

华润三九 (000999) \ 医药生物

——品牌渠道价值渐显并购整合助力发展

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	27.08元
目标价格:	35-38元

投资要点:

➤ 产品结构调整顺利, 业绩增长有望进入新阶段。

公司是OTC领域的领导者, 在感冒、胃肠、皮肤等用药领域有着明显的竞争优势, 随着产品线的丰富、产品的升级换代, OTC领域业绩有望保持稳健增长。处方药方面通过近几年的产品结构调整, 注射剂占比不断下降, 配方颗粒及其他口服制剂实现了稳健增长。整体来看产品结构调整顺利, 有望通过“内生+外延”实现稳健发展, 预计业绩增长将加速。

➤ 行业变革在即, 品牌、渠道价值将逐步凸显。

医药企业的发展, 离不开强大的品牌和渠道, 华润三九在OTC领域有强大的品牌及渠道优势, 有助于OTC新品种以及大健康产品借助该优势实现良好发展。母公司华润医药作为国内流通领域市场份额第二的企业已在港股上市, 有望为公司的发展提供较好的支撑, 同时自有处方药销售渠道正逐渐加强。预计在行业变革之际, 公司的品牌及渠道价值将逐步凸显。

➤ 新形势下, 外延并购将助力三九快速成长。

在新的形势下, 行业洗牌将不可避免, 而三九有望凭借强大的并购整合能力成为其中的佼佼者。近些年并购的天和、众益等均获得了较好的整合效果, 检验了公司的外延发展能力。近期斥资18.9亿并购圣火药业, 丰富了心脑血管领域的产品线。新形势下, 我们看好华润三九的长期发展。

➤ 盈利预测与投资评级。

预计公司2016-2018年EPS分别为1.28、1.56、1.82元, 对应11月4日收盘价27.48元, PE为21、17、15倍。公司品牌、渠道优势明显, 治理水平较高、并购整合能力较强, 在新的形势下业绩加速有望加速增长, 我们看好公司的长期发展, 维持“推荐”评级。

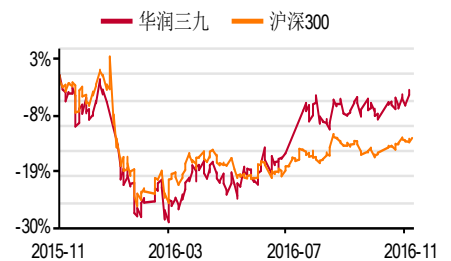
➤ 风险提示

整合效果弱于预期、中药注射剂下滑超预期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	979/978
流通A股市值 (百万元)	26,868
每股净资产 (元)	8.47
资产负债率 (%)	41.81
一年内最高/最低 (元)	28.33/19.57

一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-84578383

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

樊景扬、周静、夏禹

电话: 0510-82832380

邮箱: fjjy@glsc.com.cn

相关报告

1、《华润三九 (000999) \ 医药生物行业》
2016.10.31

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	7,276.59	7,900.19	9,064.09	10,547.30	11,974.92
增长率 (%)	-6.73%	8.57%	14.73%	16.36%	13.54%
EBITDA (百万元)	1,521.16	1,792.36	1,730.86	2,062.07	2,357.60
净利润 (百万元)	1,035.89	1,249.23	1,254.39	1,527.70	1,779.85
增长率 (%)	-12.29%	20.59%	0.41%	21.79%	16.51%
EPS (元/股)	1.06	1.28	1.28	1.56	1.82
市盈率 (P/E)	25.59	21.22	21.13	17.35	14.89
市净率 (P/B)	3.92	3.50	3.12	2.75	2.42
EV/EBITDA	17.82	15.12	15.98	13.39	11.38

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	华润三九：中药行业整合者 OTC 领域龙头	4
1.1.	华润集团旗下中药处方药和 OTC 业务的平台	4
1.2.	主营发展稳健长期趋势向上	4
2.	处方药板块：产品结构持续优化配方颗粒将成主要内生点	7
2.1.	积极调整产品结构促进处方药板块稳健增长	7
2.2.	中药配方颗粒：行业龙头新增长期来临	8
2.3.	中药注射剂：短期调整，长期有望受益洗牌	9
3.	自我诊疗业务：品牌优势明显稳健增长可期	11
3.1.	品牌优势明显、产品线丰富	11
3.2.	渠道优势明显价值将逐步凸显	12
3.3.	自我诊疗板块有望保持稳健增长态势	14
4.	重启并购模式助力业绩加速增长	16
4.1.	外延并购是公司发展的重要战略	16
4.2.	浙江众益：提升抗感染业务竞争力	17
4.3.	圣火药业：丰富心脑血管产品线、探索渠道销售新模式	18
5.	盈利预测及评级	20
5.1.	基本假设	20
5.2.	盈利预测及评级	21
6.	风险提示	21
6.1.	中药注射剂下滑超预期	21
6.2.	整合效果弱于预期	21

图表目录

图表 1:	华润三九股权结构及部分主要子公司	4
图表 2:	华润三九主要子公司情况简介	5
图表 3:	2016 年 H1 华润三九的各业务营收占比	5
图表 4:	公司 2007-2015 年营业收入及增长率情况	6
图表 5:	公司 2007-2015 年归母净利润及增长率情况	6
图表 6:	公司 ROE (摊薄)、销售毛利率、销售净利率情况	6
图表 7:	2009-2015 年公司处方药营收情况 (单位: 万元)	7
图表 8:	近三年配方颗粒相关政策稳健	8
图表 9:	中药配方颗粒国家级试点生产单位情况	9
图表 10:	2015 年城市公立医院心脑血管疾病用药前十	9
图表 11:	2015 年城市公立医院肿瘤疾病用药前十	9
图表 12:	2010-2015 年华蟾素系列产品重点医院销售情况 (百万)	10
图表 13:	近期华蟾素注射液中标情况	10
图表 14:	公司 OTC 明星产品简介及 2015 年中国非处方药协会获奖情况	11
图表 15:	公司部分产品在 2015 年 1-10 月北京连锁药店销量同类横向比较	11
图表 16:	999 感冒灵产品在重点医院感冒品类的销售占比情况	12
图表 17:	2016 年 2 月天猫医药馆 OTC 药品品牌前十	12
图表 18:	华润医药募集资金的主要用途	13
图表 19:	公司大健康领域产品情况	14
图表 20:	2010-2014 年我国人均医疗保健支出情况 (元)	15
图表 21:	2010-2015 年我国 OTC 市场规模情况 (亿元)	15
图表 22:	2010-2015 年公司 OTC 营收情况 (单位: 百万元)	15

图表 23: 2009 年以来公司并购情况.....	16
图表 24: 2011-2015 年浙江众益股份在重点医院的总销售额情况.....	17
图表 25: 浙江众益在重点医院的阿奇霉素肠溶和红霉素销售占比情况.....	17
图表 26: 2011-2015 年圣火药业在重点医院的总销售额情况.....	18
图表 27: “理洫王”血塞通软胶囊重点医院销售情况.....	19
图表 28: 圣火药业在重点医院的血塞通软胶囊市场占比 (%)	19
图表 29: 圣火药业部分保健品.....	19
图表 31: 营收拆分及增长预测 (单位, 亿元)	20
图表 32: 可比公司 (2016 年 10 月 26 日)	21
图表 33: 财务预测摘要.....	22

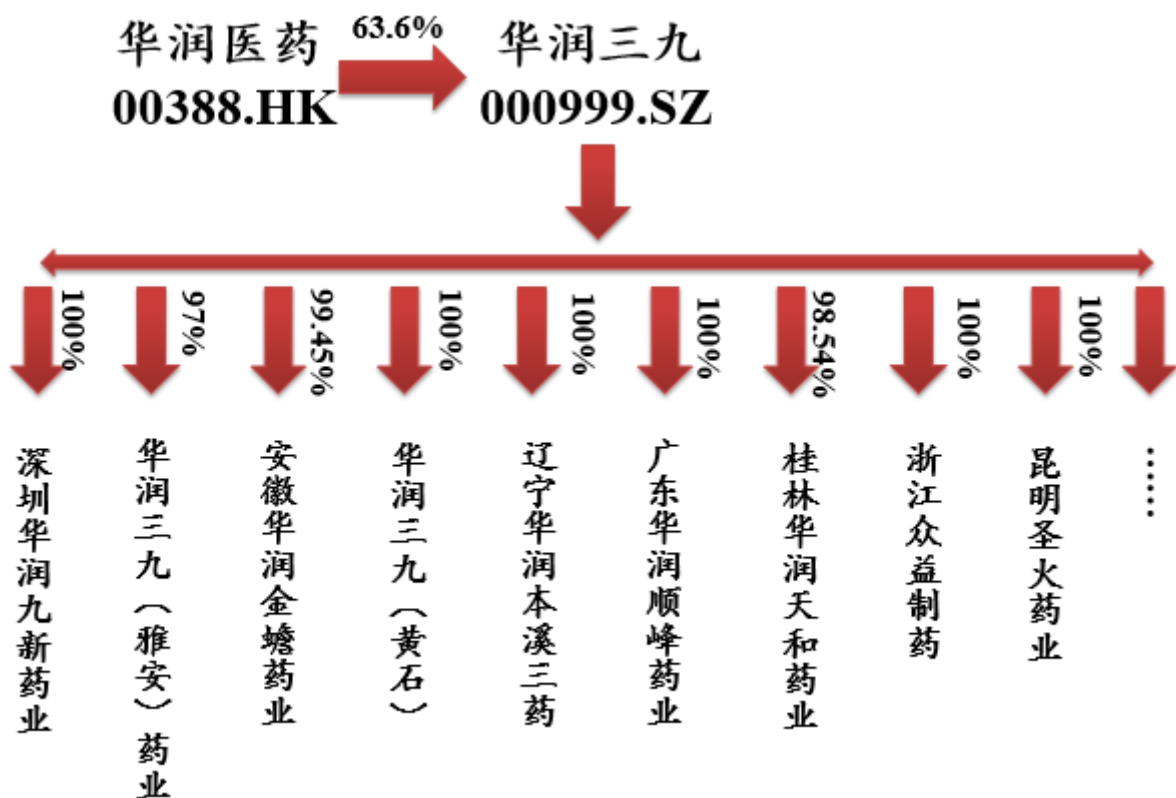
1. 华润三九：中药行业整合者 OTC 领域龙头

1.1. 华润集团旗下中药处方药和 OTC 业务的平台

华润三九作为我国第二大医药集团华润医药旗下中药处方药和 OTC 业务的平台，在多个细分领域竞争优势明显，OTC 核心产品在感冒、胃肠、皮肤、儿科、止咳和骨科用药占据了较高的市场份额，999 是中国 OTC 第一品牌；处方药产品在中药配方颗粒、心脑血管、抗肿瘤、抗感染等领域，位居国内市场前列。近些年在集团的大力支持下，先后并购了安徽金蟾、合肥神鹿、本溪三药、顺峰药业、天和药业、浙江众益、昆明圣火等医药企业，有望成为中药行业的重要整合者之一。

07 年华润集团入主以后，公司发生许多积极的变化，管理水平、营收规模盈利能力得到大幅提升。目前公司股权比较集中，华润医药持股比例为 63.60%，社保基金、证金持股比例在 3% 左右。

图表 1：华润三九股权结构及部分主要子公司



来源：wind、国联证券研究所

1.2. 主营发展稳健长期趋势向上

公司致力于成为“自我诊疗引领者”与“中药价值创造者”，近些年都呈现出较为稳健的发展态势。其中，自我诊疗业务主要包括 OTC 和大健康相关业务，核心品类包括感冒、胃肠、皮肤、儿科等。近年来公司开始向健康类产品延伸，进军大健康产业；中药处方药主要覆盖心脑血管、抗肿瘤、消化系统、骨科、儿科等治疗领域，拥有参附注射液、参麦注射液、华蟾素片剂及注射剂、茵栀黄口服液等多个中药处方药品种，

在全国范围内建有多个中药材 GAP 种植基地,也是中药配方颗粒试点生产企业之一,生产 640 多种单味配方颗粒品种。公司处方药业务还涵盖抗感染领域,拥有新泰林、阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊等优质抗生素产品。

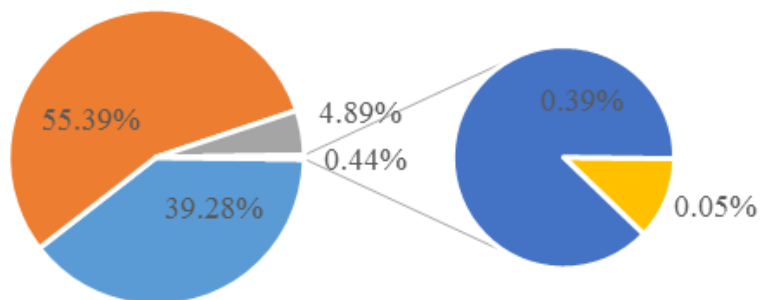
图表 2: 华润三九主要子公司情况简介

公司名称	产品	持股比例	基本情况
深圳华润九新药业有限公司	主要有注射用五水头孢唑林钠、注射用头孢呋辛钠、注射用头孢尼西钠、注射用头孢噻肟钠、注射用头孢替唑钠等十多个品种	100%	中国最具规模的头孢类无菌原料药及制剂的生产企业之一。
华润三九(雅安)药业有限公司	参附注射液、红花注射液、参麦注射液、生脉注射液、复方当归注射液等	97%	以生产高品质的中药注射剂而闻名全国。拥有中药注射剂品种 13 个,口服液体剂 9 个,其它制剂 34 个。
桂林华润天和药业有限公司	骨通贴膏(含 PIB 型)、天和追风膏、消痔软膏、关节止痛膏	98.54%	“天和”品牌为中国驰名商标,在骨科领域具有较大影响力,产业链较为完整,管理基础良好。
北京华润高科天然药物有限公司	舒血宁注射液;茵栀黄口服液;去甲斑蝥酸钠注射液;可愈糖浆;“北京蜂王精”口服液等	100%	以生产天然药物液体制剂为主,具有很强的中草药提取加工能力。
安徽华润金蟾药业股份有限公司	华蟾素系列产品; 中药配方颗粒产品	99.45%	承载着公司中药处方药和中药配方颗粒两大剂型产品的战略生产任务。
华润三九(南昌)药业有限公司	999 皮炎平系列; 强力枇杷露	100%	公司是华润三九的生产制造中心之一,战略定位糖浆剂、单品产量成规模的激素类软膏剂生产单元。
华润三九(枣庄)药业有限公司	999 感冒灵颗粒,999 板蓝根颗粒,999 感冒清热颗粒,999 小儿感冒颗粒及 999 丸剂系列	100%	公司颗粒剂垂直生产工艺流程设计属全国首创,产量全国第一。配有国内先进的制药设备和质量检测仪器
合肥华润神鹿药业有限公司	温胃舒颗粒(胶囊)、养胃舒颗粒(胶囊)、益胆片、儿泻停颗粒、银菊清咽颗粒等	100%	目前已成为安徽省产能规模最大的中成药生产企业,具有年产片剂:3 亿片;颗粒剂:600 吨;胶囊剂:1 亿粒的综合生产能力。
华润顺峰	“顺峰康王”、曲咪新乳膏、盐酸特比萘芬凝胶等	100%	以生产外用药为主的现代化制药企业,软膏品种齐全。
浙江众益	阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊等	100%	在抗感染、消化系统、呼吸系统等多个领域拥有较丰富的品种。
圣火药业	血塞通软胶囊等	100%	拥有国内领先的成套自动化软胶囊生产线,可成为公司软胶囊生产基地

来源:公司年报、WIND、国联证券研究所

图表 3: 2016 年 H1 华润三九的各业务营收占比

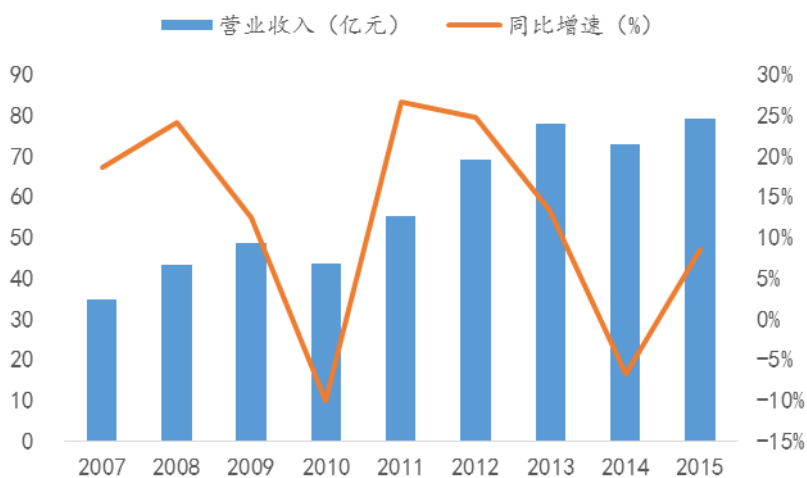
■ 处方药 ■ 自我诊疗 ■ 包装印刷 ■ 海外贸易 ■ 其他



来源：公司年报、国联证券研究所

2007-2015 年公司营业收入复合增长率达 10.8%，归属于母公司股东的净利润复合增速达 20.45%。2016 年上半年实现收入 42.81 亿元，同比增长 15.83%，实现归属上市公司股东的净利润 6.36 亿元，自我诊疗、处方药板块在 H1 分别增长了 12.54%、23.98%。

图表 4：公司 2007-2015 年营业收入及增长率情况

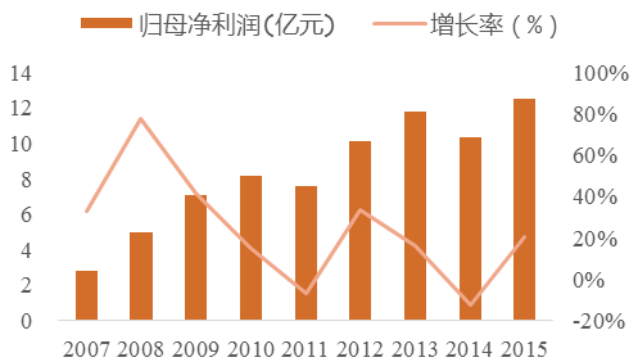


来源：WIND、国联证券研究所

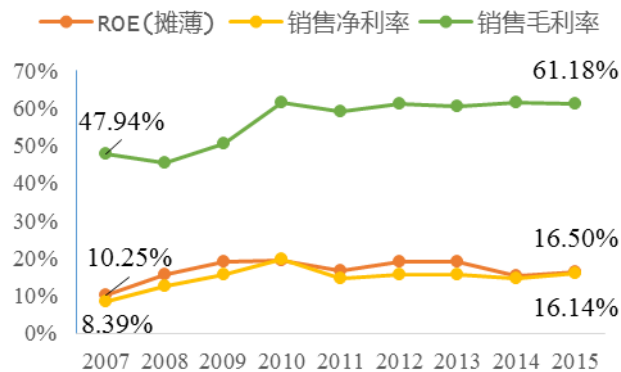
公司盈利能力也不断提高，净资产收益率由不到 10.25% 提升到 16.5%、销售净利率由 8.39% 提升到 16.14%、销售毛利率由 47.94% 提升到 61.18%。

图表 5：公司 2007-2015 年归母净利润及增长率情况

图表 6：公司 ROE (摊薄)、销售毛利率、销售净利率情况



来源: WIND、国联证券研究所



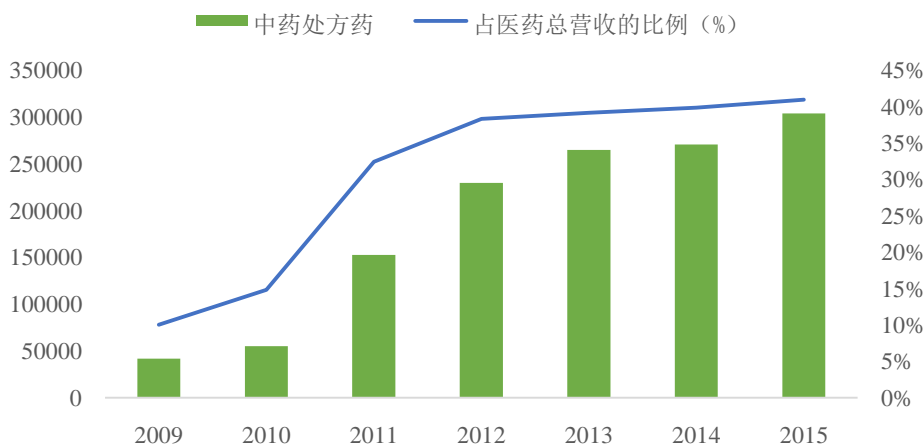
来源: WIND、国联证券研究所

2. 处方药板块: 产品结构持续优化配方颗粒发展值得关注

2.1. 积极调整产品结构促进处方药板块稳健增长

处方药是公司的核心业务之一,2015年营业收入更是突破了30亿元,在公司2015年的营收中占比达38.44%。近几年由于中药注射剂行业整体发展遭遇瓶颈,公司的处方药板块的增长也遭遇了较大的挑战,但是公司的注射剂产品多数具有较好的质量保证,而且公司产品结构,注射剂占比逐步下降,预计短期调整之后,长期有望成为行业洗牌的受益者。

图表7: 2009-2015年公司处方药营收情况(单位:万元)



来源: PDB、国联证券研究所

中药注射剂逐步企稳。

经过近几年的调整中药注射剂几个大的品种营收占比逐步下降,风险得到较好释放,同时华蟾素等产品通过口服替代仍能实现较为稳健的增长。预计公司中药注射剂在短期调整之后,整体盈利能力将保持稳定,对公司业绩的负面影响将大幅降低。

口服药物占比逐步提升。

近年来公司不断丰富口服制剂品种,通过自主研发、外延并购等方式不断扩充口

服制剂产品线，取得了较好的效果，使口服制剂营收占比不断提升。预计随着口服药占比的不断提升，处方药领域的营收增长将更加稳健。

2.2. 中药配方颗粒：行业龙头新增长期来临

中药配方颗粒行业有望迎来大发展。

中药配方颗粒行业总收入从 06 年的 2.3 亿元成长至 15 年的 80 亿元左右，目前替代率约 5%，鉴于中药配方颗粒对中药饮片的替代作用，市场空间较为广阔，预计未来 3 年，中药配方颗粒仍将保持 30% 左右增速，至 2018 年有望增长到 200 亿左右。建议关注浙江、江西等省份在配方颗粒领域的相关政策进展，预计市场放开后，配方颗粒有望进入新一轮快速增长期。

图表 8：近三年配方颗粒相关政策稳健

部门	文件	时间	备注
国务院	国务院关于印发中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）的通知	2016/2/26	重点强化中药配方颗粒标准制定与质量管理。
国家食品药品监督管理总局	关于征求《中药配方颗粒管理办法（征求意见稿）》意见的公告	2015/12/24	立法草案
国家食品药品监督管理总局办公厅	关于严格中药饮片炮制规范及中药配方颗粒试点研究管理等有关事宜的通知	2013/6/26	各省级食品药品监督管理部门不得以任何名义自行批准中药配方颗粒生产。
国家药监局	关于印发《中药配方颗粒管理暂行规定》的通知	2001/7/5	
地方规章	文件	时间	备注
北京市食品药品监督管理局	关于进一步加强中药配方颗粒监管的通知	2016.08.17	
福建省卫生和计划生育委员会	关于中药配方颗粒剂使用中有关问题的批复	2015.10.08	中药配方颗粒可参照中药饮片管理政策执行
浙江省中医药管理局等	关于开展中药配方颗粒纳入浙江省基本医疗保险支付范围试点工作的通知	2015.08.20	纳入医保
云南省食品药品监督管理局	关于公布第三十三批备案同意使用中药配方颗粒医疗机构名单的通知	2014.12.18	处于科研试点研究阶段
天津市市场和质量管理委员会	关于印发《天津市中药配方颗粒质量标准（暂行）》（第四册）的通知	2014.12.01	制定 50 个品种的质量标准

来源：国联证券研究所

先发优势明显。

目前国内仅 5 家企业分食这一市场，分别为华润三九、天江药业（收购了广东一方药业）、北京康仁堂药业、培力（南宁）药业、四川新绿色药业，其中华润三九的销售额超 10 亿，位居前列。我们认为，公司在配方颗粒领域经过多年的发展有了深厚的技术、品种、渠道等方面的积累，随着产能的逐步释放，配方颗粒的营收有望加速增长。

图表 9：中药配方颗粒国家级试点生产单位情况

名称	起始时间	可生产种类	主要成就	重要生产基地
华润三九	2002	640	成功研制“智能配方系统”	安徽金蟾；淮北基地
江阴天江药业	2001	>700	出版全球第一部《中药配方颗粒薄层色谱彩色图集》	安徽天翔药业；四川安县基地
培力（南宁）药业	2004	677	最早获准生产“复方中药配方颗粒”	-
广东一方制药	2001	>600	建立配方颗粒指纹图谱控制标准	山东一方；浙江一方
北京康仁堂药业	2002	>500	形成“全成分”中药配方颗粒的工艺及标准体系	武清中药配方颗粒基地
四川新绿色药业	2002	402	首创中药房数字化	彭州产业项目

来源：公开资料、国联证券研究所

全产业链布局，注重品质，长期竞争有望胜出。

公司重视从药材资源到产品的全产业链建设，致力于打造“原质原味”的配方颗粒产品系列，产品以传统中药饮片为原料，经现代制药技术模拟家庭水煎煮浓缩、分离、干燥、制粒等过程精制而成，目前生产中药配方颗粒品种 600 多个，市场覆盖国内近两千家医院与中医医疗机构。

2.3. 中药注射剂：短期调整，长期有望受益洗牌

主要产品均获得国家科学技术进步二等奖。

公司的中药注射剂产品主要集中于心脑血管、抗肿瘤等治疗领域，有参附注射液、参麦注射液、华蟾素注射液等，其中参附注射液、红花注射液、参麦注射液等均荣获国家科学技术进步二等奖，有望在长期的竞争中胜出。

短期调整后有望企稳。

近几年，中药注射剂面临严峻的政策环境和招标形势，产品降价压力大，随着招标的推进，公司放弃了部分市场，导致短期注射剂产品业绩承压。预计随着基层市场的拓展，产品结构的调整，短期调整后，营收及利润贡献有望在 17 年前后企稳。

图表 10：2015 年城市公立医院心脑血管疾病用药前十

排名	注射剂名称	市场份额
1	注射用血栓通（冻干）	8.02%
2	注射用丹参多酚酸盐	6.78%
3	丹红注射液	6.04%
4	舒血宁注射液	5.29%
5	丹参川芎嗪注射液	4.95%
6	醒脑静注射液	4.45%
7	注射用红花黄色素	4.39%
8	注射用血栓通（冻干）	3.91%
9	疏血通注射液	3.60%
10	参麦注射液	3.42%

图表 11：2015 年城市公立医院肿瘤疾病用药前十

排名	注射剂名称	市场份额
1	康艾注射液	17.13%
2	参芪扶正注射液	9.96%
3	康莱特注射液	7.67%
4	艾迪注射液	7.19%
5	复方苦参注射液	4.86%
6	金水宝胶囊	4.66%
7	鸦胆子油乳注射液	4.46%
8	消癌平注射液	3.28%
9	注射用香菇多糖	2.89%
10	华蟾素胶囊	2.17%

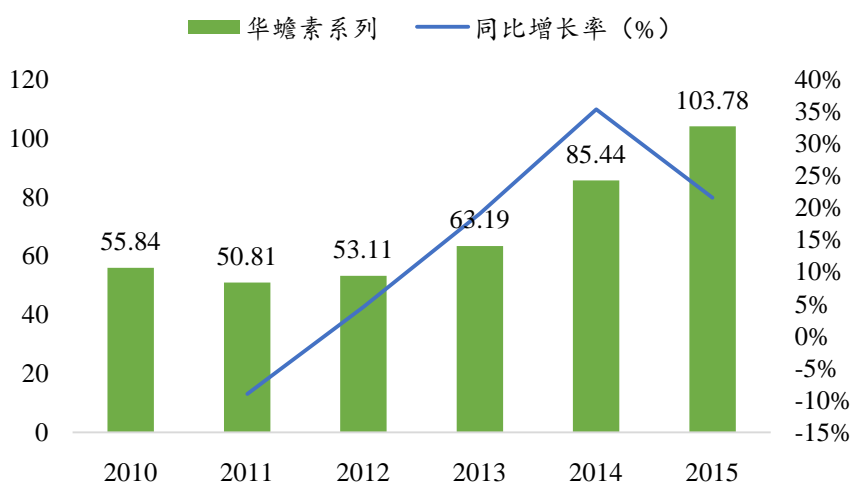
来源：国联证券研究所

来源：国联证券研究所

华蟾素系列仍保持稳健增长。

华蟾素产品主要用于癌症、肿瘤以及慢性乙肝的治疗，该产品主要包括注射剂和片剂以及口服液，整体呈现稳健增长态势。15 年以来，中标情况良好，预计随着新中标省份业务的拓展，华蟾素系列产品仍有望保持稳健增长。另外，公司积极推动口服制剂替代注射液，也有助于公司业绩的稳健增长。

图表 12：2010-2015 年华蟾素系列产品重点医院销售情况（百万）



来源：PDB、国联证券研究所

图表 13：近期华蟾素注射液中标情况

地点	时间	规格	单位	价格
广东	2016.08.02	5ml	支	19.61
重庆	2016.08.02	5ml	支	21.89
四川	2016.08.01	10ml	支	40.52
广东	2016.07.04	10ml	支	38.14
天津	2016.03.21	10ml	支	35.29
湖北	2016.01.29	5ml	盒	213.02
福建	2015.12.31	10ml	盒	176.43
上海	2015.09.02	10ml	支/瓶	40

来源：药智网、国联证券研究所

3. 自我诊疗业务：品牌优势明显稳健增长可期

3.1. 品牌优势明显、产品线丰富

品牌优势明显。品牌是自我诊疗市场中最重要资源，公司具有强大的品牌运作能力，“999 感冒灵”、“999 皮炎平”、“三九胃泰”等品牌在相关品类内都处于领先地位，公司已连续三年位居中国非处方药生产企业综合排名第一位。预计随着医改的推进，零售渠道的价值将逐渐凸显，OTC 龙头企业有望通过零售渠道获得更大的增长空间，华润三九有望在强大的品牌优势下，通过不断推陈出新，实现自我诊疗板块的稳健增长。

图表 14：公司 OTC 明星产品简介及 2015 年中国非处方药协会获奖情况

产品名称	功能主治	销售规模	医保范围	中国 OTC 协会分类	综合排名
感冒灵颗粒/胶囊	缓解感冒症状	>14 亿	医保乙类	中成药感冒药类	第一名
正天丸	偏头痛和神经性头痛	≈2 亿	医保甲类	中成药头疼失眠类	第二名
999 皮炎平	皮炎湿疹	>5 亿	地方医保	中成药皮肤外用类	第二名
999 胃泰	浅表性胃炎等	≈4 亿	医保甲类	中成药消化类	第四名
骨通贴膏	消肿止痛、活血通络	>2 亿	医保乙类	中成药皮肤外用类	第四名
999 小儿 氨酚黄那敏颗粒	缓解小儿感冒症状	>2 亿	地方医保	化药儿科类	第四名
999 小儿感冒颗粒		>1 亿	地方医保	中成药儿科类	第二名

来源：2015 年公司社会责任报告、国联证券研究所等

图表 15：公司部分产品在 2015 年 1-10 月北京连锁药店销量同类横向比较

产品	所属类别	嘉事堂大药房	金象大药房	好得快大药房
三九感冒灵颗粒	感冒药	第 3 位	-	第 3 位
三九胃泰颗粒	胃药	第 5 位	第 4 位	第 3 位
三九皮炎平	外用药	第 2 位	第 5 位	第 1 位
三九强力枇杷露	呼吸道用药	-	-	第 4 位
三九咽炎片	呼吸道用药	-	第 5 位	-

来源：北京晚报、国联证券研究所

积极构建差异化产品线。

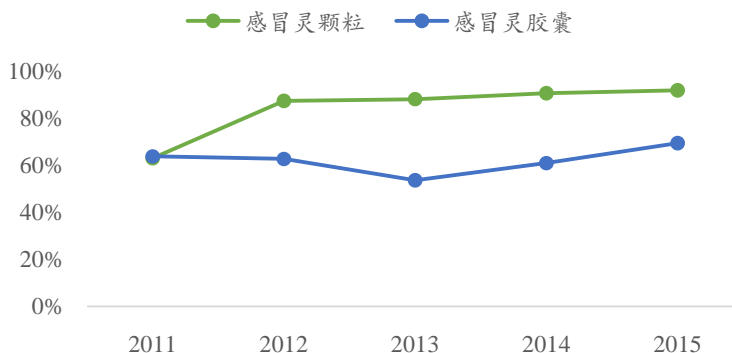
公司的品牌优势比较明显，在强大的品牌支撑下，构建差异化的产品线，有利于品牌价值的最大化。目前，公司自我诊疗业务覆盖了近 10 个品类，近年来，公司不断丰富产品线，在核心品类内部根据细分市场需求补充新产品，优化产品组合，成功打造 999“感冒药家族”、“胃药家族”、“皮肤药家族”。

稳健增长可期。

我们认为预计随着行业的发展，品牌优势明显的企业在 OTC 渠道的市场份额会

逐步增加，在医药行业洗牌的大背景下，华润三九有望借助品牌优势，通过不断丰富产品线等方式实现自我诊疗产品的稳健增长。另外，该板块包括感冒颗粒在内的部分医保品种，在医院市场的份额也在稳健增长。

图表 16：999 感冒灵产品在重点医院感冒品类的销售占比情况



来源：PDB、国联证券研究所

3.2. 渠道优势明显价值将逐步凸显

终端覆盖及管理能力强。

公司自身拥有一支强大的销售队伍，有经销商 700 多家，覆盖终端 30 多万家，其中核心终端超过 9 万家。自我诊疗业务覆盖了除西藏外所有省、市和地区，与全国优质的经销商和连锁终端广泛合作，通过 KA、直控、商控三大平台的建设，不断扩大终端的覆盖。

加强与连锁药店的合作，积极推进“互联网+”。

为提升销售效率，公司聚焦与连锁药店的战略合作，提升直控终端占比，加强终端掌控能力，同时，公司加快电商新渠道建设，积极与电商企业合作布局网络销售，在天猫正式上线“999 官方旗舰店”，与华润集团自有的健一网以及老百姓、一心堂等大型连锁药店进行网络平台合作。此外，公司还积极采取互联网营销手段，通过互联网投放与消费者进行互动，把“999 感冒灵”、“天和”等植入于热播剧集中。

图表 17：2016 年 2 月天猫医药馆 OTC 药品品牌前十

品牌名称	交易指数	交易增长幅度
汇仁	97984	17.67%
同仁堂	78822	33.45%
东阿阿胶	44924	60.90%
九芝堂	42577	21.72%
康王	38616	22.42%
鸿茅	38340	67.84%
陈李济	36067	28.32%
爱乐维	35058	17.97%
999	34600	32.90%
盘龙云海	32944	31.24%

来源：国联证券研究所

华润医药已在港股上市，强大的商业有望助力公司发展。

网络覆盖广、零售资源丰富。

华润医药的流通业务位居全国第二，有覆盖全国 31 个省（市、自治区）的分销网络，与近万家上游供货商建立了长期稳定的合作关系，拥有“华润堂”“医保全新”“礼安连锁”和“同德堂”等知名品牌的 700 多家零售药店组成的零售网络。根据招股说明书披露，预计上市之后，公司商业部分的扩张将加速，有望助推品种丰富的华润三九加速发展。

图表 18：华润医药募集资金的主要用途



来源：公司网站、国联证券研究所

华润医药商业的扩张值得期待。

国内医药商业的发展趋势是市场份额趋于集中，在两票制等政策的推动下，医药商业有加速整合的趋势，目前华润医药、上海医药位居第二梯队，作为全国布局的商业巨子，预计华润在港股上市之后，将借助行业大势，实现商业份额的快速增长，并有望达到国药的级别。我们认为公司商业的快速扩张将对旗下子公司的业绩增长提供较大助力，特别是华润三九，品牌、品种优势明显，获益程度会更大。

积极拓展大健康领域，长期发展值得关注

公司的大健康项目组于2014年成立，2015年初步构建起大健康产品体系，公司以现有核心治疗领域和品牌资源为依托，向预防保健领域延伸，预计大健康领域有望依靠公司在品牌、渠道领域的优势实现较好的发展。目前已上市的产品有三九红糖姜茶系列产品、和善堂鲜人参蜜片系列产品；预计，未来还将通过研发、并购等方式推出大健康主流品类。

随着生活水平、健康意识的提升，大健康产品有很好的发展空间。大健康产品与OTC产品有较好的渠道、品牌相容性，可以在现有渠道的到较好的推广，公司的品牌、品类资源丰富，未来可以衍生出丰富、优质的大健康产品，公司在该领域的经营较为稳健，长期发展值得期待。

图表 19：公司大健康领域产品情况

产品名称	市场定位	销售渠道
三九红糖姜茶	保健饮料；红色包装致力于改善女性生理期困扰；黄色包装提供感冒不同时期的解决方案	各连锁药店； 999 天猫旗舰店、 健一网等网店终端
三九润喉宝	润喉护嗓的绿色功能食品；有草珊瑚、西瓜爽、金银花、罗汉果及胖大海 5 种产品。	
鲜人参蜜片	保健食品；面向劳伤虚损，易疲劳，惊悸，健忘，眩晕头痛，及久虚不复等症人群。	部分药店试点销售；“吉林华润和善堂人参有限公司”微店也有售。

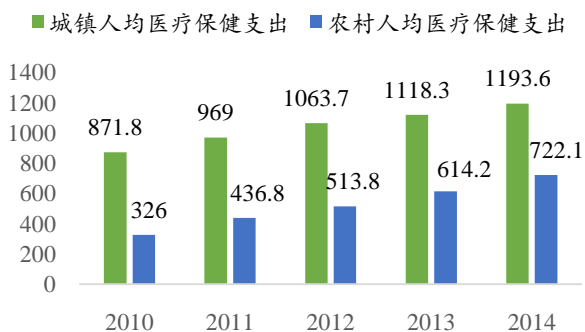
来源：国联证券研究所

3.3. 自我诊疗板块有望保持稳健增长态势

健康需求和消费升级将驱动我国自我诊疗长年持续发展

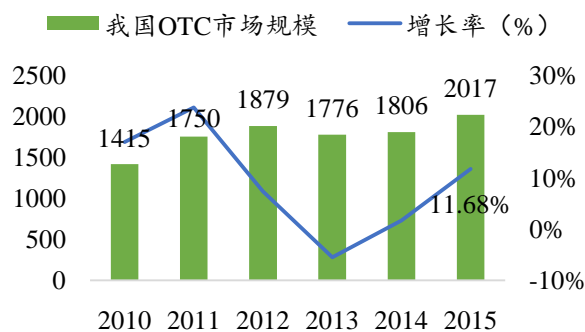
2015 年我国 OTC 市场规模超过 2000 亿元，预计到 2016 年，我国 OTC 市场规模将达到 2250 亿元，到 2020 年我国 OTC 市场规模将位居世界第一。在当前中国经济发展的大背景下，国内消费者收入水平及支付能力逐年提升，消费者对健康的关注和保健的需求日益提高，自我诊疗的意识和意愿逐渐突显，健康保健类产品因此成为消费者支付意愿最强的品类之一。

图表 20：2010-2014 年我国人均医疗保健支出情况（元）



来源：前瞻网、国联证券研究所

图表 21：2010-2015 年我国 OTC 市场规模情况（亿元）

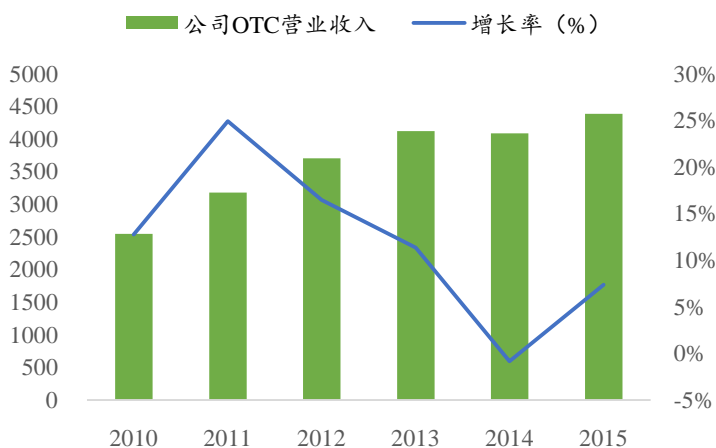


来源：前瞻网、国联证券研究所

公司自我诊疗业务多年来发展良好

作为我国 OTC 领域的龙头，公司自 2007 年加入华润集团以后，其战略规划明确，不断通过内生驱动和外延收购的方式提升公司增长潜力。公司 OTC 业务在 2010-2015 年间实现了稳步增长，OTC 营收规模由 2010 年的 25 亿元，增长到 2015 年的 43 亿元以上，年平均增长率接近 12%。近年来，公司一边不断夯实品牌影响力基础，一边不断丰富产品线；同时逐渐向基层拓展营销渠道，保证了自我诊疗业务营收的可持续增长。

图表 22：2010-2015 年公司 OTC 营收情况（单位：百万元）



来源：WIND、国联证券研究所

公司自我诊疗业务未来有望保持良好增长势头

随着中国经济的发展以及人口结构逐渐老龄化，伴随着人民消费的不断升级，消费者自我诊疗的意识和意愿都将会加强，国内消费者对健康的关注和保健的需求也会继续提升。公司有望继续引领行业持续创新，以差异化的、优质的产品和服务，满足消费者更高层次的健康需求；同时努力发展多个自我诊疗领导品牌。短期内公司会通过外延并购方式引入差异化产品，包括大健康产品；长期则将通过消费者对需求的洞察与持续创新，培育和构筑核心能力来满足消费者需求。因此我们认为，公司自我诊疗业务将来仍将保持高增长。

4. 重启并购模式助力公司加速发展

并购一直是华润三九发展的重要战略之一，11、12、13 年的并购使公司的产品得到很好的丰富、也使公司业绩增长实现了快速增长。15 年公司重启并购模式，并购企业、并购金额都创新高，16 年又以 18.9 亿收购了昆明圣火，我们认为公司主营业务经营稳健，外延并购有利于公司业绩的快速增长。由于公司盈利能力较好（15 年 ROE 为 16.5%），资产负债率较低（15 年为 36.15%），在医药行业整合加速的大背景下，外延并购有望推动公司的快速发展。

4.1. 外延并购是公司发展的重要战略

并购是发展的重要战略之一，有望助力公司成为中医药行业旗舰。

华润三九在 2007 年进入华润集团后不断通过收购兼并的方式进一步完善其在 OTC 和处方药领域的战略布局，逐步形成了华润三九在 OTC 领域的龙头地位，营收规模从 07 年的 34.79 亿扩张至 15 年的 79 亿。鉴于公司整合能力较强、渠道和品牌优势明显，我们看好公司的外延并购战略。

并购标的多具有协同作用，看好并购标的的长期发展。

并购标的普遍具有独家品种，能够与公司现有的产品线形成补充，相关企业并购之后基本都呈现出较好的发展态势，形成了较好的业务协同，为公司的业绩增长做出了较好的贡献。其中，11 年收购的本溪三药、合肥神鹿等形成了胃病产品线，成为 OTC 主力产品之一；12、13 年收购的“顺峰”和“天和”拥有良好的品牌和产品，丰富了公司在皮肤用药领域及骨科贴膏领域的产品组合。

图表 23：2009 年以来公司并购情况

并购标的	并购时间	交易总价	所得股权	核心产品
金蟾生化	2009.08	1.66 亿元	83.7%	华蟾素系列产品
上海百安	2009.10	1774 万元	100%	糠酸莫米松、酮康唑软膏
双鹤高科	2011.10	8780 万元	100%	舒血宁注射液、茵栀黄口服液
本溪三药	2011.10	1.72 亿元	100%	气滞胃痛颗粒
合肥神鹿	2011.10	1.44 亿元	100%	养胃舒、温胃舒
顺峰药业	2012.03	6 亿元	100%	顺峰康王、顺峰康霜
天和药业	2013.02	5.83 亿元	97.2%	天和骨通贴膏、追风膏
临清华威	2013.08	8074 万元	100%	健脑补肾丸、外感风寒颗粒等
吉林和善堂	2014.08	1314 万元	100%	人参饮片等
杭州老桐君	2014.12	2367 万元	100%	小儿退热口服液、抗病毒口服液等
浙江众益	2015.08	13 亿元	100%	阿奇霉素肠溶胶囊等
圣火药业	2016.07	18.9 亿元	100%	血塞通软胶囊、黄藤素软胶囊

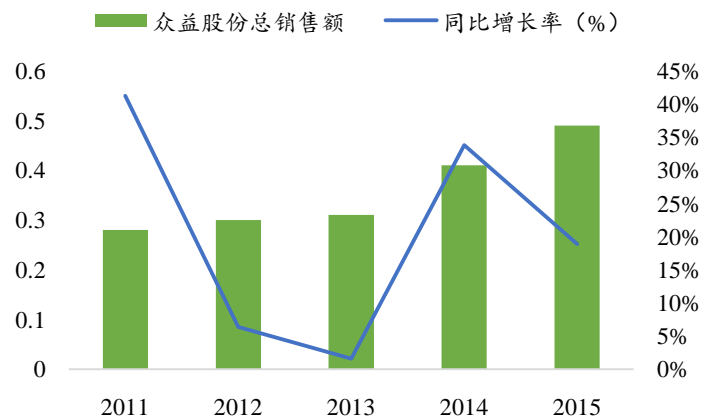
来源：公司公告、国联证券研究所

4.2. 浙江众益：提升抗感染业务竞争力

阿奇霉素肠溶胶囊等为医保甲类品种，发展潜力大。

浙江众益是一家主要从事药品研发、生产与销售的国家火炬计划重点高新技术企业。主要产品阿奇霉素肠溶胶囊（两家企业生产）与红霉素肠溶胶囊均为国家基药目录（2012年版）与医保目录（2009年版）甲类品种，红霉素肠溶微丸胶囊被列为国家火炬计划项目。相关品种有望随招标的推进，实现快速增长，建议积极关注各省的招标进度。

图表 24：2011-2015 年浙江众益股份在重点医院的总销售额情况

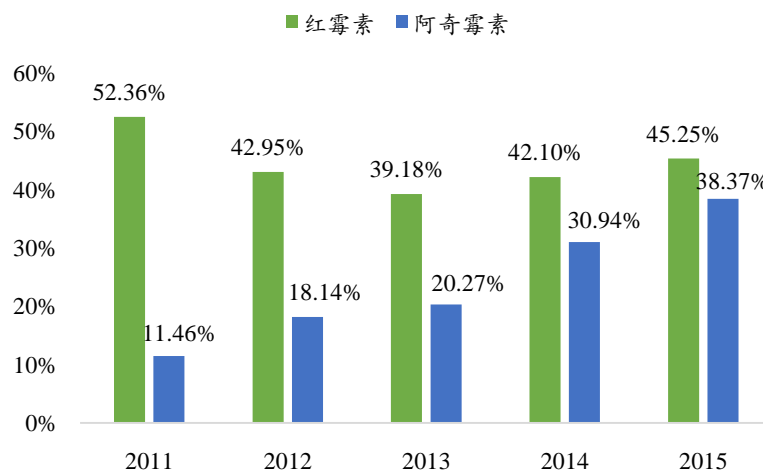


来源：PDB、国联证券研究所

丰富了公司抗感染、呼吸、消化等产品线

本次补充的阿奇霉素肠溶胶囊和红霉素肠溶胶囊两个口服抗生素品种，将业务范围扩大至大环内酯类口服抗生素营销领域，丰富公司抗感染品类，并可将抗生素生产能力由头孢类原料与粉针扩大至胶囊、片剂，符合抗感染业务发展方向。

图表 25：浙江众益在重点医院的阿奇霉素肠溶和红霉素销售占比情况



来源：PDB、国联证券研究所

另外，浙江众益的西地碘含片、地氯雷他定片、镁加铝咀嚼片、汉防己甲素片等产品可以与公司现有产品形成协同，补充了消化系统、呼吸系统等多个领域的品种，有望提升相关领域的竞争力。

研发基础较好，拥有缓释微丸等技术

公司具有较好的研发基础，其核心生产技术“肠溶微丸技术”曾获得 2011 年度国家科学技术进步二等奖。成立以来，陆续建立“省级企业研究院”、“省级企业技术中心”、“省级高新技术企业研究开发中心”、“院士专家工作站”、“博士工作站”等多个研发平台，与北京大学、上海医工院等国内著名科研单位长期合作。

销售网络主要覆盖基层，能有效互补

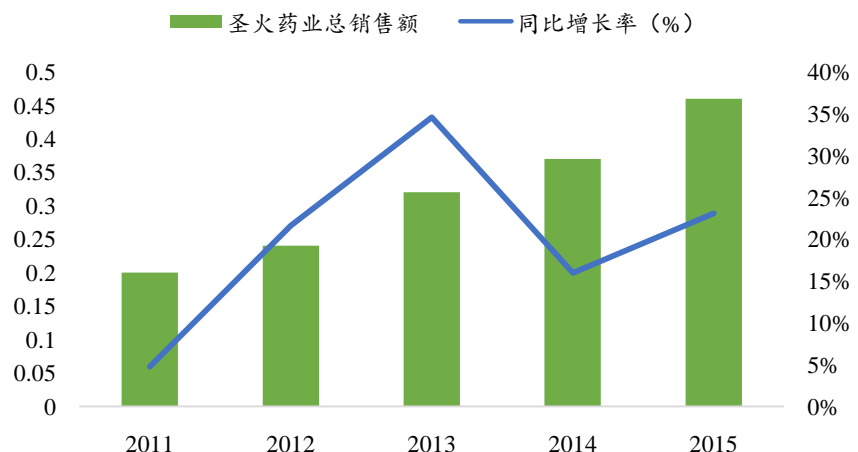
众益股份在基层市场具有网络覆盖优势，可与华润九新以覆盖高端医院为主的抗感染业务网络形成互补；而众益股份的 OTC 产品可借助华润三九在品牌运作和渠道掌控方面的优势拓展新的市场；从而实现众益股份产品的销售增长和盈利能力提升。目前公司正积极推进浙江众益与公司销售体系的整合，整合效果将逐渐显现。

4.3. 圣火药业：丰富心脑血管产品线、探索渠道销售新模式

丰富心脑血管产品线

公司先前在心脑血管领域的产品以注射剂为主，剂型较单一，近些年在政策及招标环境影响下呈下滑趋势，需要口服产品来补充。收购圣火药业集团后，公司将获得“理湔王”牌血塞通软胶囊，其主要成份为三七总皂苷，疗效确切，市场基础好，收购后可与公司参附注射液等品种形成互补，充分整合心脑血管领域资源。此外，圣火药业集团拥有国内领先的美国 GIC 公司成套自动化软胶囊生产线，收购后可成为公司软胶囊生产基地。

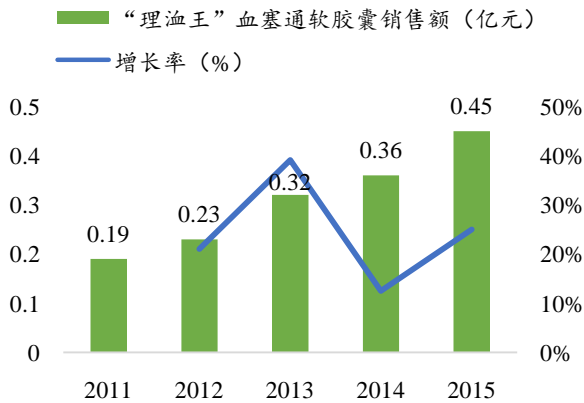
图表 26：2011-2015 年圣火药业在重点医院的总销售额情况



来源：PDB、国联证券研究所

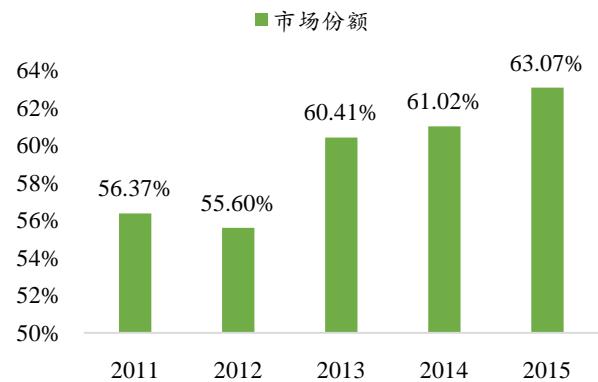
目前血塞通软胶囊的生产企业有两家：圣火和昆药，PDB 数据显示公司在重点医院的销售占比持续提升，15 年达到 63.07%，在注射剂受到限制的大背景下，口服制剂的销售规模有望稳健增长，作为心脑血管领域基础优良的品种之一，长期发展前景较好，有望成长为 10 亿级的重磅品种。

图表 27：“理血王”血塞通软胶囊重点医院销售情况



来源：PDB、国联证券研究所

图表 28：圣火药业在重点医院的血塞通软胶囊市场占比 (%)



来源：PDB、国联证券研究所

助力公司大健康业务快速发展

圣火药业集团具有三七产地资源优势，已开发了多个化妆品、保健品品种，在大健康领域的布局有较好基础，这些产品有望凭借华润三九优质的营销渠道，实现较好的发展；预计后续公司将通过充分挖掘三七的资源优势，研发出更多优质保健品，从而促进公司大健康产业的发展。

图表 29：圣火药业部分保健品



来源：公司网站、国联证券研究所

在慢病管理方面的探索值得关注

OTx 模式是 OTC（非处方药）跟 Rx（处方）两个概念相结合，代表两种销售模

式的互补。在医保控费的大背景下，相关医药企业采用 OTx 模式能够瞄准非医保渠道，延续自有优质全科药品生命周期的增量创新。

圣火药业在探索处方药产品零售药店渠道销售模式、寻求渠道创新协同方面有较好基础，积极进行了探索，如通过 OTC 渠道的连锁药店会员体系与消费者实现直接沟通互动，在心脑血管的慢性病治疗过程中提供定期的咨询与产品推广。其血塞通软胶囊符合慢病管理需要，临床和零售协同较好，已在云南、重庆等地具有较好的实践经验，预计并购整合之后，有望补充更多慢性病治疗领域的优质产品，借助公司的渠道优势与终端优势，在慢病管理领域做出更多探索。

5. 盈利预测及评级

5.1. 基本假设

处方药领域：主要包含配方颗粒、抗感染、中药注射剂及其他。中药配方颗粒有望随产能释放、推广加强，实现加速增长；考虑当前的招标形势预计中药注射剂将继续小幅下滑，17 年之后有望企稳；抗感染领域以及中成药，将显著受益于浙江众益、昆明圣火的并表。整体来看，处方药领域有望在外延并购、配方颗粒快速增长、产品结构调整的推动下，在未来 2-3 年呈现出较好的成长态势。

自我诊疗领域：主要包括感冒类、胃肠类、皮肤类、儿科类、止咳类等领域，预计儿科类、贴膏剂等增速有望维持在 20% 以上，胃肠类、感冒类、皮肤类以及止咳类增速有望在 10% 左右。整体来看，公司在 OTC 领域拥有的强大的品牌、渠道优势及营销能力将推动公司在该领域不断提升市场份额，实现稳健增长。

另外，包装印刷及其他主要是为公司医药工业服务，预计能够实现小幅增长。

图表 30：营收拆分及增长预测（单位，亿元）

大类	2015	2016E	2017 E	2018 E
自我诊疗	43.8	49.7	56.3	63.1
YOY (%)	7.33%	13.5%	13.3%	12.1%
处方药	30.37	36.4	44.3	51.6
包装印刷及其他	4.34	4.5	4.8	5
营收合计	79	90.6	105.5	119.7
YOY (%)	8.95	14.7%	16.4%	13.5%

来源：国联证券研究所

5.2. 盈利预测及评级

我们认为公司在 OTC、处方药等领域具备核心竞争力，且治理水平较高、并购整合能力较强，业绩有望加速增长，我们小幅调整了盈利预测，预计 16-18 年 EPS 分别为 1.28、1.56、1.82 元，对应 11 月 04 日收盘价 27.08 元，PE 为 21、17、15 倍。

公司是国内 OTC 领域龙头，未来有望通过“外延+内生”成长为中医药行业领军企业，参照可比公司，结合公司发展状况，我们认为公司 17 年的合理 PE 在 25 倍左右，给予 12 个月目标价 35-38 元/股，对应 17 年 EPS，PE 在 23 倍左右。

图表 31: 可比公司 (2016 年 10 月 26 日)

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值 /EBITDA(倍)
			TTM	16E	17E		
600276.SH	恒瑞医药	1,091.94	45.04	39.87	32.43	9.87	39.24
600518.SH	康美药业	840.04	27.19	24.61	19.82	3.04	18.81
000538.SZ	云南白药	720.96	24.83	23.14	20.49	5.08	23.10
600196.SH	复星医药	536.55	20.47	18.90	15.99	2.87	29.71
600535.SH	天士力	439.65	34.81	28.71	24.56	5.51	20.10
600085.SH	同仁堂	438.05	46.18	43.43	38.09	5.93	20.30
002411.SZ	必康股份	400.54	38.22	41.90	28.22	5.11	54.52
600332.SH	白云山	393.24	29.39	28.22	24.18	2.36	18.75
	均值	607.6	33.3	31.1	25.5	5.0	28.1
000999.SZ	华润三九	260.97	20.74	19.91	17.11	3.24	17.07

来源：国联证券研究所

6. 风险提示

6.1. 中药注射剂下滑超预期

中药注射剂行业近些年持续承压，招标及降价情况不容乐观，经过近三年的积极调整，公司注射剂产品营收及利润占比已经降至较低水平，风险得到较大释放，但是行业发展依旧承压，存在下滑超预期的可能。

6.2. 整合效果弱于预期

外延并购将成为公司未来两年业绩中高速增长的重要保证，浙江众益、昆明圣火都与公司有较好的协同，但存在整合后增长弱于预期的可能。

图表 32：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	240.59	-15.47	453.20	527.36	598.75	营业收入	7,276.5	7,900.1	9,064.0	10,547.3	11,974.9
应收账款+票据	1,932.3	2,390.22	2,362.19	3,167.88	3,110.71	营业成本	2,812.1	3,067.0	3,389.9	3,902.50	4,418.74
预付账款	64.33	71.60	149.25	104.99	182.89	营业税金及附加	99.22	109.88	126.07	146.69	166.55
存货	858.30	910.56	1,044.55	1,206.16	1,342.29	营业费用	2,412.6	2,677.2	3,217.7	3,712.65	4,191.22
其他	1,114.4	867.77	867.77	867.77	867.77	管理费用	736.49	773.70	833.90	965.08	1,089.72
流动资产合计	4,210.0	4,224.68	4,876.98	5,874.17	6,102.41	财务费用	7.33	4.49	17.24	13.11	-1.27
长期股权投资	15.55	14.50	14.50	14.50	14.50	资产减值损失	28.09	19.72	19.72	19.72	19.72
固定资产	2,243.3	2,714.38	2,922.87	2,914.73	2,902.29	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	565.68	362.36	150.00	150.00	150.00	投资净收益	-0.68	-1.04	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,578.6	1,730.91	1,697.67	1,709.14	1,717.95	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,041.4	1,892.67	2,734.03	3,228.00	3,521.98	营业利润	1,179.9	1,247.0	1,459.4	1,787.55	2,090.24
非流动资产合计	5,444.5	6,714.81	7,519.07	8,016.38	8,306.73	营业外净收益	79.69	281.96	46.40	46.40	46.40
资产总计	9,654.5	10,939.5	12,396.0	13,890.5	14,409.1	利润总额	1,259.6	1,529.0	1,505.8	1,833.95	2,136.64
短期借款	31.71	0.00	496.82	909.62	137.60	所得税	187.46	254.30	225.88	275.09	320.50
应付账款+票据	725.65	924.55	899.41	1,200.31	1,177.17	净利润	1,072.1	1,274.7	1,279.9	1,558.85	1,816.15
其他	1,369.3	1,820.85	1,825.57	1,931.90	1,932.45	少数股东损益	36.25	25.47	25.58	31.15	36.29
流动负债合计	2,126.6	2,745.40	3,221.80	4,041.83	3,247.22	归属于母公司净利	1,035.8	1,249.2	1,254.3	1,527.70	1,779.85
长期带息负债	508.49	499.68	526.38	39.65	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	23.89	20.27	20.27	20.27	20.27	成长能力					
非流动负债合计	532.38	519.95	546.65	59.92	20.27	营业收入	-6.73%	8.57%	14.73%	16.36%	13.54%
负债合计	2,659.0	3,265.35	3,768.45	4,101.75	3,267.49	EBIT	-11.42	21.56%	-0.66%	21.27%	15.61%
少数股东权益	235.58	102.46	128.04	159.19	195.48	EBITDA	-8.94%	17.83%	-3.43%	19.14%	14.33%
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90	归属于母公司净利	16.47%	20.59%	0.41%	21.79%	16.51%
资本公积	1,146.6	1,108.36	1,108.36	1,108.36	1,108.36	获利能力					
留存收益	4,634.3	5,484.42	6,412.30	7,542.34	8,858.90	毛利率	61.35%	61.18%	62.60%	63.00%	63.10%
股东权益合计	6,995.5	7,674.14	8,627.60	9,788.79	11,141.6	净利率	14.73%	16.14%	14.12%	14.78%	15.17%
负债和股东权益总	9,654.5	10,939.4	12,396.0	13,890.5	14,409.1	ROE	15.32%	16.50%	14.76%	15.86%	16.26%
						ROIC	16.02%	16.40%	15.39%	15.89%	16.57%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	27.54%	29.85%	30.40%	29.53%	22.68%
净利润	1,030.9	1,072.55	1,240.53	1,519.41	1,776.71	流动比率	1.98	1.54	1.51	1.45	1.88
折旧摊销	258.35	257.34	206.03	212.98	219.93	速动比率	1.05	0.89	0.92	0.94	1.20
财务费用	27.86	26.47	18.98	15.14	1.03	营运能力					
存货减少	108.06	-61.06	-133.99	-161.60	-136.13	应收账款周转率	3.87	3.37	3.95	3.40	3.96
营运资金变动	-252.57	-86.78	-70.05	-354.20	-43.31	存货周转率	3.28	3.37	3.25	3.24	3.29
其它	15.94	49.80	19.72	19.72	19.72	总资产周转率	0.75	0.72	0.73	0.76	0.83
经营活动现金流	1,188.5	1,258.32	1,281.21	1,251.45	1,837.94	每股指标(元)					
资本支出	341.22	330.65	230.00	230.00	230.00	每股收益	1.06	1.28	1.28	1.56	1.82
长期投资	3,091.4	3,669.87	800.00	500.00	300.00	每股经营现金流	1.21	1.29	1.31	1.28	1.88
其他	2,513.0	3,210.70	39.44	39.44	39.44	每股净资产	6.91	7.73	8.68	9.84	11.18
投资活动现金流	-919.61	-789.82	-990.56	-690.56	-490.56	估值比率					
债权融资	-22.96	-32.62	523.52	-73.93	-811.67	市盈率	25.59	21.22	21.13	17.35	14.89
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	3.92	3.50	3.12	2.75	2.42
其他	-290.98	-609.90	-345.50	-412.80	-464.32	EV/EBITDA	17.82	15.12	15.98	13.39	11.38
筹资活动现金流	-313.94	-642.52	178.02	-486.73	-1,275.9	EV/EBIT	21.46	17.66	18.13	14.93	12.55
现金净增加额	-45.25	-172.61	-15.47	453.20	527.36						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

