

医药生物

2014年08月29日

上海医药 (601607)

——扣非后净利润增长 5.79%，基本符合预期

报告原因：有信息公布需要点评

增持

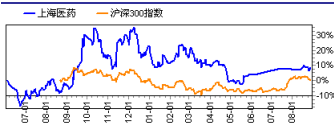
维持

市场数据:	2014年08月28日
收盘价(元)	12.94
一年内最高/最低(元)	17.1/11.15
上证指数/深证成指	2196/7744
市净率	1.3
息率(分红/股价)	2.01
流通A股市值(百万元)	24883

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	9.88
资产负债率%	52.83
总股本/流通A股(百万)	2689/1923
流通B股/H股(百万)	-/766

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《上海医药(601607)——一季经营表现相对平稳,期待二季度起逐步好转》 2014/04/29

《上海医药(601607)——经营符合预期,有望明显受益国企改革》 2014/03/31

证券分析师

罗佳荣 A0230513070006
luojr@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818 × 7456
zhouzl@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	78223	15	2243	9	0.83	13.1	8.6	16	9
2014H1	44013	14	1318	11	0.49	12.7	5.0		
2014E	89944	15	2491	11	0.93	12.7	8.8	14	8
2015E	103370	15	2844	14	1.06	12.2	9.1	12	7
2016E	118751	15	3245	14	1.21	11.8	9.4	11	6

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

- **扣非后净利润增长 5.79%，基本符合预期。**2014年上半年公司实现收入 440.13 亿，增长 13.68%，净利润 13.18 亿，增长 10.79%，扣除非经常损益净利为 11.97 亿，增长 5.79%，EPS0.49 元，基本符合我们中报前瞻中预期。第二季度实现收入 227.39 亿，增长 18.88%，净利润 7.32 亿，增长 29.76%，扣除非经常性损益净利为 6.12 亿，增长 11.60%，EPS0.27 元。二季度单季实现每股经营性现金流 0.31 元，同比增长 40.10%，高于每股收益，相比一季度有明显改善，是公司经营亮点。
- **医药工业：聚焦大品种与营销改革并举，毛利率有所提升。**2014年上半年医药工业实现收入 56.87 亿，增长 3.27%，其中 64 个重点品种实现收入 33.47 亿，增长 3.92%，工业整体毛利率 47.79%，提高 0.63 个百分点，两项费用率同比小幅提升，营业利润率上升 0.62 个百分点。2014年上半年销售收入过 5000 万品种 22 个。公司营销改革持续推进，三个销售事业部逐步进入运营阶段。罗氏贡献投资收益 4812 万，下降 32.30%，施贵宝由于新产品集中上市，费用投入大，盈利继续下滑，广东天普、上海和黄贡献收益增长较快。
- **医药分销收入增长 16.0%，毛利率下滑趋缓。**2014年上半年医药分销业务实现收入 385.09 亿，增长 15.17%，其中高端药品直送业务、疫苗、高值耗材配送等实现收入 27.74 亿，增长 41.46%。医药分销毛利率 6.02%，同比下降 0.09 个百分点，两项费用率略有下降，营业利润率同比上升 0.25 个百分点。积极探索药房托管新业务模式，共同托管 60 家医药药房，新业务模式探索是亮点。药品零售业务实现收入 16.45 亿，增长 11.09%，毛利率 18.93%，扣除两项费用后营业利润率 0.98%。公司下属品牌连锁零售药房 1794 家，其中直营店 1214 家。
- **三年规划超千亿，平稳增长可期，有望明显受益于国企改革。**公司董事会换届选举形成了以楼定波为首的新一届领导团队，管理层实现平稳过渡。新任管理团队制定了三年规划过千亿的经营目标，收入复合增长率不低于 13.7%，平稳增长可期。新任管理层重视药品营销与内部工业资源整合，中长期看，有利于发挥内部潜力。公司作为上海本地医药企业，有望明显受益于国企体制机制改革。我们维持 14-16 年每股收益至 0.93 元，1.06 元，1.21 元，同比增长 11%、14%、14%，对应预测市盈率分别为 14、12、11 倍，公司内部整合潜力和资产价值尚未充分体现，估值和市值较低，未来有改善空间，维持增持评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表 1: 公司单季度财务数据比较

合并报表		单季度数据	单位	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入	金额	百万元		16,658	16,964	17,526	16,931	19,590	19,128	19,340	20,165	21,274	22,739
	同比	%		35.98%	24.66%	21.61%	15.72%	17.61%	12.76%	10.35%	19.10%	8.60%	18.88%
	环比	%		13.85%	1.84%	3.32%	-3.40%	15.71%	-2.36%	1.11%	4.27%	5.50%	6.89%
营业成本	金额	百万元		14,329	14,654	15,285	14,525	16,975	16,608	16,922	17,475	18,549	19,885
	同比	%		39.43%	25.19%	23.29%	16.18%	18.47%	13.34%	10.71%	20.31%	9.28%	19.73%
	环比	%		14.61%	2.27%	4.31%	-4.97%	16.87%	-2.16%	1.89%	3.27%	6.15%	7.20%
营业毛利	金额	百万元		2,329	2,310	2,241	2,406	2,615	2,519	2,418	2,690	2,725	2,854
	同比	%		18.01%	21.43%	11.31%	13.02%	12.31%	9.07%	7.90%	11.81%	4.19%	13.27%
	环比	%		9.40%	-0.81%	-2.99%	7.36%	8.71%	-3.67%	-4.03%	11.25%	1.30%	4.73%
	毛利率	%		13.98%	13.62%	12.79%	14.21%	13.35%	13.17%	12.50%	13.34%	12.81%	12.55%
销售费用	金额	百万元		986	947	972	1,067	1,104	1,110	1,043	1,149	1,134	1,183
	同比	%		28.16%	19.98%	21.18%	15.05%	11.99%	17.22%	7.36%	7.65%	2.66%	6.50%
	环比	%		6.29%	-3.94%	2.59%	9.84%	3.46%	0.55%	-6.04%	10.14%	-1.34%	4.31%
	销售费用率	%		5.92%	5.58%	5.54%	6.30%	5.64%	5.81%	5.39%	5.70%	5.33%	5.20%
管理费用	金额	百万元		570	585	610	692	663	593	659	813	662	676
	同比	%		10.76%	14.99%	10.49%	23.87%	16.15%	1.34%	8.13%	17.51%	-0.03%	14.12%
	环比	%		2.08%	2.52%	4.27%	13.52%	-4.29%	-10.55%	11.26%	23.37%	-18.58%	2.12%
	管理费用率	%		3.42%	3.45%	3.48%	4.09%	3.38%	3.10%	3.41%	4.03%	3.11%	2.97%
财务费用	金额	百万元		65	-17	106	44	32	52	97	52	101	96
	同比	%		-26.86%	-115.68%	-20.39%	-69.40%	-50.58%	411.80%	-8.58%	17.60%	213.40%	85.39%
	环比	%		-54.69%	-125.54%	737.37%	-58.52%	-26.82%	61.17%	86.88%	-46.65%	95.03%	-4.66%
	财务费用率	%		0.39%	-0.10%	0.61%	0.26%	0.16%	0.27%	0.50%	0.26%	0.47%	0.42%
资产减值损失	金额	百万元		-2	20	-6	51	11	63	4	66	11	42
公允价值变动损益	金额	百万元		0	1	0	0	0	0	0	-2	0	0
投资收益	金额	百万元		148	88	62	91	147	102	154	150	86	213
营业利润	金额	百万元		811	818	575	592	886	764	715	709	851	1,005
	同比	%		-35.87%	39.24%	4.67%	25.32%	9.22%	-6.63%	24.42%	19.87%	-3.95%	31.57%
	环比	%		71.82%	0.90%	-29.77%	2.93%	49.75%	-13.74%	-6.42%	-0.84%	20.00%	18.15%
	营业利润率	%		4.87%	4.82%	3.28%	3.49%	4.52%	4.00%	3.70%	3.52%	4.00%	4.42%
营业外收入	金额	百万元		26	61	43	401	10	70	31	158	15	97
营业外支出	金额	百万元		6	13	9	212	1	20	1	60	10	41
利润总额	金额	百万元		831	866	610	781	895	815	745	807	855	1,062
	同比	%		-35.20%	43.27%	2.92%	40.58%	7.59%	-5.96%	22.15%	3.41%	-4.38%	30.33%
	环比	%		49.76%	4.18%	-29.63%	28.04%	14.62%	-8.94%	-8.60%	8.40%	5.99%	24.11%
	税前利润率	%		4.99%	5.11%	3.48%	4.61%	4.57%	4.26%	3.85%	4.00%	4.02%	4.67%
所得税费用	金额	百万元		151	204	110	162	158	154	161	161	177	226
	有效税率	%		18.15%	23.55%	18.00%	20.82%	17.63%	18.94%	21.63%	19.96%	20.68%	21.25%
净利润	金额	百万元		681	662	500	618	737	660	584	646	679	836
	同比	%		-31.74%	22.64%	8.87%	37.36%	8.27%	-0.29%	16.74%	4.53%	-7.91%	26.62%
	环比	%		51.25%	-2.69%	-24.52%	23.64%	19.23%	-10.39%	-11.63%	10.71%	5.04%	23.22%
	净利润率	%		4.09%	3.90%	2.85%	3.65%	3.76%	3.45%	3.02%	3.20%	3.19%	3.68%
少数股东损益	金额	百万元		104	91	101	112	111	96	95	81	92	104
归母净利润	金额	百万元		577	571	399	506	626	564	488	565	586	732
	同比	%		-34.85%	24.78%	7.78%	53.71%	8.52%	-1.26%	22.29%	11.70%	-6.30%	29.76%
	环比	%		75.13%	-0.94%	-30.12%	26.79%	23.64%	-9.86%	-13.45%	15.81%	3.71%	24.83%
摊薄EPS	金额	元/股		0.21	0.21	0.15	0.19	0.23	0.21	0.18	0.21	0.22	0.27
扣非归母净利润	金额	百万元		542	528	366	359	583	549	447	488	585	612
经营活动现金流	金额	百万元		-24	635	97	444	-258	597	214	421	-565	836
每股经营活动现金流	金额	元/股		-0.01	0.24	0.04	0.16	-0.10	0.22	0.08	0.16	-0.21	0.31

资料来源: 公司资料、申万研究

表 2: 公司季度累计财务数据比较

合并报表		累计数据	单位	2012Q1	2012H1	2012Q1-3	2012A	2013Q1	2013H1	2013Q1-3	2013A	2014Q1	2014H1
营业收入	金额	百万元		16,658	33,621	51,147	68,078	19,590	38,718	58,058	78,223	21,274	44,013
	同比	%		35.98%	30.02%	27.01%	24.00%	17.61%	15.16%	13.51%	14.90%	8.60%	13.68%
营业成本	金额	百万元		14,329	28,982	44,268	58,793	16,975	33,583	50,505	67,980	18,549	38,434
	同比	%		39.43%	31.84%	28.76%	25.40%	18.47%	15.87%	14.09%	15.63%	9.28%	14.45%
营业毛利	金额	百万元		2,329	4,639	6,880	9,286	2,615	5,135	7,553	10,243	2,725	5,579
	同比	%		18.01%	19.69%	16.82%	15.81%	12.31%	10.69%	9.78%	10.31%	4.19%	8.64%
	毛利率	%		13.98%	13.80%	13.45%	13.64%	13.35%	13.26%	13.01%	13.09%	12.81%	12.68%
销售费用	金额	百万元		986	1,933	2,905	3,973	1,104	2,215	3,258	4,407	1,134	2,316
	同比	%		28.16%	24.02%	23.05%	20.80%	11.99%	14.55%	12.15%	10.94%	2.66%	4.58%
	销售费用率	%		5.92%	5.75%	5.68%	5.84%	5.64%	5.72%	5.61%	5.63%	5.33%	5.26%
管理费用	金额	百万元		570	1,155	1,765	2,457	663	1,255	1,915	2,728	662	1,339
	同比	%		10.76%	12.86%	12.03%	15.13%	16.15%	8.65%	8.47%	11.02%	-0.03%	6.65%
	管理费用率	%		3.42%	3.44%	3.45%	3.61%	3.38%	3.24%	3.30%	3.49%	3.11%	3.04%
财务费用	金额	百万元		65	49	155	199	32	84	181	233	101	197
	同比	%		-26.86%	-75.15%	-52.94%	-57.95%	-50.58%	73.35%	17.13%	17.23%	213.40%	134.41%
	财务费用率	%		0.39%	0.14%	0.30%	0.29%	0.16%	0.22%	0.31%	0.30%	0.47%	0.45%
资产减值损失	金额	百万元		-2	17	12	62	11	74	78	144	11	54
公允价值变动损益	金额	百万元		0	1	0	0	0	0	0	-2	0	0
投资收益	金额	百万元		148	236	298	389	147	248	402	552	86	299
营业利润	金额	百万元		811	1,630	2,204	2,796	886	1,650	2,365	3,074	851	1,856
	同比	%		-35.87%	-12.04%	-8.22%	-2.71%	9.22%	1.26%	7.30%	9.96%	-3.95%	12.50%
	营业利润率	%		4.87%	4.85%	4.31%	4.11%	4.52%	4.26%	4.07%	3.93%	4.00%	4.22%
营业外收入	金额	百万元		26	87	131	532	10	80	111	269	15	111
营业外支出	金额	百万元		6	19	28	240	1	21	22	82	10	51
利润总额	金额	百万元		831	1,698	2,307	3,088	895	1,709	2,454	3,261	855	1,917
	同比	%		-35.20%	-10.07%	-6.96%	1.73%	7.59%	0.68%	6.35%	5.61%	-4.38%	12.16%
	税前利润率	%		4.99%	5.05%	4.51%	4.54%	4.57%	4.41%	4.23%	4.17%	4.02%	4.36%
所得税费用	金额	百万元		151	355	465	627	158	312	473	634	177	402
	有效税率	%		18.15%	20.91%	20.14%	20.31%	17.63%	18.26%	19.28%	19.45%	20.68%	20.99%
净利润	百万元	百万元		681	1,343	1,843	2,461	737	1,397	1,981	2,627	679	1,515
	同比	%		-31.74%	-12.64%	-7.69%	0.60%	8.27%	4.05%	7.49%	6.75%	-7.91%	8.41%
	净利润率	%		4.09%	3.99%	3.60%	3.61%	3.76%	3.61%	3.41%	3.36%	3.19%	3.44%
少数股东损益	金额	百万元		104	195	296	408	111	208	303	384	92	197
归母净利润	金额	百万元		577	1,148	1,547	2,053	626	1,190	1,678	2,243	586	1,318
	同比	%		-34.85%	-14.52%	-9.70%	0.52%	8.52%	3.65%	8.46%	9.26%	-6.30%	10.79%
摊薄EPS	金额	元/股		0.21	0.43	0.58	0.76	0.23	0.44	0.62	0.83	0.22	0.49
扣非归母净利润	金额	百万元		542	1,070	1,436	1,795	583	1,132	1,579	2,067	585	1,197
经营活动现金流	金额	百万元		-24	610	707	1,151	-258	339	553	973	-565	271
每股经营活动现金流	金额	元/股		-0.01	0.23	0.26	0.43	-0.10	0.13	0.21	0.36	-0.21	0.10
应收票据	金额	百万元		962	981	1,097	1,046	1,076	1,071	1,023	1,383	1,233	1,161
应收账款	金额	百万元		13,150	13,682	14,825	12,604	16,069	16,076	16,672	15,184	17,682	20,786
	周转天数	天		71	73	78	67	74	75	78	70	75	85
其他应收款	金额	百万元		576	709	513	691	866	1,004	1,008	858	912	970
存货	金额	百万元		7,785	8,099	8,785	9,810	8,732	9,264	9,770	10,997	11,147	11,887
	周转天数	天		49	50	54	60	46	50	52	58	54	56

资料来源：公司资料、申万研究

合并损益表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	78,223	89,944	103,370	118,751
工业	10,709	11,779	12,957	14,253
分销	68,012	78,213	89,945	103,437
零售	2,992	3,441	3,957	4,551
其他	379	379	379	379
内部抵消	3,868	3,868	3,868	3,868
营业总成本	75,698	86,779	99,735	114,581
营业成本	67,980	78,545	90,731	104,725
工业	5,561	6,066	6,621	7,212
分销	63,897	73,599	84,819	97,748
零售	2,385	2,743	3,154	3,628
其他	3,863	3,863	3,863	3,863
营业税金及附加	206	237	272	312
销售费用	4,407	4,849	5,375	5,938
管理费用	2,728	2,878	3,062	3,325
财务费用	233	252	269	232
资产减值损失	144	19	25	49
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资收益	552	351	403	464
营业利润	3,074	3,516	4,039	4,634
营业外收支	187	187	187	187
利润总额	3,261	3,702	4,225	4,821
所得税	634	785	895	1,020
净利润	2,627	2,918	3,331	3,801
少数股东损益	384	426	487	555
归属于母公司所有者的净利润	2,243	2,491	2,844	3,245

资料来源:申万研究

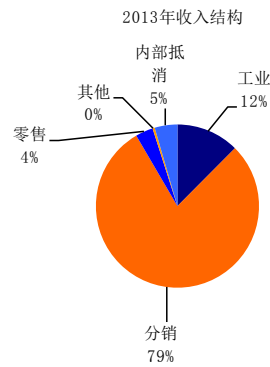
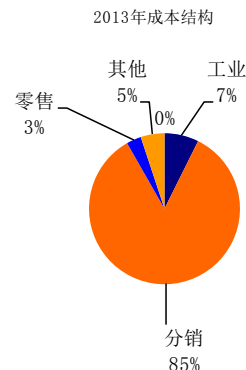
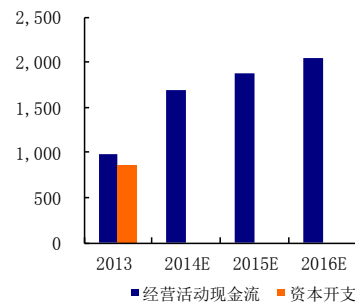
合并现金流量表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2,627	2,918	3,331	3,801
加: 折旧摊销减值	745	314	320	344
财务费用	428	252	269	232
非经营损失	(576)	(351)	(403)	(464)
营运资本变动	(2,249)	(1,440)	(1,641)	(1,877)
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	973	1,692	1,876	2,037
资本开支	869	0	0	0
其它投资现金流	251	351	403	464
投资活动现金流	(893)	351	403	464
吸收投资	35	0	0	0
负债净变化	1,090	58	84	84
支付股利、利息	1,284	252	269	232
其它融资现金流	(563)	0	0	0
融资活动现金流	(722)	(194)	(185)	(148)
净现金流	(656)	1,850	2,094	2,353

资料来源:申万研究

关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
工业收入增速	8%	10%	10%	10%
分销收入增速	15%	15%	15%	15%
工业毛利率	48%	49%	49%	49%
分销毛利率	6%	6%	6%	6%
销售费用率	13%	13%	12%	12%
管理费用率	3%	3%	3%	3%
投资收益	552	351	403	464
营业外收入	269	269	269	269
有效税率	23%	23%	23%	23%

收入结构

成本结构

资本开支与经营活动现金流


合并资产负债表

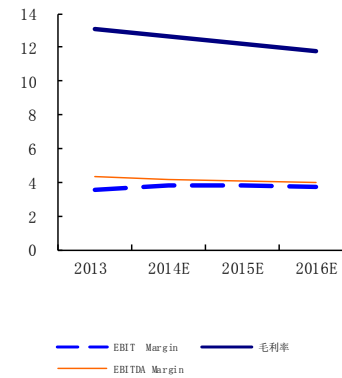
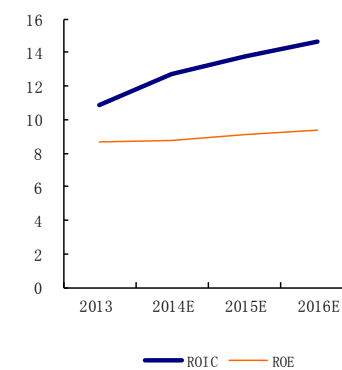
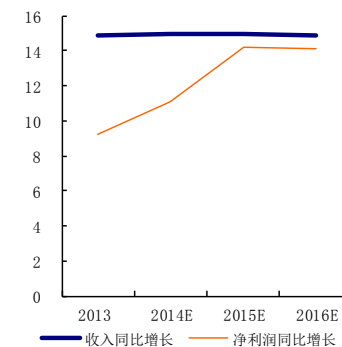
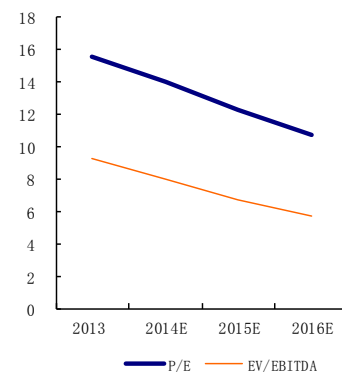
百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	42,515	48,585	55,525	63,413
现金及等价物	12,979	14,828	16,922	19,275
应收款项	18,170	20,648	23,482	26,709
存货净额	10,997	12,740	14,750	17,059
其他流动资产	370	370	370	370
长期投资	2,846	2,846	2,846	2,846
固定资产	4,810	4,544	4,278	4,012
无形资产及其他资产	6,141	6,111	6,081	6,052
资产总计	56,312	62,086	68,730	76,323
流动负债	25,699	28,472	31,701	35,408
短期借款	5,924	5,898	5,898	5,898
应付款项	18,103	20,903	24,131	27,839
其它流动负债	0	0	0	0
非流动负债	1,612	1,696	1,780	1,865
负债合计	27,311	30,168	33,481	37,273
股本	2,689	2,689	2,689	2,689
资本公积	14,174	14,174	14,174	14,174
盈余公积	857	918	988	1,068
未分配利润	8,233	10,664	13,438	16,603
少数股东权益	3,047	3,473	3,960	4,515
股东权益	29,001	31,919	35,249	39,050
负债和股东权益合计	56,312	62,086	68,730	76,323

资料来源:申万研究

重要财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)				
每股收益	0.83	0.93	1.06	1.21
每股经营现金流	0.36	0.63	0.70	0.76
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	9.65	10.58	11.64	12.84
关键运营指标(%)				
ROIC	10.8	12.7	13.8	14.6
ROE	8.6	8.8	9.1	9.4
毛利率	13.1	12.7	12.2	11.8
EBITDA Margin	4.3	4.1	4.1	4.0
EBIT Margin	3.5	3.8	3.8	3.7
收入同比增长	14.9	15.0	14.9	14.9
净利润同比增长	9.3	11.1	14.2	14.1
资产负债率	48.5	48.6	48.7	48.8
净资产周转率	3.01	3.16	3.30	3.44
总资产周转率	1.39	1.45	1.50	1.56
有效税率	23.4	23.4	23.4	23.4
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)				
P/E	15.5	14.0	12.2	10.7
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/Sale	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	9.3	8.0	6.7	5.6

资料来源:申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。