

医药生物

2014年08月22日

云南白药 (000538)

——健康品、中药资源保持较快增长，药品增速有所放缓

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年08月21日

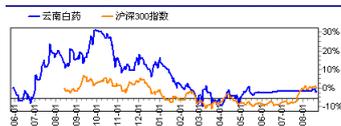
收盘价(元)	53.14
一年内最高/最低(元)	119.3/47.1
上证指数/深证成指	2231/8011
市净率	5.6
息率(分红/股价)	0.94
流通A股市值(百万元)	55338

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)	9.42
资产负债率%	28.15
总股本/流通A股(百万)	1041/1041
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

- 《晨会推荐 140729》 2014/07/29
- 《晨会推荐 140722》 2014/07/22

证券分析师

陈益凌 A0230512070016
chenyl@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
2013A	15,815	16	2,321	47	2.23	29.7	25.7	24	23
2014H1	8,627	18	1,130	21	1.09	30.0	11.5		
2014E	18,551	17	2,482	7	2.38	31.0	22.5	22	19
2015E	21,298	15	2,863	15	2.75	32.1	21.2	19	16
2016E	24,204	14	3,441	20	3.30	33.4	20.9	16	14

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：

- **上半年工业收入增长 22%，净利润增长 21%：**2014 上半年合并营收 86.27 亿元增长 18%，其中工业收入 38.36 亿元增长 22%；归母净利润 11.30 亿元增长 21%，扣非归母净利润 10.64 亿元增长 17%。其中 14Q2 单季营收 44.69 亿元增长 12%，净利润 6.26 亿元增长 12%。中报 EPS=1.09 元，略超中报前瞻 1.08 元预期。
- **健康品、中药资源保持较快增长，二季度药品增速有所放缓：**(1) **药品事业部：**上半年收入 20.72 亿元增长 7%，其中 Q2 单季收入约 7 亿元同比下滑 (Q1 单季收入增速超 20%)。分品种看，母公司中央药品、无锡药业透皮产品增速均约 6%，云南特色药增速略快；母公司净利润 2.63 亿元同比下滑 16%，主要因广告宣传、职工薪酬等费用增长。药品增速放缓，主要因 OTC 大环境、消费疲软和流通企业开展 GSP 认证、降低库存的影响；随着不利因素逐步消退、13H2 基数较低的影响，预计下半年药品事业部增速将有加快。(2) **健康事业部：**上半年收入 14.69 亿元增长 41%超预期，其中 Q2 单季收入约 8.5 亿元增长超 30% (Q1 单季收入增速超 50%)，继续保持较快增长；健康产品、电子商务两家公司净利润合计达 6.39 亿元增长 53%，净利率升至超过 40% (未考虑总部费用分摊)。分品类看，牙膏系列增速较高，养元清保持稳定，清逸堂上半年贡献收入 7110 万元。预计下半年牙膏细分新产品、卫生巾升级改造产品都将逐步推广上市，健康事业部仍将保持较快增长。(3) **中药资源事业部：**上半年收入 2.54 亿元增长 67%，保持了去年以来加速增长的态势。中药资源事业部围绕区域优势、品种优势、公司优势，通过前期储备，上半年在三七等中药材的贸易、提取物、医院饮片等方面都取得突破进展，预计将继续保持较快增长势头，成为公司新的利润增长点。(4) **省医药公司：**上半年收入 50.55 亿元增长 13%，其中医药商业 (扣除内部抵消) 收入 47.66 亿元增长约 15%，商业增速同比、环比均保持平稳。
- **毛利率、费用率总体稳定，经营性现金流较好：**上半年合并毛利率 30%，母公司毛利率 45%，同比、环比基本保持稳定；合并销售费用增长 15%、管理费用增长 21%，与工业收入增速基本相当，费用率保持稳定。上半年合并经营性现金流 11.58 亿元增长 206%，母公司经营性现金流 11.83 亿元，保持优秀水平；一方面经销商回款仍较为积极，另一方面公司在上半年利率较低时加大贴现力度，应收票据余额比年初显著降低 (合并减少 5.9 亿元、母公司减少 9 亿元)。除应收票据外，应收账款周转 18 天，存货周转 148 天，同比均改善。
- **小幅下调盈利预测、维持买入评级：**因上半年药品增长低于预期，小幅下调盈利预测，2014-2016 年主业 EPS=2.24/2.74/3.30 元 (原为 2.32/2.94/3.56 元)，主业增速 23%、23%、20%，预测市盈率 24/19/16 倍；考虑坏账准备转回，报表 EPS=2.38/2.75/3.30 元 (原为 2.46/2.95/3.57 元)，表现增速 7%、15%、20%。我们预计下半年业绩增速将有所提升，并有多款新产品推向市场，逐步形成消费品产品群；公司估值水平较低，维持“买入”评级。

表 1: 公司单季财务数据比较

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	2,802	3,273	3,465	4,147	3,349	3,962	3,901	4,603	4,159	4,469
	同比	%	14.03%	25.10%	29.88%	16.13%	18.26%	19.72%	10.87%	10.77%	24.18%	12.77%
	环比	%	-21.52%	16.81%	5.85%	19.67%	-19.24%	18.32%	-1.56%	18.00%	-9.65%	7.45%
营业成本	金额	百万元	2,009	2,332	2,319	2,918	2,386	2,717	2,653	3,362	2,900	3,142
	同比	%	10.63%	42.11%	23.16%	13.01%	18.63%	16.32%	13.27%	15.81%	21.54%	15.64%
	环比	%	-22.21%	16.10%	-0.54%	25.80%	-18.22%	13.85%	-2.36%	26.75%	-13.74%	8.33%
营业毛利	金额	百万元	794	941	1,145	1,229	963	1,246	1,248	1,240	1,258	1,327
	同比	%	23.64%	-3.51%	46.00%	24.26%	17.34%	27.88%	6.09%	-0.93%	30.72%	6.52%
	环比	%	-19.74%	18.61%	21.69%	7.27%	-21.65%	29.39%	0.18%	-0.60%	1.47%	5.43%
	毛利率	%	28.32%	28.76%	33.06%	29.63%	28.75%	31.44%	31.99%	26.95%	30.26%	29.69%
销售费用	金额	百万元	368	320	576	600	432	465	583	533	544	491
	同比	%	14.12%	-34.25%	47.49%	28.65%	9.86%	33.06%	-2.81%	-13.85%	25.97%	5.61%
	环比	%	-20.99%	-13.06%	79.95%	4.08%	-27.99%	7.71%	25.35%	-8.64%	2.13%	-9.70%
	销售费用率	%	13.14%	9.78%	16.63%	14.46%	12.89%	11.74%	14.95%	11.57%	13.08%	10.99%
管理费用	金额	百万元	75	87	92	101	88	120	99	155	124	127
	同比	%	23.57%	12.18%	47.12%	-13.42%	10.92%	29.33%	1.41%	41.94%	40.71%	6.58%
	环比	%	-35.93%	16.55%	5.56%	9.85%	-12.72%	35.36%	-17.24%	56.83%	-19.91%	2.53%
	管理费用率	%	2.67%	2.67%	2.66%	2.44%	2.64%	3.02%	2.54%	3.37%	2.99%	2.85%
财务费用	金额	百万元	-1	-1	-1	5	6	1	0	1	0	8
	同比	%	68.79%	89.43%	81.95%	1376.09%	479.77%	287.52%	99.16%	-82.07%	-96.39%	441.04%
	环比	%	-274.23%	54.08%	-122.27%	434.10%	15.01%	-75.23%	-100.91%	6880.01%	-76.45%	3617.22%
	财务费用率	%	-0.05%	-0.02%	-0.04%	0.12%	0.17%	0.04%	0.00%	0.02%	0.00%	0.17%
资产减值损失	金额	百万元	0	24	3	-12	0	22	259	-97	0	-15
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
投资收益	金额	百万元	1	0	0	0	0	11	651	22	8	21
营业利润	金额	百万元	341	497	455	510	422	631	940	646	583	715
	同比	%	28.70%	27.35%	39.36%	30.63%	24.79%	27.53%	105.92%	27.69%	38.16%	13.25%
	环比	%	-12.58%	45.54%	-8.42%	12.11%	-17.24%	49.42%	48.93%	-31.24%	-9.70%	22.48%
	营业利润率	%	12.19%	15.18%	13.14%	12.31%	12.61%	15.92%	24.09%	14.04%	14.03%	15.99%
营业外收入	金额	百万元	4	9	8	10	17	17	12	24	9	21
营业外支出	金额	百万元	0	1	2	2	0	3	1	2	1	1
利润总额	金额	百万元	345	505	461	519	438	645	951	667	592	734
	同比	%	29.87%	28.43%	32.32%	29.80%	27.99%	28.30%	104.69%	28.16%	34.95%	13.76%
	环比	%	-13.64%	46.17%	-8.67%	12.58%	-15.51%	47.10%	47.38%	-29.80%	-11.33%	24.00%
	税前利润率	%	12.32%	15.42%	13.30%	12.51%	13.09%	16.28%	24.37%	14.50%	14.23%	16.42%
所得税费用	金额	百万元	55	71	63	59	63	83	128	105	87	108
	有效税率	%	15.86%	14.00%	13.56%	11.45%	14.46%	12.94%	13.49%	15.70%	14.71%	14.75%
净利润	金额	百万元	291	434	398	460	375	561	822	563	505	626
	同比	%	28.87%	28.16%	35.06%	30.62%	30.32%	29.96%	104.63%	21.99%	34.56%	11.40%
	环比	%	-17.42%	49.40%	-8.20%	15.34%	-18.38%	49.71%	46.46%	-31.60%	-10.28%	23.94%
	净利润率	%	10.37%	13.26%	11.50%	11.08%	11.20%	14.17%	21.08%	12.22%	12.14%	14.00%
少数股东损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	1	-1
归母净利润	金额	百万元	291	434	398	460	375	561	822	563	504	626
	同比	%	28.87%	28.16%	35.06%	30.62%	30.32%	29.96%	104.63%	21.99%	34.36%	11.54%
	环比	%	-17.42%	49.40%	-8.20%	15.34%	-18.38%	49.71%	46.46%	-31.60%	-10.41%	24.28%
摊薄EPS	金额	元/股	0.28	0.42	0.38	0.44	0.36	0.54	0.79	0.54	0.48	0.60
扣非归母净利润	金额	百万元	287	427	393	450	361	550	482	473	491	573
经营活动现金流	金额	百万元	-136	597	-9	342	-23	402	91	-128	666	491
每股经营活动现金流	金额	元/股	-0.13	0.57	-0.01	0.33	-0.02	0.39	0.09	-0.12	0.64	0.47

资料来源: 公司数据、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	2,802	6,075	9,540	13,687	3,349	7,311	11,212	15,815	4,159	8,627
	同比	%	14.03%	19.74%	23.23%	20.99%	18.26%	19.05%	16.07%	14.47%	24.18%	18.00%
营业成本	金额	百万元	2,009	4,341	6,660	9,578	2,386	5,103	7,756	11,118	2,900	6,042
	同比	%	10.63%	25.58%	24.72%	20.91%	18.63%	17.39%	15.95%	15.91%	21.54%	18.40%
营业毛利	金额	百万元	794	1,735	2,880	4,109	963	2,208	3,456	4,696	1,258	2,585
	同比	%	23.64%	7.27%	19.92%	21.19%	17.34%	23.06%	16.34%	11.22%	30.72%	17.07%
	毛利率	%	28.32%	28.55%	30.19%	30.02%	28.75%	30.20%	30.83%	29.70%	30.26%	29.97%
销售费用	金额	百万元	368	688	1,265	1,864	432	897	1,480	2,013	544	1,035
	同比	%	14.12%	-14.97%	5.36%	11.87%	9.86%	20.78%	10.24%	2.65%	25.97%	15.41%
	销售费用率	%	13.14%	11.33%	13.25%	13.62%	12.89%	12.27%	13.20%	12.73%	13.08%	12.00%
管理费用	金额	百万元	75	162	254	355	88	208	307	462	124	252
	同比	%	23.57%	17.16%	26.50%	11.82%	10.92%	20.81%	13.79%	21.91%	40.71%	21.08%
	管理费用率	%	2.67%	2.67%	2.66%	2.60%	2.64%	2.84%	2.74%	2.92%	2.99%	2.92%
财务费用	金额	百万元	-1	-2	-4	1	6	7	7	8	0	8
	同比	%	68.79%	80.67%	81.22%	106.91%	479.77%	415.54%	287.56%	636.05%	-96.39%	10.30%
	财务费用率	%	-0.05%	-0.03%	-0.04%	0.01%	0.17%	0.10%	0.06%	0.05%	0.00%	0.09%
资产减值损失	金额	百万元	0	24	27	15	0	22	281	184	0	-15
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
投资收益	金额	百万元	1	1	1	1	0	11	663	685	8	30
营业利润	金额	百万元	341	838	1,294	1,804	422	1,053	1,993	2,639	583	1,298
	同比	%	28.70%	27.89%	31.71%	31.40%	24.79%	26.42%	54.55%	46.98%	38.16%	23.24%
	营业利润率	%	12.19%	13.80%	13.56%	13.18%	12.61%	14.40%	17.77%	16.69%	14.03%	15.04%
营业外收入	金额	百万元	4	13	21	31	17	34	45	69	9	29
营业外支出	金额	百万元	0	2	3	5	0	3	4	6	1	2
利润总额	金额	百万元	345	850	1,311	1,830	438	1,083	2,034	2,701	592	1,325
	同比	%	29.87%	29.01%	30.16%	30.06%	27.99%	28.17%	55.31%	47.58%	34.95%	22.34%
	税前利润率	%	12.32%	13.99%	13.74%	13.37%	13.09%	14.82%	18.14%	17.08%	14.23%	15.36%
所得税费用	金额	百万元	55	125	188	247	63	147	275	380	87	195
	有效税率	%	15.86%	14.76%	14.34%	13.52%	14.46%	13.56%	13.52%	14.06%	14.71%	14.73%
净利润	百万元	百万元	291	725	1,123	1,583	375	937	1,759	2,321	505	1,130
	同比	%	28.87%	28.44%	30.71%	30.69%	30.32%	30.11%	56.81%	46.66%	34.56%	20.67%
	净利润率	%	10.37%	11.93%	11.77%	11.56%	11.20%	12.81%	15.69%	14.68%	12.14%	13.10%
少数股东损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0
归母净利润	金额	百万元	291	725	1,123	1,583	375	937	1,759	2,321	504	1,130
	同比	%	28.87%	28.44%	30.71%	30.69%	30.32%	30.11%	56.81%	46.66%	34.36%	20.68%
摊薄EPS	金额	元/股	0.28	0.70	1.08	1.52	0.36	0.90	1.69	2.23	0.48	1.09
扣非归母净利润	金额	百万元	287	715	1,108	1,559	361	911	1,393	1,866	491	1,064
经营活动现金流	金额	百万元	-136	462	453	795	-23	379	470	342	666	1,158
每股经营活动现金流	金额	元/股	-0.13	0.44	0.43	0.76	-0.02	0.36	0.45	0.33	0.64	1.11
应收票据	金额	百万元	1,818	1,283	1,774	1,961	1,800	1,812	2,096	2,664	2,296	2,087
应收账款	金额	百万元	813	903	891	461	928	932	793	536	690	850
	周转天数	天	26	27	25	12	25	23	19	12	15	18
其他应收款	金额	百万元	105	121	110	66	146	134	366	462	652	980
存货	金额	百万元	3,960	3,991	4,392	4,360	4,705	4,931	4,719	4,757	4,943	4,855
	周转天数	天	177	165	178	164	177	174	164	154	153	145

资料来源: 公司数据、申万研究

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	13,815	15,815	18,551	21,298	24,204
药品事业部	2,095	2,587	3,048	3,618	4,244
透皮事业部	925	1,134	1,373	1,374	1,550
健康事业部	1,260	1,785	2,075	2,794	3,381
医药流通	6,651	7,820	8,932	10,182	11,404
营业总成本	12,021	13,861	15,727	18,031	20,266
营业成本	9,593	11,118	12,793	14,451	16,130
药品事业部	684	1,054	1,218	1,388	1,602
透皮事业部	318	495	636	620	687
健康事业部	440	622	723	979	1,145
医药流通	6,226	7,271	8,331	9,510	10,657
营业税金及附加	72	76	95	115	137
销售费用	1,961	2,013	2,410	2,790	3,206
管理费用	379	462	569	683	816
财务费用	1	8	5	(15)	(36)
资产减值损失	16	184	(146)	7	12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	685	0	0	0
营业利润	1,795	2,639	2,824	3,267	3,938
营业外收支	35	62	62	62	62
利润总额	1,830	2,701	2,886	3,329	4,001
所得税	247	380	404	466	560
净利润	1,583	2,321	2,482	2,863	3,441
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,583	2,321	2,482	2,863	3,441

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	1,583	2,321	2,482	2,863	3,441
加: 折旧摊销减值	110	276	(50)	123	130
财务费用	1	1	5	(15)	(36)
非经营损失	(11)	(739)	110	(2)	(2)
营运资本变动	(874)	(1,485)	36	(405)	(370)
其它	0	0	138	114	125
经营活动现金流	789	342	2,721	2,679	3,288
资本开支	108	75	230	150	150
其它投资现金流	2	(184)	0	0	0
投资活动现金流	(99)	291	(229)	(150)	(150)
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	112	313	473	402	450
其它融资现金流	9	4	(21)	(3)	(3)
融资活动现金流	(103)	(309)	(494)	(405)	(453)
净现金流	587	322	1,998	2,124	2,685

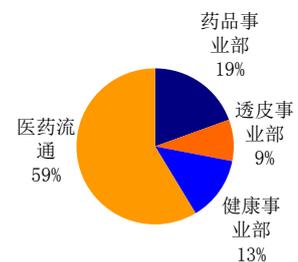
资料来源:申万研究

关键假设

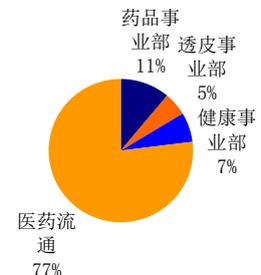
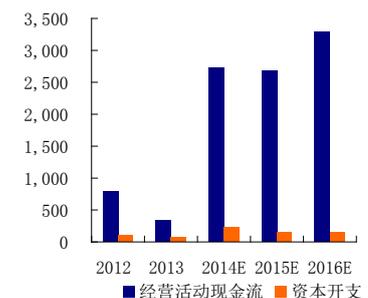
	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	14%	13%	13%	13%
管理费用率	3%	3%	3%	3%

收入结构

2012年收入结构


成本结构

2012年成本结构


资本开支与经营活动现金流


合并资产负债表

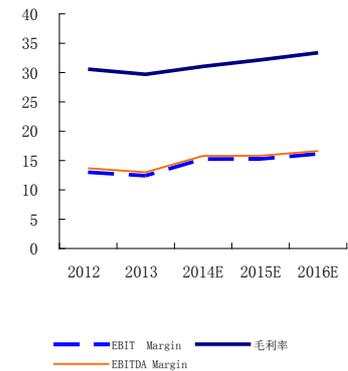
百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	8,888	10,894	13,121	16,066	19,544
现金及等价物	1,761	2,083	4,080	6,205	8,890
应收款项	2,748	4,053	3,468	3,710	3,947
存货净额	4,378	4,757	5,573	6,152	6,707
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	30	60	60	60	60
固定资产	1,535	1,532	1,688	1,728	1,766
无形资产及其他资产	351	394	263	259	255
资产总计	10,804	12,881	15,132	18,114	21,625
流动负债	3,473	3,659	3,908	4,446	5,004
短期借款	10	10	10	10	10
应付款项	2,691	3,064	3,175	3,599	4,033
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	213	193	171	169	166
负债合计	3,686	3,852	4,079	4,615	5,171
股本	694	694	694	694	694
资本公积	1,340	1,248	1,248	1,248	1,248
盈余公积	425	572	696	839	1,011
未分配利润	4,651	6,515	8,415	10,719	13,501
少数股东权益	8	0	0	0	0
股东权益	7,118	9,029	11,053	13,499	16,454
负债和股东权益合计	10,804	12,881	15,132	18,114	21,625

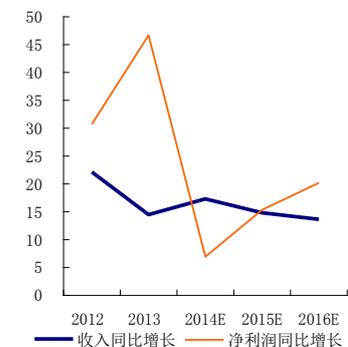
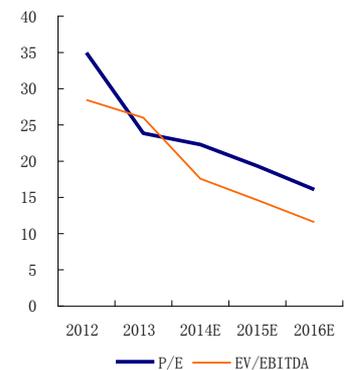
资料来源:申万研究

重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	1.52	2.23	2.38	2.75	3.30
每股经营现金流	0.76	0.33	2.61	2.57	3.16
每股红利	0.07	0.11	0.44	0.40	0.47
每股净资产	6.83	8.67	10.61	12.96	15.80
关键运营指标(%)					
ROIC	28.0	22.5	34.3	37.7	43.7
ROE	22.3	25.7	22.5	21.2	20.9
毛利率	30.6	29.7	31.0	32.1	33.4
EBITDA Margin	13.7	13.0	15.8	15.8	16.6
EBIT Margin	13.0	12.4	15.3	15.3	16.1
收入同比增长	22.1	14.5	17.3	14.8	13.6
净利润同比增长	30.7	46.7	6.9	15.4	20.2
资产负债率	34.1	29.9	27.0	25.5	23.9
净资产周转率	1.94	1.75	1.68	1.58	1.47
总资产周转率	1.28	1.23	1.23	1.18	1.12
有效税率	13.5	18.8	14.0	14.0	14.0
股息率	0.1	0.2	0.8	0.8	0.9
估值指标(倍)					
P/E	35.0	23.8	22.3	19.3	16.1
P/B	7.8	6.1	5.0	4.1	3.4
EV/Sale	3.9	3.4	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	28.5	26.0	17.6	14.6	11.6

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。