

行业投资建议：
领先大市-A



医药商业板块专题系列二：带量采购对医药流通 行业影响—整体承压，份额加速向龙头集中

安信证券研究中心

马帅

S1450518120001

2019年10月

医药商业板块推荐标的：国药股份、上海医药、国药一致

- **结论：**基于下文分析，我们认为带量采购将加速市场份额向行业龙头集中并改善流通企业的账期，在此背景下我们首要推荐**国药股份**，重点关注**上海医药**、**国药一致**。
- **国药股份（600511.SH）：**带量采购的影响：（1）带量采购加速公司在北京市场份额的提升：作为国药集团在北京地区的唯一配送企业，公司目前实现北京地区二三级医院的100%覆盖（覆盖度不全的企业当前很难提升覆盖度），并覆盖超过4500家基层医疗机构，二三级医药销售稳居区域首位，目前公司分销占北京市场约为22%。从目前已公布的北京地区配送企业表中，北京地区带量采购40个品规，国药股份以35个品规配送授权位居第一；同时由于带量采购的合作关系，公司非4+7品种亦被带入采购体系。（2）账期缩短，净利率有望维持稳定：根据目前来看，4+7品种毛利率比普药稍有下降。目前北京地区明确规定30天回款（普药账期约90天），回款加快有利于降低财务成本，进一步弥补毛利率下滑带来的负面效应。
- **上海医药（601607.SH）：**带量采购进一步提升公司市场份额。公司在上海、北京、辽宁等地区表现较好，其中，公司于上海地区取得12个品种，于北京地区取得26个品种，沈阳地区取得4个品种。同时根据调研反馈，公司在部分带量采购地区开户数量同比增长20%。由于目前上海地区的带量采购优先回款至商业企业，且有30天账期保证，上海医药带量采购部分现金流有所改善。
- **国药一致（000028.SZ）：**公司凭借凭借专业服务能力和网络覆盖优势在广深地区取得较好的品种覆盖。目前，深圳公司已取得22个品种配送权，品种占比84%；广州公司取得24个品种配送权，品种占比96%。回款方面，深圳目前规定30天账期，带量采购部分现金流有所加快。目前公司4+7品种规模不到1亿。未来看好国一致在商业及药房领域市占率的进一步提升。

综述

- 我们于2019年8月13日发布了《医药商业板块专题系列一：带量采购对医药流通行业规模负面影响有限》。根据我们的测算，从短期来看，第一批带量采购的25个品种对全国药品市场销售规模的负面影响约为3.2%；从长期来看，假设PDB样本医院2018年销售额排名前100的品种中的化学药全部一次性进行带量采购，那么对全国药品市场销售规模的负面影响约为16.75%，若考虑可能会分2-3批进行，那么每批的影响约为5.6-8.4%。
- 在上篇的基础上，我们将进一步分析带量采购对医药流通行业的影响。下文，我们将从收入端、毛利率、账期三大角度剖析带量采购对流通行业的影响，根据目前掌握的调研情况及政策规定发现，带量采购会带来集中度提高的加速和账期的改善。

图1：带量采购对流通企业影响梳理



数据来源：政府官网、安信证券研究中心

1.1 收入端变化之一：量的增长弥补价格的下跌

- 我们于上篇专题中构建了带量采购对药品规模市场影响的模拟测算，根据最新的集中采购扩面文件，25个品种拟中选价平均降幅59%。在此基础上，假如PDB销售额排名前100的品种中的化学药全部一次性进行带量采购，假设价格下降59%，量上升15%，那么由此带来的药品销售额下降的规模为383亿元，2018年PDB样本医院药品总销售额为2284亿元，因此，带量采购对整体药品销售额的影响为-16.75%。
- 对于带量采购对流通行业的收入端的影响，我们认为：（1）时间维度上分批进行，每年影响有限；根据上文测算，考虑到带量采购是分批进行，假设总共分2-3批进行，那么每批带量采购的实施对医药流通企业收入规模的影响为5.6-8.4%。假如每批带量采购的实施时间并没有恰好在1月1日，那么这批带量采购的影响将分布到两年内，那么这批带量采购的影响将平均分布到2020年和2021年，也就是说这批带量采购对每年医药流通企业收入的影响仅有2.8-4.2%；（2）价格的下降带来用量的提升，弥补价格下跌；（3）竞争格局上集中度快速提升，龙头进一步受益。

表1：带量采购对药品市场规模的影响测算结果（更新版）

情形	核心假设	2018年销售额（亿元）	带量采购后销售额规模（亿元）	2018年样本医院总销售额（亿元）	带量采购带来的市场规模减少占总市场规模的比例
乐观情形	销售额排名前100的药品中的化学药全部进行带量采购；价格下降幅度50%，销量增速提高15%	1055	764	2284	12.72%
中性情形	销售额排名前100的药品中的化学药全部进行带量采购；价格下降幅度60%，销量增速提高15%	1055	673	2284	16.75%
悲观情形	销售额排名前100的药品中的化学药全部进行带量采购；价格下降幅度70%，销量增速提高15%	1055	581	2284	20.8%
极端悲观情形	销售额排名前500的药品中的化学药全部进行带量采购；价格下降幅度60%，销量增速提高15%	2014	1339	2284	29.5%

数据来源：PDB，安信证券研究中心测算

1.2 收入端变化之二：带量采购加速集中度提升

- 带量采购系国家主导谈判，对配送企业的资金能力、目标医院覆盖率、配送时间及配送点位等提出具体要求，由于要求较高，生产企业大多会选择区域龙头/全国性龙头进行配送。以上海为例，根据补充文件披露，指定配送企业应符合以下条件：（1）指定配送企业2017年配送药品范围覆盖本市所有区；（2）指定配送企业具备24小时内向全市医保定点医疗机构配送中选药品的能力和条件。
- 根据目前已公布的中标配送企业结果来看（见附件），配送企业集中度提升明显。上海地区来看，落实”4+7”城市药品集采要求遵循一个中标品种仅委托一家药品配送企业负责配送的原则，公布的25个品规中，国药控股拿到13个，上药12个。而北京地区采取多家配送原则，目前北京公布的40个品规中，国药股份拿到35个品规，华润27个，上药26个。

图2：上海地区带量采购品种配送企业竞争格局

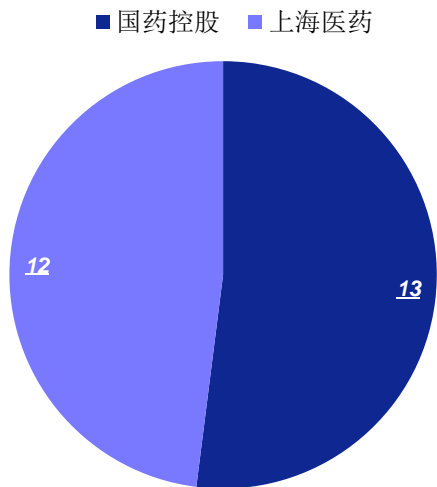
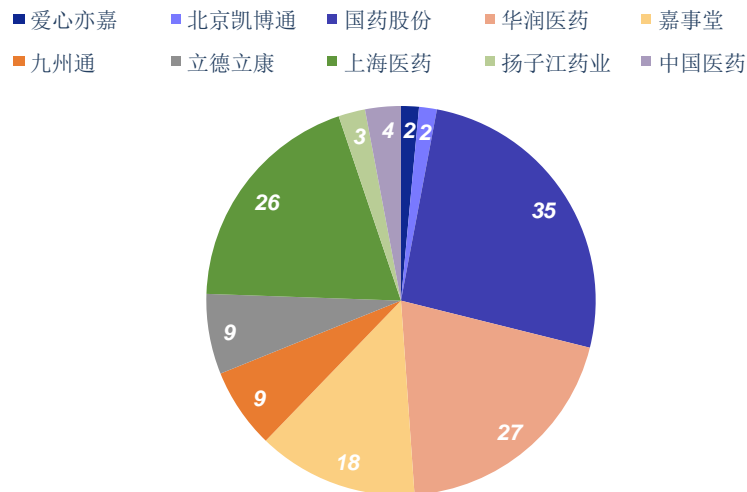


图3：北京地区带量采购品种配送企业竞争格局



数据来源：政府官网、安信证券研究中心

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

1.2 收入端变化之二：带量采购集中度提升（续）

■ 而大连、沈阳、广深地区与上海执行相同原则。从结果来看，大连地区国药控股拿到13个品规，华润8个，沈阳地区国药控股拿到18个品规，上药4个，华润2个。广深地区来看，国药一致深凭借专业服务能力和网络覆盖优势，深圳公司已取得22个品种配送权，品种占比84%；广州公司取得24个品种配送权，品种占比96%

图4：沈阳地区带量采购品种配送企业竞争格局

■ 国药控股 ■ 华润医药 ■ 瑞康医药 ■ 上海医药

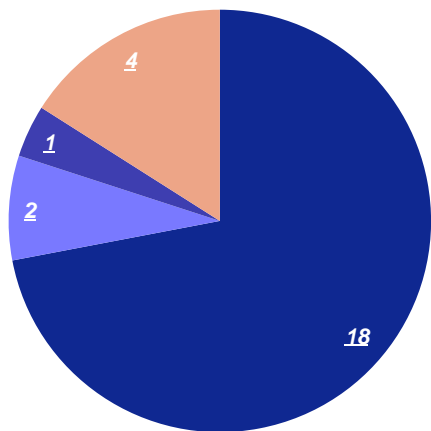
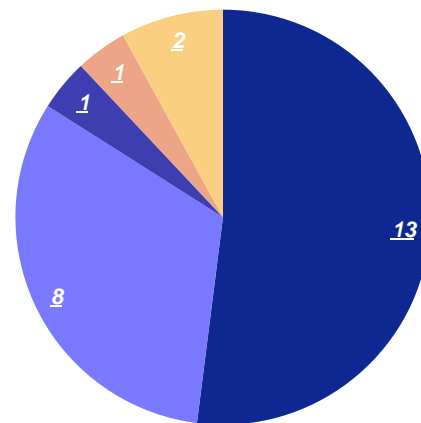


图5：大连地区带量采购品种配送企业竞争格局

■ 国药控股 ■ 华润医药 ■ 瑞康医药
■ 上海医药 ■ 扬子江药业



数据来源：政府官网、安信证券研究中心

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

2.1 账期变化：带量采购缩短账期，有望改善企业现金流

- 带量采购对医保基金预付资金与回款时间作出明确规定，国家文件要求预付比例不低于**30%**，各地执行细则要求更为严苛。从目前的各地颁布的细则来看，除北京外，上海、天津、重庆等多个城市明确规定按**50%**比例进行预付，而上海、成都两地明确规定医保基金优先预付给商业企业，重庆、沈阳、大连、西安等地探索医保与生产企业直接结算模式。
- 上海、北京、沈阳大连、深圳等地区带量采购明确规定**30天内**回款，而天津地区要求更为严苛，要求医疗机构收到医保预付款**5日内**拨付给商业企业，商业企业**3日内**拨付给生产企业。

表2：4+7地区带量采购预付机制及回款规定

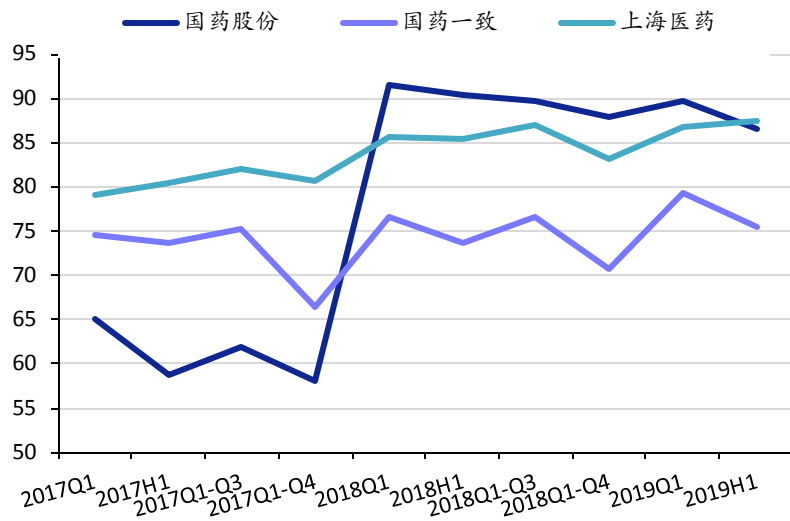
执行地区	预付机制	回款时间
上海	医保基金优先给商业企业支付货款，按50%、45%、5%三次付清	要求医疗机构在每月15日前，支付给配送企业上月1日至月末所采购的中选药品货款（30天内回款）
北京	医保基金按照采购金额的30%预付给医疗机构	30天内回款给生产企业
天津	医保基金预付给医疗机构，按50%、50%两次付支付	医疗机构收到医保预付款5个工作日内将相应药款拨付中选药品经营企业，中选药品经营企业收款3个工作日内将药款拨付中选药品生产企业
重庆	医保基金以不低于总采购额的50%预付给医疗机构，条件成熟时探索试点医保直接结算	按合同规定与企业及时结算
广州	文件中未说明	文件中未说明
沈阳/大连	医保基金按采购金额的50%向试点地区的医疗机构预付，鼓励探索医保直接结算	30天内回款给生产企业
深圳	医保基金按采购金额的50%预付给医疗机构	确认发票后三十日内向药品配送企业支付全部药品交易款
成都	医保基金代试点医疗机构向配送企业预付，按照60%、40%两次付清	文件中未说明
西安	医保基金预付给医疗机构，按50%、40%两次支付，积极探索医疗保险基金直接向企业预付药款的运行新模式	监测医疗机构回款，及时结算
厦门	文件中未说明	文件中未说明

数据来源：各地政府文件、安信证券研究中心

2.1 账期变化：带量采购缩短账期，有望改善企业现金流（续）

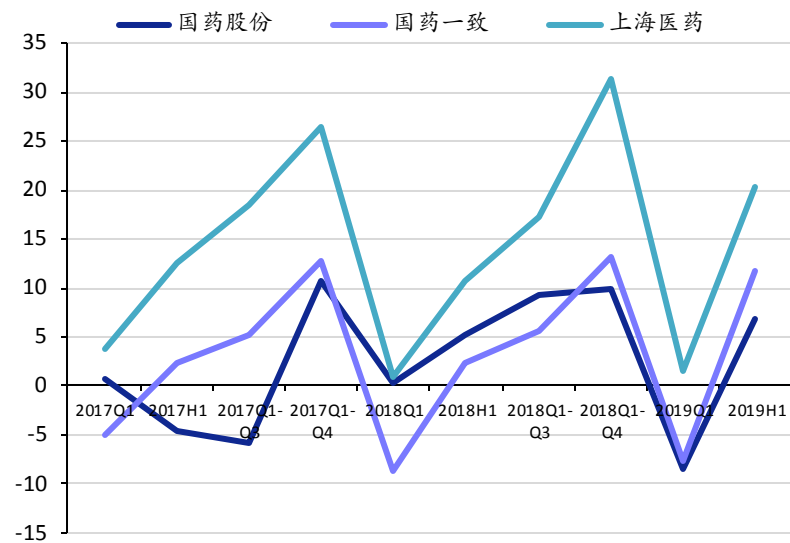
- 由于目前带量采购的品种在4+7区域销售对流通企业整体收入影响甚小，从中报来看，流通企业的账期改善主要系企业加强内部的账期管理，带量采购目前对企业账期改善作用仍较小。
- 调研发现，上海地区来看，由于带量采购优先回款至商业企业，且有30天账期保证，上海医药带量采购部分现金流有所改善。北京地区来看，由于带量采购规定30天回款，国药股份带量采购品种相比普药品种回款加快2个月（原有品种账期约为90天）。

图6：流通企业应收账款周转天数



数据来源：WIND、公司公告、安信证券研究中心，国药股份2017年完成重组并入4家商业公司，应收账款周转天数变动较大

图7：流通企业经营性现金流活动净额（单位：亿元）



数据来源：WIND、公司公告、安信证券研究中心

风险提示：

- 企业现金流改善进度低于预期
- 融资成本下降速度低于预期
- 市场集中度提升低于预期

附件1：上海地区配送企业公示表

表3：带量采购上海地区配送企业联系表

序号	药品通用名	剂型	规格包装	生产企业	配送企业
1	阿托伐他汀钙片	片剂	20mg*7片	嘉林药业	国药控股
2	瑞舒伐他汀钙片	片剂	10mg*28片	京新药业	上海医药
3	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*7片	信立泰药业	上海医药
4	厄贝沙坦片	片剂	75mg*28片	华海药业	上海医药
5	苯磺酸氨氯地平片	片剂	5mg*28片	京新药业	上海医药
6	恩替卡韦分散片	片剂	0.5mg*28片	正大天晴药	上海医药
7	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*7片	科伦药业	国药控股
8	盐酸帕罗西汀片	片剂	20mg*20片	华海药业	国药控股
9	奥氮平片	片剂	10mg*7片	豪森药业	上海医药
10	头孢呋辛酯片	片剂	0.25g*12片	成都倍特药业	上海医药
11	利培酮片	片剂	1mg*60片	浙江华海药业	国药控股
12	吉非替尼片	片剂	250mg*10片	AstraZenecaAB(KagamiishiPlant, NiproPharmaCorporation)	上海医药
13	福辛普利钠片	片剂	10mg*14片	中美上海施贵宝制药	国药控股
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	华海药业	上海医药
15	赖诺普利片	片剂	10mg*28片	华海药业	上海医药
16	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	片剂	300mg*30片	成都倍特药业	上海医药
17	氯沙坦钾片	片剂	50mg*14片	华海药业	上海医药
18	马来酸依那普利片	片剂	10mg*16片	扬子江药业	上海医药
19	左乙拉西坦片	片剂	250mg*30片	京新药业	国药控股
20	甲磺酸伊马替尼片	片剂	100mg*60片	豪森药业	国药控股
21	孟鲁司特钠片	片剂	10mg*5片	上海安必生制药技术有限公司(杭州民生滨江制药有限公司受委托生产)	国药控股
22	蒙脱石散	散剂	3g*15袋	先声药业	国药控股
23	注射用培美曲塞二钠	注射剂	500mg/支	汇宇制药	国药控股
23	注射用培美曲塞二钠	注射剂	100mg/支	汇宇制药	国药控股
24	氟比洛芬酯注射液	注射剂	5ml:50mg*5支	北京泰德制药	上海医药
25	盐酸右美托咪定注射液	注射剂	2ml:0.2mg*4支	扬子江药业	国药控股

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

附件2：北京地区配送企业公示表

表4：带量采购北京地区配送企业联系表

产品名称	规格	转换比	中选价格	生产企业	配送企业
阿托伐他汀钙片(薄膜衣)	20mg	7	6.60	嘉林药业	国药股份/华润医药/九州通/上海医药/立德立康/嘉事堂
阿托伐他汀钙片(薄膜衣)	10mg	7	3.88	嘉林药业	国药股份/华润医药/九州通/嘉事堂/上海医药/立德立康
奥氮平片(薄膜衣)	10mg	7	67.51	豪森药业	中国医药/国药股份/华润医药
奥氮平片(薄膜衣)	5mg	14	77.44	豪森药业	中国医药/国药股份/华润医药
草酸艾司西酞普兰片(薄膜衣)	10mg	7	30.94	科伦药业	国药股份/上海医药/华润医药
草酸艾司西酞普兰片(薄膜衣)	10mg	10	43.63	科伦药业	国药股份/上海医药/华润医药
草酸艾司西酞普兰片(薄膜衣)	10mg	14	60.33	科伦药业	国药股份/上海医药/华润医药
厄贝沙坦片	75mg	28	5.66	华海药业	上海医药/华润医药
厄贝沙坦片	75mg	42	8.37	华海药业	上海医药/华润医药
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	厄贝沙坦0.15g,氢氯噻嗪12.5mg	14	15.26	华海药业	国药股份/嘉事堂
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	厄贝沙坦0.15g,氢氯噻嗪12.5mg	28	29.76	华海药业	国药股份/嘉事堂
恩替卡韦分散片	0.5mg	28	17.36	正大天晴	华润医药
氟比洛芬酯注射液	5ml:50mg	1	21.95	泰德制药	国药股份/中国医药/嘉事堂/华润医药/上海医药/立德立康
福辛普利钠片	10mg	14	11.80	中美上海施贵宝	华润医药/上海医药
富马酸替诺福韦二吡呋酯片(薄膜衣)	0.3g	30	17.72	倍特药业	国药股份/上海医药
吉非替尼片	0.25	10	547	阿斯利康	嘉事堂/上海医药/华润医药/国药股份/立德立康
甲磺酸伊马替尼片(薄膜衣)	0.1g	60	623.82	豪森药业	中国医药/国药股份/华润医药
赖诺普利片	10mg	28	6.45	华海药业	上海医药
利培酮片(薄膜衣)	1mg	60	10.02	华海药业	华润医药/国药股份/上海医药

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

附件2：北京地区配送企业公示表（续）

表4：带量采购北京地区配送企业联系表（续）

产品名称	规格	转换比	中选价格	生产企业	配送企业
硫酸氢氯吡格雷片(薄膜衣)	25mg	20	26.40	信立泰	国药股份/上海医药/九州通/嘉事堂/华润医药/立德 立康
硫酸氢氯吡格雷片(薄膜衣)	75mg	7	22.26	信立泰	国药股份/上海医药/九州通/嘉事堂/华润医药/立德 立康
氯沙坦钾片(薄膜衣)	50mg	14	14.70	华海药业	嘉事堂/国药股份
氯沙坦钾片(薄膜衣)	0.1g	14	24.99	华海药业	嘉事堂/国药股份
氯沙坦钾片(薄膜衣)	50mg	7	7.54	华海药业	嘉事堂/国药股份
氯沙坦钾片(薄膜衣)	0.1g	7	12.82	华海药业	嘉事堂/国药股份
马来酸依那普利片	10mg	16	8.93	扬子江药业	扬子江药业/华润医药/国药股份/九州通/立德立康/ 嘉事堂/北京凯博通/爱心亦嘉/上海医药
马来酸依那普利片	5mg	16	5.25	扬子江药业	扬子江药业/华润医药/上海医药/国药股份/九州通/ 立德立康/嘉事堂/北京凯博通/爱心亦嘉
蒙脱石散	3g	15	10.20	先声药业	国药股份/华润医药/上海医药/九州通
蒙脱石散	3g	10	6.80	先声药业	国药股份/华润医药/上海医药/九州通
孟鲁司特钠片	10mg	5	19.38	杭州民生滨江制药	国药股份
瑞舒伐他汀钙片(薄膜衣)	5mg	28	12.82	京新药业	国药股份/上海医药
瑞舒伐他汀钙片(薄膜衣)	10mg	28	21.80	京新药业	国药股份
苯磺酸氨氯地平片	5mg	28	4.16	京新药业	国药股份/华润医药
左乙拉西坦片(薄膜衣)	0.25g	30	72.00	京新药业	国药股份/嘉事堂
头孢呋辛酯片	0.25g	12	6.16	倍特药业	国药股份/上海医药
盐酸帕罗西汀片(薄膜衣)	20mg	14	23.69	华海药业	华润医药/国药股份/上海医药
盐酸帕罗西汀片(薄膜衣)	20mg	20	33.40	华海药业	华润医药/国药股份/上海医药
盐酸右美托咪定注射液	2ml:0.2mg	1	133.00	扬子江药业	扬子江药业/上海医药/国药股份/九州通/立德立康/ 华润医药/嘉事堂
注射用培美曲塞二钠(冻干)	0.1g	1	810.00	汇宇制药	嘉事堂/上海医药/国药股份/华润医药
注射用培美曲塞二钠(冻干)	0.5g	1	2776.97	汇宇制药	嘉事堂/上海医药/国药股份/华润医药

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

附件3：沈阳、大连地区配送企业公示表

表5：带量采购大连地区配送企业联系表

序号	药品通用名	生产企业	配送企业
1	阿托伐他汀钙片	嘉林药业	华润医药
2	瑞舒伐他汀钙片	京新药业	国药控股
3	硫酸氢氯吡格雷片	信立泰药业	国药控股
4	厄贝沙坦片	华海药业	华润医药
5	苯磺酸氨氯地平片	京新药业	国药控股
6	恩替卡韦分散片	正大天晴	华润医药
7	草酸艾司西酞普兰片	科伦药业	瑞康医药
8	盐酸帕罗西汀片	华海药业	国药控股
9	奥氮平片	豪森药业	华润医药
10	头孢呋辛酯片	倍特药业	国药控股
11	利培酮片	华海药业	上药康德乐
12	吉非替尼片	阿斯利康	国药控股
13	福辛普利钠片	中美上海施贵宝	国药控股
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	华海药业	华润医药
15	赖诺普利片	华海药业	国药控股
16	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	倍特药业	国药控股
17	氯沙坦钾片	华海药业	国药控股
18	马来酸依那普利片	扬子江药业	扬子江药业
19	左乙拉西坦片	京新药业	华润医药
20	甲磺酸伊马替尼片	豪森药业	国药控股
21	孟鲁司特钠片	上海安必生制药	华润医药
22	蒙脱石散	先声药业	华润医药
23	注射用培美曲塞二钠	汇宇制药	国药控股
24	氟比洛芬酯注射液	泰德制药	国药控股
25	盐酸右美托咪定注射液	扬子江药业	扬子江药业

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

附件3：沈阳、大连地区配送企业公示表（续）

表6：带量采购沈阳地区配送企业联系表

序号	药品通用名	生产企业	配送企业
1	阿托伐他汀钙片	嘉林药业	国药控股
2	瑞舒伐他汀钙片	京新药业	国药控股
3	硫酸氢氯吡格雷片	信立泰药业	辽宁省医药对外贸易（上海医药控股子公司）
4	厄贝沙坦片	华海药业	华润辽宁
5	苯磺酸氨氯地平片	京新药业	国药控股
6	恩替卡韦分散片	正大天晴	辽宁省新特药有限公司（瑞康医药控股子公司）
7	草酸艾司西酞普兰片	科伦药业	国药控股
8	盐酸帕罗西汀片	华海药业	国药控股
9	奥氮平片	豪森药业	国药控股
10	头孢呋辛酯片	倍特药业	国药控股
11	利培酮片	华海药业	上药康德乐
12	吉非替尼片	阿斯利康	国药控股
13	福辛普利钠片	中美上海施贵宝	辽宁省医药对外贸易（上海医药控股子公司）
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	华海药业	华润辽宁
15	赖诺普利片	华海药业	国药控股
16	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	倍特药业	国药控股
17	氯沙坦钾片	华海药业	国药控股
18	马来酸依那普利片	扬子江药业	国药控股
19	左乙拉西坦片	京新药业	国药控股
20	甲磺酸伊马替尼片	豪森药业	上药康德乐
21	孟鲁司特钠片	上海安必生制药	国药控股
22	蒙脱石散	先声药业	国药控股
23	注射用培美曲塞二钠	汇宇制药	国药控股
24	氟比洛芬酯注射液	泰德制药	国药控股
25	盐酸右美托咪定注射液	扬子江药业	国药控股

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

免责声明

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；
同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；
落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

■ 分析师声明

马帅声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

联系人及地址

■ 销售联系人

上海联系人

朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn

北京联系人

温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn

深圳联系人

胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034



安信证券
ESSENCE SECURITIES

感谢!