

医药生物

2014年08月15日

爱尔眼科 (300015)

——管理费用率下降催化业绩增速提升，并购基金带动扩张加速

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

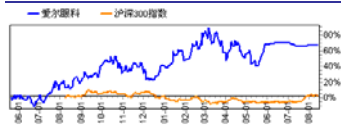
维持

市场数据:	2014年08月14日
收盘价(元)	26.35
一年内最高/最低(元)	42.81/20.33
上证指数/深证成指	2207/7894
市净率	9.5
息率(分红/股价)	0.57
流通A股市值(百万元)	13765

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)	2.78
资产负债率%	18.26
总股本/流通A股(百万)	652/522
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《爱尔眼科(300015)——净利润增长35%，合伙人计划高效助力公司扩张》 2014/04/20

《爱尔眼科(300015)2013年业绩回顾报告——利润增长22%，成立并购基金加速扩张》 2014/03/24

证券分析师

罗佳荣 A0230513070006
luojr@swsresearch.com

研究支持

杜舟 A0230113100001
duzhou@swsresearch.com

联系人

杜舟
(8621)23297818x7481
duzhou@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	1,985	21	223	22	0.52	45.9	13.4	51	27
2014H1	1,116	24	144	41	0.22	45.1	7.9		
2014E	2,478	24.8	286	28.1	0.44	46.3	14.7	59.3	37.6
2015E	3,176	28.2	372	29.9	0.57	47.0	16.0	45.6	28.8
2016E	4,182	31.7	501	34.7	0.77	47.7	17.7	33.9	21.6

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:

- **公司收入快速增长24%，净利润增长41%**。2014年上半年公司实现收入11.16亿，增长24%，净利润1.44亿，增长41%，扣非后净利润1.437亿，增长36%，EPS0.22元。其中：二季度单季实现收入5.97亿，增长22%，净利润0.80亿，增长50%，扣非后净利润0.76亿，增长36%，EPS0.12元，略超预期。公司上半年收入增长较快主要由于公司规模不断扩大，量价齐升，门诊量114万人次，同比增长22%，手术量11.8万人次，同比增长15%，人均门诊收入979元，同比增长19%；公司净利润增速高于收入增速主要由于期间费用率的下降，特别是管理费用率同比下降1.6个百分点。
- **白内障业务提速发力，准分子手术稳定增长，视光业务保持快速增长**。公司上半年白内障手术收入2.24亿，同比增长32%，远高于去年同期12%的增速，毛利率40%，同比提升3.6个百分点，白内障手术量提升，同时收入结构优化，毛利率及单价较高的高端晶体占比提升；准分子手术稳定增长，收入2.98亿，同比增长19%，毛利率54%，同比下降1.8个百分点，准分子毛利率下降但单次手术均价上涨，是收入结构优化，盈利能力提升的健康表现，主要由于飞秒/全飞秒占比的提升，我们预计飞秒/全飞秒收入占比约75%，传统准分子手术收入占比约25%，飞秒/全飞秒手术单价高达11000/19000元，远高于传统手术5500元，虽然飞秒/全飞秒毛利率较低（由于成本较高），但最终单次手术的毛利额仍远高于传统手术；视光业务收入1.997亿元，保持31%的快速稳定增长；眼前/后段手术业务、药品销售及检查治疗业务保持稳定增长。
- **期间费用率下降2个百分点，经营性现金流同比增长9%**。2014年上半年公司毛利率45.1%，同比持平。期间费用率27.2%，同比下降2个百分点，其中：销售费用率11%，同比下降0.13个百分点，管理费用率16.3%，同比下降1.6个百分点。每股净经营性现金流0.29元，同比增长9%。公司成本控制较好，同时由于总量提升，规模效应更加明显，导致管理费用率等逐步稳定下降。
- **并购基金助力扩张，“合伙人计划”各省顺利推进**。我们预计公司2亿元的并购基金已基本投完，落实到各个医院项目，预计未来将可能成立更大规模并购基金，加速扩张。各省“合伙人计划”顺利推进中，将逐步落地，强力激发医院核心骨干的积极性，实现从“医院员工”到“医院股东”的转变，缩短新院培育周期，更快提升盈利能力。
- **加速扩张，预计2014年体内+体外新增店面总计约20家，维持增持评级**。公司现有店面49家，我们预计至2014年底，上市公司将新增店面5-6家，加上并购基金体外增加的14-15家店面，预计新增爱尔眼科品牌店面约20家，方式以新建为主，并购为辅。公司战略规划：体外新建店面约需2年达到盈亏平衡，3年注入上市公司，并购成熟店面注入进度相对较快，我们预计公司在2016-2017年可能迎来注入高峰及盈利增速拐点。公司战略规划至2020年实现收入100亿元，收入提升5倍，覆盖60%的地级市，网点数量提升4倍，近年来扩张明显提速，是民营专科医院的领军企业。我们维持14-16年EPS0.44元、0.57元、0.77元，增长28%、30%、35%，对应预测市盈率59倍、46倍、34倍，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	单季数据	单位	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入	金额	百万元	355	388	477	421	413	488	606	477	519	597
	同比	%	36.05%	20.15%	24.46%	22.33%	16.59%	25.70%	27.18%	13.48%	25.64%	22.34%
	环比	%	3.11%	9.47%	22.84%	-11.77%	-1.73%	18.03%	24.28%	-21.28%	8.80%	14.93%
营业成本	金额	百万元	191	221	258	232	225	270	317	262	291	322
	同比	%	67.28%	53.30%	53.15%	-9.61%	17.65%	21.91%	22.84%	13.07%	29.45%	19.20%
	环比	%	20.98%	15.79%	16.52%	-10.22%	-2.87%	19.98%	17.41%	-17.37%	11.20%	10.48%
营业毛利	金额	百万元	163	167	219	189	188	218	289	215	228	275
	同比	%	11.64%	-6.67%	1.92%	115.81%	15.35%	30.74%	32.30%	13.98%	21.07%	26.23%
	环比	%	-12.10%	2.07%	31.23%	-13.60%	-0.33%	15.69%	32.79%	-25.56%	5.87%	20.61%
	毛利率	%	46.05%	42.94%	45.87%	44.92%	45.56%	44.66%	47.72%	45.12%	43.91%	46.08%
销售费用	金额	百万元	34	52	56	56	39	61	69	60	50	73
	同比	%	4.51%	46.42%	13.95%	26.44%	16.14%	18.21%	23.12%	6.36%	27.63%	19.06%
	环比	%	-24.17%	53.64%	7.72%	0.75%	-30.35%	56.38%	12.19%	-12.96%	-16.42%	45.88%
	销售费用率	%	9.52%	13.36%	11.72%	13.38%	9.49%	12.57%	11.35%	12.54%	9.64%	12.23%
管理费用	金额	百万元	62	63	88	72	81	80	98	88	88	94
	同比	%	0.85%	-19.57%	-1.17%	8337.29%	30.98%	27.18%	11.31%	22.60%	8.38%	17.72%
	环比	%	-36.10%	1.10%	39.54%	-18.39%	13.78%	-1.84%	22.13%	-10.12%	0.59%	6.62%
	管理费用率	%	17.54%	16.20%	18.40%	17.02%	19.71%	16.39%	16.11%	18.39%	17.00%	15.77%
财务费用	金额	百万元	0	-1	0	-2	0	1	0	-4	-1	-1
	同比	%	-114.38%	-268.49%	-42.65%	81.51%	608.77%	212.41%	-112.75%	-77.06%	-700.59%	-228.58%
	环比	%	99.59%	-985.74%	144.07%	-1051.19%	111.18%	139.89%	-105.00%	-13107.29%	62.08%	48.64%
	财务费用率	%	-0.01%	-0.13%	0.05%	-0.51%	0.06%	0.12%	0.00%	-0.79%	-0.28%	-0.12%
资产减值损失	金额	百万元	1	1	1	2	0	2	3	10	0	2
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5
营业利润	金额	百万元	66	51	74	61	67	73	119	61	90	110
	同比	%	29.31%	-18.89%	-2.50%	16.66%	0.43%	44.80%	61.30%	-0.49%	35.51%	50.29%
	环比	%	26.56%	-23.81%	45.97%	-17.11%	8.95%	9.85%	62.61%	-48.86%	48.37%	21.82%
	营业利润率	%	18.76%	13.05%	15.51%	14.57%	16.15%	15.04%	19.67%	12.78%	17.43%	18.47%
营业外收入	金额	百万元	2	1	0	1	2	1	0	2	1	6
营业外支出	金额	百万元	2	1	4	3	2	4	9	5	3	7
利润总额	金额	百万元	67	51	70	59	66	70	110	58	88	109
	同比	%	31.56%	-19.16%	-8.50%	17.79%	-0.45%	38.57%	58.51%	-2.45%	32.72%	55.51%
	环比	%	32.21%	-24.34%	37.97%	-14.66%	11.74%	5.32%	57.82%	-47.48%	52.03%	23.41%
	税前利润率	%	18.83%	13.01%	14.62%	14.14%	16.08%	14.34%	18.22%	12.15%	16.98%	18.23%
所得税费用	金额	百万元	19	5	13	27	18	17	31	20	24	29
	有效税率	%	27.90%	10.18%	19.21%	45.72%	27.03%	23.70%	28.40%	33.90%	27.68%	26.37%
净利润	金额	百万元	48	45	56	32	48	53	79	38	64	80
	同比	%	29.61%	6.38%	1.66%	-11.66%	0.74%	17.72%	40.48%	18.78%	31.54%	50.07%
	环比	%	31.72%	-5.75%	24.11%	-42.66%	50.20%	10.13%	48.11%	-51.52%	66.34%	25.64%
	净利润率	%	13.57%	11.69%	11.81%	7.67%	11.73%	10.94%	13.04%	8.03%	12.28%	13.43%
少数股东损益	金额	百万元	1	1	0	-2	0	0	-1	-3	-2	2
归母净利润	金额	百万元	48	44	56	34	49	53	80	41	66	79
	同比	%	30.67%	1.35%	3.59%	-8.24%	2.38%	21.00%	41.70%	20.36%	34.60%	47.47%
	环比	%	26.71%	-7.55%	28.41%	-39.00%	41.39%	9.26%	50.38%	-48.19%	58.11%	19.71%
摊薄EPS	金额	元/股	0.07	0.07	0.09	0.05	0.07	0.08	0.12	0.06	0.10	0.12
扣非归母净利润	金额	百万元	47	44	60	36	49	56	87	44	67	76
经营活动现金流	金额	百万元	52	59	111	80	66	106	170	71	91	96
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.08	0.09	0.17	0.12	0.10	0.16	0.26	0.11	0.14	0.15

资料来源：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	355	743	1,219	1,640	413	901	1,508	1,985	519	1,116
	同比	%	36.05%	27.25%	26.14%	25.14%	16.59%	21.35%	23.63%	21.02%	25.64%	23.85%
营业成本	金额	百万元	191	413	671	902	225	495	812	1,074	291	613
	同比	%	67.28%	59.47%	56.98%	32.02%	17.65%	19.93%	21.05%	19.00%	29.45%	23.86%
营业毛利	金额	百万元	163	330	549	738	188	406	696	911	228	503
	同比	%	11.64%	1.57%	1.71%	17.65%	15.35%	23.13%	26.78%	23.50%	21.07%	23.84%
	毛利率	%	46.05%	44.43%	44.99%	44.97%	45.56%	45.08%	46.14%	45.89%	43.91%	45.07%
销售费用	金额	百万元	34	86	142	198	39	101	169	229	50	123
	同比	%	4.51%	26.43%	21.19%	22.64%	16.14%	17.40%	19.65%	15.87%	27.63%	22.40%
	销售费用率	%	9.52%	11.53%	11.60%	12.06%	9.49%	11.15%	11.23%	11.55%	9.64%	11.02%
管理费用	金额	百万元	62	125	213	284	81	161	259	347	88	182
	同比	%	0.85%	-10.57%	-6.92%	24.88%	30.98%	29.07%	21.75%	21.96%	8.38%	13.01%
	管理费用率	%	17.54%	16.84%	17.45%	17.34%	19.71%	17.91%	17.19%	17.47%	17.00%	16.34%
财务费用	金额	百万元	0	-1	0	-2	0	1	1	-3	-1	-2
	同比	%	-114.38%	-395.78%	-157.26%	77.51%	608.77%	245.84%	335.86%	-21.51%	-700.59%	-367.45%
	财务费用率	%	-0.01%	-0.07%	-0.03%	-0.15%	0.06%	0.09%	0.05%	-0.15%	-0.28%	-0.19%
资产减值损失	金额	百万元	1	2	3	4	0	2	5	15	0	3
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5
营业利润	金额	百万元	66	117	191	252	67	140	259	320	90	201
	同比	%	29.31%	2.87%	0.72%	4.18%	0.43%	19.61%	35.74%	26.94%	35.51%	43.25%
	营业利润率	%	18.76%	15.77%	15.67%	15.39%	16.15%	15.55%	17.21%	16.14%	17.43%	17.98%
营业外收入	金额	百万元	2	3	3	4	2	3	3	5	1	6
营业外支出	金额	百万元	2	3	7	10	2	6	16	20	3	10
利润总额	金额	百万元	67	117	187	246	66	136	247	305	88	197
	同比	%	31.56%	3.57%	-1.28%	2.73%	-0.45%	16.36%	32.07%	23.74%	32.72%	44.41%
	税前利润率	%	18.83%	15.79%	15.33%	15.02%	16.08%	15.14%	16.38%	15.36%	16.98%	17.65%
所得税费用	金额	百万元	19	24	37	64	18	35	66	86	24	53
	有效税率	%	27.90%	20.27%	19.87%	26.11%	27.03%	25.32%	26.70%	28.07%	27.68%	26.96%
净利润	金额	百万元	48	93	150	182	48	102	181	219	64	144
	同比	%	29.61%	17.20%	10.83%	6.04%	0.74%	8.98%	20.82%	20.46%	31.54%	41.25%
	净利润率	%	13.57%	12.59%	12.28%	11.10%	11.73%	11.30%	12.00%	11.05%	12.28%	12.89%
少数股东损益	金额	百万元	1	2	2	0	0	0	-1	-4	-2	0
归母净利润	金额	百万元	48	92	148	183	49	102	182	223	66	144
	同比	%	30.67%	14.73%	10.21%	6.18%	2.38%	11.32%	22.91%	22.43%	34.60%	41.32%
摊薄EPS	金额	元/股	0.07	0.14	0.23	0.28	0.07	0.16	0.28	0.34	0.10	0.22
扣非归母净利润	金额	百万元	47	91	152	187	49	105	192	236	67	144
经营活动现金流	金额	百万元	52	111	222	302	66	172	341	413	91	187
每股经营活动现金流	金额	元/股	0.08	0.17	0.34	0.46	0.10	0.26	0.52	0.63	0.14	0.29
应收票据	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
应收账款	金额	百万元	58	77	85	86	87	108	109	108	113	131
	周转天数	天	15	19	19	19	19	22	20	20	20	21
其他应收款	金额	百万元	26	32	37	46	46	83	80	59	57	51
存货	金额	百万元	90	88	96	95	96	105	113	116	117	135
	周转天数	天	42	38	39	38	38	38	37	39	36	40

资料来源：申万研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,640	1,985	2,478	3,176	4,182
医疗服务	1,170	1,396	1,731	2,214	2,904
药品销售	194	225	264	311	374
视光服务	275	362	481	649	902
营业总成本	1,388	1,665	2,078	2,660	3,489
营业成本	902	1,074	1,330	1,683	2,187
医疗服务	625	735	905	1,143	1,479
药品销售	142	165	193	227	273
视光服务	136	174	231	312	434
营业税金及附加	1	3	3	4	6
销售费用	198	229	307	397	531
管理费用	284	347	441	578	769
财务费用	(2)	(3)	(6)	(8)	(10)
资产减值损失	4	15	3	4	6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	252	320	400	516	692
营业外收支	(6)	(16)	(9)	(9)	(9)
利润总额	246	305	391	507	683
所得税	64	86	110	142	192
净利润	182	219	281	365	492
少数股东损益	(0)	(4)	(5)	(7)	(9)
归属于母公司所有者的净利润	183	223	286	372	501

资料来源:申万研究

合并现金流量表

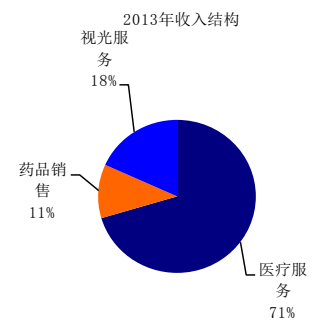
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	182	219	281	365	492
加: 折旧摊销减值	147	179	64	87	112
财务费用	4	3	(6)	(8)	(10)
非经营损失	(13)	(3)	0	0	0
营运资本变动	(33)	0	24	32	45
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	302	413	362	477	638
资本开支	226	195	226	226	226
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(329)	(310)	(226)	(226)	(226)
吸收投资	18	74	0	0	0
负债净变化	0	(64)	0	0	0
支付股利、利息	70	50	(6)	(8)	(10)
其它融资现金流	(10)	29	0	0	0
融资活动现金流	(61)	(11)	6	8	10
净现金流	(89)	92	142	258	423

资料来源:申万研究

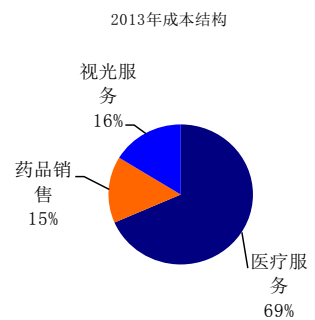
关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
医疗服务增长	19%	24%	28%	31%
药品销售增长	16%	17%	18%	20%
视光服务增长	31%	33%	35%	39%
毛利率	46%	46%	47%	48%
销售费用率	12%	12%	13%	13%
管理费用率	17%	18%	18%	18%

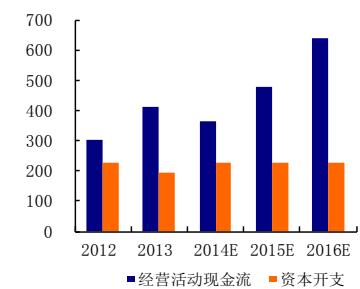
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流

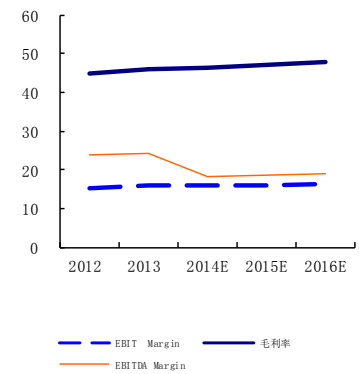


合并资产负债表

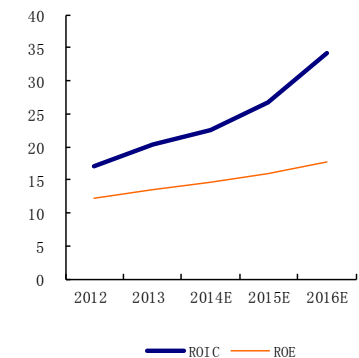
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	882	1,016	1,213	1,547	2,079
现金及等价物	557	620	762	1,021	1,443
应收款项	182	227	254	292	346
存货净额	95	116	144	182	237
其他流动资产	49	53	53	53	53
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	588	616	781	924	1,044
无形资产及其他资产	460	488	488	488	488
资产总计	1,930	2,119	2,481	2,959	3,611
流动负债	359	378	459	572	733
短期借款	64	0	0	0	0
应付款项	277	343	425	537	698
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2	2	2	2	2
负债合计	361	380	462	574	735
股本	427	433	433	433	433
资本公积	551	532	532	532	532
盈余公积	57	79	107	143	192
未分配利润	464	623	881	1,217	1,669
少数股东权益	70	73	67	60	51
股东权益	1,569	1,739	2,020	2,385	2,876
负债和股东权益合计	1,930	2,119	2,481	2,959	3,611

资料来源:申万研究

经营利润率(%)



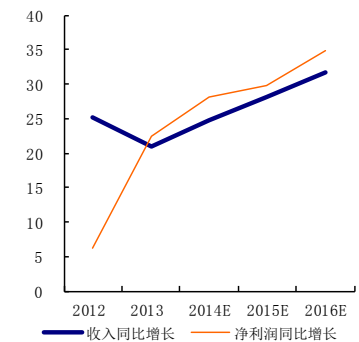
投资回报率趋势(%)


重要财务指标

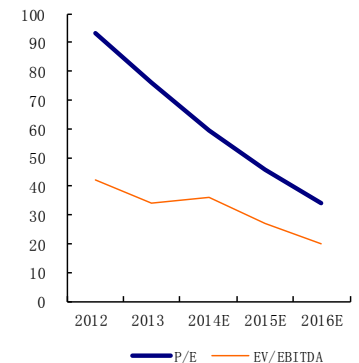
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.28	0.34	0.44	0.57	0.77
每股经营现金流	0.46	0.63	0.56	0.73	0.98
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.30	2.56	2.99	3.56	4.33
关键运营指标(%)					
ROIC	17.1	20.4	22.5	26.8	34.2
ROE	12.2	13.4	14.7	16.0	17.7
毛利率	45.0	45.9	46.3	47.0	47.7
EBITDA Margin	23.9	24.3	18.3	18.6	18.8
EBIT Margin	15.2	16.0	15.9	16.0	16.3
收入同比增长	25.1	21.0	24.8	28.2	31.7
净利润同比增长	6.2	22.4	28.1	29.9	34.7
资产负债率	18.7	17.9	18.6	19.4	20.4
净资产周转率	1.09	1.19	1.27	1.37	1.48
总资产周转率	0.85	0.94	1.00	1.07	1.16
有效税率	26.1	28.1	28.1	28.1	28.1
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	93.0	75.9	59.3	45.6	33.9
P/B	11.3	10.2	8.7	7.3	6.0
EV/Sale	10.1	8.3	6.6	5.0	3.7
EV/EBITDA	42.2	34.1	35.9	27.1	19.8

资料来源:申万研究

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。