

生物股份 (600201)

内生外延并举，估值具备安全边际

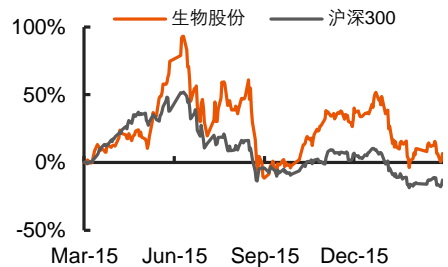
强烈推荐 (维持)

现价: 26.49 元

主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.jinyu.com.cn
大股东/持股	内蒙古农牧药业有限责任公司 /11.73%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	573
流通 A 股(百万股)	565
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	151.74
流通 A 股市值(亿元)	149.68
每股净资产(元)	6.94
资产负债率(%)	16.10

行情走势图



相关研究报告

兽用生物制品行业专题报告《景气行业，布局龙头》(2014.7.30)
 金宇集团深度报告《增长驱动不断，尽享行业景气》(2014.8.14)

证券分析师

赵小燕 投资咨询资格编号
 S1060513070006
 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

平安观点:

■ **口蹄疫疫苗增长空间仍然可观:** 公司口蹄疫市场苗已实现对年出栏 5 千头以上猪场的基本覆盖，估算渗透率约 35%。千头出栏量以上猪场均是公司市场苗潜在客户，其中 1 千~5 千头猪场生猪出栏量占比约 50%，猪场下沉开拓将为公司口蹄疫疫苗带来可观增长空间。

■ **OA 双价助力攻城略地:** 预计 OA 双价口蹄疫疫苗于 2016 年底上市。这一品种采用的 A 型毒株由公司及中农威特垄断使用，国内市场暂无竞品。考虑市场对 A 型口蹄疫的防疫需求旺盛，预计 OA 双价疫苗将提升公司市场苗在现有客户中的渗透率，并助力猪场的下沉开拓。此外，公司亦有望率先受益 OA 双价疫苗招采扩容。预计 2015~2017 年公司口蹄疫疫苗收入分别为 12.2、14.4、17.4 亿元，复合增速 20%。

■ **品种厚积薄发，增长引擎丰富:** 除了在固有优势领域持续推陈出新，公司将陆续推出布病（无竞品）、猪圆环（比肩勃林格）、BVD+IBD（国内第一只）等潜在市场空间十余亿元，且竞争优势较强的疫苗品种。参考上述疫苗的推出节奏，布病、圆环两品种将率先为公司的业绩增长增添弹性，保守预计这两个新品种将在于今明两年分别贡献 1.3、2.8 亿收入增量。

■ **内生外延并举，估值具备安全边际:** 着眼当下，国内养殖回暖趋势确立，公司口蹄疫疫苗下沉开拓、新品种市场推广具备良好基础，业绩增长无忧。长远来看，公司对于外延并购、海外扩张已有布局，成长空间将更加广阔。上调 2015~2017 年 EPS 分别为 0.92、1.20、1.58 元，参考当前 26.49 元的收盘价，PE 分别为 28.8、22.0、16.8 倍。同时，当前二级市场价格仅略高于公司 24.42 元的增发价格、低于此前董事长 28.47 元的增持均价，亦具备一定安全边际。考虑公司内生外延并举，估值具备安全边际，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示:** 新产品推出时间不达预期、口蹄疫市场苗竞争趋激烈等。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	671	1063	1256	1605	2056
YoY(%)	20.6	58.3	18.2	27.8	28.1
净利润(百万元)	251	404	527	689	903
YoY(%)	92.3	61.2	30.4	30.6	31.1
毛利率(%)	70.6	76.2	77.7	77.8	77.8
净利率(%)	37.1	37.8	41.5	42.5	43.6
ROE(%)	19.4	24.7	25.2	26.0	26.5
EPS(摊薄/元)	0.44	0.71	0.92	1.20	1.58
P/E(倍)	60.5	37.5	28.8	22.0	16.8
P/B(倍)	11.8	9.3	7.3	5.8	4.5

正文目录

一、口蹄疫苗空间仍然可观，OA 双价助力攻城略地	4
1.1 敏锐嗅觉+领先技术，口蹄疫苗快速增长	4
1.2 口蹄疫苗增长空间依然可观	5
1.3 OA 双价年底上市，助力攻城略地	7
二、品种厚积薄发，增长引擎丰富	7
2.1 品种厚积薄发，增长引擎丰富	7
2.2 布病：独家品种，预计 16 年秋防上市并快速放量	8
2.3 猪圆环：潜力市场，技术、渠道优势助力推广	8
三、内生外延并举，估值具备安全边际	9

图表目录

图表 1	2011~2014 年公司口蹄疫收入（百万元）	4
图表 2	2011~2014 年公司净利润（百万元）	4
图表 3	公司生物制药收入增速超越同行（百万元）	4
图表 4	2011~2014 年公司口蹄疫市场苗收入（百万元）	5
图表 5	2011~2014 年公司口蹄疫市场苗占比	5
图表 6	公司是口蹄疫市场苗的绝对龙头	5
图表 7	测算口蹄疫市场苗终端市场规模可达 40 亿	6
图表 8	2010 年生猪出栏结构	6
图表 9	2011~2014 年公司口蹄疫招标苗收入（百万元）	6
图表 10	预计公司 OA 双价口蹄疫苗定价将介于 O 型口蹄疫苗与牛羊三价口蹄疫苗之间	7
图表 11	公司将陆续推出布病、猪圆环、BVD+IBD 等潜在市场空间十余亿元的品种	7
图表 12	布病疫苗市场空间测算	8
图表 13	2011 年主要牧区牛、羊存栏量	8
图表 14	2011~2014 年国内猪圆环签批发数量（万头份）	9
图表 15	公司圆环疫苗市场定价 16 元，高于多数国内同行	9
图表 16	公司疫苗品种收入贡献预测（百万元）	9

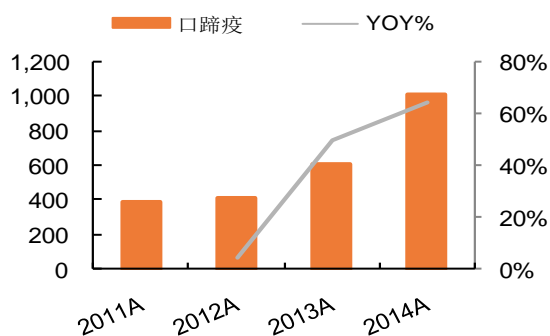
一、口蹄疫疫苗空间仍然可观，OA 双价助力攻城略地

1.1 敏锐嗅觉+领先技术，口蹄疫疫苗快速增长

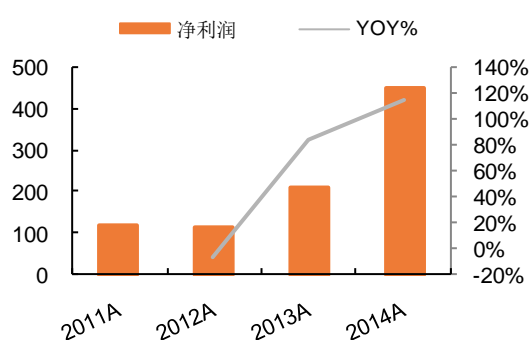
规模化养殖背景下，中国养殖户的免疫需求及能力不断提升，高品质疫苗产品的市场需求随之增长。普及度较高的强免疫疫苗，升级空间尤为可观。

公司于 2011 年以悬浮培养技术打开口蹄疫市场苗市场，2013 年推出牛羊三价口蹄疫疫苗，凭借敏锐的市场嗅觉、领先的技术工艺，不断推出迎合市场升级需求的口蹄疫疫苗。与之相应，公司口蹄疫疫苗对应收入贡献由 2011 年的 4 个亿快速增长至 2014 年的 10 个亿，带动公司净利润由 2011 年的 1.2 亿跃增至 2014 年的 4.5 亿，增速大幅领先同行，充分受益行业升级红利。

图表1 2011~2014 年公司口蹄疫收入（百万元）



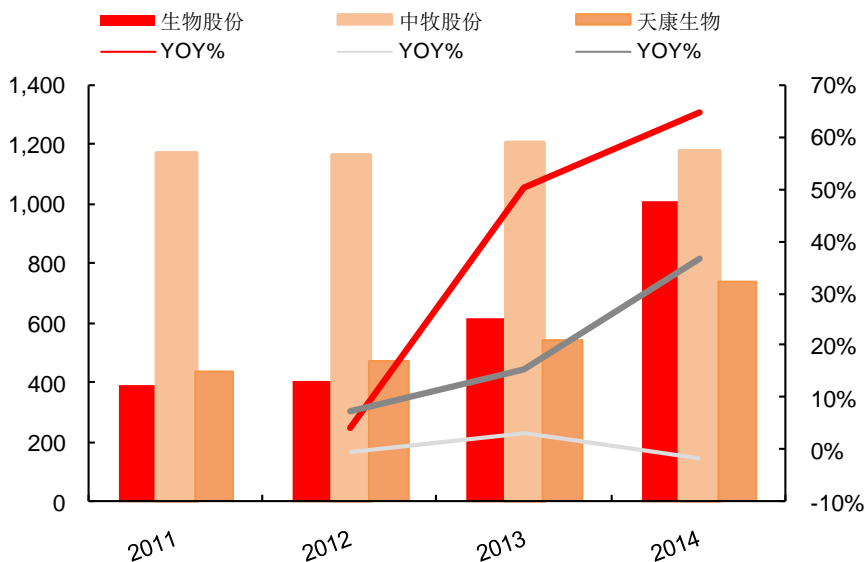
图表2 2011~2014 年公司净利润（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司生物制药收入增速超越同行（百万元）

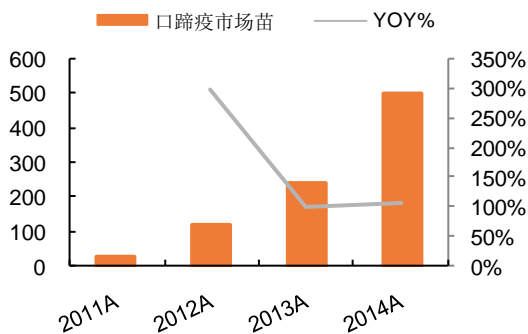


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 口蹄疫疫苗增长空间依然可观

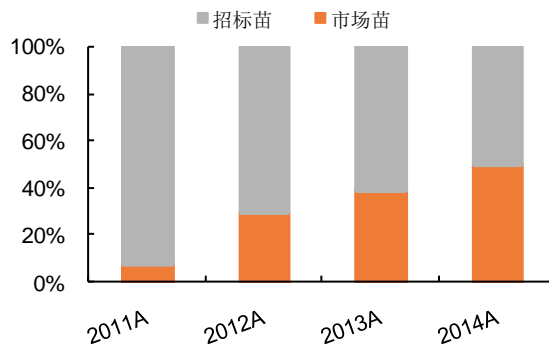
高价、高质的市场苗是口蹄疫疫苗市场增长的主要推动力。经过过去四年跳跃式的增长，公司已成为口蹄疫市场苗的绝对龙头，预计 2015 年公司口蹄疫市场苗实现 7 亿元销售收入，大幅超越同行。

图表4 2011~2014 年公司口蹄疫市场苗收入(百万 元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 2011~2014 年公司口蹄疫市场苗占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司是口蹄疫市场苗的绝对龙头

公司	国内主要公司口蹄疫市场苗销售概况
生物股份	2011 年试水市场化疫苗，2012 年全面爆发实现当年收入超 1 亿，2014 年收入达到 5 亿元，预计 2015 年市场苗收入约 7 亿元。
中农威特	兰研所下属企业，2014 年两条生产线通过 GMP 验收。
天康生物	2013 年实现销售额约 0.4 亿元，2014 年约 0.7 亿元。
中牧股份	产能等原因约束下市场化销售尚未显著放量。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司口蹄疫市场苗已实现对年出栏 5 千头以上猪场的基本覆盖，估算渗透率约 35%。千头出栏量以上猪场均是公司市场苗潜在客户，其中 1 千~5 千头猪场生猪出栏量占比约 50%，猪场下沉开拓将为公司口蹄疫疫苗带来可观增长空间。

1 千头以上猪场、500 头以上肉牛及 200 头以上奶牛养殖场为市场苗目标客户群体。参考 2010 年出栏数据，这一受众群体约有 2 亿头猪、4 百万头肉牛、4 百万头奶牛，按照 8 元/头份的猪用疫苗价格、商品猪一年 1.5 头份的使用量、种猪一年 2 头份的使用量，15 元/头份的牛用疫苗价格、一年 2 头份的使用量计算，则口蹄疫市场苗潜在终端市场规模就可达约 40 亿。

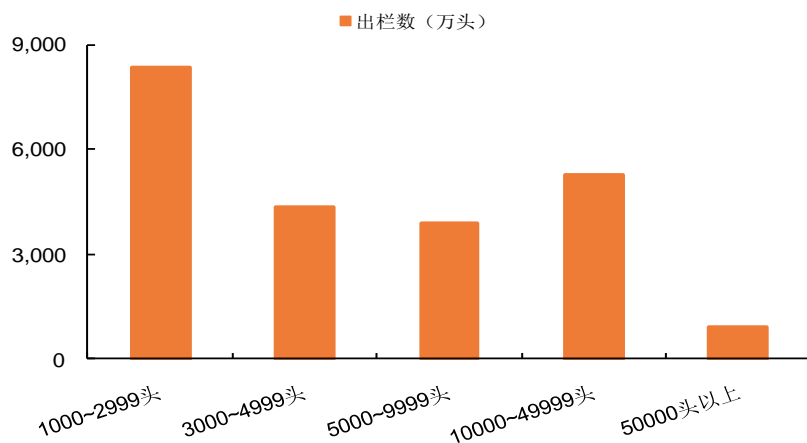
目前公司已经基本实现以年出栏 5k 头以上猪场的全面覆盖，这一市场口蹄疫疫苗需求量约 2.5 亿头份。预计公司 2015 年口蹄疫市场苗销量约 8500 万头份，渗透率达到 35%左右，仍有提升空间。同时，已覆盖猪场的辐射效应将帮助公司把客户群体向年出栏 1 千~5 千头生猪猪场下沉。参考 2010 年中国生猪出栏量结构，年出栏 1 千头以上猪场中，1 千~5 千头生猪出栏量占比逾 50%，这一市场的开拓又将为公司口蹄疫市场苗带来可观增长的潜力。

图表7 测算口蹄疫市场苗终端市场规模可达 40 亿

	头数 (万头)	年用量 (头份/年)	市场需求量 (万头份)	终端价 (元/头份)	市场份额 (亿元)
1000 头以上猪场	22,719	1.5	34,078	8.0	27
能繁母猪	4,912	2.0	9,823	8.0	8
500 头以上肉牛	369	2.0	737	15.0	1
200 头以上奶牛	436	2.0	872	15.0	1
合计			45,510		38

资料来源：平安证券研究所

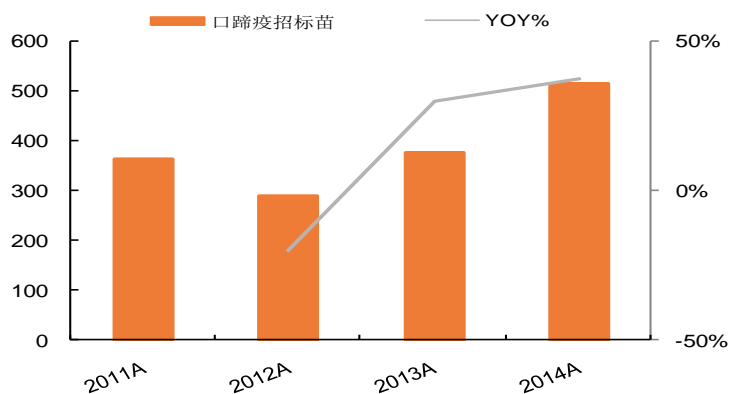
图表8 2010 年生猪出栏结构



资料来源：公司网站，平安证券研究所

口蹄疫招标苗方面，预计 2015 年公司招标苗收入 5 亿元，对应市场占有率约 25%~30%。招采市场相对成熟，格局也较为稳定，但当招采品种出现调整时，掌握相应生产工艺的公司将率先受益新品种的招采扩容。比如 2014 年公司招采收入在牛羊三价疫苗的推动下显著增长。

图表9 2011~2014 年公司口蹄疫招标苗收入 (百万元)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3OA 双价年底上市，助力攻城略地

近年来国内猪 A 型口蹄疫多发，而市场主流猪用口蹄疫疫苗均为 O 型疫苗，并不能满足 A 型口蹄疫的防疫需求。

预计公司与兰研所合作研发的猪用 OA 双价口蹄疫疫苗将于 2016 年年底上市，定价介于 O 型双组份口蹄疫疫苗与牛羊三价口蹄疫疫苗之间。这一疫苗品种采用 A 型口蹄疫流行毒株（这一毒株由公司及兰研所下属企业中农威特垄断使用），将很好满足市场对 A 型口蹄疫的防疫需求。考虑市场对 A 型口蹄疫的防疫需求旺盛，而中农威特受公司体制所限扩产难度较大，OA 双价的推出将助力公司口蹄疫疫苗收入增长加速：

1、提升市场苗在现有客户中的渗透率，并帮助覆盖客户下沉。出于整体成本控制的考虑，养殖户通常会结合口蹄疫疾病的发作程度，对不同养殖猪群使用不同价位的疫苗，比如疫病发作不严重的时候，重点对种猪使用效果更好口蹄疫疫苗进行防疫，部分肉猪则选用价格优势更大的疫苗产品。而疫病发作严重的时候，不仅对种猪进一步加强防疫，也会将重点防疫范围扩大至部分肉猪。考虑当前 A 型口蹄疫频发，而公司的 OA 双价疫苗市场并无替代品种，预计 OA 双价的推出将提升公司市场苗在现有客户中的渗透率。同时，OA 双价疫苗对 A 型口蹄疫更优的防疫效果将形成辐射效应，带动公司覆盖猪场的下沉开拓。

2、提升招标苗市场占有率。预计 OA 双价推出后会进入招采市场，公司将率先受益 OA 双价疫苗招采扩容。

图表10 预计公司 OA 双价口蹄疫疫苗定价将介于 O 型口蹄疫疫苗与牛羊三价口蹄疫疫苗之间

	招标价格（元/头份）	市场价格（元/头份）	
		出厂价	终端价
O 型口蹄疫疫苗	0.8~1	6	8
牛羊三价口蹄疫疫苗	2	10	15

资料来源：平安证券研究所

二、品种厚积薄发，增长引擎丰富

2.1 品种厚积薄发，增长引擎丰富

除了在固有优势领域口蹄疫疫苗方面持续推陈出新，公司还将陆续推出布病（国内无竞品）、猪圆环（比肩勃林格）、BVD+IBD（国内第一只）等潜在市场空间十余亿元，且竞争优势较强的品种。参考上述疫苗的推出节奏，布病、圆环两品种将率先为公司今明两年的业绩增长增添弹性。

图表11 公司将陆续推出布病、猪圆环、BVD+IBD 等潜在市场空间十余亿元的品种

	推出进度	估算市场空间
布氏杆菌疫苗	预计 2016 年秋防上市	7 亿元
猪圆环疫苗	2016 年推出，1 月销售额为 100w	30 亿元
BVD+IBD	预计 17 年上半年完成研发	15 亿元

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 布病：独家品种，预计 16 年秋防上市并快速放量

近年来反刍类动物布病疫情爆发频繁，但市场并无有效疫苗可供使用。公司与法国诗华合作的升级布病疫苗投产后，内蒙古有望将其纳入招采范围，未来也存在全国招采品种的可能性。参考 2011 年反刍类动物存栏量，按照 2 元/头份的价格计算，升级后的布病疫苗市场潜在空间在 7 亿元以上。

公司地处内蒙古，且升级后的布病疫苗国内尚未有竞争产品，将充分受益招采扩容。预计公司羊用布病疫苗可在 16 年秋防前实现量产。内蒙古是国内养羊大省，羊存栏量超过 5 千万头，仅内蒙古一省的秋防采购即可为公司年内贡献收入约 1 亿。

图表12 布病疫苗市场空间测算

	存栏量（万头）	防疫次数（次/年）	价格（元/头份）		市场份额（万元）	
			升级前	升级后	升级前	升级后
肉牛	6,646	1	0.02~0.03	2	166	13,293
奶牛	1,440	1	0.02~0.03	2	36	2,880
羊存	28,236	1	0.02~0.03	2	706	56,472
合计	36,322				908	72,645

资料来源：平安证券研究所

图表13 2011 年主要牧区牛、羊存栏量

	内蒙古	新疆	青海	全国
牛（万头）	635	318	442	10,360
羊（万头）	5,276	3,016	1,498	28,236

资料来源：公司网站，平安证券研究所

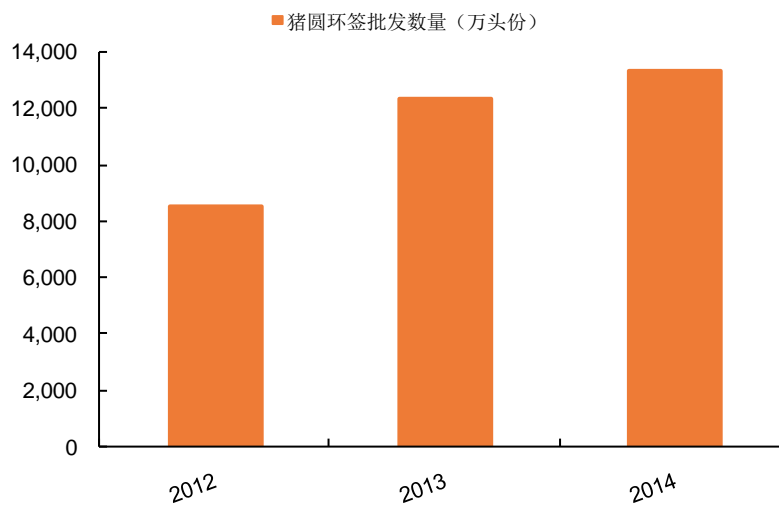
2.3 猪圆环：潜力市场，技术、渠道优势助力推广

猪圆环病是全球公认的危害养猪业的重大经济影响性疾病。2010 年国内首次上市猪圆环疫苗，2014 年猪圆环疫苗年签批发量已达 1.3 亿头份，按照 8 元/头份的价格估算，对应约 10 亿元市场规模。若按照 2 亿头的千头以上猪场生猪出栏量计算，猪圆环的潜在终端市场空间可达到近 30 亿元，当前圆环疫苗的渗透率仍然较低，长期市场规模具有较强的成长性。

这一潜力市场吸引了众多市场参与者，目前国内拥有猪圆环疫苗生产批号的企业有 20 余家，以勃林格为代表的国际动保企业占据了国内市场份额的 50%。

公司猪圆环疫苗于 2015 年 10 月拿到批文，目前已上市销售。公司圆环疫苗的定位比肩勃林格，市场定价 16 元，高于多数国内同行。考虑公司具备技术、渠道优势，预计圆环疫苗将成为又一亿元规模的疫苗品种：**1、技术领先**。采用领先的重组杆状病毒—昆虫细胞（Sf9）基因工程表达技术和悬浮培养工艺，是国内首创的基因工程真核表达亚单位疫苗。产品各项指标贴近勃林格。**2、渠道优势**。公司对国内大型猪场的覆盖已经较为全面，与口蹄疫捆绑销售的策略将有效加速推广。

图表14 2011~2014 年国内猪圆环签批发数量（万头份）



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表15 公司圆环疫苗市场定价 16 元，高于多数国内同行

项目/厂家	生物股份	南农高科	洛阳普莱柯	上海海利	哈尔滨维科
市场指导价（元）	16	8	9	15	10

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、内生外延并举，估值具备安全边际

着眼当下，国内养殖回暖趋势确立，公司口蹄疫苗下沉开拓、新品种市场推广具备良好基础，业绩增长无忧。长远来看，公司对于外延并购、海外扩张已有布局，成长空间将更加广阔。上调 2015~2017 年 EPS 分别为 0.92、1.20、1.58 元，参考当前 26.49 元的收盘价，PE 分别为 28.8、22.0、16.8 倍，估值具备吸引力。同时，当前二级市场价格仅略高于公司 24.42 元的增发价格、低于此前董事长 28.47 的增持均价，亦具备一定安全边际。考虑公司内生外延并举，估值具备安全边际，维持“强烈推荐”评级。

1、低估值高成长。2016 年养殖趋势性回暖，生猪出栏量重拾增长将为公司口蹄疫苗下沉开拓、新品种市场推广提供了良好基础。预计 2015~2016 年公司口蹄疫苗收入分别为 12.2、14.4、17.4 亿元，复合增速 20%，布病、猪圆环自 2016 年起逐步放量，这两个新品种保守预计在于今明两年分别贡献 1.3、2.8 亿收入增量。对应公司 2015~2017 年净利润分别为 5.3、6.9、9.0 亿元，增速分别为 30.4%、30.6%、31.1%，EPS 分别为 0.92、1.20、1.58 元，参考当前 26.49 元的收盘价，PE 分别为 28.8、22.0、16.8 倍，估值具备吸引力。

图表16 公司疫苗品种收入贡献预测（百万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
口蹄疫苗	1,016	1,224	1,441	1,744
YOY%		20%	18%	21%
其中：市场苗	502	710	902	1,080
YOY%		41%	27%	20%
其中：招标苗	514	514	540	664
YOY%		0%	5%	23%

	2014A	2015E	2016E	2017E
布病疫苗	-	-	100	200
YOY%				100%
猪圆环疫苗		-	32	80
YOY%				150%

资料来源：公司网站，平安证券研究所

2、外延与海外拓展预期并存。公司已投资设立合伙企业，主要投向包括生物和大健康产业，证券简称相应变更为生物股份，外延预期打开。同时，公司与盖茨基金会、中非基金签订投资框架协议，就共同在埃塞俄比亚开展兽用疫苗的研发、生产和经销达成合作意向，海外拓展预期打开。

3、增发价格接近当前二级市场价格。公司拟非公开发行不超过 5,100 万股，募集 12.5 亿元，用于建设金宇生物科技产业园区项目一期工程，发行价格于 2016 年 2 月 29 日调整为不低于 24.43 元/股，仅略低于当前二级市场价格。

4、大股东增持价格高于当前二级市场价格。公司董事长于 2015 年 7 月~8 月分别以 22.33~35.65 元/股的价格在二级市场共计增持 60 万股公司股票，增持均价 28.47 元/股，高于当前二级市场价格。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	1368	1784	1787	1907
现金	948	1198	1095	970
应收账款	172	214	279	352
其他应收款	8	113	41	157
预付账款	9	49	25	70
存货	217	198	331	345
其他流动资产	14	11	16	13
非流动资产	730	729	1449	2116
长期投资	2	1	0	-1
固定资产	388	396	757	1137
无形资产	62	59	56	53
其他非流动资产	278	273	636	927
资产总计	2098	2513	3236	4024
流动负债	433	412	570	591
短期借款	0	0	0	0
应付账款	180	125	263	233
其他流动负债	254	287	306	358
非流动负债	34	34	45	54
长期借款	0	0	11	19
其他非流动负债	34	34	34	34
负债合计	468	447	615	645
少数股东权益	-2	-8	-14	-22
股本	286	573	573	573
资本公积	297	297	297	297
留存收益	1114	1636	2318	3214
归属母公司股东权益	1633	2074	2635	3401
负债和股东权益	2098	2513	3236	4024

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	585	357	780	779
净利润	402	522	682	896
折旧摊销	47	51	79	133
财务费用	-7	-7	-2	10
投资损失	-4	-22	-27	-34
营运资金变动	110	-186	48	-227
其他经营现金流	38	0	0	0
投资活动现金流	-197	-28	-772	-766
资本支出	207	0	721	668
长期投资	0	1	1	1
其他投资现金流	9	-27	-50	-98
筹资活动现金流	-151	-79	-112	-137
短期借款	-120	0	0	0
长期借款	-10	0	11	9
普通股增加	5	0	0	0
资本公积增加	85	0	0	0
其他筹资现金流	-111	-79	-122	-145
现金净增加额	237	250	-104	-124

利润表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1063	1256	1605	2056
营业成本	253	280	357	456
营业税金及附加	8	9	12	15
营业费用	167	184	218	255
管理费用	152	178	213	255
财务费用	-7	-7	-2	10
资产减值损失	14	17	22	28
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	22	27	34
营业利润	480	617	813	1070
营业外收入	3	5	5	4
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	483	621	817	1073
所得税	81	100	135	178
净利润	402	522	682	896
少数股东损益	-2	-6	-6	-7
归属母公司净利润	404	527	689	903
EBITDA	502	640	862	1176
EPS (元)	0.71	0.92	1.20	1.58

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	58.3	18.2	27.8	28.1
营业利润(%)	61.7	28.5	31.8	31.6
归属于母公司净利润(%)	61.2	30.4	30.6	31.1
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	76.2	77.7	77.8	77.8
净利率(%)	37.8	41.5	42.5	43.6
ROE(%)	24.7	25.2	26.0	26.5
ROIC(%)	22.7	23.5	24.4	25.2
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	22.3	17.8	19.0	16.0
净负债比率(%)	-58.1	-58.0	-41.2	-28.0
流动比率	3.2	4.3	3.1	3.2
速动比率	2.7	3.8	2.6	2.6
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.92	1.20	1.58
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.62	1.36	1.36
每股净资产(最新摊薄)	2.85	3.62	4.60	5.94
估值比率	-	-	-	-
P/E	37.53	28.77	22.04	16.80
P/B	9.29	7.32	5.76	4.46
EV/EBITDA	28.4	21.9	16.4	12.1

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±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±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 2016 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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033