



## “大华邦健康医疗联盟”再添新兵

- **事件:** 公司公告拟以不超过2.1亿元人民币的价格收购瑞士生物70%的股权,收购完成后将拥有瑞士生物70%的股权,为其控股股东。
- **布局“大华邦健康医疗联盟”,医疗服务是未来看点。**此次收购为公司“大华邦健康医疗联盟”中的一环。公司在医疗服务领域将立足康复医疗,向专科康复方向发展。具体将围绕搭建重庆市区域医疗平台、全国性的康复医疗网络、引入海外康复医疗管理模式三条主线进行;基于以下几点,我们看好“大华邦健康医疗联盟”的未来发展:1)需求强烈+政策推动,康复医疗面临发展机遇;2)差异化定位,专注公立医院的补充市场;3)绑定当地优秀医疗资源;4)模式标准化复制,轻资产将加速全国布局。
- **瑞士医院新兵加盟,优质资产逐步注入。**1)7月收购的德国莱茵医院是一家康复和护理的专业医疗机构,病床数约200张,在骨科、内科、运动伤害和心血管系统领域造诣极深;2)9月收购的植恩医院旗下的宽仁康复医院背靠重庆医科大学的医疗资源,拥有300张床位,已于2015年5月取得医保资质,并开始正式运营;3)此次收购的瑞士生物旗下的瑞士医院在肿瘤治疗、慢性疾病和抗衰老等领域拥有极深的造诣,最权威的治疗领域是乳腺癌和前列腺癌、恶性非霍奇金淋巴瘤和白血病等领域。我们认为公司已注入资产均为优质医疗资产,未来资产注入值得期待。
- **海内外医疗机构联动的商业模式颇具看点。**1)德国、瑞士的康复医疗发展较为成熟,而国内康复医疗尚处在起步期,并随着政策驱动高速发展,公司海外收购旨在海外模式的本土化移植,对探索成熟的商业模式具有积极意义;2)公司将从模式理念交流、康复医师培训、患者信息交流、康复方案制定等多个方面与海外医院进行互动,通过与境外康复医疗资源对接来提供更为优质的医疗服务,建立患者粘性;3)从科室分布来看,莱茵医院擅长领域为骨科和心血管系统,瑞士医院擅长领域为肿瘤科,我们认为公司未来或将进一步收购其它科室的境外资产,完善各科室的海外模式本土化创新。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2015-2017年考虑定增的摊薄后EPS分别为0.39元、0.49元、0.61元。为了使估值更为客观,对医药、农药及康复医疗分别估值。估计2016年医药制剂、原料药、农化净利润分别为4.7亿元、0.5亿元、4亿元,对应给予其PE估值分别为45倍、25倍、30倍。康复医疗将是公司未来发展重点,目前贡献利润较少,按照2017年10家康复医院计算,给予其估值约72亿。合计市值约416亿元,对应目标价为21.35元/股。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 核心品种增速不及预期;互联网、医疗服务项目进展不及预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4866.69	6271.44	7209.48	8290.17
增长率	9.03%	28.86%	14.96%	14.99%
归属母公司净利润(百万元)	429.18	759.03	953.10	1189.58
增长率	41.90%	76.85%	25.57%	24.81%
每股收益EPS(元)	0.22	0.39	0.49	0.61
净资产收益率ROE	7.78%	7.97%	9.10%	10.20%
PE	61	34	27	22
PB	4.56	2.64	2.40	2.15

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

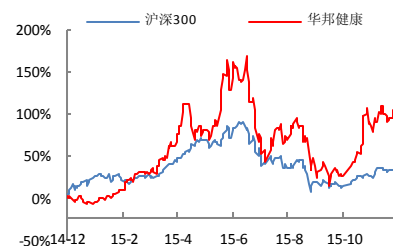
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	18.83
流通A股(亿股)	12.65
52周内股价区间(元)	6.75-20.04
总市值(亿元)	252.39
总资产(亿元)	172.23
每股净资产(元)	3.96

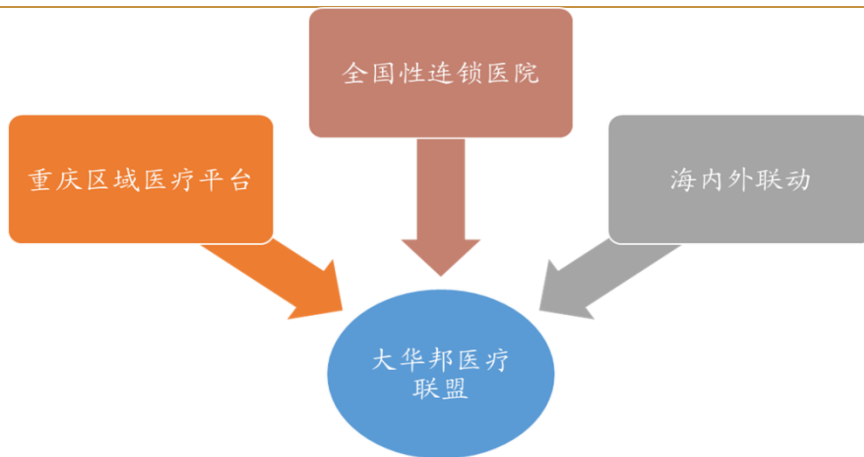
### 相关研究

## 1. “大华邦健康医疗联盟”简介

公司于 2015 年提出“大华邦医疗联盟”战略，在大健康领域进行了一系列积极的布局。2014 年 4 月设立全资子公司华邦汇医投资有限公司，提出在巩固原有业务的基础上大力拓展互联网、医疗、康复医疗、医学美容等业务，实施医疗健康发展战略；2015 年 7 月，收购德国莱茵医院，将积极吸取莱茵医院有限公司的优秀经验，实现公司医疗产业服务标准化、治疗方案规范化、疗效反馈数据化；2015 年 9 月，收购重庆植恩 30% 股权，布局重庆地区康复医疗；2015 年 11 月收购瑞士生物 70% 的股权，完善各科室的海外模式本土化创新。

具体来说，公司在医疗服务领域的布局将立足康复医疗，向专科康复方向发展，围绕以下三条主线进行，三条主线相互支持，通过资源共享、人才共建、经验互通、患者转诊等模式实现协同发展：

图 1：华邦健康“大华邦医疗联盟”布局



数据来源：公司调研，西南证券

### ➤ 搭建重庆市区域医疗平台

基于本地医疗资源优势，公司的医疗服务布局始于重庆，旨在通过自建医院及招商引资建立西南地区体系最完善、服务最优质的高端医疗服务体系，主要为建设高端康复医院与专科医院。目前植恩旗下的宽仁康复医院拥有 300 张床位，已于 2015 年 5 月取得医保资质，并已开始正式运营，预计 2016 年实现收入 1.2 亿元。预计未来 1-2 年内还将继续布局 5-6 家康复医院。

### ➤ 搭建全国性的康复医疗网络

在重庆地区康复与高端专科医疗布局的基础上，公司将开启全国性的复制阶段。通过旗舰店与境外康复医疗资源对接，提供优质医疗服务。旗舰店除了提供医疗服务外，还会开展康复治疗师培训，以向网络中其它康复医院输出康复医师和康复治疗师。预计未来 1-2 年内将在全国范围内布局 10 家康复医院。此外，在康复医院广覆盖的基础上，公司或将通过互联网进军社区健康管理。

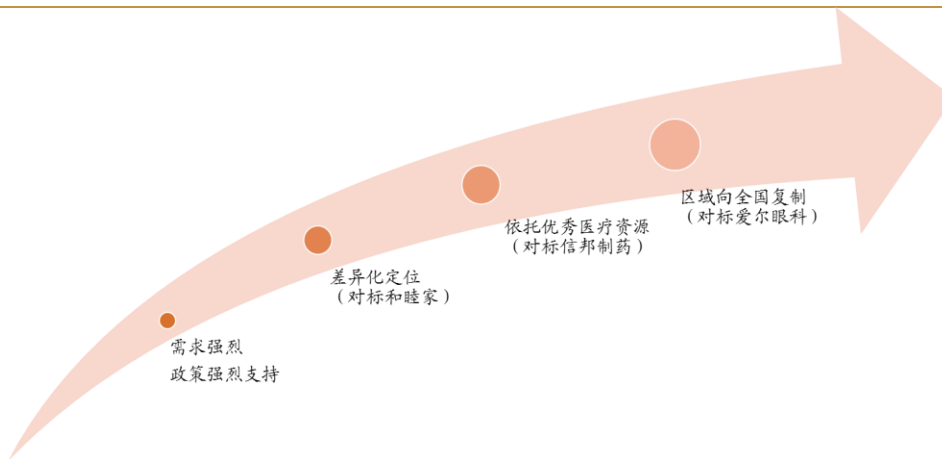
### ➤ 引入海外康复医疗管理模式

公司于 2015 年启动海外医疗资产收购，目前已收购德国莱茵医院的所有股权和瑞士医院 70% 股权。海外医疗资产收购旨在实现海外优秀医疗服务模式的本土化移植。德国莱茵医院为德国东部是一家康复和护理的专业医疗机构，病床数约 200 张，在骨科、内科、运动伤害和心血管系统领域造诣极深；瑞士医院医院在肿瘤治疗、慢性疾病和抗衰老等领域拥有极深的造诣，最权威的治疗领域是乳腺癌和前列腺癌、恶性非霍奇金淋巴瘤和白血病等领域。公司将积极吸取莱茵医院和瑞士医院的优秀经验，提升医疗服务水平，建立患者粘性。

## 2. 看好“大华邦健康医疗联盟”的理由

基于以下几点，我们看好“大华邦健康医疗联盟”的未来发展：

图 2：“大华邦医疗联盟”竞争优势



数据来源：西南证券

### 2.1 需求强烈+政策推动，康复医疗面临发展机遇

康复医疗是康复医学的重要内容之一，是使病、伤、残者康复的重要手段，常与药物治疗、手术疗法等临床治疗综合进行。

欧美康复医疗市场成熟，国内刚起步。美国康复医疗市场规模约 200 亿美元，若包含长期护理则高达 2000 亿美元。中国康复医疗市场近 200 亿元，人均康复费用仅 15 元，相比康复体系成熟的美国市场规模约 200 亿美元、人均康复费用约 80 美元，差距明显，若按美国人均康复费用水平计算，中国康复医疗市场规模可达千亿级。

从政策来看，“十三五”规划首次将健康中国纳入国家战略，鼓励社会力量兴办健康服务业，提高民营医院地位，医疗服务、大健康、互联网医疗、养老服务等行业受益最明显

重庆市于 2014 年出具的《完善医疗服务体系重点改革专项方案》也明确表示要从放权社会资本办医准入和加大社会资本办医扶持力度两个方面支持社会资本办医。《方案》中强调鼓励社会资本与市级大型用力医院新办医疗养老、康复、特色专科等专业性强的医疗机构。

**图 3: 重庆市政府明确支持社会资本参与医疗服务**

放宽社会资本办医准入	加大社会资本办医扶持力度
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 鼓励社会资本与市级大型公立医院合作新办医疗养老、康复、特色专科等专业性强的医疗机构</li> <li>• 鼓励社会资本举办专业医学检验中心等第三方医学检验检测机构</li> <li>• 2014年年底全市非公立医疗机构床位数达到总量的15%以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 探索公立医院执业医师多点执业</li> <li>• 合理放宽大型医用设备配置</li> <li>• 完善非公立医疗机构在医保定点、人才培养、职称考评、临床教学和培训基地资格认定、科研项目申报、学科建设、学术活动等方面享有与公立医疗机构同等政策待遇</li> </ul>

数据来源: 政府公告, 西南证券

“大华邦医疗联盟”战略契合重庆市医改动向, 获得了政策层面的强烈支持, 宽仁康复医院已于 2015 年 5 月拿到医保资质。我们认为政策的支持为公司在重庆地区的医疗服务布局保驾护航, 公司区域医疗建设掷地有声。

## 2.2 差异化定位, 专注公立医院的补充市场

“大华邦健康医疗联盟”旗下医院主要专注于康复和高端专科领域, 与公立医院提供的综合性基层服务形成差异化定位。不仅可以解决公立医院紧张的床位需求, 也能部分人群对高端医疗服务的需求。

从公司目前项目的建设情况可见其与公立医院的差异。已投入运营的宽仁医院内部设施极具康复特色, 各种康复器械配备完善, 体现出极强的康复医院专科特色。

**图 4: 宽仁医院内部设施**


数据来源: 公开资料, 西南证券

我们认为公司的细分市场和服务模式定位与和睦家医疗颇有相似之处。和睦家医疗是美中互利公司旗下的医疗服务分支, 在华已运营 17 年, 定位高端医疗, 目前在华拥有 3 家综合医院、11 家全科诊所、3 家专科机构, 其在中国市场的成功意味着“差异化战略”及“海外模式移植”在国内确实具有巨大的发展空间。而相对和睦家来说, 公司相对更为“平民化”的定位及标准化的服务模式则为后期的快速扩张奠定了基础。

**表 1：华邦健康与和睦家的市场定位对比**

	相同点	不同点
细分市场	均与公立医院形成差异化定位 均是率先攻占康复、产科等专科科室	和睦家专注高收入人群，覆盖公立医院无法满足的高端需求 华邦服务普通人群，解决公立医院床位紧张问题，但也通过VIP模式进军高端市场
服务模式	均从海外引进理念、技术、人才 均在医院依托上谋求社区领域发展	和睦家为“以家庭为中心的医疗保健服务”，以个性化服务满足高端需求 华邦以医院为依托，探索标准化的服务谋求快速扩张

数据来源：西南证券

## 2.3 绑定当地优秀医疗资源

重庆医科大学附属第一医院和第三军医大学附属医院是重庆地区最重要的医学院校。重庆医科大学在重庆地区拥有 5 家大型三甲医院。

**表 2：重庆医科大学在重庆市的附属医院概览**

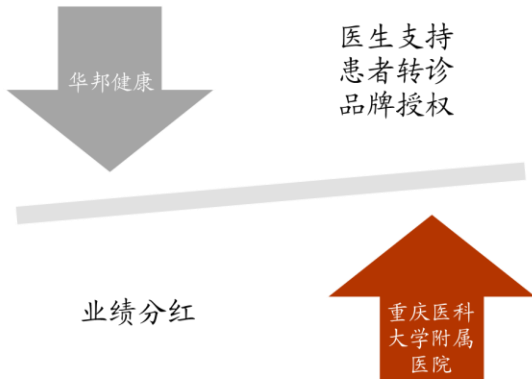
	人才队伍	医院规模
重庆医科大学附属第一医院 (三甲)	教授 102 人，副教授 245 人，博士生导师 46 人， 硕士生导师 153 人	现有开放床位 2000 张，年门诊量 120 万人次，住院 病人近 6 万人次
重庆医科大学附属第二医院 (三甲)	现有在职教授、副教授 300 余人，有博士学位点 25 个，硕士学位点 31 个	医院现有床位 1300 张，年门诊量 90 万人次，年收 治住院病人 3 万人次，年手术量 1 万余人次
重庆医科大学附属儿童医院 (三甲)	编教职员工 706 人，其中正副教授 114 人，博士 生导师 14 名，硕士生导师 33 名；具有硕士、博 士学位者 101 名	编制床位 510 张，专业设置齐全，设 13 个临床医疗 科室，26 个临床亚专业，11 个医技科室和 12 个专 科技术中心
重庆医科大学附属口腔医院 (三甲)	正、副教授 31 人，硕士生导师 17 人，研究生以 上学历占 52%	一个院本部，2 个分院，设置病床 50 张，牙科综合 治疗椅 159 台，10 个临床科室，10 个医技科室及其 他业务科室，每年诊治病人 18 万余人次
重庆医科大学附属北碚医院 (三甲)	高级技术人员 100 余人，博士、硕士生 50 余人， 8 个硕士生点面向全国招生	年门诊量 30 余万人次，出院病人 2 万余次，各类手 术 8 千余台

数据来源：公开资料，西南证券

公司与重庆医科大学附属第二医院已在医生支持、患者转诊、品牌授权等方面进行了合作，随着项目推进，其它附属医院也有望加入公司的合作队列。



图 5：华邦健康与重庆医科大学附属医院合作模式



数据来源：西南证券

图 6：宽仁医院毗邻重医附二院



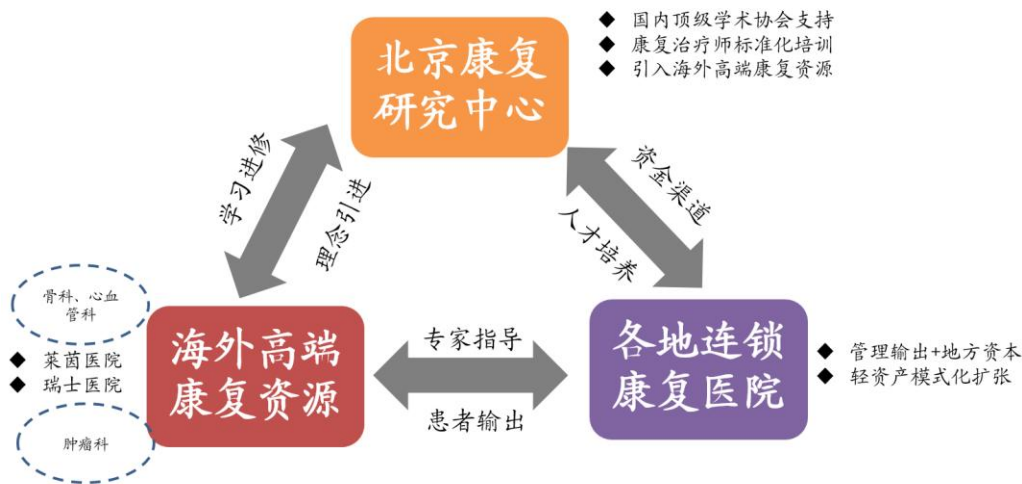
数据来源：百度地图，西南证券

与当地优秀医疗资源绑定的民营办医模式在国内早有先河。如贵州省信邦制药绑定贵州省省属重点高校与唯一的医学博士授予单位——贵阳医学院，通过信邦输出资本+贵阳医学院输出品牌专家模式紧密协作实现快速盈利。我们认为绑定当地优秀医疗资源的模式对公司未来的医生资源、患者资源、产学研一体化等方面均意义重大。

## 2.4 模式标准化复制，轻资产将加速全国布局

“大华邦健康医疗联盟”中的关键一环即全国性复制扩张。根据公司规划，该扩张模式为轻资产的标准化的扩张。

图 7：华邦康复医院全国复制模式



数据来源：西南证券

目前国内医疗服务领域采取“区域先发，全国复制”成长模式的公司为爱尔眼科，爱尔眼科专注眼科细分市场，起家于华中地区，目前已布局了全国性的眼科医院网络，旗下医院约 100 家。

**表 3: 华邦健康与爱尔眼科的全国复制扩张策略对比**

	华邦健康	爱尔眼科
医生资源	依托重庆医科大 成立重庆医药高等专科学校康复学院	依托中南大学湘雅医学院 与中南大学合办爱尔眼视光学院
区域网络建设模式	在康复医院平台基础上切入社区健康管理	在省会医院布局基础上建设基层医院/门诊
融资渠道	资本市场	资本市场
资产运营模式	“加盟式”+“自建式”轻资产运营模式，旗舰店输出理念与技术	“自建式”运营模式，靠租赁固定资产实现资产轻量化

数据来源：西南证券

对比华邦健康与爱尔眼科，我们认为二者在医生资源、区域网络建设及融资渠道上具有相似之处，而在资产营运模式上，华邦健康采取了更能达到资产轻量化效果的“加盟式”+“自建式”扩张策略，未来将发展成为公司提供管理输出、与本地资本合作运作的模式。爱尔眼科从区域走向全国历时约 5 年，我们认为公司的资产运营更为轻量化，有望在 3-4 年内实现全国连锁经营。

### 3. 盈利预测与估值

#### 3.1 未来 3 年盈利预测

核心假设：

- 1) 核心产品地奈德乳膏保持稳健增长，增速保持在 20%左右；
- 2) 迪皿受益于 OTC 放量，继续维持 35%以上的高速增长；
- 3) 百盛并表后与公司形成渠道协同，未来 3 年维持 30%左右高增长；
- 4) 农药、原料药保持稳健增长；
- 5) 宽仁康复医院将于 2016 年贡献业绩，预计每张床位贡献年收入 40 万元；
- 6) 受医院建设折旧及新业务推广影响，未来 2 年内期间费用率有所提升。

**表 4: 公司各项业务盈利预测（百万元）**

	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	4867	6271	7209	8290
营业收入 YOY	9.03%	28.86%	14.96%	14.99%
营业成本	3383	4140	4673	5280
毛利率	30.48%	33.99%	35.18%	36.32%
医药制剂（不含百盛）				
收入	741	866	1011	1187
收入 YOY	13.53%	16.74%	16.81%	17.44%
成本	105	125	147	172
毛利率	85.83%	85.50%	85.50%	85.50%
百盛（15 年新增）				

	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	690	897	1148	1470
收入 YOY	16.99%	30.00%	28.00%	28.00%
成本		449	574	735
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
农药化工				
收入	3737	4111	4522	4974
收入 YOY	7.39%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	2966	3247	3572	3929
毛利率	20.62%	21.00%	21.00%	21.00%
原料药				
收入	248	258	268	279
收入 YOY	3.77%	4.00%	4.00%	4.00%
成本	200	206	215	223
毛利率	19.34%	20.00%	20.00%	20.00%
其它				
收入	140	140	140	140
成本	112	112	112	112
康复医院				
收入			120	240
收入 YOY				100.00%
成本			54	108
毛利率			55.00%	55.00%

数据来源: 西南证券

根据上述假设, 我们预计 2015-2017 年考虑定增的摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.49 元、0.61 元。

### 3.2 价值评估与评级

为了使估值更为客观, 对医药、农药及健康分别估值。估计 2016 年医药制剂、原料药、农化净利润分别为 4.7 亿元(公司原有品种 15%以上增长+百盛 30%左右增长)、0.5 亿元(维持历史 5%左右增速)、4 亿元(10%以上增速), 参考行业估值水平(分别为 40 倍、27 倍、25 倍), 对应给予其 PE 估值分别为 45 倍、25 倍、30 倍。

医疗康复将是公司未来发展重点, 我们估计在轻资产快速扩张下, 2017 年前建设 10 家康复医院、每家医院 300 张床位、每张床位收入 40 万元/年、净利率 20% (一般康复医院净利率约 15%, 公司轻资产模式下折旧较少) 计算, 给予其 PE 约 30 倍, 对应市值约 72 亿元。

合计市值约 416 亿元, 对应目标股价为 21.35 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。



表 4: 华邦健康现有医药及农化业务估值

	医药	农化	原料药
2016 净利润	4.7 亿元	4 亿元	0.5 亿元
2016 PE	45 倍	30 倍	25 倍
对应市值	211.5 亿元	120 亿元	12.5 亿元

数据来源: 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	4866.69	6271.44	7209.48	8290.17	净利润	446.00	788.77	990.44	1236.19
营业成本	3383.45	4139.72	4673.39	5279.50	折旧与摊销	217.80	240.63	276.36	297.28
营业税金及附加	20.85	26.87	30.89	35.52	财务费用	192.88	156.60	69.93	50.64
销售费用	445.07	573.84	684.90	787.57	资产减值损失	8.34	10.74	12.35	14.20
管理费用	452.20	595.79	757.00	870.47	经营营运资本变动	-633.59	-677.69	-198.62	-258.98
财务费用	192.88	156.60	69.93	50.64	其他	224.53	-101.88	-123.51	-126.76
资产减值损失	8.34	10.74	12.35	14.20	<b>经营活动现金流净额</b>	455.96	417.18	1026.96	1212.58
投资收益	204.16	108.00	110.00	112.00	资本支出	-1855.59	-3499.62	-230.00	-230.00
公允价值变动损益	-86.65	-10.00	0.00	0.00	其他	-828.96	98.00	110.00	112.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-2684.54	-3401.62	-120.00	-118.00
<b>营业利润</b>	481.42	865.89	1091.02	1364.28	短期借款	1301.71	-2202.77	-564.88	0.00
其他非经营损益	15.60	13.11	12.73	13.33	长期借款	2109.98	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	497.02	879.00	1103.75	1377.61	股权融资	1569.90	3386.79	0.00	0.00
所得税	51.02	90.23	113.30	141.42	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	446.00	788.77	990.44	1236.19	其他	-2667.63	-343.20	-69.93	-50.64
少数股东损益	16.82	29.74	37.34	46.61	<b>筹资活动现金流净额</b>	2313.97	840.82	-634.81	-50.64
归属母公司股东净利润	429.18	759.03	953.10	1189.58	<b>现金流量净额</b>	78.72	-2143.62	272.15	1043.93
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	2770.76	627.14	899.30	1943.23	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1374.39	1969.14	2210.42	2523.94	销售收入增长率	9.03%	28.86%	14.96%	14.99%
存货	942.27	1146.02	1295.81	1465.17	营业利润增长率	25.09%	79.86%	26.00%	25.05%
其他流动资产	360.80	464.15	533.16	612.66	净利润增长率	40.70%	76.85%	25.57%	24.81%
长期股权投资	2479.45	2479.45	2479.45	2479.45	EBITDA 增长率	41.93%	41.59%	13.79%	19.12%
投资性房地产	39.66	39.66	39.66	39.66	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2823.02	2930.13	2901.51	2851.97	毛利率	30.48%	33.99%	35.18%	36.32%
无形资产和开发支出	2247.34	5403.75	5390.53	5377.32	三费率	22.40%	21.15%	20.97%	20.61%
其他非流动资产	530.44	525.91	521.38	516.85	净利率	9.16%	12.58%	13.74%	14.91%
<b>资产总计</b>	13568.15	15585.35	16271.23	17810.26	ROE	7.78%	7.97%	9.10%	10.20%
短期借款	2767.65	564.88	0.00	0.00	ROA	3.29%	5.06%	6.09%	6.94%
应付和预收款项	1425.94	1606.05	1830.44	2092.49	ROIC	11.91%	10.86%	9.82%	11.66%
长期借款	2234.04	2234.04	2234.04	2234.04	EBITDA/销售收入	18.33%	20.14%	19.94%	20.65%
其他负债	1408.59	1285.72	1321.64	1362.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	7836.22	5690.69	5386.12	5688.96	总资产周转率	0.46	0.43	0.45	0.49
股本	675.66	1948.69	1948.69	1948.69	固定资产周转率	2.99	2.65	2.68	3.02
资本公积	3299.13	5412.89	5412.89	5412.89	应收账款周转率	4.61	5.19	4.73	4.81
留存收益	1588.09	2347.12	3300.22	4489.81	存货周转率	4.15	3.95	3.81	3.81
归属母公司股东权益	5575.70	9708.70	10661.80	11851.39	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	93.81%	—	—	—
少数股东权益	156.23	185.97	223.31	269.92	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	5731.93	9894.67	10885.11	12121.30	资产负债率	57.75%	36.51%	33.10%	31.94%
负债和股东权益合计	13568.15	15585.35	16271.23	17810.26	带息债务/总负债	73.93%	63.10%	56.18%	53.19%
					流动比率	1.19	1.72	2.30	2.67
					速动比率	0.98	1.25	1.70	2.08
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	892.10	1263.12	1437.32	1712.20	每股收益	0.22	0.39	0.49	0.61
PE	60.84	34.40	27.40	21.95	每股净资产	2.94	5.08	5.59	6.22
PB	4.56	2.64	2.40	2.15	每股经营现金	0.23	0.21	0.53	0.62
PS	5.37	4.16	3.62	3.15	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	13.05	22.54	19.22	15.53					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn