

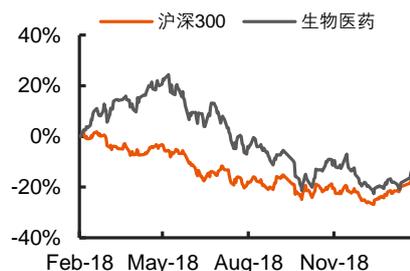
# 生物医药行业 2018 年年报业绩前瞻

2019 年 02 月 15 日

## 2018 年报前瞻：整体向好，分化加剧

### 强于大市（维持）

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业周报\*生物医药\*年报季开启，政策底已过，希望如钻石般珍贵》  
2019-02-11  
《行业周报\*生物医药\*政策迷雾渐消，期待信心重塑》 2019-01-27

#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

**魏巍** 投资咨询资格编号  
S1060514110001  
021-20632019  
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

**倪亦道** 投资咨询资格编号  
S1060518070001  
021-38640502  
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**韩盟盟** 一般从业资格编号  
S1060117050129  
021-20600641  
HANMENG MENG005@PINGAN.COM.CN

**张熙** 一般从业资格编号  
S1060117020002  
021-20632019  
ZHANGXI1218@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。

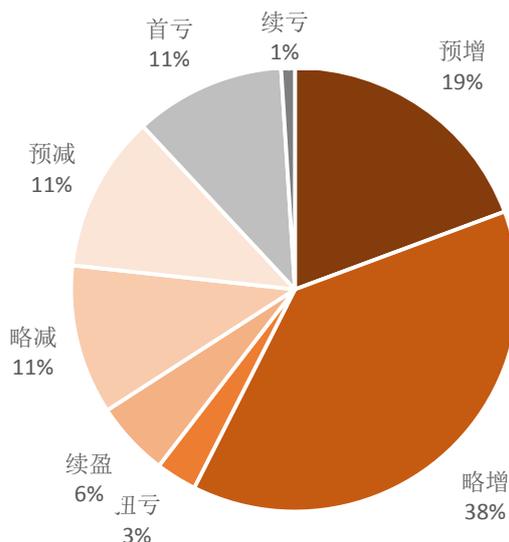
### 投资要点

- **整体业绩向好，内部分化加剧。**截至报告发布日，医药行业共有 206 家企业发布业绩预告，其中预增 43 家，略增 77 家，扭亏 6 家，合计占比 61.16%。受医保控费政策的影响，板块内部企业分化显著，高景气细分领域龙头继续保持较快增长，而辅助用药占比高的企业面临业绩滑坡。从子行业来看，分化较大，预告年报增长（预增+略增+扭亏）的比例各不相同，最高的为医疗器械 81%，其次为化学原料药 75%，化学制剂 64%，医疗服务 63%，医药商业 57%，比例低于 50% 的有两个子行业，分别是中药 49% 和生物制品 41%。
- **重点覆盖公司年报前瞻：**我们对重点跟踪的 38 家医药上市公司 2018 年业绩进行展望如下：净利润增速在 40% 以上的公司有东诚药业等 8 家，净利润增速 20%-40% 的公司有爱尔眼科等 15 家，净利润增速 0-20% 的公司有云南白药等 13 家，净利润增速为负的有复星医药等 2 家（具体参见正文表格）。
- **投资建议：**即将进入年报披露季，将是行业暂时忽略政策扰动、情绪转暖的时间窗口，2018 及 2019Q1 业绩表现优良的企业有望在此期间脱颖而出。从医药板块年报的情况来看，在医保控费的压力下，内部分化已经越来越显著，高景气细分领域龙头将继续保持较快增长，而辅助用药占比高的企业或者核心竞争力不突出的仿制药企业则面临业绩滑坡。我们继续重点看好以下主线：①CRO、CMO 领域将充分受益行业创新升级大潮，建议关注凯莱英、药明康德、药石科技；②核医学领域不受行业政策冲击，且受益于配置证放开市场大幅扩容，建议关注东诚药业、中国同辐；③特色原料药的产业链价值显著提升，具备较强升级转型潜力，建议关注司太立、富祥股份；④口腔医疗及相关耗材充分受益于医疗消费升级，建议关注正海生物、通策医疗；⑤另外，创新储备丰富、仿制药存量销售不大的公司仍然值得长期关注，如科伦药业、海辰药业、千红制药。
- **风险提示：**1) 政策风险：医药行业受各种政策严格监管，在医保资金趋紧的背景下，国家出台了一系列降价控费政策，可能对行业带来不确定性；2) 研发风险：医药是一个创新驱动的行业，医药研发投入大、难度高、周期长，如果研发出临床价值突出的新药，将会给企业带来质的飞跃，但同时也存在研发失败或进度慢于预期的可能；3) 系统风险：医药板块虽然具有一定的防御属性，但如果市场发生系统性风险，指数出现大的波动，医药板块也不可避免受到波及。

## 一、业绩整体向好，内部分化加剧

截至报告发布日，医药行业共有 206 家企业发布业绩预告，其中预增 43 家，略增 77 家，扭亏 6 家，合计占比 61.16%。受医保控费政策的影响，板块内部企业分化显著，高景气细分领域龙头继续保持较快增长，而辅助用药占比高的企业面临业绩滑坡。

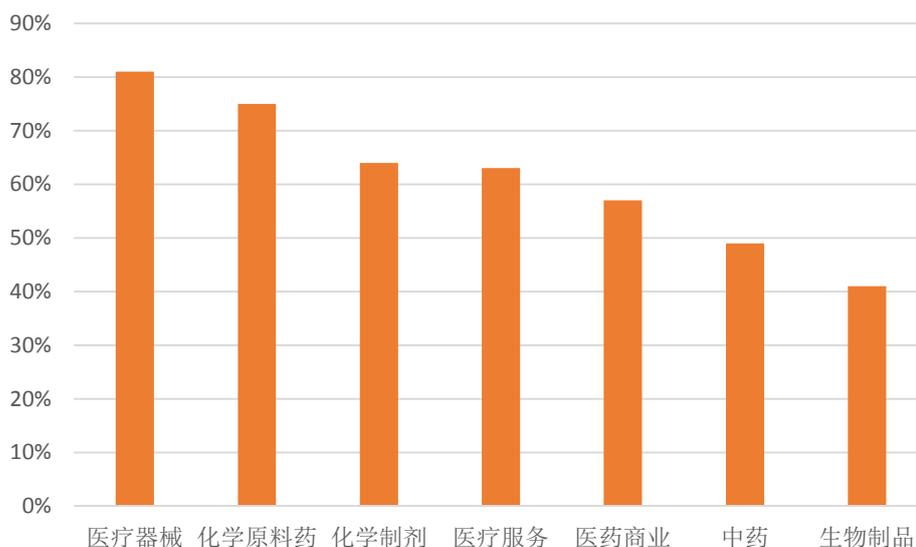
图表1 医药行业大部分公司年报预喜



资料来源：公司公告，平安证券研究所

从子行业来看，分化较大，预告年报增长（预增+略增+扭亏）的比例各不相同，最高的为医疗器械 81%，其次为化学原料药 75%，化学制剂 64%，医疗服务 63%，医药商业 57%，比例低于 50% 的有两个子行业，分别是中药 49% 和生物制品 41%。

图表2 医药行业大部分公司年报预喜



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、重点覆盖公司年报前瞻

我们对重点跟踪的 38 家医药上市公司 2018 年业绩进行展望如下：

- 净利润增速在 40% 以上的公司 8 家：东诚药业( 62% )、通策医疗( 50-55% )、泰格医药( 51-60% )、智飞生物( 230-250% )、药石科技( 80-105% )、润达医疗( 43-52% )、科伦药业( 66% )、正海生物( 约 50% )。
- 净利润增速 20%-40% 的公司 15 家：爱尔眼科( 35-40% )、乐普医疗( 35-45% )、鱼跃医疗( 22% )、华兰生物( 28-35% )、凯莱英( 26-29% )、万东医疗( 36-40% )、安图生物( 26-29% )、一心堂( 25% )、益丰药房( 35% )、柳药股份( 31% )、海辰药业( 25-30% )、华东医药( 20-25% )、京新药业( 约 35% )、千红制药( 25-30% )、司太立( 20-30% )。
- 净利润增速 0-20% 的公司 13 家：云南白药( 5-10% )、天士力( 15-20% )、昆药集团( 0-5% )、安科生物( 10-15% )、迪安诊断( 15-20% )、博腾股份( 10-20% )、九强生物( 10-15% )、透景生命( 5-15% )、大参林( 12% )、景峰医药( 11% )、九州通( 2.8% )、富祥股份( 约 10% )、华润双鹤( 约 15% )。
- 净利润增速为负的 2 家：复星医药( -5-0% )、丽珠集团( -74% )。

图表3 重点覆盖公司 2018 年业绩情况展望

公司	三季报 增速	预计年报增速	分析	评级	催化剂	预计披露时间
东诚药业	40.10%	62.44%	核素药物龙头已经形成正电子和单光子系列核素药物的全布局。PET-CT 装机量 2 年内翻倍，市场有望大幅扩容，业绩有望超预期；那曲肝素市场推广顺利，肝素原料药价格处于上升通道，贡献新增增长点。	强烈推荐	全国 PET-CT 装机量持续增长；肝素原料药涨价；公司业绩超预期	2 月 1 日
云南白药	4.88%	5-10%	第一步混改已落地，预计国改将进一步推进释放活力，优秀的管理团队将带领品牌中药龙头再次腾飞。以“药”为本，打造药品、健康产品、中药资源的品牌集群，实现从“产品经营”向“产业经营”的跨越，持续推进“新白药、大健康”战略。	强烈推荐	国企改革、外延式发展	4 月 12 日
天士力	20.24%	15-20%	普佑克有望成心梗第一品牌，纳入医保快速放量，拓展脑卒中、肺栓塞市场（共达 40 亿）；复方丹参滴丸 FDA III 期前景明朗，积极开拓海内外市场（中国未来 3 年增速 10%+，美国 4 亿美元规模），糖网适应症比肩心绞痛市场（超 40 亿）；上海天士力拟赴港上市，生物药管线单独估值，公司创新药管线估值有待提升。	强烈推荐	丹滴获批上市；普佑克放量；天士力生物港股 IPO	4 月 23 日
昆药集团	-5%	0-5%	专注打造慢病管理体系，强化心脑血管口服剂型，新药研发再次启航，医药商业推行模式创新。	强烈推荐	并购进展；高增长兑现	3 月 23 日
复星医药	-13.44%	-5-0%	公司产业整合进入收获期，扣非净利润占比逐年提高，2017 年已超 75%，过去 5 年 CAGR 达 22%。且各子版块有望跻身第一梯队，依托复宏汉霖成为单抗研发龙头，收购 Gland 跃居制剂出口领军地位，Sisram 香港成功上市构建医疗器械海外融资平台（达芬奇手术机器人从甲类调为乙类，配置权下放到省级，装机量有望加快），与 CAR-T 巨头 Kite 成立复星凯特布局中国（CD19 CAR-T 申请临床	强烈推荐	CD20 利妥昔单抗类似药上市；CAR-T 临床推进	3 月 26 日

公司	三季报增速	预计年报增速	分析	评级	催化剂	预计披露时间
			受理,复制 Yescarta 的美式生产,先发优势明显)。			
爱尔眼科	41.43%	35-40%	作为国内眼科连锁医院龙头,善用资本力量,通过并购基金加速对地市级医院的扩张;省会医院合伙人计划的实施将进一步完善激励机制;互联网医疗领域探索将创新商业模式并提高公司服务能力。	强烈推荐	医院并购推进加快;医院盈利进入加速期	4月26日
安科生物	20.14%	10-15%	继续坚定看好公司在精准医疗领域前瞻性战略布局和管理层强有力的执行力,不断巩固精准医疗龙头地位(CAR-T/CAR-NK 领军者博生吉安科+法医 DNA 检测龙头中德美联+三七七生物基因检测仪+礼进生物 PD-1+元宋生物溶瘤病毒+安科三叶草基因 ctRNA + HER-2 单抗/HER2-ADC+ VEGF 单抗)。首个 CD19-CAR-T 申报临床,曲妥珠单抗类似药启动 III 期临床,迈入研发第一梯队,同时生长激素水针上市申请纳入优先审评,注入新的利润增长动力。	强烈推荐	精准医疗布局推进; CAR-T 临床进展; 法医 DNA 检测业务推进	3月29日
通策医疗	51.33%	50-55%	公司与全球顶级医学院/医疗机构合作,占领医疗临床/学术制高点,致力成为领先的医疗集团。杭州口腔医院迈入高速增长轨道,新建口腔医院从培育期(3-5年)进入盈利期,同时辅助生殖开始贡献利润,眼科业务布局打开估值提升空间。	强烈推荐	口腔加速推进; IVF 布局加快; 开拓眼科	3月29日
迪安诊断	16.84%	15-20%	省级实验室全覆盖,区域中心发展提速,ICL 渗透率和集中度提升空间大;两票制下加速 IVD 渠道整合,共同开发实验室建设,进一步巩固渠道优势;打造质谱+NGS 平台,开拓下一个百亿新市场,构建“诊断+”生态圈。	推荐	新建实验室进入盈利周期; 特检业务推进	3月30日
乐普医疗	54.89%	35-45%	器械板块稳健增长,可吸收支架有望近期获批提升增速;药物板块继续高速增长,“4+7”带来影响已在股价中得到反映。公司新兴产品孵育顺利,上市后上量速度极快,凸显了平台优势。	强烈推荐	可吸收支架获批	3月29日
鱼跃医疗	19.06%	21.82%	家用医疗器械龙头,销售能力强大。2018 年完成经销商梳理调整,渠道库存少,开拓动力足。新产能将于 2019Q2 后陆续落地,解决产能不足问题。上手厂管理层调整,效率有望进一步提升。	强烈推荐	新产能逐步落地拉动业绩; 产品并购预期	4月18日
泰格医药	58.67%	51-60%	创新药产业链持续处于高景气状态。老订单基本执行完毕,一致性评价订单贡献收入,随国内创新药逐步进入临床阶段,公司大临床业务需求持续增加。	推荐	待执行订单持续增加; 新药研发资本投入保持高热度	4月26日
博腾股份	47.59%	10-20%	创新药产业链持续处于高景气状态。公司走出 2017 年丢失订单的阴影,业绩逐季改善。公司加强研发队伍建设,广泛开拓客户,成效正逐步显现。转让浙江博腾减少固定资产,提高产能利用率。	推荐	2019 年业绩显著回暖; 研发实力加强,客户分散度提高	4月18日
华兰生物	22.69%	28-35%	血制品渠道库存下降,公司回款及库存财务指标持续改善,白蛋白采购需求在 2018Q4 重新回升; 四价流感裂解疫苗唯一供应商,2018 年受长生事件等因素影响生产数量偏少,2019 年将步入正轨。	推荐	血制品供需格局改善; 流感裂解疫苗销售超预期	3月29日
智飞生物	280.95%	230-250%	重磅产品持续上量,三联苗维持较高增长,HPV 疫苗推广顺利,供不应求,2019 年供应量将进一步	推荐	HPV 疫苗销售超预期; RV 疫苗上量速度超预	4月23日

公司	三季报增速	预计年报增速	分析	评级	催化剂	预计披露时间
			增加, 9 价疫苗获批抢占增量市场。RV 疫苗获批, 2018 年末开始批签发, 2019 年进入正式销售。预防用微卡及 EC 试剂潜力巨大, 有望在年内获批。		期; 预防用微卡及 EC 试剂获批	
凯莱英	29.95%	26-29%	创新药产业链持续处于高景气状态。海外订单维持高速增长态势, 国内创新药崛起带动国内业务发展。研发能力强大, 连续性反应与酶催化技术进入大规模使用阶段, 降低成本减少污染。 公司业务向 CRO、生物 CMO 延伸, 力求打造创新药全产业链服务平台。	强烈推荐	国内订单快速增长; CRO 业务逐步成型	3 月 16 日
药石科技	78.61%	80-105%	创新药产业链持续处于高景气状态。砌块库独家新品进一步增加, 充分满足客户需要, 公司技术能力凸显。收购浙江博腾增加大规模生产设施, 有望承接更多订单业务。	推荐	订单业务超预期	4 月 2 日
万东医疗	40.03%	36-40%	DR 保持国内第一地位, 在政府标较少的情况下充分挖掘潜能, 增长远超行业平均水平; MR、DSA 受益于需求增加与配置证放松, 取得显著增长。CT 正式进入销售。万里云接近盈亏平衡。	推荐	政府采购数量与节奏超预期	4 月 27 日
九强生物	6.43%	10-15%	基本面改善。生化产品保持稳定增长, 与国药合作进一步打开市场; 血凝产品经过 2018 年上半年的调整后逐步进入正轨, 增长势头迅猛。与雅培合作的里程碑款将在 2019 年兑现。	推荐	与雅培合作里程碑金结算; 血凝销售显著提升	3 月 29 日
润达医疗	45.12%	43-52%	基本完成了全国多数省份的布局, 并凭借丰富的集成业务经验将普通经销转化为打包业务。公司自有产品陆续问世, 提升公司议价能力强化盈利水平。	推荐	现金流进一步改善; 收购标的业绩对赌期后整合顺利	4 月 23 日
透景生命	17.65%	5-15%	流式荧光产品在三级医院与外资发光设备直接竞争, 实现进口替代; 上市后公司加强销售与市场部门, 增加医院覆盖广度与深度。甲基化试剂上市, 2018H2 正在各地办理收费, 有望于 2019 年放量。	推荐	流式荧光设备及试剂销售超预期; 甲基化试剂销售上量	4 月 25 日
安图生物	27.01%	26-29%	磁微粒发光产品继续高速增长, 装机数与单产均处于国内前列; 流水线正式开始投放, 显著带动发光设备单产并导入医院的生化试剂需求; 质谱设备进入销售阶段, 引领微生物检测需求。	推荐	流水线投放超预期; 试剂产品销售超预期	3 月 28 日
一心堂	32.46%	25%	公司 2019 年大概率继续维持高速开店的趋势, 巩固云南、川渝、广西、海南市场, 贵州、山西快速崛起。小规模纳税人对公司利好明显, 将明显增厚公司利润。	推荐	出台处方外流政策宽松	2 月 26 日
益丰药房	40.23%	35%	2018 年公司收购了包括新兴药房在内的几个大标的, 新开拓了河北市场, 在已有市场的优势得到巩固。2019 年公司继续高速的外延扩张步伐, 再加上收购标的的并表, 业绩增速有望维持 30% 以上。	推荐	开店速度加快	4 月 10 日
大参林	12.90%	12%	两广地区连锁药店龙头, 深耕广东, 省内尚有翻倍的提升空间。2017 年、2018 年门店数量增长较快, 次新店逐渐成为成熟门店为 2019 年带来充足的增长动力。	推荐	收购事项	4 月 23 日
科伦药业	164.8%	66%	接近 2000 人的研究院, 2018-2020 年将上市近 70 个品种, 成为业绩重要推动力, 长期增长潜力充足。抗生素中间体满产, 规模效应逐渐体现; 大输液平稳增长。	推荐	抗生素原料药涨价; 环保监察趋严; 上市仿制药放量	3 月 21 日
丽珠集团	-77.86%	-74%	艾普拉唑水针将于 2019 年继续放量, 拉动消化道产品线增长; 重组人绒毛促性素上市, 辅助生殖线产	推荐	生育政策放宽; 原料药	3 月 28 日

公司	三季报增速	预计年报增速	分析	评级	催化剂	预计披露时间
			品稳健增长；参芪扶正和鼠神经生长因子下降趋缓，对收入的影响减小。		涨价	
景峰医药	13.34%	11%	公司进行彻底的销售改革，促进主要品种参芎葡萄糖注射液往基层和空白市场的销售；公司资源向口服中成药倾斜，该部分业务增长迅速；氟比洛芬酯有望于 2019 年上市，带来新的业绩增长。	推荐	氟比洛芬酯上市	3 月 28 日
柳药股份	34.94%	31%	药品流通业务在广西省内经营扎实，市场占有率稳步提升；中药饮片、中成药业务增长迅速；零售药房开店提速，规模高速增长；器械业务、IVD 业务均发展良好。	推荐	业绩维持较高速增长	3 月 28 日
九州通	7.71%	2.8%	药品零售批发业务直接向终端的渗透率提高，拉动该部分业务维持较高速增长；分级诊疗导致患者流向基层转移，利好公司基层配送业务；医院配送业务稳步增长。	推荐	融资利率降低	4 月 26 日
正海生物	68.56%	约 50%	公司是生物再生材料领域龙头，技术壁垒高，受益于口腔医学的快速增长。现有品种保持快速增长，同时重磅品种活性生物骨获得受理，后续研发梯度丰富，预计 2020 年迎来落地高峰。看好公司在人口老龄化及进口替代趋势下持续快速成长。	推荐	活性生物骨研发进度超预期，现有品种放量提速	3 月 30 日
海辰药业	35.74%	25%–30%	短期来看，公司核心品种托拉塞米前三季度同比增长 140%，二线品种头孢替安、替加环素、头孢西酮分别增长 117%、73%、371%；中期来看，高端仿制药长春西汀、兰地洛尔、埃索美拉唑望近期上市，后续利伐沙班、阿哌沙班、达比加群酯等重磅品种顺利推进，预计每年落地 2–3 个；长期来看，与 NMS 整合提升创新能力，部分潜力品种有望引入。	推荐	NMS 重磅品种研发迎关键进展；公司获得相关品种国内权益；仿制药大品种获批	4 月 2 日
华东医药	22.19%	20%–25%	公司受益医保调整和基层放量，业绩维持稳定增长，重点品种进口替代空间大，通过一致性评价后受益明显，同时研发管线厚积薄发，望持续输出增长动能。公司将医美作为重要业务分支，积极进行国际化布局，并购英国 Sinclair Pharma plc 项目在按计划进行中	推荐	商业部分恢复；重磅研发品种进度超预期	4 月 19 日
京新药业	34.22%	约 35%	公司成品药受益营销改革、一致性评价、医保调整等因素快速增长，原料药结构持续优化，医疗器械有望触底反弹。同时公司回购股份实施员工持股计划有望进一步提升核心人员活力，目前共回购超 3 亿元，占总股本 4.67%。后续在研品种丰富，具备精神神经龙头潜力。	推荐	员工持股计划实施；业绩超预期；重磅品种获批	4 月 27 日
千红制药	21.76%	25%–30%	肝素原料药量价齐升，标准肝素制剂提价工作加速推进，胰激肽原酶和复方消化酶继续保持高速增长，叠加两大创新药平台的成果进入快速转化期，2018 年为公司业绩拐点。	推荐	创新药进展；肝素制剂销售超预期	4 月 23 日
司太立	19.94%	20%–30%	公司作为碘造影剂原料龙头，收购海神后，龙头地位巩固。伴随制剂进口替代，公司将持续放量。带量采购时代，原料药价值重塑，产业链地位提升，同时也具备向下游延伸的主动权。	推荐	制剂获批；原料药进口替代加速	4 月 24 日
富祥股份	25.68%	约 10%	公司是 $\beta$ 内酰胺类酶抑制剂原料药龙头，2018 年受益于产品量和相关产品提价，业绩表现靓丽。目前不断向产业链下游延伸，积极规划无菌原料药和制剂，包含美罗培南、他唑巴坦钠、舒巴坦钠及哌拉西林钠他唑巴坦（8:1）混粉，逐步提升产品	推荐	原材料价格大幅下降；重点在研品种进度超预期	4 月 29 日

公司	三季报 增速	预计年报增速	分析	评级	催化剂	预计披露时间
			利润附加值。			
华润双鹤	14.25%	15%左右	公司目前三大板块齐发力，产品结构持续优化，慢病业务重点品种增长稳健，专科业务持续放量，通过外延并购和产品引进，未来专科业务有望再上一层楼。	推荐	并购；输液板块持续优化	3月15日

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、投资建议

即将进入年报披露季，我们之前多次提出，年报披露季将是行业暂时忽略政策扰动、情绪转暖的时间窗口，2018及2019Q1业绩表现优良的企业有望在此期间脱颖而出。从医药板块年报的情况来看，在医保控费的压力下，内部分化已经越来越显著，高景气细分领域龙头将继续保持较快增长，而辅助用药占比高的企业或者核心竞争力不突出的仿制药企业则面临业绩滑坡。我们继续重点看好以下主线：①CRO、CMO领域将充分受益行业创新升级大潮，建议关注凯莱英、药明康德、药石科技；②核医学领域不受行业政策冲击，且受益于配置证放开市场大幅扩容，建议关注东诚药业、中国同辐；③特色原料药的产业链价值显著提升，具备较强升级转型潜力，建议关注司太立、富祥股份；④口腔医疗及相关耗材充分受益于医疗消费升级，建议关注正海生物、通策医疗；⑤另外，创新储备丰富、仿制药存量销售不大的公司仍然值得长期关注，如科伦药业、海辰药业、千红制药。

### 四、风险提示

- 1) 政策风险：医药行业受各种政策严格监管，在医保资金趋紧的背景下，国家出台了一系列降价控费政策，可能对行业带来不确定性；
- 2) 研发风险：医药是一个创新驱动的行业，医药研发投入大、难度高、周期长，如果研发出临床价值突出的新药，将会给企业带来质的飞跃，但同时也存在研发失败或进度慢于预期的可能；
- 3) 系统风险：医药板块虽然具有一定的防御属性，但如果市场发生系统性风险，指数出现大的波动，医药板块也不可避免受到波及。

## 平安证券研究所投资评级:

### 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  $\pm 10\%$ 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  $\pm 5\%$ 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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股份有限公司(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他人。

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。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

#### 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