

**评级：增持(维持)**

市场价格：25.45

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

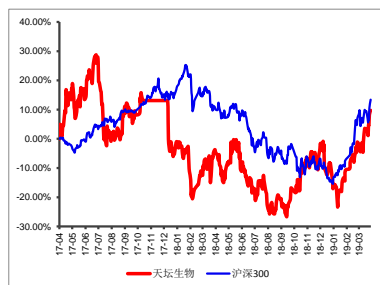
分析师：赵磊

执业证书编号：S0740518070007

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	871.14
流通股本(百万股)	871.14
市价(元)	25.45
市值(百万元)	22170.51
流通市值(百万元)	22170.51

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 天坛生物(600161)-公司点评：血制品业务实现 14%的平稳增长，血浆调拨逐步推进-增持-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20190112

2 天坛生物(600161)-公司点评：获批调拨血浆，有效提高血浆利用率和产能利用率-增持-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20181129

3 天坛生物(600161)-2018Q3 点评：血制品业务稳健增长，季度环比盈利改善-增持-(中泰证券\_江琦\_赵磊)-20181027

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2483.22	2931.06	3445.18	4004.16	4688.21
增长率 yoy%	16.12%	18.03%	17.54%	16.22%	17.08%
净利润	1173.17	509.48	612.95	735.59	944.27
增长率 yoy%	356.69%	-56.57%	20.31%	20.01%	28.37%
每股收益(元)	1.35	0.58	0.70	0.84	1.08
每股现金流量	0.16	0.78	0.85	0.84	1.22
净资产收益率	31.98%	15.11%	15.38%	15.59%	16.67%
P/E	18.90	43.52	36.17	30.14	23.48
PEG	0.05	-0.77	1.78	1.51	0.83
P/B	4.65	6.58	5.56	4.70	3.91

备注：

**投资要点**

- **事件：2019年4月1日，公司发布2018年年报。2018年公司实现营业收入29.31亿元，同比增长66.0%；归母净利润5.09亿元，同比下滑56.8%；扣非归母净利润5.06亿元，同比增长22.2%。拟每10股派发现金股利0.5元(含税)并送红股2股。**
- **点评：整合后血制品业务稳健发展，实现净利润16.78%的增长。**公司血液制品业务实现营业收入29.31亿元，与上年同期(调整后)相比增长31.32%；实现净利润7.36亿元，与上年同期(调整后)相比增长15.47%；实现归母净利润5.09亿元，与上年同期(调整后)相比增长16.78%。经营性现金流净额6.78亿元，同比增长389.59%。分季度来看，2018年随着销售工作的逐步开展，公司血制品销售环比逐步增长。第四季度受成都蓉生产能限制、年底管理费用结算等原因单季度净利率下降至13%，单季度归母净利润1.13亿元、同比下滑16%。人白和静丙是收入主要构成，我们预计占比接近90%。人血白蛋白折算10g/规格销售372.87万瓶，我们预计销售额在12亿左右体量、占比41%；静丙(含冻干)折算2.5g/瓶销售287.29万瓶，我们预计销售额在14亿左右体量、占比49%。其余小制品中，破免250IU/瓶销售109.25万瓶，狂免200IU/瓶销售51.94万瓶，乙免200IU/瓶销售25.59万瓶，三者合计占收入比重预计在10%左右。
- **受整合影响血制品业务毛利率下降近8个百分点，销售费用率基本稳定。**2018年公司血液制品业务毛利率为47.14%，下降接近8个百分点，主要是由于毛利率较高的一类疫苗业务剥离，合并毛利率降低的上海血制等四大血制公司，影响了血制品业务整体毛利率水平。2018年销售费用为1.99亿元，同比增长68.02%，主要原因为血液制品业务加强市场拓展力度、销售费用增加1.25亿元，疫苗业务剥离减少销售费用4,445.77万元，合计增加绝对额约8000万元。管理费用1.95亿元、同比减少20.64%，主要原因为血液制品业务管理费用增加332.07万元；剥离疫苗相关业务管理费用减少5,400.18万元。研发费用1.05亿元，同比增加11.73%，主要原因是血液制品业务推进重组凝血因子、层析静丙等研发费用增加2,657.08万元；剥离疫苗研发费用减少1,550.94万元。
- **公司血制品产品2018年批签发情况：**人血白蛋白(占国产白蛋白批签发量的18%)、静丙(占批签发量的26%)等主要血液制品批签发量居于行业前列，其余产品破免占批签发量的11%、乙免占批签发量的18%，狂免占批签发量的8%。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计2019-2021年公司营业收入分别为34.45、40.04、46.88亿元，同比增长17.54%、16.22%、17.08%，归母净利润分别为6.13、7.36和9.44亿元，同比增长20.31%、20.01%、28.37%，对应EPS为0.70、0.84、1.08元。公司完成整合后已成为血制品行业龙头企业，采浆量和浆站数目均属于行业领先水平，更有第四代静丙和重组凝血因子VIII在研提供未来发展空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**整合不及预期的风险，血制品产品价格波动的风险，血制品业务毛利率下降的风险。

## 内容目录

整合后血制品业务稳健发展，实现净利润 16.78% 的增长 .....	- 3 -
血制品业务实现收入增长 31.32%、归母净利润增长 16.78% .....	- 3 -
受整合影响血制品业务毛利率下降近 8 个百分点，销售费用率基本稳定 ...	- 4 -
主业良好，人白和静丙仍是收入主要构成、占比接近 90% .....	- 4 -
血制品表现稳健，人白和静丙是收入主要构成、占比预计接近 90% .....	- 4 -
重组完成后新开浆站逐步推进，长期浆量成长性可期 .....	- 5 -
在研产品陆续推进，成都蓉生狂免获批生产 .....	- 6 -
投资建议 .....	- 6 -
风险提示 .....	- 6 -
整合不及预期的风险 .....	- 7 -
血制品产品价格波动的风险 .....	- 7 -
血制品业务毛利率下降的风险 .....	- 7 -

## 图表目录

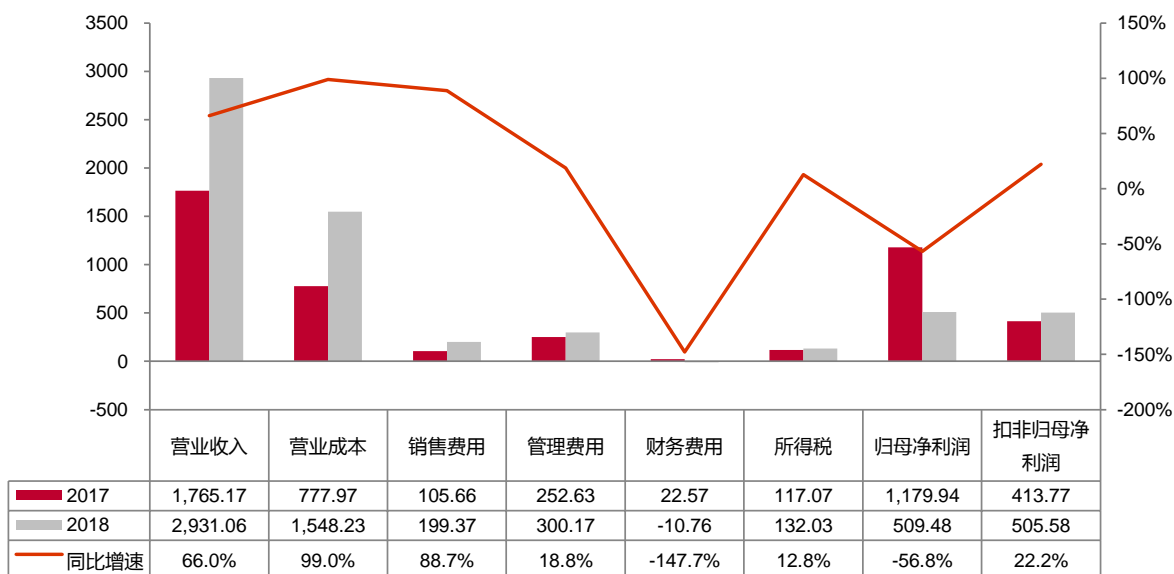
图表 1: 天坛生物主要财务指标变化 (单位: 百万元) .....	- 3 -
图表 2: 天坛生物分季度财务指标变化 (单位: 百万元, %) .....	- 3 -
图表 3: 天坛生物分季度收入情况 (单位: 百万元, %) .....	- 4 -
图表 4: 天坛生物分季度归母净利润情况 (单位: 百万元, %) .....	- 4 -
图表 5: 天坛生物血液制品业务毛利率水平 (单位: %) .....	- 4 -
图表 6: 天坛生物期间费用率情况 (单位: %) .....	- 4 -
图表 7: 2018 年天坛生物分项目收入构成预测 (单位: %) .....	- 5 -
图表 8: 2012-2018 年天坛生物血制品批签发数量及签发量占比 (单位: 统一规格) .....	- 5 -
图表 9: 天坛生物 2018 年新批浆站 (分浆站) 情况 .....	- 6 -
图表 10: 天坛生物在研产品线 .....	- 6 -
图表 11: 天坛生物财务模型预测 .....	- 8 -

## 整合后血制品业务稳健发展，实现净利润 16.78% 的增长

血制品业务实现收入增长 31.32%、归母净利润增长 16.78%

- 2018 年公司实现营业收入 29.31 亿元，同比增长 66.0%；归母净利润 5.09 亿元，同比下滑 56.8%；扣非归母净利润 5.06 亿元，同比增长 22.2%。其中血液制品业务实现营业收入 29.31 亿元，与上年同期（调整后）相比增长 31.32%；实现净利润 7.36 亿元，与上年同期（调整后）相比增长 15.47%；实现归母净利润 5.09 亿元，与上年同期（调整后）相比增长 16.78%。经营性现金流净额 6.78 亿元，同比增长 389.59%。拟每 10 股派发现金股利 0.5 元（含税）并送红股 2 股。

图表 1：天坛生物主要财务指标变化（单位：百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

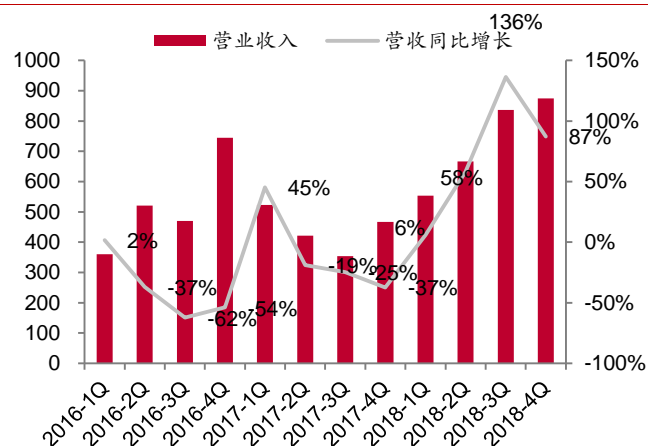
- 2018 年随着销售工作的逐步开展，公司血制品销售环比逐步增长。第四季度受成都蓉生产能限制、年底管理费用结算等原因单季度净利率下降至 13%，单季度归母净利润 1.13 亿元、同比下滑 16%。

图表 2：天坛生物分季度财务指标变化（单位：百万元，%）

项目	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	360.17	520.41	470.03	745.13	522.87	421.30	353.94	467.06	553.66	666.63	836.30	874.47
营收同比增长	2%	-37%	-62%	-54%	45%	-19%	-25%	-37%	6%	58%	136%	87%
营收环比增长	-78%	44%	-10%	59%	-30%	-19%	-16%	32%	19%	20%	25%	5%
营业成本	219.57	243.63	199.52	317.27	240.23	165.87	160.83	211.04	285.07	336.59	442.11	484.46
毛利率	39%	53%	58%	57%	54%	61%	55%	55%	49%	50%	47%	45%
销售费用	13.24	14.53	17.15	83.34	32.20	25.16	23.08	25.22	14.50	54.09	45.92	84.86
管理费用	70.67	81.13	113.35	179.94	72.15	65.97	41.26	73.25	52.64	50.97	47.49	71.76
研发费用												21.39
财务费用	24.08	23.06	23.64	25.21	23.62	10.60	3.00	(14.65)	5.11	(7.49)	(2.74)	(5.65)
营业利润	27.69	112.28	118.18	97.97	144.20	912.74	124.18	173.99	191.05	224.62	274.04	178.65
利润总额	31.07	117.29	124.38	104.88	147.62	913.42	129.29	172.76	194.72	224.57	272.94	175.70
所得税	18.55	19.90	19.06	17.10	27.30	50.71	17.19	21.87	34.75	41.18	48.10	8.01
归母净利润	(0.68)	97.60	86.97	77.88	99.58	845.63	100.53	134.20	110.14	130.14	156.32	112.88
归母净利润同比增长	-106%	78%	116%	680%	NA	766%	16%	72%	11%	-85%	55%	-16%
净利率	0%	19%	19%	10%	19%	201%	28%	29%	20%	20%	19%	13%
扣非归母净利润	(3.72)	92.53	82.14	73.59	96.46	92.54	96.67	128.09	107.64	129.74	156.73	111.47
扣非归母净利润同比	-142%	140%	543%	281%	2695%	0%	18%	74%	12%	40%	62%	-13%

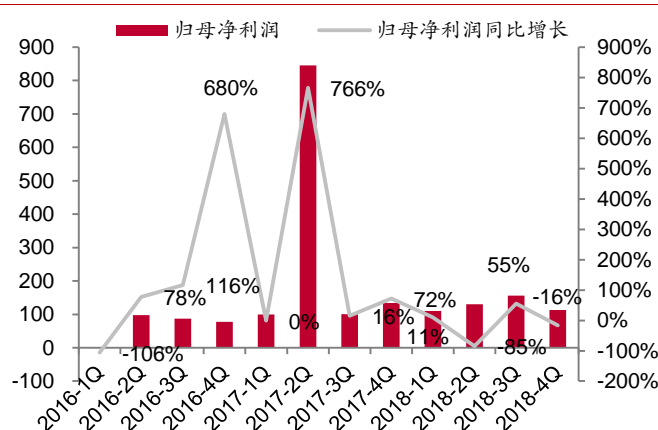
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 天坛生物分季度收入情况(单位: 百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 天坛生物分季度归母净利润情况(单位: 百万元, %)

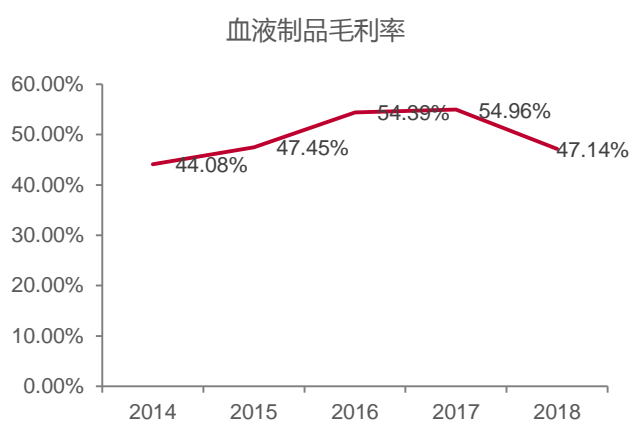


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 受整合影响血制品业务毛利率下降近 8 个百分点, 销售费用率基本稳定

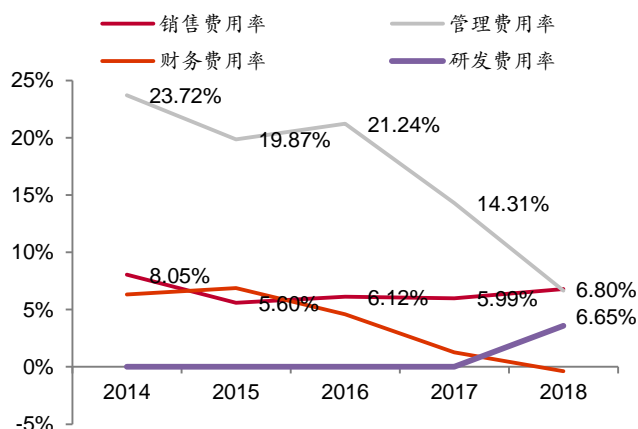
- 2018 年公司血液制品业务毛利率为 47.14%，下降接近 8 个百分点，主要是由于毛利率较高的一类疫苗业务剥离，合并毛利率降低的上海血制等四大血制公司，影响了血制品业务整体毛利率水平。2018 年销售费用为 1.99 亿元，同比增长 68.02%，主要原因为血液制品业务加强市场拓展力度、销售费用增加 1.25 亿元，疫苗业务剥离减少销售费用 4,445.77 万元，合计增加绝对额约 8000 万元。管理费用 1.95 亿元、同比减少 20.64%，主要原因为血液制品业务管理费用增加 332.07 万元；剥离疫苗相关业务管理费用减少 5,400.18 万元。研发费用 1.05 亿元，同比增加 11.73%，主要原因是血液制品业务推进重组凝血因子、层析静丙等研发费用增加 2,657.08 万元；剥离疫苗研发费用减少 1,550.94 万元。

图表 5: 天坛生物血液制品业务毛利率水平(单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 天坛生物期间费用率情况(单位: %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

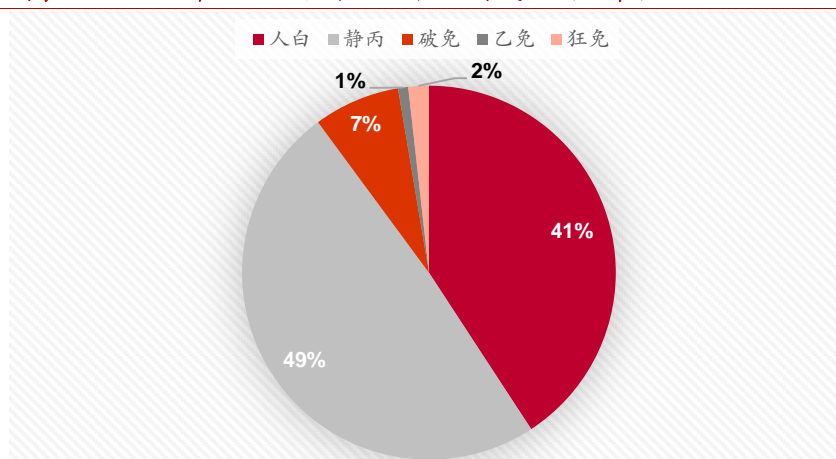
## 主业良好, 人白和静丙仍是收入主要构成、占比接近 90%

血制品表现稳健, 人白和静丙是收入主要构成、占比预计接近 90%

- 2018 年公司血制品业务实现收入 29.31 亿元, 其中人血白蛋白折算 10g/

规格销售 372.87 万瓶，我们预计销售额在 12 亿左右体量、占比 41%；静丙（含冻干）折算 2.5g/瓶销售 287.29 万瓶，我们预计销售额在 14 亿左右体量、占比 49%。其余小制品中，破免 250IU/瓶销售 109.25 万瓶，我们预计销售额在 2 亿左右；狂免 200IU/瓶销售 51.94 万瓶，乙免 200IU/瓶销售 25.59 万瓶，三者合计占收入比重预计在 10%左右。

图表 7: 2018 年天坛生物分项目收入构成预测 (单位: %)



来源: 中泰证券研究所

- 公司血制品产品 2018 年批签发情况: 人血白蛋白 (占国产白蛋白批签发量的 18%)、静丙 (占批签发量的 26%) 等主要血液制品批签发量居于行业前列, 其余产品破免占批签发量的 11%、乙免占批签发量的 18%, 狂免占批签发量的 8%。

图表 8: 2012-2018 年天坛生物血制品批签发数量及签发量占比 (单位: 统一规格)

天坛生物年度数据及其占比								
产品	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
白蛋白	43.94	96.18	149.46	123.62	141.98	160.66	202.26	353.14
占比	6%	7%	13%	11%	12%	9%	12%	18%
静注人免疫球蛋白	92.16	146.60	146.16	159.94	158.26	121.57	155.59	268.34
占比	21%	21%	24%	23%	21%	11%	15%	26%
人免疫球蛋白	0.00	0.00	55.94	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占比	0%	0%	94%	NA	NA	0%	0%	0%
破伤风人免疫球蛋白	17.44	76.55	43.06	49.88	40.39	34.31	54.54	35.83
占比	27%	31%	26%	34%	20%	9%	13%	11%
乙肝人免疫球蛋白	6.51	7.58	14.36	22.19	0.00	29.46	32.29	34.95
占比	5%	5%	8%	21%	0%	17%	19%	18%
狂犬人免疫球蛋白								64.67
占比								8%

来源: 中检院, 六大生物制品所, 中泰证券研究所 (因数据处理问题可能和年报略有出入)

### 重组完成后新开浆站逐步推进, 长期浆量成长性可期

- 2018 年公司在完成血制品业务重组整合后, 上海血制、兰州血制和武汉血制持续积极推进浆源开拓公司, 2018 年分别拿到 2 个、1 个和 3 个浆站获批许可, 其中上海血制两个获得许可证的浆站地处云南省, 成为公司又一采浆潜力省份。公司目前在全国 13 个省/自治区合计拥有单采血浆站 (含分站) 57 家, 其中在营浆站 49 家。2018 年全年实现采集血浆

1,568.07 吨、增长 11.86%，高于行业平均增幅约 5 个百分点；采浆量占行业比重达到 18%左右。

图表 9：天坛生物 2018 年新批浆站（分浆站）情况

序号	浆站简称	获批时间	人口（万人）	备注
<b>上海血制</b>				
1	云南巧家单采血浆站	2018.12	61.24	已获许可，在运营
2	寻甸上生单采血浆站	2018.10	45.7	已获许可，在运营
<b>兰州血制</b>				
1	甘肃永昌县单采血浆站	2018.12	25.52	获批设置
<b>武汉血制</b>				
1	湖南君山单采血浆站岳阳县分站	2018.6	123.29	获批设置
2	十堰市郧阳区单采血浆站郧西县分站	2018.3	50.42	获批设置
3	荆州市监利武新单采血浆站石首分站	2018.3	62.6	获批设置

来源：公司公告，中泰证券研究所

### 在研产品陆续推进，成都蓉生狂免获批生产

- 公司储备有血制品层析技术，重组 FVIII 和第四代静丙进度行业领先。-都蓉生在血制品层析技术上具有坚实的技术储备，目前血制品小试、中试和放大生产都可以使用层析技术完成，技术实力在国内同行业领先。目前在研包括层析工艺静丙、血源性八因子、纤维蛋白原、凝血酶原复合物（PCC）、重组凝血因子等项目。2018 年第四代静丙（层析法）和重组凝血因子类产品持续推进研发进度，成都蓉生狂免获批生产。

图表 10：天坛生物在研产品线

名称	适应症	临床进度						
		临床前	IND	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	申报生产	上市后研究
狂犬病人免疫球蛋白	狂犬病						获批（成都蓉生）	
人凝血因子 VIII（血源性）	甲型血友病、获得性因子 VIII 抑制物增多症和获得性凝血因子 VIII 缺乏而致的出血症状						补充申请获批（上海血制）	
人凝血酶原复合物	乙型血友病出血、VII 缺乏致严重出血、伴有抗 FVIII 抗体生成的甲型血友病		获得临床批件					
静注巨细胞病毒人免疫球蛋白（PH4）	原发性免疫球蛋白 G 缺陷病、新生儿败血症							
静注人免疫球蛋白（pH4、10%）（层析法）	原发性免疫球蛋白 G 缺乏症、继发性免疫球蛋白 G 缺陷病、自身免疫性疾病		获得补充申请受理					
人纤维蛋白原	先天性纤维蛋白原减少或缺乏症；获得性纤维蛋白原减少症		获批（成都蓉生）					
注射用重组人凝血因子 VIII	甲型血友病患者出血的控制和预防；甲型血友病患者的手术预防		获批临床					
重组活化人凝血因子 VIIa	先天性血友病、获得性血友病患者、先天性 FVII 缺乏症患者		引进以色列技术，目前正在小试阶段					

来源：CDE，公司公告，中泰证券研究所

### 投资建议

- 我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 34.45、40.04、46.88 亿元，同比增长 17.54%、16.22%、17.08%，归母净利润分别为 6.13、7.36 和 9.44 亿元，同比增长 20.31%、20.01%、28.37%，对应 EPS 为 0.70、0.84、1.08 元。公司完成整合后已成为血制品行业龙头企业，采浆量和浆站数目均属于行业领先水平，更有第四代静丙和重组凝血因子 VIII 在研提供未来发展空间，维持“增持”评级。

### 风险提示

### 整合不及预期的风险

- 公司重组方案包括对贵州中泰、上海血制、兰州血制和武汉血制的浆站整合工作。我们的盈利预测中核心假设：（1）重组完成后公司采浆量保持 15%及以上的增速；（2）成都蓉生的吨浆收入和利润保持现有水平并小幅提升，三大血制的吨浆收入和利润逐步向成都蓉生靠拢。存在整合不及预期，公司整体吨浆收入和利润提升不达预期的风险。

### 血制品产品价格波动的风险

- 虽然目前血制品行业采浆量进入平稳增长期，渠道和企业库存稳定，我们预计 2019 年价格基本稳定或小幅微涨。但也不排除受到个别事件影响导致采浆量和供给量波动，进而影响产品价格。

### 血制品业务毛利率下降的风险

- 整合完成后血制品业务是公司的主要收入来源，整合进入的三大血制吨浆利润较低，若统筹管理不及预期存在拉低公司整体毛利率的可能。另外，随着浆站年限变长、人工费用上升等原因，采浆成本进一步提升；而血制品价格提升无法对冲成本时，血制品业务毛利率存在下降的风险。

**图表 11: 天坛生物财务模型预测**

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>	3433	4886	6014	7572	<b>营业收入</b>	2931	3445	4004	4688
现金	1250	2334	3165	4395	营业成本	1548	1722	1902	2109
应收账款	6	85	55	73	营业税金及附加	33	44	50	58
其他应收款	13	27	25	30	营业费用	199	241	280	328
预付账款	20	27	29	31	管理费用	195	448	601	703
存货	1709	2002	2223	2438	财务费用	-11	-48	-76	-113
其他流动资产	436	411	516	603	资产减值损失	-1	5	5	5
<b>非流动资产</b>	1634	1449	1392	1340	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	864	853	807	744	<b>营业利润</b>	868	1033	1243	1596
无形资产	287	306	326	346	营业外收入	4	10	8	8
其他非流动资产	483	290	260	249	营业外支出	5	4	4	4
<b>资产总计</b>	5067	6334	7406	8912	<b>利润总额</b>	868	1039	1247	1600
<b>流动负债</b>	482	710	659	698	所得税	132	156	187	240
短期借款	0	113	88	82	<b>净利润</b>	736	883	1060	1360
应付账款	56	83	89	96	少数股东损益	226	270	324	416
其他流动负债	426	514	482	520	<b>归属母公司净利润</b>	509	613	736	944
<b>非流动负债</b>	238	394	458	564	EBITDA	991	1079	1265	1584
长期借款	231	331	431	531	EPS (元)	0.58	0.70	0.84	1.08
其他非流动负债	7	63	27	33					
<b>负债合计</b>	720.19	1104.57	1116.30	1261.83	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	975	1246	1570	1986	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	871	871	871	871	<b>成长能力</b>				
资本公积	275	275	275	275	营业收入	18.0%	17.5%	16.2%	17.1%
留存收益	2226	2838	3574	4518	营业利润	-43.60%	18.94%	20.31%	28.47%
归属母公司股东权益	3371	3984	4720	5664	归属于母公司净利润	-56.6%	20.3%	20.0%	28.4%
<b>负债和股东权益</b>	5067	6334	7406	8912	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	47.2%	50.0%	52.5%	55.0%
					净利率(%)	17.4%	17.8%	18.4%	20.1%
					ROE(%)	15.1%	15.4%	15.6%	16.7%
					ROIC(%)	23.3%	25.8%	28.3%	33.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	14.2%	17.4%	15.1%	14.2%
					净负债比率(%)	32.05%	42.65%	47.71%	49.81%
					流动比率	7.12	6.88	9.13	10.85
					速动比率	3.57	4.05	5.75	7.35
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.57	0.60	0.58	0.57
					应收账款周转率	494	72	55	71
					应付账款周转率	23.69	24.72	22.16	22.88
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.58	0.70	0.84	1.08
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.85	0.84	1.22
					每股净资产(最新摊薄)	3.87	4.57	5.42	6.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	43.52	36.17	30.14	23.48
					P/B	6.58	5.56	4.70	3.91
					EV/EBITDA	22	20	17	14

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。