

日期: 2014年11月24日

行业: 批发业



魏贇  
02153519888-1960  
weiyun@shzq.com  
执业证书编号: S0870513090001

IPO 询价区间 RMB26.22-26.22 元  
上市合理估值 RMB36.22-42.45 元

### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 65.10  
发行后总股本 (百万股) 260.30  
发行方式 网下询价  
上网定价  
保荐机构 国都证券

### 主要股东 (IPO 前)

朱朝阳 39.88%  
苏州周原九鼎 9.75%  
Jiuding venus 6.46%

### 收入结构 (2014Q1)

医药零售 6.49%  
医药批发 93.45%

报告编号: WY14-NSP08

首次报告日期: 2014年11月24日

## 广西地区医药商业龙头企业

### ■ 投资要点

#### 公司简介

公司主营业务为医药零售连锁和医药批发,已形成了“规模以上医院销售业务为核心,第三终端和药店零售业务为两翼,商业调拨等业务为补充”的医药商业业务体系,凭借“深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端直接覆盖能力,自2002年改制以来经营业绩快速提升、业务规模持续扩张,营业收入保持了近30%的复合增长速度。

#### 盈利预测

我们预计2014-2016年归属于母公司的净利润将实现年递增19.97%、23.98%和18.24%,相应的稀释后每股收益为1.59元、1.98元和2.34元。

#### 公司估值

公司属于医药生物制造业中的医药商业,考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司14年每股收益25倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为36.22-43.45元,相对于2013年的静态市盈率(发行后摊薄)为27.27-32.72倍。

#### 定价结论

公司计划每股发行价为26.22元,对应14、15年PE为16.46、13.27。

### ■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3558.02	4547.80	5750.89	6883.76	8224.38
年增长率	30.42%	27.82%	26.45%	19.70%	19.48%
归属于母公司的净利润	104.35	149.42	179.25	222.24	262.78
年增长率	24.93%	43.18%	19.97%	23.98%	18.24%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.93	1.33	1.59	1.98	2.34

数据来源:公司招股意向书 上海证券研究所

## 一、行业背景

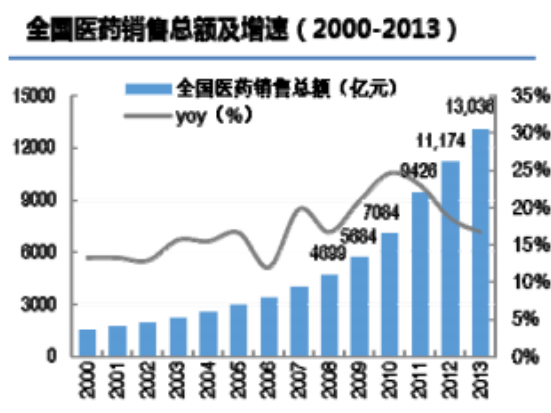
### 1.1 公司所处的行业及其简况

公司是一家区域性的中型医药流通企业，已形成了“规模以上医院销售业务为核心，第三终端和药店零售业务为两翼，商业调拨等业务为补充”的医药商业业务体系，凭借“深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端直接覆盖能力，自 2002 年改制以来经营业绩快速提升、业务规模持续扩张，营业收入保持了近 30% 的复合增长速度。

### 1.2 行业增长前景

近十年来，随着医药流通体制改革的深入，国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡居民的基本医疗保障制度，使得我国医药商业发展较快，具体体现为医药商业销售总额保持着较快的增长。根据历年药品流通行业运行统计分析报告（由中国医药商业协会及商务部市场秩序司发布）的数据统计，全国医药商业销售总额从 2000 年的 1,505 亿元增长到 2013 年的 13,036 亿元，14 年间增长了 7.66 倍，年平均复合增长率 18.07%。另据 CFDA 南方所监测数据显示，我国药品终端市场规模（包括医院终端、基层医疗终端和药品零售终端）由 2000 年的 1,572 亿元上升到 2012 年的 10,749 亿元，年平均复合增长率达到 17.38%；预计 2013 年，全国药品市场总规模为 12,645 亿元，同比增长 17.6%。

图 1 全国医药销售总额及增速



数据来源：商务部市场秩序司、中国医药商业协会

图 2 全国药品市场总体规模及增速



数据来源：CFDA 南方所数据中心 HMI 和 RDM 系统

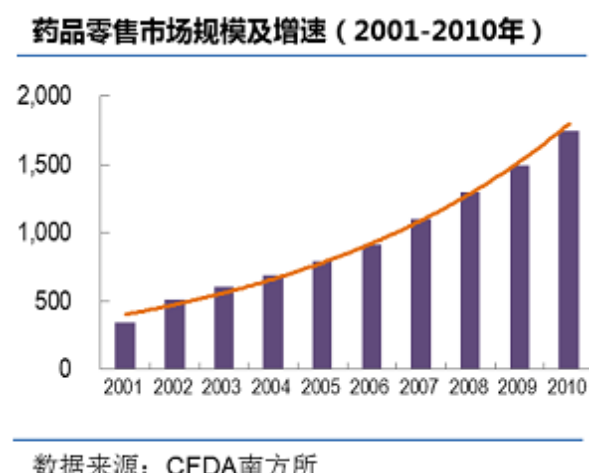
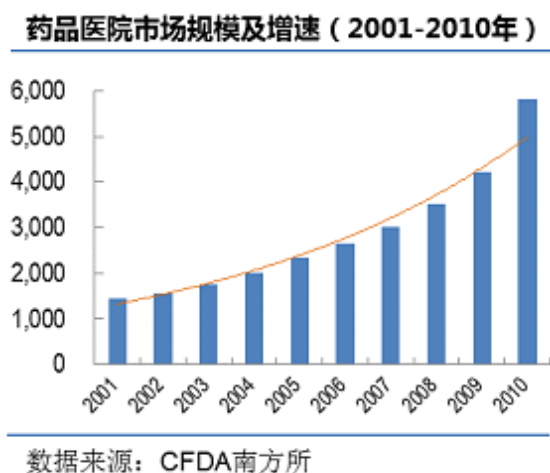
资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

从 2003 年开始，我国药品医院终端规模每年以超过 10% 的速度增长，2009 年在新医改的推进影响下，市场规模同比增长 19.48%，使得药品医院终端规模达到了 4,219 亿元；2010 年在此基础上继续保持快速增长，同比增速达 37.88%，市场规模增加至 5,817 亿元。药品零售终端市场也保持高速增长，2001 年-2010 年复合增长率达到 19.77%，2010 年达到 1,739 亿元。

图 3 全国药品医院市场规模及增速

图 4 全国药品零售市场规模及增速



资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

从整体上来说，医药流通行业的总体市场规模将不断扩大，市场集中度将逐步提高，进一步向规模化、集约化发展。商务部《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》规划的具体目标是：形成 1—3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。

地域化和区域化发展趋势越将突出，首先，政府主导下的采购组织形式向省级市场集中，其次，工业企业直接招投标，对市级流通企业的依赖程度降低，推动流通企业省内跨地级市的扩张。再次，新医改提出坚决压缩流通渠道环节，对配送商在区域市场的直接覆盖率提出更高要求。现代医药物流网络将进一步健全，电子商务将对行业格局产生一定影响。

### 1.3 行业竞争结构及公司的地位

截至 2012 年底，全国持有《药品经营许可证》的企业共有 443,125 家，其中法人批发企业 13,721 家、非法人批发企业 2,574 家；零售连锁企业 3,107 家，零售连锁企业门店 152,580 家；零售单体药店 271,143 家。从地域来看，医药流通行业竞争格局为全国性和区域性并存的垄断竞争市场。全国性企业包括国药控股、上海医药、华润医药和九州通。区域性优势企业在当地的网络优势明显。

从排名情况看，药品批发企业 2013 年排名前三位的分别是中国医药集团总公司、华润医药商业集团有限公司和上海医药，其销售收入分别为 1,866.04 亿元、735.44 亿元和 710.02 亿元。

根据中国医药商业协会和商务部的统计，近年我国医药流通行业毛利率整体呈下行趋势，目前维持在 6%-7% 的水平。但是，同时我国医药流通行业费用率下降幅度高于毛利率的下降幅度，从 2002 年的 9.84% 下降至 2013 年的 5.1%。同期行业利润率水平呈逐步提升趋势，已由 2002 年的 0.64% 大幅上升至 2013 年的 1.7%。与美国相比，我国医药商业毛利率水平并不低（美国仅为 5.5% 左右），但是费用率偏高（美国 3%），因此盈利能力相对偏弱。预计随着医药流通行业市场化程度日益提高，医疗体制改革的深入，整合力度的加强，规模化的逐步形成，虽然行业毛利率水平可能还会进一步下降，但是利润率水平将继续保持稳定趋势。

图 5 全国医药商业行业利润变化

全国医药商业行业利润变动情况 (2002-2013年)



数据来源：中国医药商业协会、商务部

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：1) “深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端直接覆盖能力；2) 医院直销业务为核心，对高

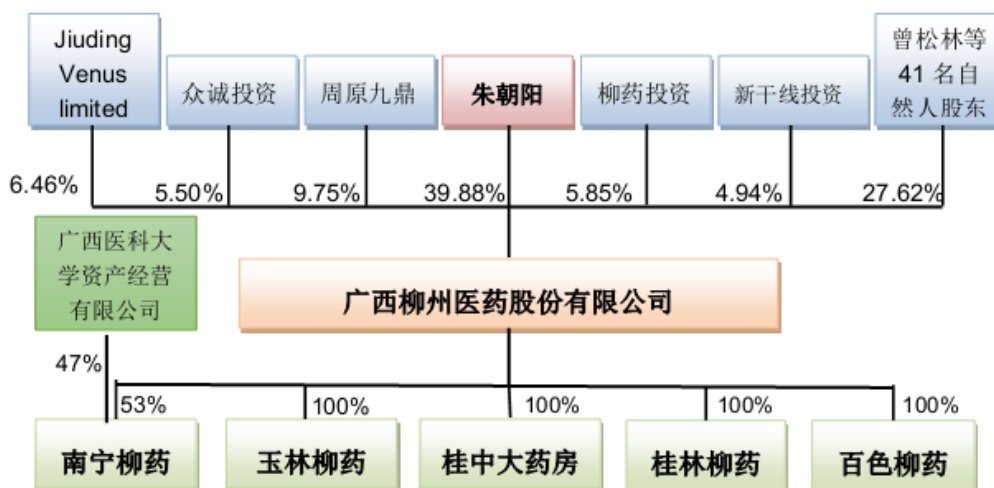
质量的医院终端客户覆盖率高；3) 丰富的上游供应商资源和良好的合作关系；4) 高效的物流配送网络和信息化管理系统；5) 严格的质量控制优势。

## 二、公司及募集资金投向

### 2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司由柳药有限整体变更设立，公司主要发起人为朱朝阳、周原九鼎、Jiuding Venus Limited、柳药投资、众诚投资和新干线投资。

图 6 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2011年-2013年，公司实现营业收入分别为272812.04万元、355801.77万元和454780.04万元，净利润分别为8352.90万元、10435.45万元及14941.74万元。2011-2013年营业收入和净利润的复合增长率分别达到29.07%和33.75%。公司主营业务为医药零售和医药批发业务，其中医院销售业务是公司最主要的收入来源，报告期内，公司医院销售业务实现的主营业务收入分别为203,859.02万元、263,448.71万元、342,229.46万元和203,866.92万元，占同期主营业务收入的比例分别为74.74%、74.08%、75.32%和74.05%；2012年和2013年分别同比增长29.23%和29.90%。医院销售持续增长，公司加强稳固与供应商关系合作，经营品种不断丰富，药品总经销授权持续增长，医药工业点击配送率不断提高，商业调拨业务



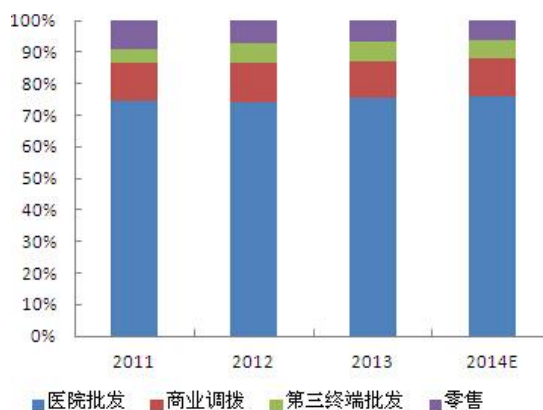
和零售业务稳定增长。

图7 公司近年来收入及净利润增长



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

图8 公司主营收入结构

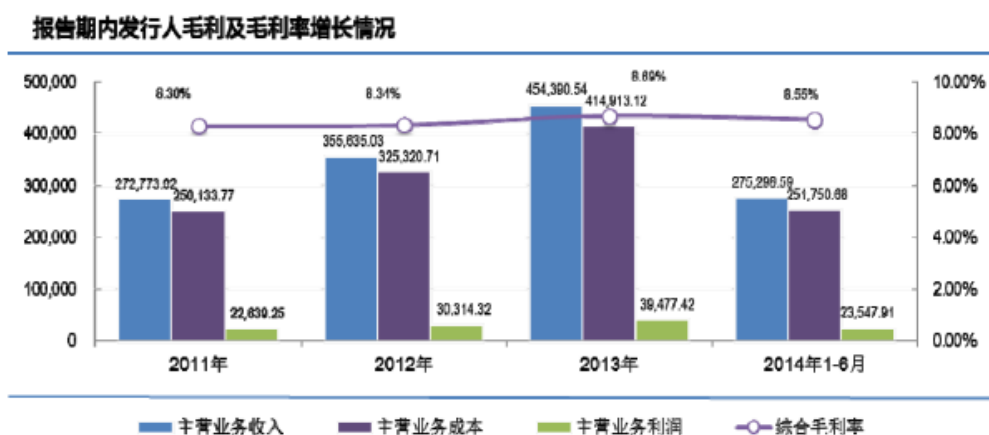


数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 2.3 主要产品毛利率变动分析

公司报告期内综合毛利率分别为 8.30%、8.52%、8.69%和 8.55%。通过巩固医院销售传统优势的同时，加强了零售连锁业务的发展，提升了综合毛利率水平；其次，销售业绩持续增长，从而获得了越来越多的医药工业企业的支持，在经营品种资源不断丰富的时候，公司议价能力得到逐步提升。

图9 公司近年毛利及毛利率情况



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 2.4 募集资金投向

本次公开发行股票成功后，公司发行新股实际募集资金扣除发

行费用后的净额为 53,133.87 万元，募集资金投向如下。

表 1 募集资金投向（万元）

序号	项目名称	总投资额	建设期
1	现代物流配送中心工程项目	18303.87	1 年
2	连锁药店扩展业务项目	5130.00	单店 3-6 个月
3	补充营运资金和偿还银行贷款	29700.00	-
	合计	53133.87	

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 现代物流配送中心工程项目

现代物流配送中心工程项目计划分两期建设，一期主要建设综合服务楼和符合 GSP 要求的医药物流仓库，升级物流配送系统；二期主要建设交易中心、客户服务中心、调度中心、冷库以及倒班宿舍。本次拟用募集资金建设一期项目，项目总投资 18,303.87 万元。其中建设投资 16,879.67 万元，铺底流动资金 1,424.20 万元。项目达产后，预计物流配送能力达 68 亿元，年均实现净利润 16,336.03 万元。

项目主要以南宁、柳州、桂林、梧州、玉林等城市作为目标市场。募投项目预计 2016 年达产时目标市场规模及募投项目收入情况如下：

表 2 目标市场收入分析（亿元）

目标市场	市场规模	募投项目收入	募投项目市场占有率
南宁	123	29	23.62%
柳州	40	19	47.46%
桂林	33	8	23.98%
梧州	25	3	11.83%
玉林	33	5	14.99%
其他	141	4	2.83%
合计	395	68	17.22%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

建设期 1 年，试运营期 3 年，满负荷运营期 8 年，总计算期为 12 年。项目投产后，第 1 年负荷运营 45%，第 2 年负荷运营 60%，第 3 年负荷运营 80%，第 4 年开始达产，达到满负荷运营；根据行业基准收益率进行估算，财务基准收益率（税前）设定为 18%。预计项目达产当年预计实现营业收入 68 亿元，利润总额 2.18 亿元，净利润 1.63 亿元。

表 3 主要经济数据和财务评价指标

效益指标	指标值
财务内部收益率（所得税前）	62.45%
财务内部收益率（所得税后）	47.02%
动态投资回收期（所得税前，含建设期）	3.76 年
动态投资回收期（所得税后，含建设期）	4.78 年
盈亏平衡点	29.16%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 连锁药店扩展业务项目

项目主要的建设内容是增加、改扩建连锁经营网点，力争用两年时间在广西全区主要地市和县新增旗舰店 12 家、区域中心店 27 家、大型社区店 22 家、县级店 30 家，改扩建旗舰店 2 家，共计 93 家。

项目总投资估算 5,130 万元，其中建设投资 2,721 万元，流动资金投入 2,409 万元。以上拟新增的药店以租赁形式设立。根据项目实施进度，本项目单店建设期 3-6 个月，预计全部建设完成的建设期为 2 年，运营期 8 年，计算期合计为 10 年。

假设项目折现率取 10%（按目前十年期银行贷款利率 7.05%，加上风险报酬率 2.95%）计算，连锁药店投资项目的投资效益计算结果如下：

表 4 主要经济数据和财务评价指标

内容	净现金流量 (万元)	效益指标	
		实际报酬率	投资回收期
1 12 家地级市旗舰店	1085.41	31%	5.02 年
2 柳州五一药店改造	764.55	66%	2.82 年
3 柳州屏山药店改造	382.45	49%	3.39 年
4 27 家区域中心店	973.13	24%	5.72 年
5 22 家社区中心店	119.98	14%	7.0 年
6 30 家县级店	128.57	13%	7.17 年
合计	3346.14	24.44%	5.61 年

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

### 补充流动资金和偿还银行贷款

拟使用本次募集资金 29,700 万元用于补充营运资金和偿还银行贷款。通过营运资金的补充和银行贷款的偿还，改善财务状况，提升经营业绩，为本公司实现战略发展目标提供有力的资金保障。以 6 个月至 1 年一年期人民币贷款基准利率 6%（2012 年 7 月调整）



作为参考利率水平测算，若将本次募集资金的 2.97 亿人民币用于补充流动资金和偿还银行贷款，则公司每年可减少利息支出 1,782 万元。

### 三、财务状况和盈利预测

#### 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

##### 期间费用率基本稳定

总体来看公司期间费用率稳定，近三年及 2014H1 分别为 4.00%、4.41%、4.48% 和 4.43%，其中，销售费用 2012 和 2013 年分别同比增长 38.45%、22.59%；管理费用 2012 和 2013 年度增长率分别为 37.73%、30.13%；公司财务费用增幅较大，由 2011 年的 1,304.10 万元增长至 2013 年的 3,672.62 万元，2014 年上半年亦为 2,610.76 万元，主要系银行借款增加所致。

##### 主要资产周转能力指标良好

报告期内，公司应收账款周转率逐年小幅降低，近三年及 2014H1 应收账款周转率分别为 4.25、4.23、3.98 和 3.60。公司应收账款周转率低于行业平均水平且各公司应收账款周转情况存在较大差异。这是由各公司不同的商业模式和业务结构差异决定的：以快批快配、商业调拨及零售业务为主或占比较高的公司（例如九州通和桐君阁）应收账款周转率较高；以医院配送业务为主的公司（例如瑞康医药和发行人）应收账款周转率相对较低。其中，公司应收账款周转率指标与区域内直接竞争对手（国控广西和国控柳州）的母公司国药一致接近，高于同以医院配送业务为主的中型医药流通企业瑞康医药。

公司存货周转率保持平稳，且逐年小幅度提升。近三年及一期存货周转率分别为 9.14、9.76、10.28 和 10.54。公司存货周转率处于同行业平均水平，较为陈旧的仓储物流设施制约了存货管理效率的进一步提升。本次募集资金到位后，通过医药现代物流配送中心的建设，将极大改善公司物流配送能力及效率，从而满足公司经营业绩的持续增长需要。

#### 3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

##### 盈利预测及主要假设

- 1) 公司销售结构及毛利率保持稳定；
- 2) 募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计 2014-2016 年归母公司的净利润将

实现年递增 19.97%、23.98%和 18.24%，相应的稀释后每股收益为 1.59 元、1.98 元和 2.34 元。

## 四、风险因素

### 4.1 市场竞争加剧

国药一致已通过并购、重组或新设等方式进入广西市场，并在销售渠道、供应链及运营体系建设方面取得长足发展，除控股国控广西和国控柳州外，还收购了国控玉林和国控梧州等公司，此外已新设国控百色和国控桂林等公司，使得区域内的竞争进一步加剧。

其次，新医改推动医药流通行业向省级市场集中，如果公司不能抓住这一有利时机，进一步扩大市场份额，则有可能丧失区域内的竞争优势。

再次，除在原有原有优势地区设立子公司外，公司已开始积极布局百色、钦州、北海和防城港等城市，市场的开拓必将带来新的发展机会，同时也会使公司面临更加严峻的行业竞争风险。

### 4.2 应收账款管理风险

报告期内各期末应收账款占当期主营业务收入的比例分别为 26.98%、26.62%、29.48%和 62.45%，占总资产的比例分别为 46.76%、46.65%、49.65%和 55.92%。这是由公司以医院销售为主的业务结构所决定。与业务模式相近的同行业公司比较，公司应收账款规模处于合理水平。随着销售规模的进一步扩张，应收账款可能继续增长，若不能继续保持对应收账款的有效管理，公司存在发生坏账的风险。并且，如果应收账款增长至较高规模将对公司流动资金周转造成较大压力，也可能对公司的经营发展带来不利影响。

### 4.3 依赖租赁房产的风险

公司目前部分经营场地为租赁方式取得，批发业务租赁房产面积占全部使用面积的 61.94%，零售均为租赁房产，如果租赁期满后不能续租，或因为其他原因不能续租，可能对公司经营产生一定的影响。

### 4.4 主营业务区域集中的风险

公司的各项业务均集中于广西内，区域特征明显。如果广西市场出现需求增速放缓，或者出现新的竞争对手或者现有格局被打破，将会对公司主营业务产生不利影响。

## 五、估值及定价分析

### 5.1 国内同类公司比较分析

同行业可比上市公司 14 年、15 年平均动态市盈率为 33.04 倍、27.00 倍，14 年、15 年医药商业上市公司市盈率行业中值分别为 39.26 倍、29.21 倍。

表 5 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
国药一致	000028	45.45	1.44	1.88	2.37	31.67	24.19	19.16
瑞康医药	002589	30.63	0.66	0.86	1.11	46.49	35.69	27.60
上海医药	601607	14.69	0.83	0.94	1.07	17.61	15.62	13.69
国药股份	600511	26.50	0.86	1.05	1.27	30.83	25.28	20.81
嘉事堂	002462	25.12	0.54	0.64	0.73	46.32	39.26	34.25
行业平均						<b>41.49</b>	<b>33.04</b>	<b>27.00</b>

数据来源: Wind 上海证券研究所

### 5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司计划募集资金总额 58,995.00 万元，预计发行费用 5,861.13 万元，募集资金净额 53,133.87 万元，本次公开发行股票数量为 2,812.50 万股，占发行后总股本的比例为 25%。其中，公司公开发行新股数量为 2,250 万股，股东公开发售股份的数量为 562.50 万股且不得超过自愿设定 12 个月及以上限售期的投资者获得配售股份的数量，每股发行价 26.22 元。按发行前总股本计算，发行市盈率 15.80 倍，发行前每股净资产 6.03 元（按截止 2014 年 6 月 30 日经审计净资产全面摊薄计算）。

考虑到公司的业务结构、市场竞争状况、同行业可比公司情况，基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，我们认为给予公司 14 年每股收益 25 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 36.22-43.45 元，相对于 2013 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 27.27-32.72 倍。

## 六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	<b>3,558.02</b>	<b>4,547.80</b>	<b>5,750.89</b>	<b>6,883.76</b>	<b>8,224.38</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>3,420.94</b>	<b>4,361.84</b>	<b>5,526.83</b>	<b>6,605.96</b>	<b>7,895.91</b>
营业成本	3,253.21	4,149.13	5,258.93	6,301.89	7,532.59
营业税金及附加	8.57	7.63	9.64	11.54	13.79
销售费用	71.76	87.97	111.24	133.16	159.09
管理费用	60.79	79.11	100.04	119.74	143.06
财务费用	24.36	36.73	46.98	39.64	47.38
<b>三、其他经营收益</b>					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>137.08</b>	<b>185.96</b>	<b>224.07</b>	<b>277.80</b>	<b>328.48</b>
加: 营业外收入	1.98	3.12	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.39	5.02	0.00	0.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>137.67</b>	<b>184.05</b>	<b>224.07</b>	<b>277.80</b>	<b>328.48</b>
减: 所得税	33.32	34.63	44.81	55.56	65.70
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>104.35</b>	<b>149.42</b>	<b>179.25</b>	<b>222.24</b>	<b>262.78</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>104.35</b>	<b>149.42</b>	<b>179.25</b>	<b>222.24</b>	<b>262.78</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.93</b>	<b>1.33</b>	<b>1.59</b>	<b>1.98</b>	<b>2.34</b>

资料来源: wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务主营收入测算	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>批发</b>	<b>3,292.77</b>	<b>4,245.48</b>	<b>5,404.72</b>	<b>6,485.67</b>	<b>7,766.57</b>
医院批发	2,634.49	3,422.29	4,380.54	5,256.64	6,307.97
商业调拨	447.55	528.22	676.12	811.34	957.39
第三终端批发	210.73	294.97	348.07	417.68	501.22
<b>零售</b>	<b>263.58</b>	<b>298.42</b>	<b>346.17</b>	<b>398.09</b>	<b>457.81</b>
<b>总计</b>	<b>3,556.35</b>	<b>4,543.91</b>	<b>5,750.89</b>	<b>6,883.76</b>	<b>8,224.38</b>
分业务增速	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>批发</b>	<b>32.59%</b>	<b>28.93%</b>	<b>27.31%</b>	<b>20.00%</b>	<b>19.75%</b>
医院批发	29.23%	29.90%	28.00%	20.00%	20.00%
商业调拨	41.01%	18.02%	28.00%	20.00%	18.00%
第三终端批发	65.41%	39.97%	18.00%	20.00%	20.00%

零售	7.87%	13.22%	16.00%	15.00%	15.00%
总计	30.38%	27.77%	26.56%	19.70%	19.48%
<b>分业务主营成本</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
批发	3,069.46	3,940.59	5,016.61	6,023.22	7,212.12
零售	183.75	208.54	242.32	278.67	320.47
总计	3,253.21	4,149.13	5,258.93	6,301.89	7,532.59
<b>毛利率</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
批发	6.78%	7.18%	7.18%	7.13%	7.14%
医院批发	7.62%	8.04%	8.05%	8.00%	8.00%
商业调拨	1.91%	1.80%	1.85%	1.82%	1.80%
第三终端批发	6.68%	6.81%	6.60%	6.50%	6.50%
零售	30.29%	30.12%	30.00%	30.00%	30.00%
总计	8.52%	8.69%	8.55%	8.45%	8.41%

资料来源: wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。