

## 上海医药(601607)/医药商业

## 工商业稳健经营，研发投入力度继续加强

**评级：买入(维持)**

市场价格：20.05

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理：王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2842
流通股本(百万股)	1923
市价(元)	20.05
市值(百万元)	520
流通市值(百万元)	386

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**

- 1 研发高投入拖累工业业绩，联合营企业贡献大幅改善
- 2 工业、商业经营继续向好，研发进展亮点多
- 3 工业内生进一步提速，商业实力提升显著

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	130847.1	159084.4	170760.9	185102.	199215.
增长率 yoy%	8.35%	21.58%	7.34%	8.40%	7.62%
净利润	3520.65	3881.06	4168.33	4647.01	5121.00
增长率 yoy%	10.14%	10.24%	7.40%	11.48%	10.20%
每股收益(元)	1.24	1.37	1.47	1.64	1.80
每股现金流量	0.93	1.10	1.01	1.00	1.94
净资产收益率	10.35%	9.95%	9.65%	9.71%	9.67%
P/E	24.35	22.09	20.56	18.45	16.74
PEG	2.40	2.16	2.78	1.61	1.64
P/B	2.52	2.20	1.98	1.79	1.62

备注：

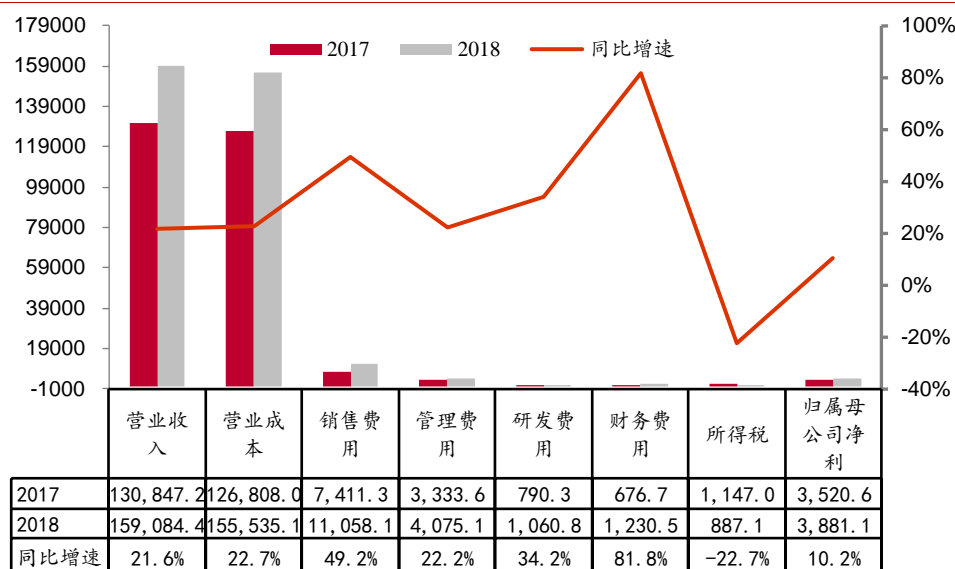
**投资要点**

- **事件：公司发布 2018 年报，报告期内公司实现营收 1590.8 亿元，同比增长 2 1.6%；实现归母净利润 38.8 亿元，同比增长 10.2%；实现归母扣非净利润 1 7.6 亿元，同比下滑 6.8%；公司经营现金净流入 31.4 亿元，同比增长 1 8.4%，其中医药工业实现经营性现金 24.7 亿元；医药商业实现经营性现金净流入 9.8 亿元。具体业务板块，医药工业实现收入 194.6 亿元，同比增长 2 9.9%，继续保持高速增长；医药商业实现收入 1,396.2 亿元，同比增长 20.5%。**
- **点评：公司的收入表现符合我们的预期，其中扣非利润同比下滑，主要系报告期内公司研发费用投入大幅增长及计提商誉减值准备所致，还原研发费用及商誉减值准备后的扣除非经常性损益的净利润同比增长 13.85%。财务方面，公司的销售毛利率 14.16%，同比增加 138bp，同时去年销售费用率 6.95%，同比增加 130bp，这主要由于两票制后公司商业直销比例增加和部分工业产品低开转高开所致，扣除销售费用率后的利润率实际得到小幅增长；管理费用率整体 3.23%，同比增加 8bp，主要系研发费用同比增长 34%所致；财务费用率为 0.77%，同比增加 25bp，对全年利润拖累较大；去年 4 季度单季财务费用 1.59 亿，环比显著下降，受益于去年 4 季度开始的融资环境改善，我们认为今年财务费用增长速度将明显放缓。**
- **工业板块业绩持续保持较快增长，部门整合和集约化管理持续激发下属企业活力；工业收入同比增长 29.9%，贡献利润 16.7 亿元，同比增长 15.6%；公司持续推进研发、生产、营销各个部门的整合和集约化管理；全年过亿品种达 3 1 个，较去年增加 3 个；完成收购天普 26.4%，实现绝对控股，公司的专科和创新药销售能力得到进一步提升；核心子公司上海新亚、上海药材、青岛国风、厦门中药厂等公司业绩取得高增长，而第一生化和正大青春宝两家公司业绩表现不佳。我们预计保持既定发展策略 2019 年工业板块业绩依然有望实现 15% 左右的增长。**
- **研发投入继续高增长，创新药研发稳步推进，研发平台建设取得多方面进展。公司研发总投入 13.9 亿元，其中研发费用化投入合计 10.61 亿元，同比增长 3 4.2%；其中创新药占比 18.7%，截至目前公司已有 10 个新活性实体处于等待临床和临床阶段，其中 2 个产品处于临床 II 期，我们认为 SPH3127、HER2 单抗组合物及雷腾舒等产品若开发成功，将具有良好的市场潜力。组建美国上药费城实验室作为海外高端制剂研发平台，设立上药生物治疗中心专注细胞治疗全面开发，与国内领先的高端制剂团队合资设立了上海惠永药物研究有限公司，聚焦新型制剂、给药装置等方面的研发等，通过以上研发平台的布局，公**

司的创新药合作和研发实力有望获得显著提升。

- **大力投入一致性评价，申报品种数量和进度处于国内第一梯队。**截至目前公司已经向 NMPA 递交了 28 个品种的一致性评价，其中 4 个产品已获得批准，除了主力品种已基本提交外，公司亦申报了很多非热门品种，我们认为通过一致性评价，有益于这些产品的重新定价和竞争格局的优化，其销售有望得到显著的提升。
- **医药商业收入上升为国内第 2 名，经过两票制调整业绩平稳增长。医药商业贡献利润 17.6 亿元，同比增长 8.9%。**2018 年 2 月公司完成对上药康德乐的并购，全年贡献收入约 200 亿元，产生利润 1.8 亿元，同比增长 15%，净利率提升至 0.9%；融合康德乐后，上海医药成为全中国最大的进口总代理商和分销商，无论在进口的品规数和销售金额都位居全国第一。2018 年公司进口药品占公司药品分销收入 55.0%，已成公司分销业务重要组成部分。由于去年是两票制过度年，公司原有业务收入端受到影响，其中上药控股收入 818 亿元，同比保持稳定，而上药科园收入 333 亿元，同比增长 13.9%，主要依赖于对辽宁外贸的并购。展望 2019 年，由于两票制已经过渡完成，今年上半年公司销售及管理费用率有望同比有所减低，同时由于融资环境的改善，财务费用也有改善空间，尽管带量采购试点已经开始，但总体规模对公司短期影响有限，我们认为商业板块业绩全年仍有希望做到高个位数增长。
- **外延并购继续发力，全国商业配送网络进一步完善。**公司先后收购了辽宁外贸、上药控股贵州、上药控股遵义、海南天瑞，迅速在辽宁省、贵州省、海南省内打开局面。于此同时并购了惠州市上药同泰、江苏大众医药物流、四川瑞德药业等，重点区域竞争力进一步提升。
- **参股企业 2019 年有望实现平稳增长。**2018 年参股企业贡献利润 6.5 亿元，同比增加 17.4%；联合营企业上海罗氏、和黄药业业绩表现良好；以上两家公司的产品力强，我们认为参股企业 2019 年贡献利润仍有望保持两位数以上增长。
- **盈利预测和投资建议：我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 1708 亿元、1851 亿元和 1992 亿元，同比分别增长 7.4%、8.4%、7.6%；归属于母公司净利润分别为 41.7 亿元、46.5 亿元和 51.2 亿元，同比分别增长 7.4%、11.5%和 10.2%；对应 EPS 分别为 1.47 元、1.64 元、1.80 元。我们给予公司 2019 年 16-18 倍 PE，对应价格区间 23.5-26.5 元，维持买入评级。**
- **风险事件提示：医药商业环境竞争加剧利润率下滑；带量采购带来药品价格的大幅下滑风险；创新药项目的开发不达预期；**

图表 1: 上海医药主要财务数据表现



来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 2: 上海医药分季度财务数据表现

	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q
营业收入	29,275.6	30,419.7	30,821.5	30,247.8	33,129.5	32,649.4	33,252.6	31,815.7	36,386.1	39,492.6	41,722.9	41,482.8
营收同比增长	16.5%	17.8%	9.7%	14.2%	13.2%	7.3%	7.9%	5.2%	9.8%	21.0%	25.5%	30.4%
营收环比增长	10.6%	3.9%	1.3%	-1.9%	9.5%	-1.4%	1.8%	-4.3%	14.4%	8.5%	5.6%	-0.6%
营业成本	25,731.9	26,751.8	27,260.8	26,786.4	29,027.6	28,493.0	29,131.2	27,470.8	30,928.1	34,002.8	36,056.0	35,534.6
营业费用	1,505.1	1,537.1	1,529.4	1,495.9	1,761.4	1,812.9	1,710.3	2,126.7	2,679.9	2,537.9	2,696.3	3,144.0
管理费用	822.9	834.3	905.8	1,005.0	920.9	927.5	1,011.1	1,264.4	1,100.9	728.3	1,114.5	1,131.4
财务费用	144.3	146.6	137.6	158.2	175.4	209.4	220.6	71.3	290.8	347.2	433.6	158.8
营业利润	1,124.7	1,182.9	1,004.1	895.4	1,375.6	1,256.7	1,122.8	1,473.1	1,529.5	1,556.4	1,666.9	455.5
利润总额	1,359.4	1,222.2	1,066.9	990.5	1,413.1	1,341.6	1,179.1	1,271.0	1,522.0	1,582.9	1,651.1	587.3
所得税	256.0	225.4	215.1	112.8	272.3	275.3	260.6	338.8	328.9	320.9	149.0	88.3
归母净利润	889.4	843.1	724.7	739.2	999.4	925.7	763.5	832.0	1,020.0	1,013.3	1,338.6	509.2
少数股东损益	214.0	153.7	127.1	138.5	141.4	140.6	155.0	100.1	173.1	248.8	163.5	-10.2

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

**图表 3: 上海医药核心工业公司的收入利润情况**

子公司名称	主要产品&业务	百万元	2015	2016	2017	2018
上药信谊药厂	培菲康、地高辛、糜蛋白酶	收入	2397	3192.4	3574	4991
		yoy	-11.3%	33.2%	12.0%	39.6%
		净利润	182.1	187.5	267	298
		yoy	66.6%	3.0%	42.4%	11.6%
上药第一生化	二丁酰环磷腺苷钙; 瓜蒌皮注射液; 丹参酮IIA磺酸钠	收入	1192.5	1001.6	1313	1860
		yoy	-0.6%	-16.0%	31.1%	41.7%
		净利润	369.9	260	298	217
		yoy	2.3%	-29.7%	14.6%	-27.2%
中西三维药业	羟氯喹、度洛西汀、阿立哌唑、上海罗氏30%	收入	881.6	812.4	908	995
		yoy	-11.0%	-7.8%	11.8%	9.6%
		净利润	315.5	302	339	461
		yoy	-26.0%	-4.3%	12.3%	36.0%
上药新亚	头孢替安、注射用兰索拉唑、两性霉素脂质体、哌拉西林钠舒巴坦钠	收入	2027.3	1979.9	1997	2337
		yoy	15.5%	-2.3%	0.9%	17.0%
		净利润	41.3	60.8	34	108
		yoy	-	47.2%	-44.1%	217.6%
常州药业	沙利度胺、瑞舒伐他汀原料; 医药商业	收入	4934.5	5276.5	5762	5014
		yoy	5.6%	6.9%	9.2%	-13.0%
		净利润	159.5	151.8	196	217
		yoy	7.2%	-4.8%	29.1%	10.7%
正大青春宝	参麦注射液、	收入	1202.6	1239	1277	1133
		yoy	6.6%	3.0%	3.1%	-11.3%
		净利润	135.8	164.1	184	75
		yoy	4.0%	20.8%	12.1%	-59.2%
青岛国风	红源达、养心氏	收入	840.5	964	1074	1181
		yoy	22.4%	14.7%	11.4%	10.0%
		净利润	72.7	-3.3	53	75
		yoy	6509.1%	-104.5%		41.5%
辽宁好护士	乳癖消; 疝气片	收入	548	507.7	552	593
		yoy	6.3%	-7.4%	8.7%	7.4%
		净利润	55.5	45.2	30	38
		yoy	29.1%	-18.6%	-33.6%	26.7%
上海市药材	银杏酮酯系列、人工麝香、联营和黄药业	收入	4473.4	4785.5	5052	4951
		yoy	7.7%	7.0%	5.6%	-2.0%
		净利润	212.4	524.6	334	524
		yoy	83.6%	147.0%	-36.3%	56.9%
厦门中药厂	八宝丹、新癪片	收入	313.1	390.1	364	394
		yoy	-5.8%	24.6%	-6.7%	8.2%
		净利润	46.4	44.2	32	62
		yoy	13.7%	-4.7%	-27.6%	93.8%
天普药业	天普洛安、尤瑞克林	收入	1384.7	1453.1	1126.4	463
		yoy		4.9%	-22.5%	
		净利润	210	203.8	43.5	82
		yoy		-3.0%	-78.7%	

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 4: 公司核心商业公司的业绩表现情况 (单位, 百万元)

		2014	2015	2016	2017	2018
上药控股	收入	56089.4	63431.5	75129.8	81555	81789
	yoy		13.1%	18.4%	8.6%	0.3%
	净利润	927.5	1023.9	1223.6	1325	1379
	yoy		10.4%	19.5%	8.3%	4.1%
上药科园	收入	19864.0	24206.8	27735.5	29270	33349
	yoy		21.9%	14.6%	5.5%	13.9%
	净利润	355.0	271.3	236.8	679	419
	yoy		-23.6%	-12.7%	186.7%	-38.3%

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 5: 公司分季度医药分销业务表现情况 (单位, 百万元)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
分销收入	261.1	272.6	279.3	273.2	294.9	290.3	293.6	282.7	314.5	348	368.1	363.9
同比增速					12.9%	6.5%	5.1%	3.5%	6.6%	19.9%	25.4%	28.7%
环比增速		4.4%	2.5%	-2.2%	7.9%	-1.6%	1.1%	-3.7%	11.2%	10.7%	5.8%	-1.1%
毛利率	5.99%	6.05%	5.96%	5.56%	6.15%	5.97%	6.15%	6.21%	6.48%	6.86%	6.65%	7.36%

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 6: 上海医药创新药研发管线

药物	靶点/机制	适应症	IND	I期	II期	III期	备注
羧基雷公藤内酯醇	XPBi	类风湿性关节炎	→				主要针对女性患者
		艾滋病慢性异常免疫激活	→			FIC	
SPH3127片	肾素抑制剂	高血压	→				领域国内唯一在研, BIC潜力
重组抗CD20人源化单克隆抗体注射液	CD20	NHL/CLL	→				全人源化CD20抗体
SPH1188-11片	EGFR不可逆抑制剂	EGFR+ NSCLC	→				暂开发用于一代EGFR-TKI失败或不耐受后患者
注射用重组抗HER2人源化单抗-MCC-DM1偶联剂	HER2	HER2+MBC	→				国内7家临床阶段
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体组合物	HER2	HER2+MBC, 新辅助治疗	→				国内独家, 推测为 herceptin+perjeta
注射用重组抗CD30人鼠嵌合单克隆抗体-MCC-DM1偶联剂	CD30	ALCL,HL,CTCL	→				Adcetris类似物
SPH3348		GC,LC	→				竞争格局好
SPH4480		降糖药物	→				新机制
注射用丹酚酸A	创新中成药	心脑血管	→				

来源: 中泰证券研究所, 公司公告

**图表 7: 上海医药已申报一致性评价的产品和进度**

受理号	通用名	子公司	状态	状态开始时间
CYHB1850036	盐酸二甲双胍缓释片	上海上药信谊药厂有限公司	已批准	2018/12/21
CYHB1850124	氢氯噻嗪片	常州制药厂有限公司	已批准	2019/1/3
CYHB1850001	盐酸氟西汀胶囊	上海上药中西制药有限公司	已批准	2018/8/7
CYHB1750026/34	卡托普利片	常州制药厂有限公司	已批准	2018/7/6
CYHB1850113	布洛芬缓释胶囊	上海信谊天平药业有限公司	在审评	2018/7/18
CYHB1950119	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	上海上药中西制药有限公司	在审评	2019/1/31
CYHB1840146	溴吡斯的明片	上海上药中西制药有限公司	在审评	2019/1/2
CYHB1850255/56	马来酸伊那普利片	常州制药厂有限公司	在审评	2018/10/18
CYHB1850459	富马酸酮替芬片	常州制药厂有限公司	在审评	2018/12/29
CYHB1940005	复方利血平片	常州制药厂有限公司	在审评	2019/1/21
CYHB1850069	头孢氨苄胶囊	上海福达制药有限公司	在审评	2018/6/1
CYHB1950098	苯磺酸氨氯地平片	上海上药中西制药有限公司	在审评	2019/1/25
CYHB1950124	阿立哌唑片	上海上药中西制药有限公司	在审评	2019/1/31
CYHB1950148	盐酸倍他司汀片	上海中西三维药业有限公司	在审评	2019/3/1
CYHB1940017	甲状腺片	上海中华药业有限公司	在审评	2019/1/21
CYHB1950113	盐酸二甲双胍片	上海上药信谊药厂有限公司	在审评	2019/1/30
CYHB1850114	盐酸二甲双胍片	上海信谊天平药业有限公司	在审评	2018/7/18
CYHB1950038/37	辛伐他汀片	上海信谊万象药业股份有限公司	在审评	2019/1/8
CYHB1950139	硝苯地平缓释片 (II)	上海信谊天平药业有限公司	在审评	2019/1/31
CYHB1840149	磷酸伯氨喹片	上海上药中西制药有限公司	在审评	2019/1/2
CYHB1850453	阿莫西林胶囊	上海新亚药业闵行有限公司	在审评	2019/1/14
CYHB1840138	盐酸克林霉素胶囊	上海新亚药业闵行有限公司	在审评	2019/1/14
CYHB1950082	盐酸氨溴索胶囊	上海信谊天平药业有限公司	在审评	2019/1/18
CYHB1950016	盐酸地尔硫卓片	上海信谊万象药业股份有限公司	在审评	2019/1/11
CYHB1940011	右佐匹克隆片	上海上药中西制药有限公司	在审评	2019/1/17
CYHB1950097	甲硝唑片	上海信谊万象药业股份有限公司	在审评	2019/1/24
CYHB1840148	磷酸氯喹片	上海上药中西制药有限公司	在审评	2019/1/2
CYHB1950084/5	左炔诺孕酮片	上海信谊天平药业有限公司	在审评	2019/1/14

来源: 中泰证券研究所, NMPA, CDE

**图表 8: 上海医药财务预测模型**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	93278	92134	99891	103810	<b>营业收入</b>	159084	170761	185103	199215
现金	18695	21330	21854	20917	营业成本	136521	145744	157352	168315
应收账款	0	40983	44425	47812	营业税金及附加	509	512	567	615
其他应收款	2292	2256	2562	2696	营业费用	11058	12551	14068	16136
预付账款	2049	1982	2251	2349	管理费用	4075	5635	6201	6475
存货	25024	24347	27564	28801	财务费用	1230	1455	1405	1420
其他流动资产	45218	1235	1235	1235	资产减值损失	996	180	180	200
<b>非流动资产</b>	33601	30721	31782	37155	公允价值变动收益	16	5	11	8
长期投资	4367	5000	5400	5800	投资净收益	1263	1000	1100	1000
固定资产	8596	8961	8897	8590	<b>营业利润</b>	5208	5689	6440	7062
无形资产	4117	4043	4080	4061	营业外收入	259	250	300	300
其他非流动资产	16521	12717	13405	18704	营业外支出	124	150	250	250
<b>资产总计</b>	126879	127866	136685	145977	<b>利润总额</b>	5343	5789	6490	7112
<b>流动负债</b>	68710	64857	68326	71701	所得税	887	984	1129	1209
短期借款	19340	18000	18000	18500	<b>净利润</b>	4456	4805	5361	5903
应付账款	35148	36190	39792	42180	少数股东损益	575	637	714	782
其他流动负债	14222	10666	10534	11022	<b>归属母公司净利润</b>	3881	4168	4647	5121
<b>非流动负债</b>	11736	11766	11744	11748	EBITDA	7734	8029	8834	9552
长期借款	6623	6623	6623	6623	EPS (元)	1.37	1.47	1.64	1.80
其他非流动负债	5113	5143	5121	5126	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	80446	76622	80069	83450	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	7420	8057	8770	9553	<b>成长能力</b>				
股本	2842	2842	2842	2842	营业收入	21.6%	7.3%	8.4%	7.6%
资本公积	15845	15845	15845	15845	营业利润	-0.4%	9.2%	13.2%	9.7%
留存收益	20819	24495	29142	34263	归属于母公司净利润	10.2%	7.4%	11.5%	10.2%
归属母公司股东权益	39014	43187	47845	52974	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	126879	127866	136685	145977	毛利率(%)	14.2%	14.7%	15.0%	15.5%
		0.00	0.00	0.00	净利率(%)	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%
<b>现金流量表</b>					ROE(%)	9.9%	9.7%	9.7%	9.7%
					ROIC(%)	9.9%	12.0%	12.0%	11.6%
<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	3135	2884	2849	5503	资产负债率(%)	63.4%	59.9%	58.6%	57.2%
净利润	4456	4805	5361	5903	净负债比率(%)	35.63%	35.66%	34.12%	33.34%
折旧摊销	1296	884	989	1070	流动比率	1.36	1.42	1.46	1.45
财务费用	1230	1455	1405	1420	速动比率	0.99	1.04	1.05	1.04
投资损失	-1263	-1000	-1100	-1000	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-3309	-4091	-3666	-2130	总资产周转率	1.44	1.37	1.45	1.46
其他经营现金流	725	831	-140	241	应收账款周转率	4	4	4	4
<b>投资活动现金流</b>	-7693	2547	-920	-5520	应付账款周转率	4.37	4.09	4.14	4.11
资本支出	1943	600	600	600	<b>每股指标(元)</b>				
长期投资	-139	783	400	400	每股收益(最新摊薄)	1.37	1.47	1.64	1.80
其他投资现金流	-5889	3931	80	-4520	每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.01	1.00	1.94
<b>筹资活动现金流</b>	7526	-2796	-1405	-920	每股净资产(最新摊薄)	13.73	15.20	16.83	18.64
短期借款	5594	-1340	0	500	<b>估值比率</b>				
长期借款	5663	0	0	0	P/E	22.09	20.56	18.45	16.74
普通股增加	153	0	0	0	P/B	2.20	1.98	1.79	1.62
资本公积增加	2338	0	0	0	EV/EBITDA	12	12	11	10
其他筹资现金流	-6222	-1455	-1405	-1420					
<b>现金净增加额</b>	3036	2636	524	-937					

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。