪瘟疫苗贡献约5~6千万。除猪瘟疫苗以外，公司还有猪蓝耳、猪圆环等疫苗品种，以及在研品种猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗、仔猪副伤寒耐热保护剂活疫苗、猪支原体肺炎灭活疫苗等产品。

猪圆环疫苗是公司现有畜用疫苗品种中潜力较大的品种，主要原因有两点：

1、渗透率提升推动下圆环疫苗市场空间较大。目前国内猪圆环出厂市场规模约6亿，折算终端市场约10余亿左右。假设8元/头份的终端价格、1.5头份的免疫次数、2亿头的千头以上猪场生猪出栏量计算，则猪圆环的潜在终端市场空间可达到近30亿元。参考美国生猪猪圆环疫苗约90%的渗透率，国内市场渗透率提升空间仍然较大。但也需警惕下游养殖景气波动对市场渗透提升进度的影响。

2、公司猪圆环疫苗品质较优。目前国内猪圆环生产厂家约16个，其中市场份额最大的为德国柏林格的疫苗产品。公司的猪圆环疫苗自2013年9月拿到批文，在毒株及抗原含量方面均具备一定优势。

2014年年初以来，由于养殖景气持续低迷，影响了公司猪圆环疫苗的放量，1~8月约贡献收入逾1万元。预计随养殖景气好转，凭借公司完善的销售渠道以及优秀的产品品质，未来放量可期。

图表5 部分国内上市的猪圆环疫苗价格

项目/厂家	德国勃林格	南农高科	洛阳普莱柯	上海海利	哈尔滨维科
产品名称	Ingelvaccircolflex	圆克清	圆健	圆毕净	无
上市时间	40196	40522	40441	40468	40461
免疫对象	仔猪	母猪、仔猪	母猪、仔猪	母猪、仔猪	母猪、仔猪
免疫次数	1	2	2	2	2
单价(元)	28.9	8	9	15	10

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 化药：定位高端市场，有望受益行业整合

兽药化药行业格局分散，面临整合。相对兽用生药，国内兽用化药行业更为分散。国内共有化药生产企业则多近 2 千家，其中，原料药、化药制剂、中药 CR10 分别为 49%、6%、20%。较低的进入门槛是导致化药行业竞争格局分散的主要原因，也引发了产品创新能力不足、同质化竞争较为严重的行业现状。

养殖规模化、对食品安全关注度日益提升的背景下，以劣质药物进行动物疫病防治导致的药物残留问题引发关注，高效低毒低残留成兽药化药的发展方向。随行业监管驱严，产品创新能力不足的小企业将被加速淘汰。

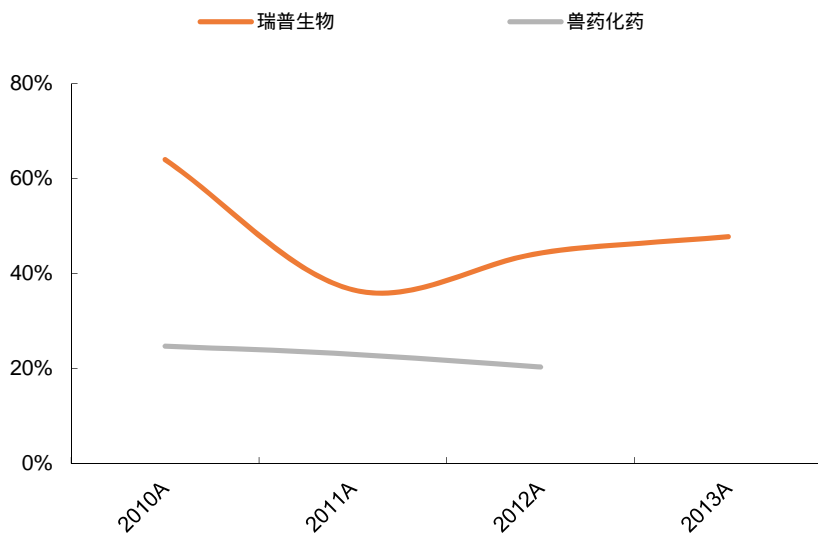
图表6 相对兽用生药，兽用化药行业更为分散

	原料药	兽药化药 化药制剂	中药	兽药生药
行业销售额	110	169	43	89
CR10	49%	6%	20%	50%
企业数量		1452		68

资料来源：公司公告，平安证券研究所

定位高端市场，有望受益行业整合。瑞普化药产品定位高端市场，近年来毛利率保持在 40%以上，大幅高出行业约 20%左右的毛利率水平。未来公司将继续加大在高效低毒低残留的新型药、中兽药方面的投入。行业整合加速的背景下，公司有望受益。

图表7 瑞普化药毛利率显著高于行业平均水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、营销服务体系相对完善

3.1 营销服务体系完善

专注市场化销售。以销售渠道来对疫苗行业进行划分,招标渠道占据整个行业 60%以上的市场份额。与这一行业特征相应,国内动保上市公司也多以强免疫苗为主,偏重招标渠道。瑞普是为数不多的从发展初期便聚焦市场化销售渠道的动保公司,2013 年公司 4.2 亿元的疫苗收入中,招标渠道占比仅约 10%。

营销服务体系相对完善。市场化销售为主的渠道策略下,公司已建立了涵盖政府招采、大客户、经销商三类渠道的相对完善的营销服务体系,共有营销服务团队 600 余人,覆盖区域以华北、华东、华中为主。

600 余人的营销团队中,包括专业技术服务团队约 200 人。技术服务团队主要从事为养殖户提供出诊服务、协助经销商进行销售管理等,是公司致力于成为物保健品服务商的战略布局之一。

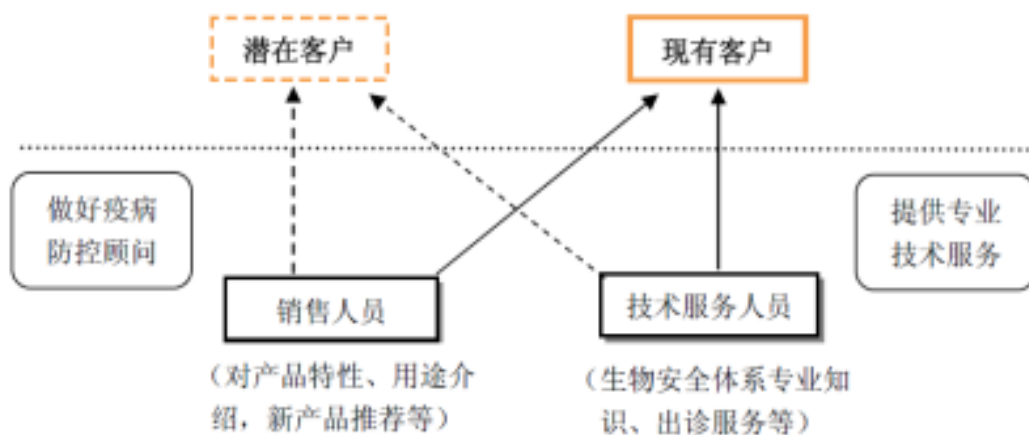
考虑疫苗行业从招标渠道为主走向市场化是长期趋势,产品的创新研发、营销服务体系将是行业竞争的关键因素,因此我们认为除日益加强的产品线及研发实力以外,相对领先的营销服务体系亦是瑞普的核心竞争力。

图表8 公司已建立了涵盖政府招采、大客户、经销商三类渠道的相对完善的营销服务体系

销售模式	产品类别	客户
政府招标采购	强制免疫类兽用生物制品	省级兽医防疫机构
大客户直销	兽用生物制品、兽用制剂	养殖企业、大型养殖场等
网络经销	兽用生物制品、兽用制剂	网络经销商

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司销售服务模式



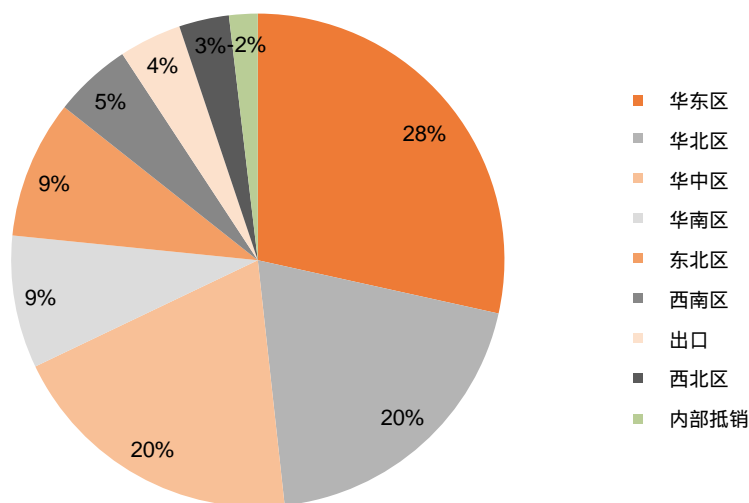
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 持续扩张营销网络，南方中心蓄势待发

瑞普为北方企业，销售区域原以山东、河南、河北、山西等地区为主，而南方区域则收入占比相对较少。自 2012 年底公司开始运作南方分中心，主要覆盖两广、两湖、海南市场，并将南方市场作为重点拓展区域之一。

目前，南方市场渠道布局基本完成，已具备家禽业务人员 60 人、家畜业务人员 40 人。1H14 养殖业整体景气低迷阶段，南方分中心依然总体实现正增长。考虑南方市场也是养殖业较为发达的区域之一，随养殖景气好转，公司在南方市场的潜力较大。

图表10瑞普南方销售区域收入占比相对较少



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、外延扩张仍存预期

公司于 2010 年 9 月实现上市 A 股 IPO，募集资金净额为 10.6 亿元，其中超募 7.1 亿元。公司借助资本的力量加速了向战略目标迈进的步伐，以募集资金积极扩充产能，并收购控股湖南中岸生物药业、湖北龙翔药业、内蒙古瑞普大地生物药业、赛瑞多肽等兽药公司。

并购合作是动保公司快速做大的有力途径，公司未来也仍将走内生增长结合外延扩张的发展之路。未来公司可能的投资方向包括：1、做大做强：投资优质企业做大企业规模与利润；2、延伸产品线：投资在动物种属与产品技术等方面具有领先水平的、能够补充与延伸瑞普产品线的企业；3、前沿性探索：投资在动物种属、新型营销模式、掌握前沿技术的企业。

截止 2H14 公司账面仍有 4 亿现金、负债率仅 14%，资金相对充裕。同时，公司已搭建专业的投资团队，并储备了一定项目资源，未来外延扩张步伐值得期待。

图表11上市以来公司借助资本的力量加速了扩张步伐

时间	投资额 (万元)	收购权益	募集资金投向	说明
2010 年 9 月	35,268		动物疫苗扩建、头孢喹肟注	新产能预计 2014 年底投产，

			射液和中药制剂扩建、研发中心项目	疫苗产能将增加一倍以上
2010年12月	14,000		偿还银行贷款及补充流动资金	
2010年12月	1,723	17%	收购湖南中岸	
2011年8月	7,624		购置办公楼	
2011年11月	955		追加投入“研发中心项目”	
2012年3月	7,000	25%	收购瑞普(保定)剩余权益,实现完全持股	
2012年3月	1,800		增资湖北龙翔,持股比例增至81.49%	湖北龙翔系公司上游企业,增持至控股以增强对原料药供应和质量的控制
2012年3月	2,697		增资湖南中岸,持股比例增至55.66%	扩大公司生猪疫苗的生产能力
2012年5月	180	11%	收购内蒙古大地部分股权,持股比例增至51%	完善和拓展公司业务范围,为未来在牛、羊等大动物保健品领域的发展奠定基础。
2012年5月	9,569		追加投入“动物疫苗扩建项目”,实施地点变更至天津	
2012年6月	4,900		补充流动资金	
2012年9月	1,000	33%	收购赛瑞多肽股权,持股比例增至66.67%	帮助公司进一步掌握新一代大规模、自动化多肽合成技术,丰富产品线
2013年10月	9,500		补充流动资金	

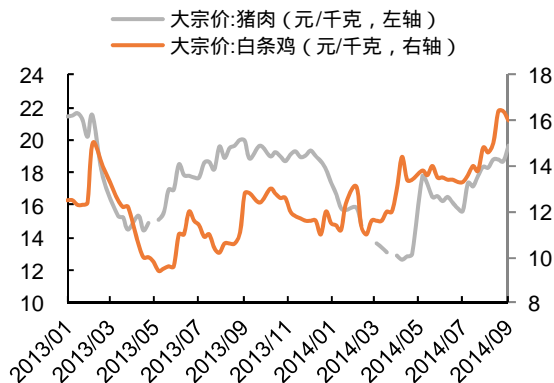
资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、 2H14 业绩随周期见底，未来逐季改善可期

5.1 2H14 业绩随周期见底，未来逐季改善可期

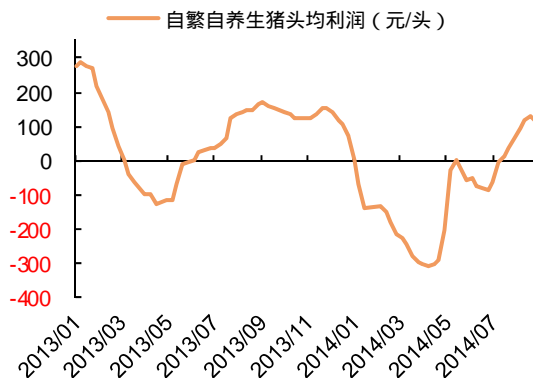
疫苗属养殖产业链后周期环节，且公司的产品以市场化销售为主，较招采品种受周期影响更大。2014年以来持续低迷的养殖景气影响下，2H14 公司收入、净利润分别同比下降 22%、55%。自 8 月以来，生猪养殖已经逐步开始盈利，预计随养殖周期好转，公司未来业绩逐季改善可期。

图表12 1H14 养殖景气较为低迷



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 自8月生猪养殖已经逐步开始盈利



资料来源：公司公告，平安证券研究所

5.2 首次覆盖给予“推荐”评级

预测 14~16 年 EPS 分别为 0.22、0.37、0.55 元，对应 2014 年 9 月 17 日 10.67 元的收盘价，PE 分别为 48.2、28.7、19.6 倍。公司产品线日益丰富且营销服务体系较为完善，预计随养殖景气好转，公司将重拾内生增长，业绩有望自 2H14 逐季回升，同时外延扩张的步伐亦值得期待，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表14盈利预测核心假设

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
兽用生物制品					
收入	340	418	366	511	665
YOY%	10.5%	23.2%	-12.6%	39.9%	30.0%
成本	105	138	117	164	214
毛利率(%)	69.1%	66.9%	68.1%	67.9%	67.9%
其中：禽用疫苗					
收入	241	296	240	348	453
YOY%		22.6%	-18.8%	45.0%	30.0%
成本	82	107	84	122	159
毛利率(%)	66.0%	64.0%	65.0%	65.0%	65.0%
其中：畜用疫苗					
收入	98	123	125	163	212
YOY%		24.6%	2.4%	30.0%	30.0%
成本	23	32	33	42	55
毛利率(%)	76.6%	74.1%	74.0%	74.0%	74.0%
原料药及制剂					
收入	326	348	316	411	493
YOY%	12.7%	6.8%	-9.2%	30.0%	20.0%
成本	181	182	165	214	257
毛利率(%)	44.4%	47.8%	47.8%	47.8%	47.8%
合计					
收入	656	755	641	901	1,136
YOY%	11.7%	15.0%	-15.1%	40.6%	26.1%
成本	273	307	261	379	471
毛利率(%)	58.4%	59.3%	59.3%	58.0%	58.6%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	1076	933	1206	1319	
现金	511	429	586	1002	
应收账款	325	298	335	-28	
其他应收款	39	30	42	53	
预付账款	40	34	49	61	
存货	114	104	152	188	
其他流动资产	47	38	42	42	
非流动资产	927	1083	1087	1077	
长期投资	11	11	11	11	
固定资产	312	545	624	667	
无形资产	164	164	164	164	
其他非流动资产	440	364	288	235	
资产总计	2003	2016	2293	2395	
流动负债	215	180	338	272	
短期借款	23	13	120	13	
应付账款	82	65	95	118	
其他流动负债	111	102	124	141	
非流动负债	68	68	68	68	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	68	68	68	68	
负债合计	283	248	406	340	
少数股东权益	109	109	110	111	
股本	194	387	387	387	
资本公积	996	803	803	803	
留存收益	421	468	586	754	
归属母公司股东权益	1611	1659	1776	1944	
负债和股东权益	2003	2016	2293	2395	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	89	148	138	615	
净利润	153	86	145	212	
折旧摊销	34	45	66	80	
财务费用	-15	-13	-11	-20	
投资损失	0	-0	0	0	
营运资金变动	-114	33	-66	-58	
其他经营现金流	29	-3	4	401	
投资活动现金流	-354	-195	-74	-68	
资本支出	252	200	70	70	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	-102	5	-4	2	
筹资活动现金流	-27	-35	93	-130	
短期借款	-8	-10	107	-107	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	1	193	0	0	
资本公积增加	22	-193	0	0	
其他筹资现金流	-42	-25	-14	-23	
现金净增加额	-292	-82	157	416	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	755	641	901	1136	
营业成本	307	261	379	471	
营业税金及附加	6	5	7	8	
营业费用	190	186	235	274	
管理费用	105	107	135	167	
财务费用	-15	-13	-11	-20	
资产减值损失	11	5	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-0	0	0	0	
营业利润	151	90	157	236	
营业外收入	29	12	12	12	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	179	102	169	248	
所得税	26	16	24	36	
净利润	153	86	145	212	
少数股东损益	1	1	1	1	
归属母公司净利润	152	86	144	211	
EBITDA	170	122	212	296	
EPS (元)	0.78	0.22	0.37	0.55	

主要财务比率					
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入(%)	15.0	-15.1	40.6	26.1	
营业利润(%)	-5.4	-40.1	73.5	50.5	
归属于母公司净利润	5.5	-43.6	67.7	46.9	
获利能力					
毛利率(%)	59.3	59.3	58.0	58.6	
净利率(%)	20.1	20.1	13.4	15.9	
ROE(%)	9.4	5.2	8.1	10.9	
ROIC(%)	9.4	4.8	8.7	17.1	
偿债能力					
资产负债率(%)	14.1	12.3	17.7	14.2	
净负债比率(%)	8.13	5.24	29.54	3.83	
流动比率	5.00	5.17	3.57	4.85	
速动比率	4.47	4.59	3.12	4.16	
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.32	0.42	0.48	
应收账款周转率	3	2	3	3	
应付账款周转率	3.87	3.56	4.74	4.43	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.22	0.37	0.55	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.38	0.36	1.59	
每股净资产(最新摊薄)	4.17	4.29	4.59	5.03	
估值比率					
P/E	27.15	48.16	28.71	19.55	
P/B	2.56	2.49	2.32	2.12	
EV/EBITDA	22	31	18	13	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	