

日期: 2015年4月22日

行业: 医药、化工



张凤展
021-53519888-1932
zhangfengzhan@shzq.com
执业证书编号: S0870511030001

制剂与医药商业并重, 大健康业务停止

基本数据 (2013A)

报告日股价 (元)	14.95
12mth A 股价格区间 (元)	20.1/9.07
总股本 (百万股)	334.12
无限售 A 股/总股本	81.6%
流通市值 (亿元)	40.77
每股净资产 (元)	3.62
PBR (X)	4.12

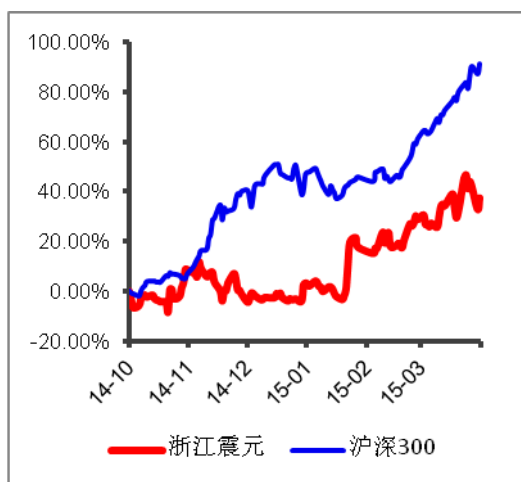
主要股东 (2013A)

绍兴市旅游集团有限公司	19.94%
兵工财务有限责任公司	1.66%
中国人寿	1.5%

收入结构 (2014A)

医药工业	15.27%
医药商业	84%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ14-CI01

首次报告日期: 2014年4月29日

相关报告:

投资摘要

估值与投资建议

公司收入增长稳定, 制剂业务发展良好, 2014 年由于制剂厂房认证拖后, 降价等影响利润负增长, 2015 年不利因素依然存在, 而之前市场所期待的大健康业务停止, 电商业务进展依然缓慢, 都降低了市场预期, 主营业务方面, 2015 年度医药商业受到二次议价影响, 批发业务预计能够保平, 医药零售增长平稳, 制剂业务也略有增长。我们给予“谨慎增持”建议。

核心假设或逻辑

医药工业: 医药工业增长主要来自于制剂, 原料药部分 2014 继续负增长, 之后预计略有回升后保持稳定; 制剂由于 2014 年受制于产能影响, 增长平稳, 2015 年后收益于产能扩张以及新产品等因素增长加快。

医药商业: 医药商业部分增长略高于行业平均水平。

预测 2015 年-2017 年公司的销售收入为 21.8 亿、23.5 亿和 26.1 亿元, 同比增长分别为 6%、8%、11%。净利润分别为 4233 万元、4785 万元和 5981 万元; 净利润同比增长分别为: 8.32%、13.04%、25%。EPS 分别为: 0.13、0.14、0.18 元。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、主打产品销售低于预期, 产品推广不力
- 2、原料药价格下跌高于预期

数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2081.23	2203.30	2371.64	2628.32
年增长率	3.13%	5.87%	7.64%	10.82%
归属于母公司的净利润	39.08	42.33	47.85	59.81
年增长率	-39.35%	8.32%	13.04%	25.00%
每股收益 (元)	0.117	0.127	0.143	0.179
PER (X)	127.82	118.01	104.40	83.52

注: 按照最新股本计算, 合计 33412 万股

目录

一、公司简介.....	2
二、主营分析.....	4
2.1 医药工业的发展主要看制剂	4
2.2 医药商业巩固区域龙头地位	8
2.3 大健康业务停止，由绍兴震元健康产业集团运营	9
2.4 其他	9
三、盈利预测及估值定价分析	10
四、投资建议.....	12
图 1 公司股权结构.....	3
图 2 大环内酯类原料药价格.....	5
表 1 子公司情况.....	4
表 2 医药工业经营状况.....	6
表 3 医药商业经营状况.....	8
表 4 收入及毛利预测.....	11
表 5 数据预测与估值.....	12
表 6 财务和估值数据.....	13

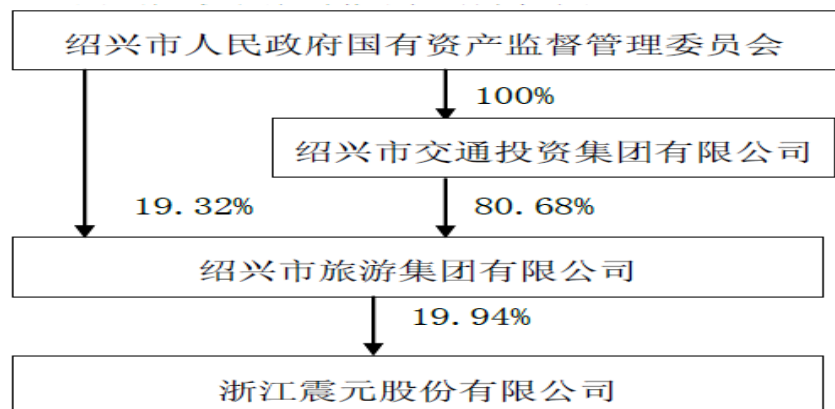
一、公司简介

公司地处中医药历史文化发达的浙江绍兴，主营业务包括原料药与制剂生产销售的医药工业和以绍兴震元堂为核心的医药商业连锁店和绍兴及周边地区的医院批发配送，也兼营少部分医疗器械、化学试剂、玻璃仪器等。

公司是绍兴地区的医药龙头企业，公司的第一大股东为绍兴市国资委实际控制的绍兴市旅游集团有限公司。2015年，为进一步推进绍兴市生命健康产业的发展，深化国资国企改革、理顺产权关系，经绍兴市委、市政府研究，决定组建绍兴震元健康产业集团有限公司。绍兴震元健康产业集团有限公司注册资本为5亿元，实际控制人为绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会。为此，控股股东绍兴市旅游集团有限公司持有“浙江震元”19.94%的股份拟划转至绍兴震元健康产业集团有限公司，划转事项尚需取得国资部门批文。

公司控股的子公司的生产经营都集中在绍兴及周边地区，其中规模较大的两家子公司，一家是震元制药，主营原料药和制剂生产销售，另一家是震元医药连锁，主营连锁药店零售。

图 1 公司股权结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 1 子公司情况

公司名称	持股比例	产品或服务	2013			2012		
			营业收入	营业利润	净利润	营业收入	营业利润	净利润
浙江震元制药有限公司	100%	主要产品有制霉素、罗红霉素、氯诺昔康、伏格列波糖、美他多辛等	32,706.38	1,511.17	1,487.68	35,234.19	3,177.97	2,893.98
浙江震元医药连锁有限公司	88.38%	主要从事医药零售连锁	36,440.48	1,694.32	1,187.30	32,753.04	1,373.65	1,099.93
绍兴震元医药经营有限责任公司	51.94%	主要从事中药材、医疗器械等的批发和零售	18,997.72	41.44	9.19	17,156.28	37.48	-13.17
绍兴震元医药有限公司	100%	主要从事中药材、医疗器械等销售	6,527.76	36.33	22.73	4,445.93	22.49	16.26
绍兴震元医疗器材化学试剂有限公司	56%	主要从事医疗器械、等的批发和零售	3,694.62	73.06	48.84	3,453.08	64.30	42.45
绍兴震元商务咨询有限公司	100%	主要从事经济信息咨询仓储服务等	163.55	119.50	89.61	227.39	189.13	146.17
浙江震元物流有限公司	100%	主要从事货运	365.24	-23.24	-23.80			

数据来源：公司公告，上海证券

二、主营分析

2.1 医药向制剂转型

公司医药工业产品由控股子公司浙江震元制药有限公司生产（以下简称震元制药），主要经营品种有罗红霉素、制霉素、硫酸西索米星、硫酸奈替米星、氯诺昔康、美他多辛等原料药及制剂等。

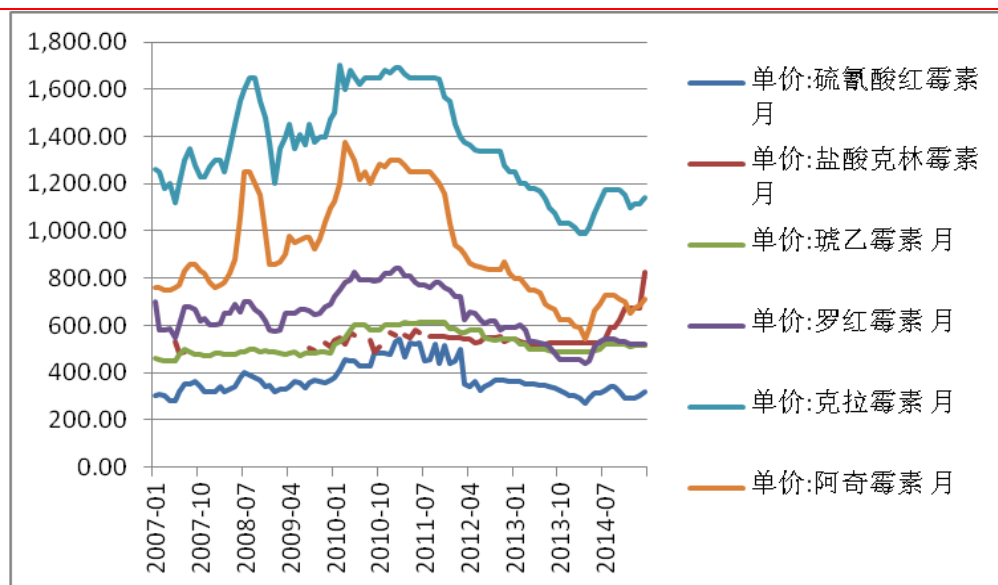
公司医药工业的增长主要来自于制剂业务的发展。

2.1.1 原料药逐步收缩

2014年,震元制药原料药主导产品内外销均遭遇量增价跌的市场变化,罗红霉素虽抓住了底部反弹契机满负荷生产,但全年平均售价仍低于去年,出现销量二位数增长、销售收入同比下降的反差;原料药全年实现销售收入1.48亿元,同比下降9.88%原料药毛利率的提升主要是因为罗红霉素价格反弹、罗红霉素的价格从2014年初的低点反弹近20%左右。

未来公司在工业制造领域将逐步向制剂企业转型,原料药领域不再增加新的投资,主要利用好现有产能,未来主要关注制剂和生命健康产业。目前原料药设备折旧已经折完,这属于公司原料药的一个相对优势。

图 2 大环内酯类原料药价格



数据来源:公司公告 上海证券研究所

表 2 医药工业经营状况

报告期	2014A	2014H1	2013 A	2013H2	2013H1	2012 A	2012H2	2012H1	2011 年报
工业-医药制造									
收入	31780	16729	34,370.42	15,695.56	18,674.86	35,451.78	15,100.25	20,351.53	37,660.60
g	-8%	-10%	-3%	4%	-8%	-6%	-7%	-5%	
毛利	10289	4372	9,986.32	4,744.80	5,241.52	9,225.96	4,454.99	4,770.97	8,704.85
毛利率(%)	32%	26%	29.05	30%	28.07	26.02	30%	23.44	23.11
原料药销售									
收入	14842	8637	16,469.30	6,873.39	9,595.91	20,933.46	7,691.01	13,242.45	25,026.81
g	-10%	-10%	-21%	-11%	-28%	-16%	-23%	-12%	
毛利	1900	485	893.74	308.11	585.63	2,634.24	921.87	1,712.37	4,151.46
毛利率(%)	12.80%	5.61%	5.43	4%	6.10	12.58	12%	12.93	16.59
制剂销售									
收入	16938	8092	17,901.12	8,822.17	9,078.95	14,518.32	7,409.24	7,109.08	12,633.79
g	-5%	-11%	23%	19%	28%	15%	20%	10%	
毛利	8389	3887	9,092.58	4,436.70	4,655.88	6,591.73	3,533.13	3,058.60	4,553.39
毛利率(%)	50%	48%	50.79	50%	51.28	45.40	48%	43.02	36.04

数据来源：公司公告，上海证券

2.1.2 产能到位及腺苷蛋氨酸获批后将迎来新发展

公司的制剂分为两类：一是普药品种如罗红霉素、制霉菌素、阿奇霉素、克拉霉素等；另一类为特色专科制剂如氯诺昔康、醋酸奥曲肽、盐酸头孢他美酯、伏格列波糖等，2012 年，震元制药逐步淡出缺乏亮点的普药市场，重点发展新药，以伏格列波糖胶囊、注射用氯诺昔康等新药快速增长。2014 年公司制剂业务达到 1.7 亿，同比下降 5.38%，毛利率达到 49.53%，同比下降一个百分点。

从收入结构来看，2014 年度自霉素销售 5000 多万，氯诺昔康系列销售 5000 多万，伏格列波糖销售 2000-3000 万，头孢系列销售 2000-3000 万左右，醋酸奥曲肽销售 2000-3000 万左右，新品种美他多辛注射液销售在几百万左右。

公司 2014 年销售增长同比下降主要受到车间认证延期，以及生产车间还在磨合期效率不高，招投标价格下降等因素的影响

预计 2015 年公司制剂业务略有增长。

主要产品情况介绍：

氯诺昔康

氯诺昔康具有较强的镇痛和抗炎作用，无成瘾性，主要在手术和麻醉科应用，代替曲马多。公司共有氯诺昔康片和针剂两类。根据南方所数据：2012 年，震元市场占有率 60% 位居国内第一。公司

该产品的生产受冻干制剂产能瓶颈影响，产能受限，需要委托企业代工解决产能问题，2014年由于受到车间认证延期的影响，公司力保该产品正常生产，实现销售收入5000多万，其中氯诺昔康针剂同比增长20%。

美他多辛

美他多辛用于急慢性酒精中毒、酒精性肝炎、酒精性脂肪肝及肝硬化的治疗，临床疗效好，长期使用安全性高，不良反应少。目前有片、胶囊和针剂3种剂型。新品种美他多辛注射液在市场导入期，由于该产品在对公司医生的教育宣传上还需要投入大量精力，因此量不会太大。

伏格列波糖

伏格列波糖用于改善糖尿病饭后高血糖，本品只适用于患者接受饮食疗法、运动疗法没有得到明显效果时，或者患者除饮食疗法、运动疗法外还用口服降血糖药物或胰岛素制剂而没有得到明显效果时。目前国内生产厂家4-5家左右。公司2014年伏格列波糖实现销售收入2000-3000万左右，该产品由于生产成本较高，因此毛利率不高，大致在30%左右，但该产品销售空间较大，有望快速增长。

腺苷蛋氨酸

腺苷蛋氨酸（Ademetionine）是一种人体中的生理活性分子，参与体内重要的生化反应。腺苷蛋氨酸的化合物丁二磺酸腺苷蛋氨酸是广泛应用的保肝护肝药，主要适应症为胆汁淤积型肝损伤，也是利胆药中唯一一个注射用药。2009年注射剂型首次列入国家医保乙类药物目录，使用范围为重症肝硬化和工伤保险。

腺苷蛋氨酸的原研药是意大利基诺药厂研制的，2000年在我国获准上市，商品名为思美泰，2001年，雅培收购了基诺药厂，目前国内市场份额占优的是雅培的思美泰（丁二磺酸腺苷蛋氨酸肠溶片和注射剂）。2010年3月15日，海正药业拿到了丁二磺酸腺苷蛋氨酸注射剂型的批文。目前正在申报药监局批文的国内厂商还有双鹭药业（002038）和北京凯因等。

根据PDB数据：腺苷蛋氨酸2013年样本医院市场规模2.04亿元，同比增约19%。公司2014年10月28日获得新药证书和注册批件。从生产进度来看，该项目处在中试阶段。

2.2 医药商业巩固区域龙头地位

公司的医药商业定位于绍兴及周边地区的区域龙头，从产品类型上看，包括了中成药、中药饮片、西药、医疗器械、化学试剂所有医药产品。从业务类型上来看，以中药为特色，形成了中药收购调拨、医药产品订货会服务、医院渠道批发配送、中药代煎、连锁药店零售、中医馆坐诊等完整的商业服务体系。2014年，公司医药商业实现营业收入17.48亿元，同比增长5.53%。

表3 医药商业经营状况

医药商业	2014A	2014H1	2013 A	2013H2	2013H1	2012 A	2012H2	2012H1	2011 年报
收入	174832	84793	165,677.22	85,048.68	80,628.54	144,197.84	72,581.24	71,616.60	132,748.28
g	6%	5.16%	15%	17%	13%	9%	6%	11%	
毛利	20729	10142	18,476.67	9,818.18	8,658.49	15,372.85	8,216.94	7,155.91	12,009.07
毛利率(%)	12%	12%	11.15	12%	10.74	10.66	11%	9.99	9.05
医药批发									
收入	138729	67643	133,239.80	68,319.88	64,919.92	116,727.06	58,193.41	58,533.65	110,566.77
g	4%	4%	14%	17%	11%	6%	2%	9%	
毛利	9725	5114	8,754.53	4,705.76	4,048.77	7,657.92	3,998.78	3,659.14	6,521.69
毛利率(%)	7%	8%	6.57	7%	6.24	6.56	7%	6.25	5.90
医药零售									
收入	36103	17150	32,437.42	16,728.79	15,708.63	27,470.78	14,387.83	13,082.95	22,181.51
g	11%	9%	18%	16%	20%	24%	28%	19%	
毛利	11004	5028	9,722.14	5,112.41	4,609.73	7,714.93	4,218.16	3,496.77	5,487.38
毛利率(%)	30.48%	29.32%	29.97	31%	29.35	28.08	29%	26.73	24.74

数据来源：公司公告，上海证券

2.2.1 批发业务

公司批发业务定位于绍兴的区域供应商，把当地市场做好，主要服务药房和药店的精耕细作。2014年4月1日起，浙江开始施行以取消“以药补医”机制为切入口的省级公立医院综合改革，实现公立医院全部药品(中药饮片除外)按实际进价零差率销售，同时上调部分医疗服务价格。目前绍兴市人民医院的议价已经结束，在二次议价的范围上，绍兴沿用了浙江省招标的思路，在以往的销售排名中，越靠前的药品降价幅度越高。对于在浙江省用药排名前列的品种，医院把价格砍得很厉害，基本上全部在用的都有降价，大部分在4个点到10个点。

对于公司的医药批发业务来讲，降价是必然，但是由于公司中标数量增加，因此对冲部分影响，整体仍不乐观。

中药饮片着重中药材质量控制水平的提高和优质中药饮片生产，通过增强与医院、零售连锁药店的粘合度，促进中药饮片销售的增长，全年实现销售收入 9,079 万元，同比增长 7.91%。

2.2.2 零售业务情况

公司目前下辖 70 家连锁门店，绝大多数在绍兴地区，杭州、宁波也有，统一商号为“浙江震元”。公司是浙江省绍兴市规模最大的医药连锁企业。公司业务很有特色，秉承中医特色，采用中医药“名店-名医-名药”的经销模式。以中医坐诊拉动门店销售，现有 70 多家药店中，其中 10 家左右有中医坐诊，目前有 40-50 多位坐诊医生，绝大部分是外聘医生，自己培养医生比较难，坐诊医生的收入主要来自于挂号费。

2014 年零售连锁以中医健康服务为载体，加大对现有中医门店的调整改造，逐步扩大中医相关业务，增设经络养生馆和针灸室，针对不同门店与销售季节，有计划的筹划开展各种节日门店营销活动，促进零售连锁销售的增长。零售连锁全年实现销售收入 3.61 元，同比增长 11.3%。

发展规划：公司的医药连锁开店计划从原有的追求规模向追求质量过渡，未来重点开设综合性大药店，原有的门店逐步调整成大门店。

2.3 大健康业务停止，由绍兴震元健康产业集团运营

公司原有的大健康业务规划停止，股份公司不再进行投资，交由绍兴震元健康产业集团运营。

2.4 其他

股权激励

绍兴国资企业主要有绍兴黄酒和公司两家，国有企业激励要等黄酒企业先批。政府要做，具体方案还没有出台。目前，公司零售连锁下面的 2 个子公司，有部分高管持股。

医药电子商务

公司的电子商务业务相关资格证还在申领过程中，目前公司还在寻找适合自己的商务模式，另一方面由于相关人才的缺乏，公司电商业务进展缓慢。

并购计划

公司未来的并购计划，将主要以医药主要为主，重点偏向医药工业（制剂）方向。

三、盈利预测及估值定价分析

盈利预测主要假设：

根据我们的分析，公司未来销售收入的增长主要来自于以下几个方面：

医药工业：医药工业增长主要来自于制剂，原料药部分 2014 继续负增长，之后预计略有回升后保持稳定；制剂由于 2014 年受制于产能影响，增长平稳，2015 年后收益于产能扩张以及新产品等因素增长加快。

医药商业：医药商业部分增长略高于行业平均水平。

费用率：2015 年由于新建产能由在建工程转为固定资产，折旧增加

2015 年度没有新的并购项目发生

预测 2015 年-2017 年公司的销售收入为 21.8 亿、23.5 亿和 26.1 亿元，同比增长分别为 6%、8%、11%。净利润分别为 4233 万元、4785 万元和 5981 万元；净利润同比增长分别为：8.32%、13.04%、25%。EPS 分别为：0.13、0.14、0.18 元。

表 4 收入及毛利预测

报告期	2017E	2016E	2015E
工业-医药制造			
收入	36169	33291	31546
g	9%	6%	-1%
毛利	12224	10813	10664
毛利率(%)	34%	32%	34%
医药制造-原料药销售			
收入	14100	14100	14100
g	0	0	-5%
毛利	1410	1410	2115
毛利率(%)	10.00%	10.00%	15.00%
医药制造-制剂销售			
收入	22069	19191	17446
g	15%	10%	3%
毛利	10814	9403	8549
毛利率(%)	49%	49%	49%
医药商业			
收入	224754	202152	187184
g	11%	8%	7%
毛利	28362	25132	22652
毛利率(%)	13%	12%	12%
医药批发			
收入	169846	154406	145666
g	10%	6%	5%
毛利	11889	10808	10197
毛利率(%)	7%	7%	7%
医药零售			
收入	54908	47746	41518
g	15%	15%	15%
毛利	16472	14324	12455
毛利率(%)	30.00%	30.00%	30.00%
合计			
收入	260924	235443	218730
g	11%	8%	6%
毛利	40586	35946	33316
毛利率(%)	15.55%	15.27%	15.23%

数据来源：上海证券

四、投资建议

公司收入增长稳定，制剂业务发展良好，2014年由于制剂厂房认证拖后，降价等影响利润负增长，2015年不利因素依然存在，而之前市场所期待的大健康业务停止，电商业务进展依然缓慢，都降低了市场预期，主营业务方面，2015年度医药商业受到二次议价影响，批发业务预计能够保平，医药零售增长平稳，制剂业务也略有增长。我们给予“谨慎增持”建议。

表 5 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2081.23	2203.30	2371.64	2628.32
年增长率	3.13%	5.87%	7.64%	10.82%
归属于母公司的净利润	39.08	42.33	47.85	59.81
年增长率	-39.35%	8.32%	13.04%	25.00%
每股收益(元)	0.117	0.127	0.143	0.179
PER (X)	127.82	118.01	104.40	83.52

注：按最新股本计算，合计 33412 万股

表 6 财务和估值数据

单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1812.21	2018.15	2081.23	2203.30	2371.64	2628.32
增长率(%)	5.39%	11.36%	3.13%	5.87%	7.64%	10.82%
归属母公司股东净利润	47.67	64.44	39.08	42.33	47.85	59.81
增长率(%)	51.17%	35.17%	-39.35%	8.32%	13.04%	25.00%
每股收益(EPS)	0.143	0.193	0.117	0.127	0.143	0.179
每股股利(DPS)	0.000	0.025	0.000	0.005	0.006	0.008
每股经营现金流	0.381	0.055	0.246	0.311	0.376	0.273
销售毛利率	14.27%	14.72%	15.46%	15.23%	15.27%	15.55%
销售净利率	2.61%	3.26%	1.96%	2.01%	2.11%	2.38%
净资产收益率(ROE)	4.32%	5.51%	3.23%	3.38%	3.69%	4.41%
投入资本回报率(ROIC)	7.06%	7.47%	3.74%	3.70%	4.24%	5.61%
市盈率(P/E)	104.78	77.52	127.82	118.01	104.40	83.52

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1812.21	2018.15	2081.23	2203.30	2371.64	2628.32
减: 营业成本	1553.52	1721.04	1759.51	1867.70	2009.56	2219.49
营业税金及附加	6.46	6.55	5.29	5.60	6.03	6.68
营业费用	105.38	122.76	144.60	138.41	148.99	165.11
管理费用	80.43	91.29	123.21	132.20	142.30	157.70
财务费用	9.08	-6.31	-5.76	-7.26	-9.55	-11.65
资产减值损失	5.39	11.19	6.54	7.70	7.70	7.70
加: 投资收益	2.86	2.87	2.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	54.81	74.51	50.06	58.94	66.62	83.28
加: 其他非经营损益	4.57	3.86	-1.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	59.38	78.37	48.27	58.94	66.62	83.28
减: 所得税	12.06	12.58	7.46	14.73	16.66	20.82
净利润	47.32	65.79	40.81	44.20	49.97	62.46
减: 少数股东损益	-0.35	1.35	1.73	1.88	2.12	2.65
归属母公司股东净利润	47.67	64.44	39.08	42.33	47.85	59.81

资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	509.49	370.16	325.55	411.18	525.30	606.80
应收和预付款项	395.21	491.20	462.82	510.98	537.18	624.06
存货	289.15	269.27	313.09	328.15	361.79	400.23
其他流动资产	3.18	7.16	6.13	6.13	6.13	6.13
长期股权投资	25.35	39.15	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	44.56	41.44	39.16	31.48	23.81	16.13
固定资产和在建工程	262.33	372.38	437.31	374.77	310.22	243.68
无形资产和开发支出	38.67	37.41	38.24	32.99	27.75	22.50

其他非流动资产	32.19	55.29	107.31	102.99	98.68	98.68
资产总计	1600.13	1683.45	1729.59	1798.67	1890.84	2018.20
短期借款	12.50	25.00	4.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	477.38	473.48	502.55	533.75	578.02	645.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	7.10	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	489.88	505.58	507.05	533.75	578.02	645.50
股本	167.06	167.06	334.12	334.12	334.12	334.12
资本公积	722.76	732.03	537.16	537.16	537.16	537.16
留存收益	213.41	269.49	340.32	380.82	426.60	483.83
归属母公司股东权益	1103.23	1168.58	1211.60	1252.10	1297.88	1355.11
少数股东权益	7.03	9.29	10.94	12.82	14.94	17.59
股东权益合计	1110.25	1177.87	1222.54	1264.92	1312.82	1372.70
负债和股东权益合计	1600.13	1683.45	1729.59	1798.67	1890.84	2018.20
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	127.14	18.45	82.15	103.79	125.65	91.36
投资性现金净流量	-51.54	-149.82	-102.78	-20.00	-20.00	-20.00
筹资性现金净流量	328.40	4.94	-23.16	1.84	8.47	10.15
现金流量净额	404.02	-126.81	-43.75	85.63	114.11	81.51

数据来源: wind, 上海证券

分析师承诺

分析师 张凤展

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。