

医药生物

2016年03月21日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2016年03月18日

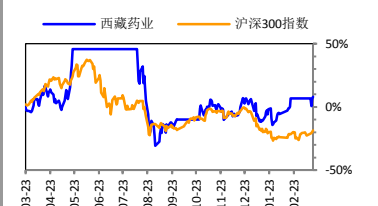
收盘价（元）	44.57
一年内最高/最低（元）	60.17/28.59
市净率	13.3
息率（分红/股价）	-
流通A股市值（百万元）	5086
上证指数/深证成指	2955.15 / 10126.59

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015年12月31日

每股净资产（元）	3.36
资产负债率%	31.21
总股本/流通A股（百万）	146/114
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《西藏药业（600211）点评：收购心血管优质资产，实现品种与渠道协同发展》
2016/03/17《西藏药业（600211）调研：康哲医药成为控股股东，开启内生外延双轮驱动》
2015/11/02

证券分析师

王晓锋 A0230515090003
wangxf@swsresearch.com

联系人

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

申万宏源研究微信服务号

西藏药业（600211）

——业绩表现靓丽，核心品种实现高增长

投资要点：

- **2015年实现扣非每股收益0.45元，同比增长238.34%，超出我们预期。**公司发布2015年年报，全年实现收入13.83亿元，同比减少17.10%，主要是子公司本草堂下半年剥离影响。实现扣非净利润6494万元，同比增长238.34%。实现扣非每股收益0.45元，超出我们的预期0.37元，主要原因是诺迪康销售额较上半年大幅增长，收入增长超过1亿元。
- **核心品种放量，带动业绩实现高增长。其中新活素实现收入2.74亿元，同比增长38%，诺迪康实现收入1.1亿元，同比增长超过90%。**公司主要产品包括新活素、诺迪康胶囊、雪山金罗汉止痛涂膜剂和注射用丙戊酸钠等。其中新活素和诺迪康借助康哲医药渠道进行销售。2015年新活素销量超过32万盒，同比增长38%，诺迪康胶囊实现销量846万盒左右，同比增长了近1倍，两个核心品种合计实现销售收入3.91亿元，同比增长46.69%。公司金罗汉止痛涂膜剂等其他产品实现收入1.18亿元，同比下降15%，主要是毛利率较低的丙戊酸钠收入同比下降幅度较大。根据公司和康哲药业签订的代理协议，2个核心品种2016年有望继续维持30%以上增长，合计销售额有望突破5亿元。
- **加减法先后进行，内生盈利能力有望不断提升。**2015年上半年完成了对子公司本草堂的剥离，相比工业资产而言，本草堂虽然营收规模较大，但毛利率较低，盈利能力较弱，通过剥离本草堂，公司营收规模虽然下降，但经营业务更加聚焦，整体盈利能力有了较大幅度提升，销售毛利率由2014年的20.37%大幅提升到2015年的32.35%，同时销售净利率也提升了5.35个百分点，预计2016年将会进一步提升。2016年公司与阿斯利康签订协议，有意收购心脑血管大品种依姆多，届时将与新活素、诺迪康等形成心脑血管产品组合，借助国家提高药品质量以及新一轮招标的机遇，实现快速增长，2016年收入贡献有望超过2亿，进一步提升公司内生业绩。
- **借船出海，实现产品与渠道协同发展。**国内市场方面，依姆多收购完成后，公司在心血管领域将形成单硝酸异山梨酯缓释片、新活素和诺迪康三大产品，同时与康哲医药收购的非洛地平缓释片及其他心血管品种形成产品群，这将大大提升现有销售渠道的盈利能力。国际方面，借助产品收购，使得公司销售渠道拓展到全球市场，初步形成国际化的业务平台。借助该平台，我们预计公司会将部分品种推向国际市场，同时也会不断引进新品种，实现产品在全球效益的最大化。
- **维持增持评级。**我们维持对公司2016-2018年的EPS分别为1.37、1.81和2.28元的预测，同比增长117.6%、31.9%和26.1%，对应的PE为33、25和20倍。考虑IMDUR的收购以及定向增发股份摊薄，2016-2018年的EPS分别为1.04亿元和1.38亿元和1.73亿元，对应的PE为43、32和26倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,668	1,383	858	1,212	1,427
同比增长率（%）	18.96	-17.10	-37.95	41.26	17.74
净利润（百万元）	21	92	199	263	331
同比增长率（%）	-22.73	336.80	117.16	32.16	25.86
每股收益（元/股）	0.14	0.63	1.37	1.81	2.28
毛利率（%）	20.4	32.4	84.9	86.2	86.5
ROE（%）	5.2	18.7	29.1	27.8	25.9
市盈率	309	71	33	25	20

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

表 1：单季度财务数据

合并报表	单季数据	单位	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入	金额	百万元	310	308	336	447	373	390	437	468	467	449	294	173
	同比	%	-4.99%	10.42%	11.68%	42.24%	20.11%	26.64%	29.93%	4.62%	25.19%	14.95%	-32.65%	-63.01%
	环比	%	-1.36%	-0.64%	8.99%	33.16%	-16.71%	4.76%	11.83%	7.22%	-0.33%	-3.81%	-34.49%	-41.11%
营业成本	金额	百万元	264	237	275	347	304	306	355	363	385	329	201	21
	同比	%	-3.91%	4.88%	15.08%	45.26%	15.30%	29.51%	28.80%	4.73%	26.57%	7.34%	-43.39%	-94.23%
	环比	%	10.47%	-10.31%	16.39%	25.96%	-12.32%	0.75%	15.76%	2.42%	5.97%	-14.57%	-38.95%	-89.55%
营业毛利	金额	百万元	47	72	61	101	69	84	82	105	82	120	93	152
	同比	%	-10.69%	33.68%	-1.52%	32.72%	47.36%	17.18%	35.07%	4.24%	19.08%	42.70%	13.78%	45.03%
	环比	%	-38.61%	54.13%	-15.40%	65.80%	-31.84%	22.56%	-2.49%	27.96%	-22.14%	46.87%	-22.25%	63.10%
	毛利率	%	15.01%	23.28%	18.07%	22.50%	18.41%	21.54%	18.78%	22.42%	17.51%	26.74%	31.74%	87.89%
销售费用	金额	百万元	32	52	47	76	50	56	57	84	58	83	65	109
	同比	%	-11.92%	32.76%	0.32%	31.44%	53.17%	7.28%	19.89%	11.09%	17.50%	48.26%	14.94%	29.95%
	环比	%	-43.60%	60.17%	-9.28%	60.39%	-34.27%	12.18%	1.39%	48.61%	-30.48%	41.54%	-21.40%	68.03%
	销售费用率	%	10.47%	16.87%	14.04%	16.92%	13.35%	14.29%	12.96%	17.96%	12.53%	18.43%	22.12%	63.10%
管理费用	金额	百万元	8	9	7	20	7	10	12	25	12	11	10	15
	同比	%	-10.56%	17.66%	-14.13%	96.79%	-9.72%	17.55%	70.90%	28.24%	67.20%	7.76%	-9.78%	-40.69%
	环比	%	-19.24%	5.64%	-20.22%	189.10%	-62.95%	37.55%	15.99%	116.94%	-51.69%	-11.35%	-2.88%	42.60%
	管理费用率	%	2.59%	2.76%	2.02%	4.38%	1.95%	2.56%	2.65%	5.37%	2.60%	2.40%	3.56%	8.61%
财务费用	金额	百万元	2	2	3	2	0	1	2	-4	0	0	-1	-2
	同比	%	-16.59%	144.13%	4.08%	-33.41%	-113.00%	-43.44%	-13.52%	-306.41%	28.59%	-75.01%	-143.39%	52.83%
	环比	%	-47.25%	55.21%	8.10%	-24.75%	-110.30%	775.27%	65.28%	-279.59%	96.44%	336.31%	-387.00%	-95.22%
	财务费用率	%	0.49%	0.77%	0.77%	0.43%	-0.05%	0.35%	0.51%	-0.85%	-0.03%	0.08%	-0.33%	-1.09%
资产减值损失	金额	百万元	0	1	0	7	1	1	-1	7	0	0	0	-1
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	0	1	0	1	0	-1	1	1	-1	1	27	2
营业利润	金额	百万元	3	8	3	-5	9	13	11	-8	9	23	44	30
	同比	%	-0.27%	15.62%	-3.36%	-61.50%	187.51%	76.50%	327.18%	-72.04%	2.50%	76.12%	295.13%	464.46%
	环比	%	210.46%	133.78%	-65.14%	-279.42%	296.65%	43.51%	-15.64%	-172.26%	217.17%	146.58%	89.27%	-33.35%
	营业利润率	%	1.04%	2.44%	0.78%	-1.05%	2.48%	3.40%	2.57%	-1.73%	2.03%	5.21%	15.05%	17.04%
营业外收入	金额	百万元	0	0	0	21	0	0	1	2	0	0	0	1
营业外支出	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	0	0
利润总额	金额	百万元	3	7	3	17	9	13	12	-8	10	22	44	30
	同比	%	0.38%	-19.95%	-80.07%	171.88%	181.30%	78.87%	350.80%	-149.01%	2.82%	63.69%	272.82%	472.46%
	环比	%	-45.70%	125.76%	-64.78%	529.70%	-43.82%	43.55%	-11.22%	-168.46%	217.85%	128.53%	102.20%	-31.60%
	税前利润率	%	1.07%	2.43%	0.79%	3.72%	2.51%	3.44%	2.73%	-1.74%	2.06%	4.89%	15.10%	17.53%
所得税费用	金额	百万元	1	1	1	3	2	2	2	0	1	7	4	4
	有效税率	%	31.80%	9.59%	55.54%	17.39%	21.06%	15.86%	19.54%	1.44%	9.98%	30.10%	9.51%	12.50%
净利润	金额	百万元	2	7	1	14	7	11	10	-8	9	15	40	27
	同比	%	-13.55%	-20.03%	-90.25%	86.75%	225.58%	66.46%	715.75%	-158.47%	17.25%	35.97%	319.29%	430.66%
	环比	%	-69.21%	199.28%	-82.68%	1069.90%	-46.32%	53.01%	-15.11%	-183.86%	207.64%	77.44%	161.78%	-33.87%
	净利润率	%	0.73%	2.20%	0.35%	3.07%	1.98%	2.89%	2.19%	-1.72%	1.85%	3.42%	13.66%	15.34%
少数股东损益	金额	百万元	-1	0	-2	0	-1	-1	-1	2	0	-1	0	-1
归母净利润	金额	百万元	3	7	4	14	8	12	10	-10	8	16	40	27
	同比	%	-6.45%	-14.21%	-71.37%	110.94%	191.10%	73.18%	181.92%	-172.93%	2.09%	29.90%	287.10%	376.36%
	环比	%	-56.42%	155.83%	-48.87%	270.01%	-39.86%	52.20%	-16.76%	-195.71%	184.20%	93.67%	148.03%	-31.67%
摊薄EPS	金额	元/股	0.02	0.05	0.03	0.09	0.06	0.09	0.07	(0.07)	0.06	0.11	0.27	0.19
扣非归母净利润	金额	百万元	3	5	4	11	8	12	10	-11	8	16	15	26
经营活动现金流	金额	百万元	-33	44	33	235	-127	-29	12	3	-32	44	73	49
每股经营活动现金流	金额	元/股	-0.23	0.30	0.23	1.62	-0.87	-0.20	0.08	0.02	-0.22	0.30	0.50	0.34

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：季度累积财务数据

合并报表	累计数据	单位	2013Q1	2013H1	2013Q1-3	2013A	2014Q1	2014H1	2014Q1-3	2014A	2015Q1	2015H1	2015Q1-3	2015A
营业收入	金额	百万元	310	619	955	1,402	373	763	1,200	1,668	467	915	1,210	1,383
	同比	%	-4.99%	2.11%	5.29%	14.81%	20.11%	23.36%	25.68%	18.96%	25.19%	19.95%	0.81%	-17.10%
营业成本	金额	百万元	264	500	776	1,122	304	610	965	1,328	385	714	914	935
	同比	%	-3.91%	0.06%	4.92%	14.77%	15.30%	22.02%	24.42%	18.34%	26.57%	16.92%	-5.24%	-29.58%
营业毛利	金额	百万元	47	118	179	280	69	153	235	340	82	202	295	447
	同比	%	-10.69%	11.82%	6.91%	14.95%	47.36%	29.06%	31.09%	21.43%	19.08%	32.08%	25.69%	31.66%
	毛利率	%	15.01%	19.13%	18.76%	19.95%	18.41%	20.01%	19.57%	20.37%	17.51%	22.04%	24.40%	32.35%
销售费用	金额	百万元	32	85	132	207	50	106	162	246	58	141	206	316
	同比	%	-11.92%	11.10%	6.98%	14.78%	53.17%	24.92%	23.12%	18.73%	17.50%	33.76%	27.19%	28.13%
	销售费用率	%	10.47%	13.66%	13.80%	14.79%	13.35%	13.83%	13.51%	14.76%	12.53%	15.42%	17.05%	22.82%
管理费用	金额	百万元	8	17	23	43	7	17	29	54	12	23	33	48
	同比	%	-10.56%	2.01%	-3.28%	25.98%	-9.72%	4.29%	23.66%	25.75%	67.20%	32.78%	15.68%	-10.57%
	管理费用率	%	2.59%	2.68%	2.44%	3.06%	1.95%	2.26%	2.40%	3.24%	2.60%	2.50%	2.76%	3.49%
财务费用	金额	百万元	2	4	6	8	0	1	3	-1	0	0	-1	-3
	同比	%	-16.59%	39.10%	22.73%	2.81%	-113.00%	-70.69%	-48.01%	-107.41%	28.59%	-83.08%	-122.88%	-325.62%
	财务费用率	%	0.49%	0.63%	0.68%	0.60%	-0.05%	0.15%	0.28%	-0.04%	-0.03%	0.02%	-0.06%	-0.19%
资产减值损失	金额	百万元	0	1	1	8	1	2	1	8	0	0	0	0
公允价值变动损益	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	金额	百万元	0	1	1	2	0	-1	0	2	-1	1	28	30
营业利润	金额	百万元	3	11	13	9	9	23	34	26	9	33	77	107
	同比	%	-0.27%	10.35%	7.36%	-9.18%	187.51%	109.76%	152.42%	196.10%	2.50%	45.89%	128.66%	315.92%
	营业利润率	%	1.04%	1.74%	1.40%	0.62%	2.48%	2.95%	2.81%	1.54%	2.03%	3.59%	6.38%	7.71%
营业外收入	金额	百万元	0	0	0	22	0	0	1	3	0	0	0	2
营业外支出	金额	百万元	0	0	0	0	0	0	1	2	0	2	2	2
利润总额	金额	百万元	3	11	13	30	9	23	35	27	10	32	76	106
	同比	%	0.38%	-14.65%	-48.08%	-6.09%	181.30%	110.31%	157.50%	-11.91%	2.82%	38.70%	119.12%	301.02%
	税前利润率	%	1.07%	1.75%	1.41%	2.15%	2.51%	2.98%	2.89%	1.59%	2.06%	3.45%	6.28%	7.69%
所得税费用	金额	百万元	1	2	3	6	2	4	6	6	1	8	12	16
	有效税率	%	31.80%	16.40%	24.08%	20.39%	21.06%	18.00%	18.53%	23.78%	9.98%	23.98%	15.52%	14.66%
净利润	金额	百万元	2	9	10	24	7	19	28	20	9	24	64	91
	同比	%	-13.55%	-18.50%	-55.84%	-21.44%	225.58%	106.31%	176.35%	-15.66%	17.25%	28.57%	127.20%	349.00%
	净利润率	%	0.73%	1.46%	1.07%	1.71%	1.98%	2.45%	2.35%	1.21%	1.85%	2.62%	5.31%	6.56%
少数股东损益	金额	百万元	-1	-1	-3	-3	-1	-2	-3	-1	0	0	0	-1
归母净利润	金额	百万元	3	10	14	27	8	21	31	21	8	24	64	92
	同比	%	-6.45%	-12.16%	-43.54%	-11.06%	191.10%	106.32%	126.64%	-22.74%	2.09%	18.87%	108.56%	336.78%
摊薄EPS	金额	元/股	0.02	0.07	0.09	0.19	0.06	0.14	0.21	0.14	0.06	0.17	0.44	0.63
扣非归母净利润	金额	百万元	3	8	11	22	8	20	30	19	8	24	39	65
经营活动现金流	金额	百万元	-33	11	44	279	-127	-156	-144	-141	-32	12	85	134
每股经营活动现金流	金额	元/股	-0.23	0.07	0.30	1.92	-0.87	-1.07	-0.99	-0.97	-0.22	0.08	0.58	0.92
应收票据	金额	百万元	17	23	35	34	27	15	18	32	20	11	6	13
应收账款	金额	百万元	148	130	150	108	135	169	167	125	184	148	24	19
	周转天数	天	43	38	42	28	33	40	38	27	36	29	5	4
其他应收款	金额	百万元	16	16	8	10	85	70	46	14	52	10	3	5
存货	金额	百万元	227	246	229	267	289	315	300	305	305	256	135	126
	周转天数	天	77	89	80	86	86	93	84	83	71	65	40	36

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,668	1,383	858	1,212	1,427
药品批发	1,228	861	0	0	0
新活素和诺迪康	267	391	502	638	789
其他	139	118	124	130	137
依姆多	0	370	232	444	502
0	0	0	0	0	0
营业总成本	1,644	1,306	633	865	989
营业成本	1,328	935	130	167	192
药品批发	1,196	835	0	0	0
新活素和诺迪康	21	28	38	48	59
其他	84	64	69	75	83
依姆多	0	37	23	44	50
0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	8	10	6	9	10
销售费用	246	316	464	651	749
管理费用	54	48	34	48	57
财务费用	(1)	(3)	(6)	(11)	(19)
资产减值损失	8	(0)	4	1	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	30	0	0	0
营业利润	26	107	254	347	438
营业外收支	1	(0)	0	0	0
利润总额	27	106	254	347	438
所得税	6	16	56	87	109
净利润	20	91	197	260	328
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(3)	(3)
归属于母公司所有者的净利润	21	92	199	263	331

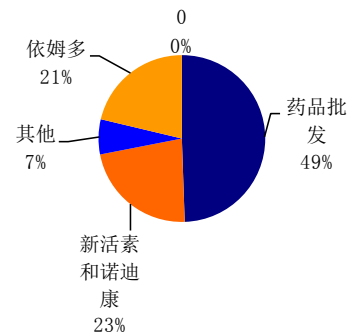
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入增速	18.96%	-17.10%	-37.92%	41.15%
综合毛利率	20.37%	32.35%	84.87%	86.19%
期间费用率	26.12%	57.36%	56.79%	55.15%

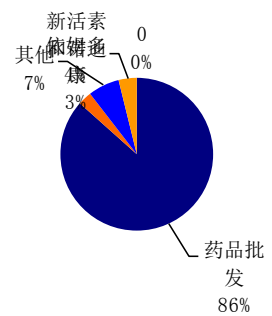
收入结构

2015年收入结构



成本结构

2015年成本结构

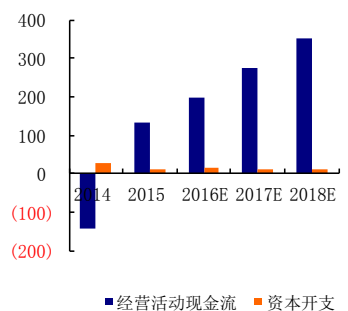


合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	20	91	197	260	328
加：折旧摊销减值	24	12	13	10	9
财务费用	9	7	(6)	(11)	(19)
非经营损失	(2)	(28)	2	0	0
营运资本变动	(192)	52	(8)	14	32
其它	0	0	(2)	0	0
经营活动现金流	(141)	134	197	273	350
资本开支	27	11	15	10	12
其它投资现金流	1	2	(0)	0	0
投资活动现金流	(27)	4	(15)	(10)	(12)
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	20	(50)	0	0	0
支付股利、利息	12	10	(6)	(11)	(19)
其它融资现金流	5	(26)	(3)	0	0
融资活动现金流	14	(86)	3	11	19
净现金流	(155)	52	184	274	357

资料来源:申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流

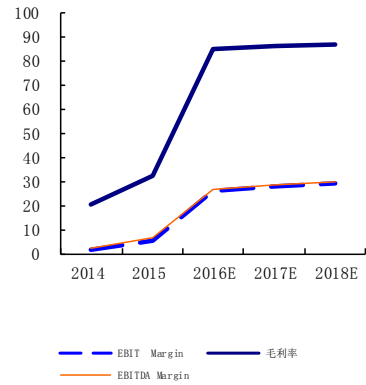


合并资产负债表

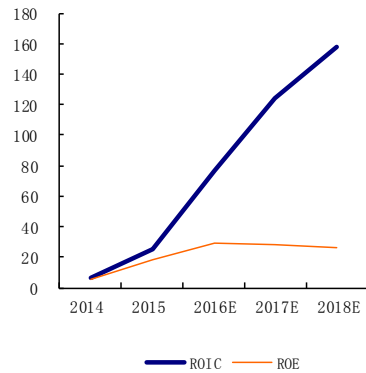
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	811	484	659	928	1,259
现金及等价物	300	319	504	778	1,136
应收款项	205	39	71	69	63
存货净额	305	126	84	81	61
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	34	34	34	34	34
固定资产	109	107	100	93	86
无形资产及其他资产	93	82	94	102	112
资产总计	1,046	706	887	1,157	1,491
流动负债	605	192	176	186	192
短期借款	135	45	45	45	45
应付款项	324	47	32	42	48
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	27	28	27	27	27
负债合计	632	220	203	213	219
股本	146	146	146	146	146
资本公积	217	217	217	217	217
盈余公积	30	39	69	108	158
未分配利润	9	84	253	477	759
少数股东权益	10	(4)	(6)	(8)	(11)
股东权益	414	486	679	939	1,268
负债和股东权益合计	1,046	706	883	1,152	1,487

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

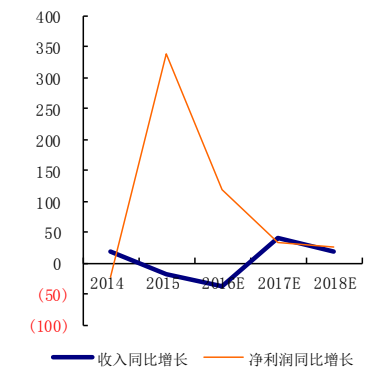


重要财务指标

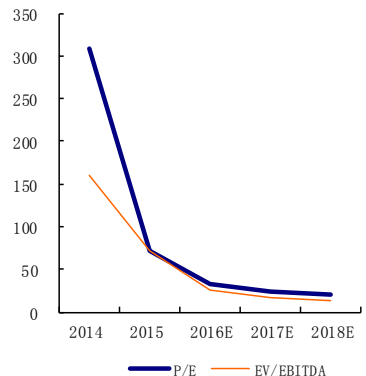
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.63	1.37	1.81	2.28
每股经营现金流	-0.97	0.92	1.35	1.88	2.40
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.78	3.36	4.70	6.51	8.78
关键运营指标(%)					
ROIC	6.6	25.6	76.2	124.1	157.8
ROE	5.2	18.7	29.1	27.8	25.9
毛利率	20.4	32.3	84.9	86.2	86.5
EBITDA Margin	2.4	6.3	26.7	28.5	30.0
EBIT Margin	1.4	5.4	25.7	27.7	29.3
收入同比增长	19.0	(17.1)	(37.9)	41.2	17.8
净利润同比增长	(22.7)	336.8	117.6	31.9	26.1
资产负债率	60.4	31.2	22.9	18.4	14.7
净资产周转率	4.13	2.83	1.25	1.28	1.12
总资产周转率	1.59	1.96	0.97	1.05	0.96
有效税率	25.3	20.4	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	309.3	70.8	32.5	24.7	19.6
P/B	16.0	13.3	9.5	6.8	5.1
EV/Sale	3.8	4.5	7.0	4.7	3.8
EV/EBITDA	159.5	72.0	26.2	16.6	12.6

资料来源:申万宏源研究

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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。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、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。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。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。

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。

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。