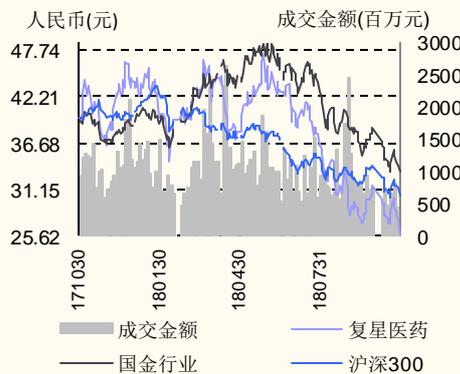


市场价格 (人民币): 25.62 元

研发投入加大, 创新收获在即

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 1,909.81 |
| 流通港股(百万股) | .00 |
| 总市值(百万元) | 65,665.62 |
| 年内股价最高最低(元) | 47.38/25.62 |
| 沪深 300 指数 | 3076.89 |
| 上证指数 | 2542.10 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 1.162 | 1.252 | 1.102 | 1.386 | 1.734 |
| 每股净资产(元) | 9.19 | 10.15 | 10.98 | 11.96 | 13.23 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.87 | 1.03 | 1.35 | 1.59 | 1.71 |
| 市盈率(倍) | 19.91 | 35.54 | 34.91 | 27.74 | 22.18 |
| 净利润增长率(%) | 14.05% | 11.36% | -12.02% | 25.83% | 25.09% |
| 净资产收益率(%) | 12.64% | 12.34% | 10.03% | 11.59% | 13.11% |
| 总股本(百万股) | 2,414.51 | 2,495.13 | 2,495.13 | 2,495.13 | 2,495.13 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

【事件】复星医药发布财务公告: 截止 2018 年 9 月 30 日, 实现营业收入 181.42 亿, 同比增长 39.99%; 实现归属母公司净利润 20.94 亿, 同比增长-13.44%; 实现扣非归母净利润 15.92 亿, 同比增长-14.22%; 实现经营活动现金流净额 20.88 亿, 同比增长 21.15%; ROE 为 7.78%。

【点评】收入和现金流保持高速增长, 受研发投入加大和联营企业影响, 净利润低于预期; 核心创新产品有望近期获批上市, 创新进入收获期。

1、收入端: 主业收入高速增长, 经营性现金流优异。表观收入增长 39.99%, 剔除 2017 年新并购企业的可比因素等影响后, 营业收入较 2017 年同口径增长 21.99%; 考虑销售低开转高开的影响, 预计实际产品同口径 10-15% 左右的增长。由于高毛利辅助用药占比降低以及低毛利 Gland 产品占比的提高, 公司毛利率有所下降。随着辅助用药的出清, 公司的毛利率将逐步改善。受产品低开转高开的影响, 销售费用率环比从 32.70% 提升到 34.33%。

2、利润端: 研发费用等费用因素影响业绩下滑, 核心主业内生保持 25% 左右的增长。1) 研发费用大幅增加: 研发费用共计人民币 111,419.42 万元, 较 2017 年同期增加人民币 41,402.67 万元, 增长 59.13%; 2) 股权激励费用影响利润。控股子公司复宏汉霖实施员工股权激励计划, 影响管理费用和研发费用共计人民币 8,611.31 万元。3) 联营及合营企业经营业绩下滑。通设立的复星凯特、直观复星等联合营企业尚处于前期投入阶段; 受上述等因素影响, 联合营企业收益较 2017 年同期减少人民币 2,835.77 万元, 同比下降 2.80%。考虑到新增因素, 公司实际内生经营性利润保持 25% 左右的增长。

3、研发: 生物药、小分子创新药和一致性评价进一步加大投入, 核心产品进入收获期。生物药: 利妥昔单抗类似药预计本年有望获批。HER2、VEGF、TNF α 靶点的类似药临床 III 期进行中。胰岛素 III 期临床进行中, 有望在 2019 年初获得关键临床数据, 申报生产。

盈利调整

■ 考虑到费用投入的加大, 我们下调公司盈利预测值 2018-2020 年净利润为 27.49/34.59/43.27 亿。考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期, 给予买入评级。

风险提示

■ 并购低于预期、整合低于预期、新产品获批低于预期、产品降价。

相关报告

- 1.《短期费用不影响核心竞争力, 创新收获在即-【国金医药】复星医药...》, 2018.8.20
- 2.《阿法骨化醇片通过一致性评价, 有望加速进口替代。-《2018-...》, 2018.6.12
- 3.《中国生物药龙头, 奇点临近! -《复星医药深度研究》, 2018.6.8
- 4.《利妥昔单抗 III 期揭盲, 生物药龙头收获在即-【医药行业公司点...》, 2018.5.25
- 5.《艾司西酞普兰通过一致性评价, 有望加速进口替代。-《2018-...》, 2018.5.22

王建礼 分析师 SAC 执业编号: S1130517040002
wjianli@gjzq.com.cn

【点评】收入和现金流保持高速增长，受研发投入加大和联营企业影响，净利润低于预期；核心创新产品有望近期获批上市，创新进入收获期。

- **1、收入端：主业收入高速增长，经营性现金流优异。**表观收入增长 39.99%，剔除 2017 年新并购企业的可比因素等影响后，营业收入较 2017 年同口径增长 21.99%；考虑销售低开转高开的影响，预计实际产品同口径 10-15% 左右的增长。由于高毛利辅助用药占比降低以及低毛利 Gland 产品占比的提高，公司毛利率有所下降。随着辅助用药的出清，公司的毛利率将逐步改善。受产品低开转高开的影响，销售费用率环比从 32.70% 提升到 34.33%。1) 制药板块：从子公司来看，核心子公司重庆药友、江苏万邦等保持高速增长，锦州奥鸿受辅助用药使用限制，下滑比较明显。Gland 并购以后，规范市场占比逐步提高。2) 医院板块受 JCI 认证影响，禅城医院利润下滑，我们认为环比已经开始改善，带动医疗服务板块增速提升。3) 诊断及医疗器械板块：达芬奇手术机器人受采购周期影响保持稳定，手术耗材随着手术台数增加保持高速增长；Sisram 在继续加快开拓全球市场并重点关注新兴市场的同时，进一步加强新产品尤其是医用治疗器械的开发，产品线向临床治疗领域拓展，保持 15-20% 左右的增长。
- **2、利润端：研发费用等费用因素影响业绩下滑，核心主业内生保持 25% 左右的增长。**1) 研发费用大幅增加：多个单克隆抗体等生物创新药、生物类似药及小分子创新药进入临床研究阶段，仿制药及一致性评价进一步提速。研发费用共计人民币 111,419.42 万元，较 2017 年同期增加人民币 41,402.67 万元，增长 59.13%；其中，2018 年第三季度研发费用为人民币 40,521.22 万元，较上年同期增加人民币 16,636.49 万元，增长 69.65%；2) 股权激励费用影响利润。控股子公司复宏汉霖实施员工股权激励计划，报告期内列支股份支付费用，影响管理费用和研发费用共计人民币 8,611.31 万元。3) 联营及合营企业经营业绩下滑。通过组建合资公司等方式引进新技术，设立的复星凯特、直观复星等联合营企业尚处于前期投入阶段；参股投资的微医、Healthy Harmony Holdings, L.P. 等项目仍有经营亏损。报告期内，联营企业国药产投经营业绩增长，但受上述等因素影响，本集团联合营企业收益较 2017 年同期减少人民币 2,835.77 万元，同比下降 2.80%。4) 由于利息费用较 2017 年同期增加人民币 27,427.67 万元。5) 受市场环境的影响，公司买卖股权投资收益减少 5 个亿左右。考虑到新增因素，公司实际内生经营性利润保持 25% 左右的增长。
- **3、研发：生物药、小分子创新药和一致性评价进一步加大投入，核心产品进入收获期。**1) 研发费用共计人民币 111,419.42 万元，较 2017 年同期增加人民币 41,402.67 万元，增长 59.13%；其中，2018 年第三季度研发费用为人民币 40,521.22 万元，较上年同期增加人民币 16,636.49 万元，增长 69.65%。2) 生物药：利妥昔单抗类似药预计本年有望获批。HER2、VEGF、TNF α 靶点的类似药临床 III 期进行中。胰岛素 III 期临床进行中，有望在 2019 年初获得关键临床数据，申报生产。3) 一致性评价：公司在心血管系统、代谢及消化系统、中枢神经系统、抗感染等疾病治疗领域选择近五十余个品种开展一致性评价。预计近期有 2-3 个通过。同时依托 Gland 的优秀产品线，公司进口注册加速，有望在注射剂领域实现后来居上。

复星医药：创新驱动的综合医疗集团！

- 1、我们认为公司长期基于产业经营已经证明自己的能力。不论是基于并购后的整合，提升整体的医疗集团的协同和实力，还是长期对于产业发展趋势判断的持续研发投入，公司已经在不同层面证明自己优秀的医药产业经营实力。
- 2、公司具备成长为国际一流制药企业的基因。相对于全球医药产业而言，中国尚未出现在国际舞台前列的制药企业，这与中国整体国力不符，我们认为复星有望成为中国医药行业在国际舞台的代表。
 - 1) 其一，公司长期持续高效的研发投入，以创新驱动公司发展。在全球 Biologics&Biosimilar 高速发展的背景下，公司经过多年经营布局，

建立起丰富扎实的产品线，成为国内 Biosimilar 的领头者，同时布局具有自主知识产权的生物创新药，建立起一整套独立研发、生产的体系，引领中国生物药的蓬勃发展，并有望在国际市场抢占一席之地。

- 2) 其二，公司天生具有成为 Bigpharma 的基因。公司成长路径已经证明自己优秀的并购整合能力。从企业长期发展路径来看，未来要成为一流的全球性制药企业，一定要具有基于产业发展方向的项目筛选和并购整合能力，复星医药在创立之初便搭建优秀的并购团队，建立起一套成熟高效的项目筛选和并购整体的体系。近期中国加入 ICH，中国整体的药品审批体系、医保支付等与国际对接，复星的中国市场嫁接国际资源的优势更加顺畅！
- 3) 其三，优秀的管理团队和人才选拔培养体系。16 年中开始，复星总裁由原江苏万邦的总经理吴以芳担任，吴总从销售做起，一步步将万邦发展壮大，这与之前总裁以投资见长的情况不同。从管理上，我们认为复星医药更加具有产业管理的思维，基于复星医药的深度整合，优化资源配置，提高经营效率。
- 3、研发角度而言，公司已经在大分子生物药证明自己的龙头地位，小分在创新药和一致性评价持续突破。
 - 1) 对 CD20 靶点的生物类似药作为中国第一个以 Biosimilar 身份申请上市的生物药，已递交 CFDA 滚动申请，有望年内突破；
 - 2) 针对 HER2 靶点的生物类似药三期临床稳步推进，有望在 18 年下半年获得核心数据，申报生产。
 - 3) 随着国内细胞治疗申报和注册流程明确，公司有望在 18 年上半年完成 CD19 CAR-T 的临床申报。
 - 4) 重组人胰岛素、重组甘精胰岛素、重组赖脯胰岛素三期临床稳步推进，有望在年内获得关键数据。
 - 5) 创新生物药方面：针对 VEGFR2、EGFR、PD-1 的靶点在台湾、美国、国内同步开展临床。
 - 6) 小分子创新药方面：万格列净片、注射用 FN-1501、FCN-437c 胶囊等陆续获批临床。

盈利预测

- 考虑到费用投入的加大，我们下调公司盈利预测值 2018-2020 年净利润为 27.49/34.59/43.27 亿。考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期，给予买入评级。

风险提示

- 并购低于预期、整合低于预期。复星医药已经在并购整合方面证明了自己优秀能力，但是对于每一个并购项目而言都存在并购及整合的不确定性。
- 新产品获批低于预期：药审改革之后国内的药品审批速度大大加速，但是对于具体品种而言，仍然存在审批的不确定性。
- 产品降价。对于仿制药而言，竞争日趋激烈，在医保控费的大环境下，存在产品降价的风险。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 主营业务收入 | 12,609 | 14,629 | 18,534 | 25,020 | 28,790 | 33,259 | 货币资金 | 4,029 | 5,996 | 7,249 | 7,800 | 8,000 | 8,800 |
| 增长率 | | 16.0% | 26.7% | 35.0% | 15.1% | 15.5% | 应收账款 | 2,348 | 2,621 | 4,206 | 4,923 | 5,507 | 6,362 |
| 主营业务成本 | -6,308 | -6,718 | -7,609 | -10,183 | -11,430 | -13,071 | 存货 | 1,649 | 1,671 | 2,751 | 3,208 | 3,319 | 3,796 |
| %销售收入 | 50.0% | 45.9% | 41.1% | 40.7% | 39.7% | 39.3% | 其他流动资产 | 300 | 477 | 851 | 937 | 982 | 1,041 |
| 毛利 | 6,301 | 7,910 | 10,925 | 14,837 | 17,360 | 20,188 | 流动资产 | 8,325 | 10,764 | 15,056 | 16,868 | 17,808 | 19,998 |
| %销售收入 | 50.0% | 54.1% | 58.9% | 59.3% | 60.3% | 60.7% | %总资产 | 21.8% | 24.6% | 24.3% | 26.4% | 27.4% | 29.8% |
| 营业税金及附加 | -106 | -153 | -223 | -250 | -288 | -333 | 长期投资 | 17,234 | 18,850 | 21,124 | 21,125 | 21,124 | 21,124 |
| %销售收入 | 0.8% | 1.0% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 固定资产 | 5,765 | 6,305 | 8,316 | 8,191 | 8,018 | 7,896 |
| 营业费用 | -2,815 | -3,704 | -5,791 | -8,157 | -9,385 | -10,776 | %总资产 | 15.1% | 14.4% | 13.4% | 12.8% | 12.4% | 11.8% |
| %销售收入 | 22.3% | 25.3% | 31.2% | 32.6% | 32.6% | 32.4% | 无形资产 | 6,562 | 7,144 | 16,776 | 17,070 | 17,263 | 17,363 |
| 管理费用 | -1,906 | -2,312 | -2,749 | -4,253 | -4,693 | -5,322 | 非流动资产 | 29,876 | 33,003 | 46,915 | 47,076 | 47,094 | 47,072 |
| %销售收入 | 15.1% | 15.8% | 14.8% | 17.0% | 16.3% | 16.0% | %总资产 | 78.2% | 75.4% | 75.7% | 73.6% | 72.6% | 70.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,473 | 1,742 | 2,162 | 2,177 | 2,994 | 3,758 | 资产总计 | 38,202 | 43,768 | 61,971 | 63,944 | 64,902 | 67,071 |
| %销售收入 | 11.7% | 11.9% | 11.7% | 8.7% | 10.4% | 11.3% | 短期借款 | 7,334 | 5,650 | 10,478 | 9,005 | 6,096 | 3,398 |
| 财务费用 | -450 | -401 | -555 | -874 | -894 | -683 | 应付款项 | 2,467 | 2,799 | 4,735 | 6,048 | 6,831 | 7,821 |
| %销售收入 | 3.6% | 2.7% | 3.0% | 3.5% | 3.1% | 2.1% | 其他流动负债 | 1,138 | 1,659 | 1,387 | 1,624 | 1,813 | 2,049 |
| 资产减值损失 | -70 | -79 | -62 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 10,939 | 10,109 | 16,600 | 16,677 | 14,739 | 13,268 |
| 公允价值变动收益 | -2 | 12 | 44 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 1,676 | 2,183 | 5,580 | 5,580 | 5,580 | 5,581 |
| 投资收益 | 2,347 | 2,125 | 2,307 | 2,300 | 2,300 | 2,300 | 其他长期负债 | 4,917 | 6,226 | 10,050 | 9,415 | 9,415 | 9,415 |
| %税前利润 | 69.6% | 59.5% | 56.8% | 63.8% | 52.2% | 42.8% | 负债 | 17,532 | 18,517 | 32,230 | 31,672 | 29,734 | 28,264 |
| 营业利润 | 3,297 | 3,399 | 4,075 | 3,602 | 4,400 | 5,375 | 普通股股东权益 | 18,182 | 22,190 | 25,327 | 27,398 | 29,834 | 33,013 |
| 营业利润率 | 26.2% | 23.2% | 22.0% | 14.4% | 15.3% | 16.2% | 少数股东权益 | 2,488 | 3,060 | 4,415 | 4,875 | 5,335 | 5,795 |
| 营业外收支 | 75 | 172 | -13 | 3 | 3 | 3 | 负债股东权益合计 | 38,202 | 43,768 | 61,971 | 63,944 | 64,902 | 67,071 |
| 税前利润 | 3,372 | 3,572 | 4,062 | 3,605 | 4,403 | 5,378 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 26.7% | 24.4% | 21.9% | 14.4% | 15.3% | 16.2% | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 所得税 | -501 | -350 | -476 | -397 | -484 | -592 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 14.9% | 9.8% | 11.7% | 11.0% | 11.0% | 11.0% | 每股收益 | 1.063 | 1.162 | 1.252 | 1.102 | 1.386 | 1.734 |
| 净利润 | 2,871 | 3,221 | 3,585 | 3,209 | 3,919 | 4,787 | 每股净资产 | 7.857 | 9.190 | 10.151 | 10.980 | 11.957 | 13.231 |
| 少数股东损益 | 411 | 416 | 461 | 460 | 460 | 460 | 每股经营现金净流 | 0.697 | 0.871 | 1.027 | 1.354 | 1.587 | 1.713 |
| 归属于母公司的净利润 | 2,460 | 2,806 | 3,124 | 2,749 | 3,459 | 4,327 | 每股股利 | 4.374 | 4.374 | 6.171 | 0.360 | 0.410 | 0.460 |
| 净利率 | 19.5% | 19.2% | 16.9% | 11.0% | 12.0% | 13.0% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 13.53% | 12.64% | 12.34% | 10.03% | 11.59% | 13.11% |
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 总资产收益率 | 6.44% | 6.41% | 5.04% | 4.30% | 5.33% | 6.45% |
| 净利润 | 2,871 | 3,221 | 3,585 | 3,209 | 3,919 | 4,787 | 投入资本收益率 | 3.75% | 4.11% | 3.60% | 3.58% | 4.93% | 6.08% |
| 少数股东损益 | 411 | 416 | 461 | 460 | 460 | 460 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 720 | 812 | 1,001 | 1,042 | 1,084 | 1,127 | 主营业务收入增长率 | 4.85% | 16.02% | 26.69% | 35.00% | 15.07% | 15.52% |
| 非经营收益 | -1,903 | -1,677 | -1,884 | -1,280 | -1,276 | -1,476 | EBIT增长率 | 23.57% | 18.23% | 24.10% | 0.69% | 37.55% | 25.52% |
| 营运资金变动 | -74 | -253 | -139 | 407 | 232 | -165 | 净利润增长率 | 16.43% | 14.05% | 11.36% | -12.02% | 25.83% | 25.09% |
| 经营活动现金净流 | 1,613 | 2,104 | 2,563 | 3,378 | 3,959 | 4,273 | 总资产增长率 | 9.94% | 14.57% | 41.59% | 3.18% | 1.50% | 3.34% |
| 资本开支 | -1,214 | -1,860 | -2,070 | -1,204 | -1,100 | -1,102 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -1,076 | -575 | -9,333 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 46.9 | 46.2 | 51.3 | 53.0 | 51.0 | 51.0 |
| 其他 | 420 | -12 | 899 | 2,300 | 2,300 | 2,300 | 存货周转天数 | 94.1 | 90.2 | 106.0 | 115.0 | 106.0 | 106.0 |
| 投资活动现金净流 | -1,870 | -2,447 | -10,504 | 1,095 | 1,200 | 1,198 | 应付账款周转天数 | 52.3 | 54.3 | 64.2 | 64.0 | 64.0 | 64.0 |
| 股权募资 | 116 | 2,728 | 3,018 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 137.8 | 128.2 | 129.1 | 89.5 | 71.7 | 56.4 |
| 债权募资 | 2,004 | 571 | 8,929 | -2,127 | -2,909 | -2,696 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -1,532 | -1,773 | -2,210 | -1,795 | -2,050 | -1,975 | 净负债/股东权益 | 33.11% | 20.50% | 43.12% | 33.47% | 21.87% | 10.81% |
| 筹资活动现金净流 | 587 | 1,526 | 9,736 | -3,922 | -4,959 | -4,671 | EBIT利息保障倍数 | 3.3 | 4.3 | 3.9 | 2.5 | 3.3 | 5.5 |
| 现金净流量 | 330 | 1,183 | 1,795 | 551 | 200 | 800 | 资产负债率 | 45.89% | 42.31% | 52.01% | 49.53% | 45.81% | 42.14% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 2 | 8 | 14 | 34 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 3 | 13 |
| 中性 | 0 | 0 | 2 | 2 | 6 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.40 | 1.37 | 1.47 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1 | 2017-01-11 | 买入 | 23.29 | N/A |
| 2 | 2017-03-03 | 买入 | 25.84 | N/A |
| 3 | 2017-03-29 | 买入 | 28.14 | N/A |
| 4 | 2017-04-11 | 买入 | 28.25 | N/A |
| 5 | 2017-04-28 | 买入 | 30.20 | N/A |
| 6 | 2017-08-30 | 买入 | 30.14 | N/A |
| 7 | 2017-09-18 | 买入 | 30.98 | N/A |
| 8 | 2017-09-22 | 买入 | 32.77 | N/A |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH