

国药控股 (01099)

证券研究报告

2018 年 05 月 21 日

医药商业龙头，受益行业集中度的提升

分销网络布局全国，龙头价值凸显

国药控股是中国医药集团总公司的核心企业，是我国医药商业领域经营规模最大的医药商业公司，当之无愧的医药商业龙头。2017 年公司实现营业收入 2777.2 亿元，同比增长 7.5%，实现归母净利润 52.8 亿元，同比增长 13.9%，经营规模与利润遥遥领先第二名医药分销企业，龙头地位稳固。商务部数据显示 2016 年全国药品零售总额为 18398 亿元，同口径按收入计算，国药控股市场占有率为 14.9%。2017 年是全国全面各省/市/区全面执行两票制的元年，中小型医药流通企业与代理商在日渐严苛的竞争环境中退出速度有望加速，行业集中度提升在即，公司作为全国性医药商业龙头，有望受益行业的整合，继续提升自身市场份额。

业务结构不断完善，有望受益行业持续整合

国药控股目前主要包括医药分销与医药零售两块业务，其中医药分销占比为 94%，医药零售占比为 4.4%。公司分销板块是业务收入与利润的主要来源，其中 62%是二、三级医院的纯销，大约 22%是商业调拨。公司调拨业务占比有限，且调拨业务毛利率通常相对低，因此两票制对公司的影响有限；短期来看，随着“严控药占比”“药品零加成”等一系列医药政策的加码，公司业务短期可能承压，但长期来看，随着中小医药流通企业的逐渐退出，公司作为全国医药商业龙头有望持续受益。在医药零售方面，公司拥有全国零售规模排名第一的国大药房，零售网络几乎遍布全国，2017 年国家药房拥有门店 3834 家，其中院边店 253 家，新增 53 家。从公司门店增速来看，公司新开门店增速有所放缓，但院边店、医保店等高质量店铺的数量有所提升。零售方面公司积极开展创新业务，公司有望凭借品种的丰富度、渠道资源等优势受益处方外流。

优质渠道提升，盈利能力提升

公司分销网络遍布全国 31 个省/直辖市/自治区，涵盖了 15032 家分级医院（三级医院 2301 家），小规模终端客户 128326 家，零售药店 87246 家。整体来看，分级医院客户占比为 6.52%。在渠道布局上，公司小规模终端客户与零售药店客户最多，占比分别为 55.65%、37.83%。2017 年公司优质渠道占比逐步提高，三级医院增长最快，占分级医院的占比由 13.9%提升至 15.3%。分级医院尤其是三级医院药品采购量大，且稳定，回款也相对更加稳定。2017 年公司销售毛利率与销售净利率分别为 8.31%与 2.83%，相较于 2016 年公司盈利能力进一步增强。随着公司优质渠道与毛利业务占比的提升，公司盈利能力有望进一步增强。

估值与评级

将公司经营规模与全国医药商业经营规模排名第二与第三的华润医药与上海医药进行比较，但从估值来看，公司 PE (TTM) 为 15.7 倍，略高于上海医药 15 倍、低于华润医药 19.5 倍。作为全国性的医药商业龙头，公司有望受益行业集中度的提升，进一步扩大市场份额。预计 2018-2020 年公司净利润为 53.5/61.3/67.2 亿元 (RMB)，对应 PE 为 14.5X/12.6X/11.5X，公司经营规模遥遥领先，且 ROE 处于行业较高水平，在医保控费等政策影响下，短期内或对业绩增长有一定压力，给予公司 2018 年 16 倍 PE，略低于平均估值，保留一定安全边际，对应目标价为 38.1 港元/股（按 2018 年 5/20 日汇率换算），首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：持续扩张带来的经营风险，医保控费等政策风险，渠道拓展导致费用增加，市场竞争风险等

投资评级

行业 消费品制造业/医疗保健

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 34.45 港元

目标价格 38.1 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,192.81
港股总市值(百万港元)	41,092.33
每股净资产(港元)	18.57
资产负债率(%)	69.76
一年内最高/最低(港元)	45.65/29.85

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 医药分销龙头，行业地位显著	3
2. “批零”联动，渠道资源丰富	3
2.1. 千亿经营规模，行业地位稳固	4
2.1.1. 分销收入受规模影响增速放缓，品种优势突出	5
2.1.2. 零售网络布局 19 个省/市，创新业务看点多	6
2.1.3. 三级医院客户增加，优质渠道逐步提升	7
2.2. 运行效率高，盈利能力逐步增强	8
3. 政策加码，受益行业集中度提升	10
4. 业绩分拆与估值	11

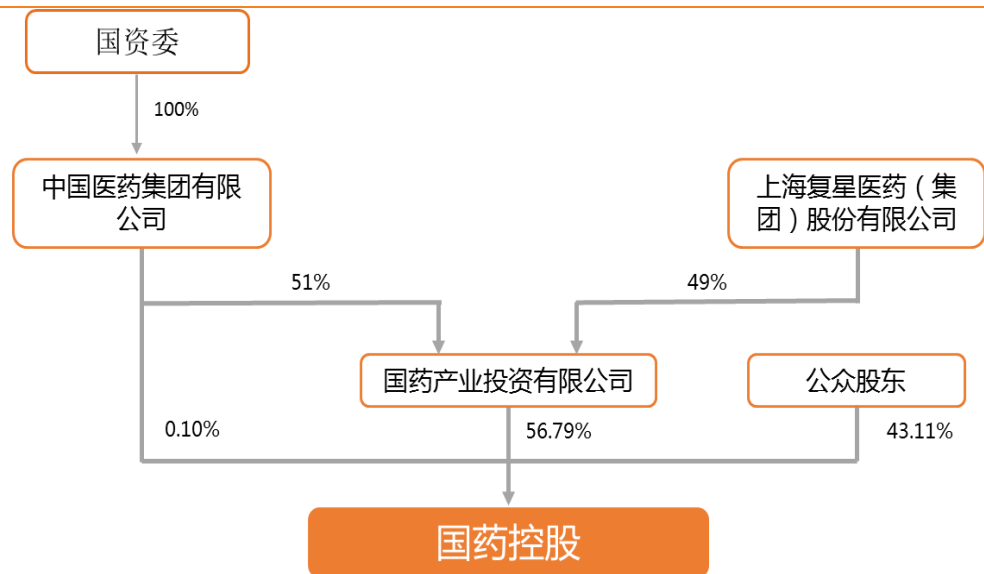
图表目录

图 1：国药控股股权结构	3
图 2：2008-2017 年国药控股业务构成	3
图 3：国药控股分销业务构成	4
图 4：国药控股 2008-2017 年营业收入（十亿）及增速	4
图 5：国药控股 2008-2017 年归母净利润（十亿）及增速	4
图 6：2011Q1-2018Q1 公司营业收入（百万）及增速	5
图 7：2011Q1-2018Q1 公司归母净利润收入（百万）及增速	5
图 8：2008-2017 年公司医药分销营业收入（十亿）及增速	5
图 9：国药控股 2008-2017 年零售业务收入（十亿）与增速	6
图 10：国大药房直营店收入构成	6
图 11：国大药房 2013-2017 年门店数量	7
图 12：2015-2017 年国药控股客户群体分类	7
图 13：2016-2017 年公司各类客户新增数量（家）	8
图 14：2015-2017 年公司三级医院数量（家）与占比	8
图 15：国药控股历年销售毛利率与销售净利率	9
图 16：国药控股三项费用率情况	9
图 17：同类型医药商业公司应收账款与存货周转天数	9
图 18：同类型医药商业公司 ROE 情况	9
图 19：2006-2016 年全国七大类医药商品销售总额（亿元）及增速	10
图 20：2011-2016 年我国医药批发企业数量	11
表 1：2016 年商务部统计医药批发规模前十名企业	10
表 2：公司业绩分拆	11
表 3：可比公司比较	12

1. 医药分销龙头，行业地位显著

国药控股股份有限公司成立于 2003 年 1 月，是中国医药集团总公司的核心企业，2009 年在香港上市，是全国医药商业分销龙头企业。公司旗下拥有 480 多家子公司，包含了国药控股、国药股份两家上市公司。根据其官网资料，公司药品分销及配送网络覆盖全国 31 个省/直辖市/自治区，335 个地级以上城市中的 214 个城市，是我国领先的药品、医疗保健产品分销商、零售商与供应链服务提供商，在世界 500 强企业中排名第 199 位。

图 1：国药控股股权结构



资料来源：公司 2017 年年报，天风证券研究所

公司成立之初为混合所有制，其控股股东为国药产业投资有限公司。国药产业投资有限公司股东分别为中国医药集团总公司（51%）以及复星医药（49%），实际控制人为国资委。混合所有制有助于提升公司管理层以及员工的主管能动性，从而提升运营效率。

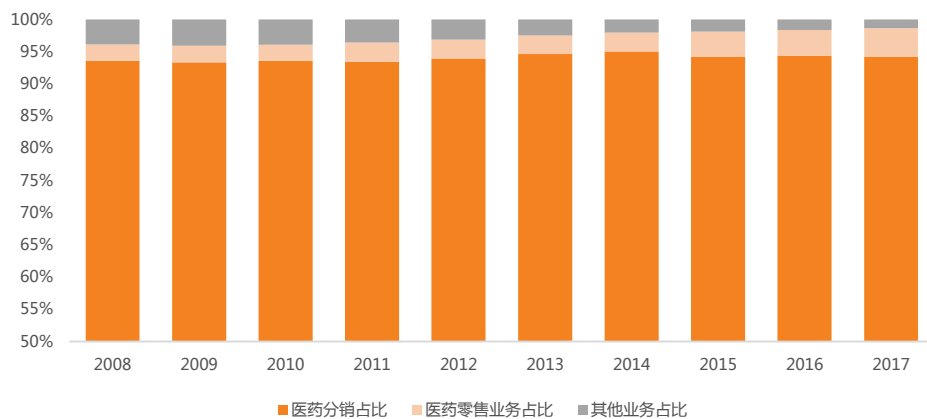
2016 年公司进行了较大体量重组，对旗下两家 A 股公司国药股份与国药一致以及其他子公司做了相关业务归属调整，从而子公司之间的业务进一步理顺，并较好的解决了同业竞争问题。在此次重组中，公司旗下唯一零售板块业务国药药房，注入国药一致，国有药房的零售业务与国药一致的分销业务有望形成较好的“批零一体化”协同效用。

2. “批零”联动，渠道资源丰富

国药控股是我国最大的药品分销与零售供应商。其中医药分销业务是公司最重要的业务。2017 年公司医药分销业务收入占比为 94.2%，医药零售业务占比为 4.4%，其他业务占比为 1.3%。

从 2008 年到 2017 年公司历史数据来看，医药分销一直是公司最主要的业务，占比保持在 93% 以上，医药零售业务占比逐年提升，2017 年达到 4.4%，其他业务占比成下降趋势。公司成立十多年来，逐渐发展成为我国药品、医疗保健产品龙头分销商与零售企业，形成了分销配送，零售诊疗与健康服务等多元业态协同发展的一体化产业链。

图 2：2008-2017 年国药控股业务构成

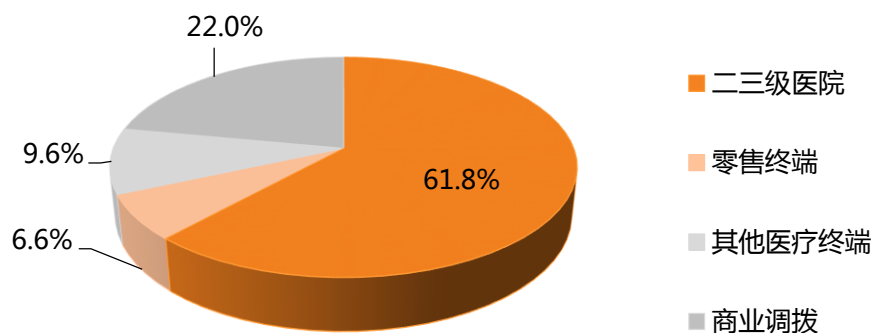


资料来源：wind, 天风证券研究所

医药分销是公司战略性板块，未来随着分销网络的进一步下沉，公司的网络还将进一步优化。根据公司 2017 年年报数据，2017 年公司直接客户 15032 家医院（分级医院，其中 2301 家三级医院），小规模终端客户（基层医疗客户）128326 家。

按收入来看，公司分销业务主要面向二三级医院，占分销业务收入约为 62%，面向零售终端以及其他医疗机构终端的比例分别为 6.6%、9.6%；公司商业调拨约占分销收入的 22%。

图 3：国药控股分销业务构成



资料来源：2016 年年报，天风证券研究所

2018 年随着全国两票制的全面执行，公司商业调拨业务或会受到一定的冲击。但我们判断这种影响是暂时的，长期来看，随着政策的执行力度的加强与不断的推进，公司未来有望通过收并购或其他方式对中小流通企业与区域代理商进行整合，从而实现经营规模的再次提升。

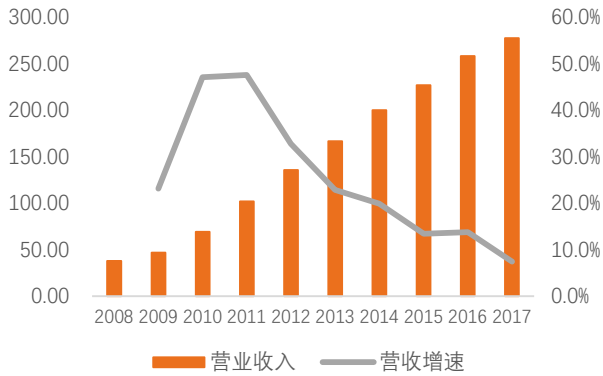
2.1. 千亿经营规模，行业地位稳固

2017 年公司实现营业收入 2777.2 亿元，同比增长 7.5%。根据商务部每年发布的《药品流通行业运行统计分析报告》，公司经营规模自 2011 年进入千亿规模以来一直保持在行业领先地位，并逐年保持增长。2016 年公司经营规模首次突破 2500 亿元，龙头地位进一步稳固。

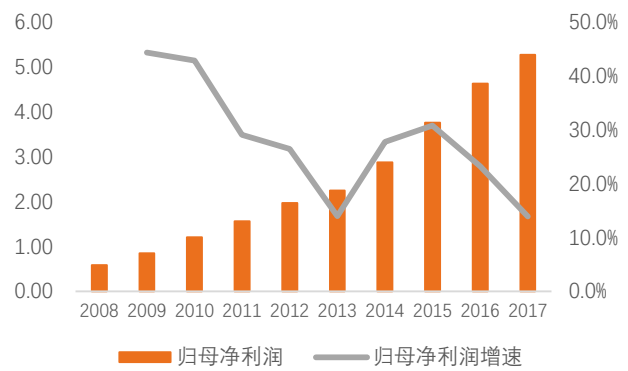
2017 年公司实现归母净利润 52.8 亿元，同比增长 13.9%，增速较 2016 年有所下滑。2016 年公司进行了较大体量的内部重组，导致 2016-2017 年业绩出现一定程度波动。

图 4：国药控股 2008-2017 年营业收入（十亿）及增速

图 5：国药控股 2008-2017 年归母净利润（十亿）及增速



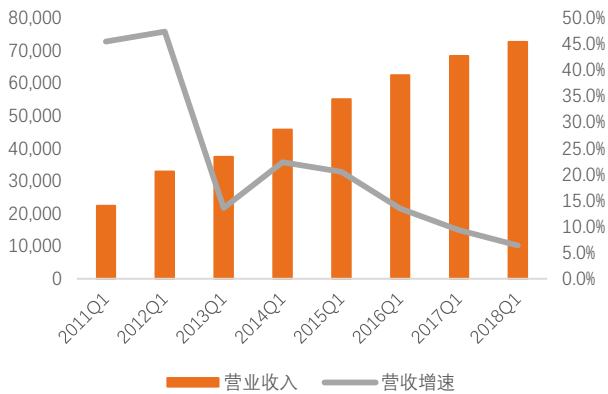
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

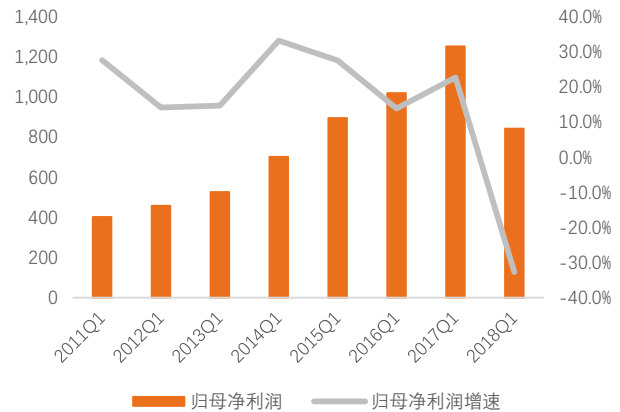
2018 年 Q1 公司归母净利润同比下降 34.27%。净利润下降的主要原因是: (1) 受国内医保控费, 严控药占比等政策影响, 公司 2018 年一季度销售收入增长放缓; (2) 公司积极进行业务结构调整, 在渠道下层以及零售业务投入上加大, 前期投入的人力与店铺租赁等费用增加, 导致费用增加; (3) 市场利率提升, 增加了公司资金成本, 导致财务成本的增长。2018 年公司处于业务结构不断调整、拓展的时期, 短期可能面临阵痛, 长期受益行业集中度提升的逻辑不变。

图 6: 2011Q1-2018Q1 公司营业收入（百万）及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 2011Q1-2018Q1 公司归母净利润收入（百万）及增速



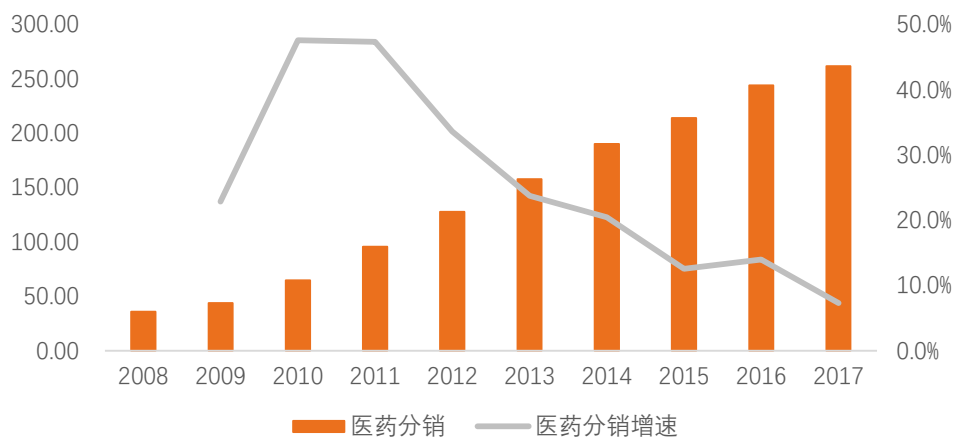
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.1.1. 分销收入受规模影响增速放缓, 品种优势突出

2017 年公司医药分销实现收入 2616.4 亿元, 同比增长 7.3%。从 2008 年-2017 年公司年报披露来看, 公司医药分销收入呈现逐年增长的趋势, 整体增速高于医药流通行业整体增速。但从 2011 年开始增速有所下滑。一方面是因为公司经营规模不断扩大所致; 另一方面医药批发行业整体竞争加剧。

根据公司官网披露, 公司目前与国内 5300 多家供应商, 3600 多名分销商具有合作关系, 经营品种超过 31586 种不同类型药品及保健品, 包括处方药 (品牌药及普药) 以及非处方药等。在全球最畅销 50 种药品中分销 46 种, 并是全国仅有的三家特许麻醉药品全国分销商之一。公司在代理品种与独家代理品种方面优势突出。

图 8: 2008-2017 年公司医药分销营业收入（十亿）及增速

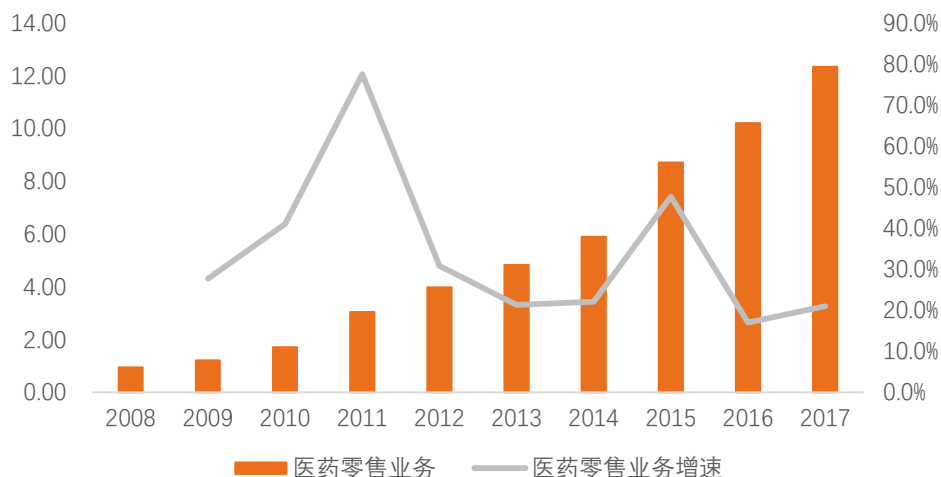


资料来源：wind, 天风证券研究所

2.1.2. 零售网络布局 19 个省/市，创新业务看点多

2017 年公司零售板块收入 123.4 亿元，同比增长 21%。从 2008-2017 年公司零售板块收入情况来看，公司零售业务收入实现了较分销业务更快的增长。在 2009 年到 2011 年快速增长后，增速有所回落，但整体依旧保持了两位数的增速。

图 9：国药控股 2008-2017 年零售业务收入（十亿）与增速

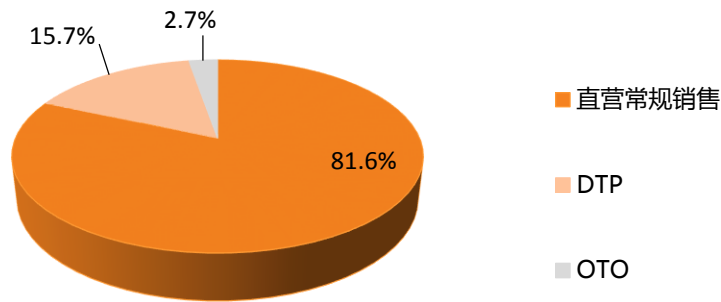


资料来源：wind, 天风证券研究所

公司零售业务收入主要来源于旗下国大药房的收入。经过集团内部重组后，国大药房注入了旗下 A 股国药一致。根据国药一致 2017 年年报披露，国大药房是全国销售规模最大的医药零售企业，是国内少数拥有全国性直营药品零售网络的企业之一。2017 年国大药房连锁网络遍布 19 个省/市/自治区，近 70 个大中城市。

根据国药一致 2017 年年报，2017 年国大药房实现收入 100.31 亿元，同比增长 10.11%，归母净利润 1.92 亿元，同比增长 16.10%。在经营形式上，国大药房不断探索发展创新业务，2017 年，国大药房直营常规销售 63.4 亿元，同比增长 12.5%，DTP 销售收入 12.2 亿元，同比增长 20.33%，OTO 销售收入 2.1 亿元，同比增长 127.65%。

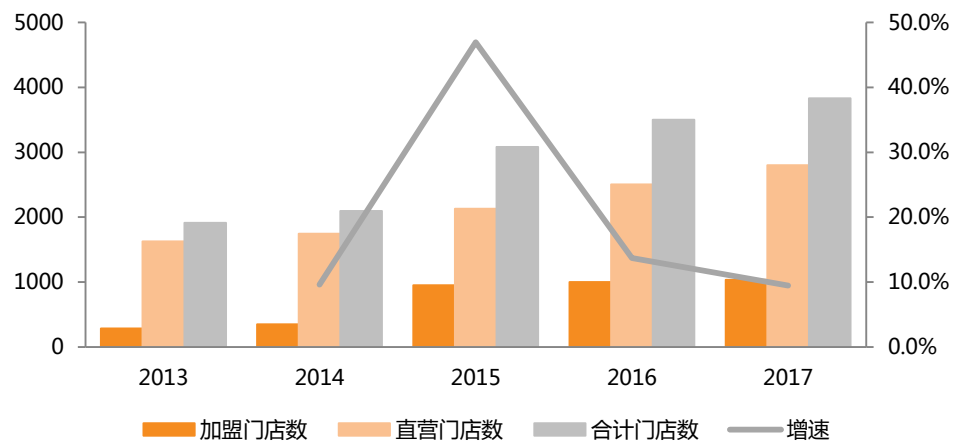
图 10：国大药房直营店收入构成



资料来源：国药一致 2017 年年报，天风证券研究所

2017 年国家药房拥有门店 3834 家，其中直营店 2801 家，加盟店 1033 家。较 2016 年新增 332 家。其中院边店 253 家，新增 53 家。从公司门店增速来看，公司新开门店增速有所放缓，但院边店、医保店等高质量店铺的数量有所提升。

图 11：国大药房 2013-2017 年门店数量



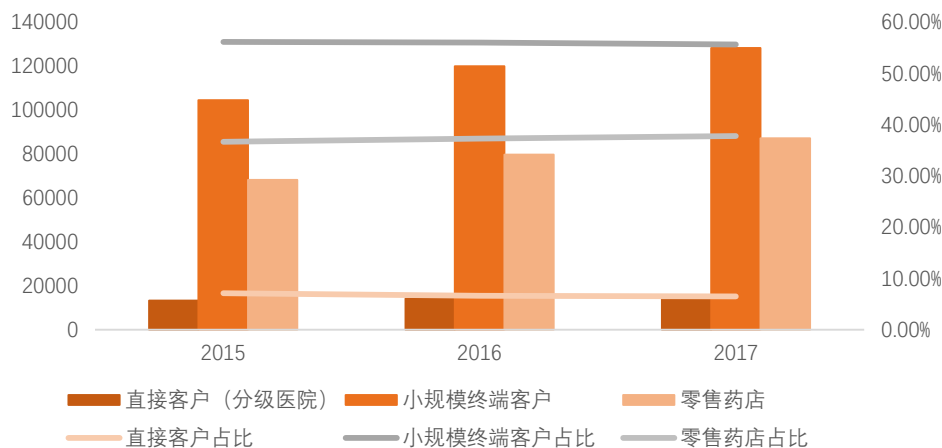
资料来源：国药一致 2017 年年报，天风证券研究所

2.1.3. 三级医院客户增加，优质渠道逐步提升

截止到 2017 年底,公司分销网络已经布局全国 31 个省/直辖市/自治区,涵盖了 15032 家医院(分级医院,其中三级医院 2301 家)、128326 家小规模终端客户(含基层医疗机构等)以及零售药店 87246 家。整体来看,2017 年直接客户(分级医院)占比为 6.52%。

从绝对量来说,公司小规模终端客户与零售药店客户最多,占比分别为 55.65%、37.83%。2017 年新增的数量也较多,其中小规模终端客户与零售药店的的新增量分别为 8395 家、7407 家。公司渠道继续下沉。

图 12：2015-2017 年国药控股客户群体分类

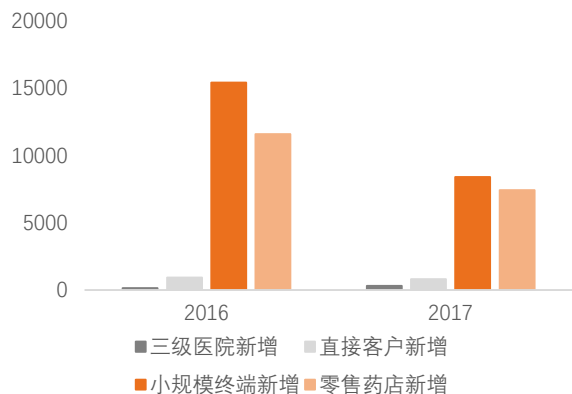


资料来源：2015-2017 年国药控股年报，天风证券研究所

从公司 2015-2017 年客户群体分类数量来看，公司渠道在不断增加的同时，质量也在不断增加。2016 年、2017 年公司三级医院新增数量逐年增加，增速超过全部渠道客户的增速。三级医院相对基层医院以及零售药店而言，采购量更大，客户更稳定，医院回款等方面也具保障。

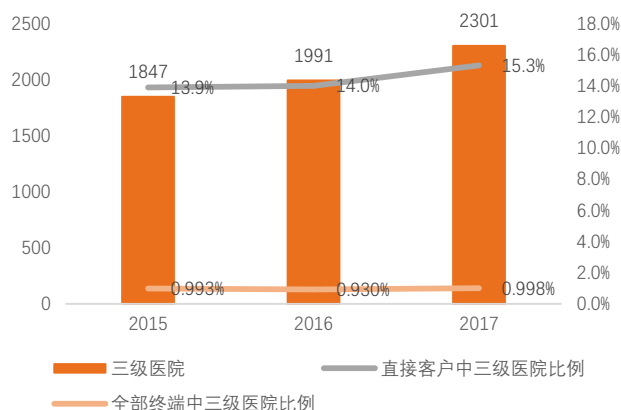
2015 年公司拥有的三级医院的数量为 1847 家，2017 年拥有的三级医院数量为 2301 家，占直接客户的比例由 13.9% 提升至 15.3%，占所有渠道终端客户的比例为 0.998%。优质渠道的占比逐步提升。从绝对量来说，公司小规模终端客户的新增量以及比例都是最大。2017 年公司小规模终端新增 8395 家，整体占比为 55.65%

图 13：2016-2017 年公司各类客户新增数量（家）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 14：2015-2017 年公司三级医院数量（家）与占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

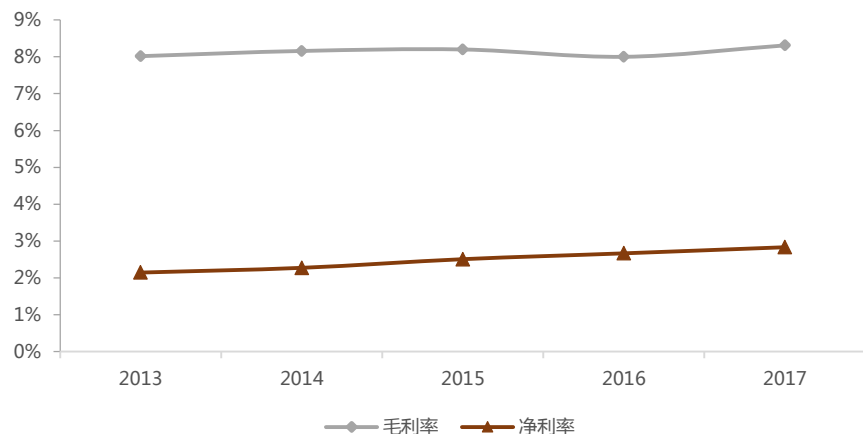
随着渠道的进一步拓展与下沉，公司分销网络进一步扩张物流配送体系也进一步扩张与完善。2017 年公司建有 4 个枢纽物流中心（北京、西安、上海、广州），42 个省级物流中心，236 个地级市物流网点，26 个零售物流网点，总网点数 308 个，相较 2016 年分别新增 4 个、51 个、2 个。总网点数新增 57 个。

2.2. 运行效率高，盈利能力逐步增强

2017 年公司销售毛利率与销售净利率分别为 8.31% 与 2.83%，从近五年的情况来看，销售净利率整体呈现增长态势。公司经营规模已达千亿级，销售净利率的提升对公司业绩绝对量的提升产生较为积极的作用。

2017 年公司纯销业务规模不断扩大，三级医院客户增加明显。同时根据年报披露，2017 年公司企业器械销售增长 30%，从而也带动了毛利率的提升。随着业务结构的进一步调整，高质量客户以及高毛利业务的逐步提升，公司盈利能力逐渐增强。

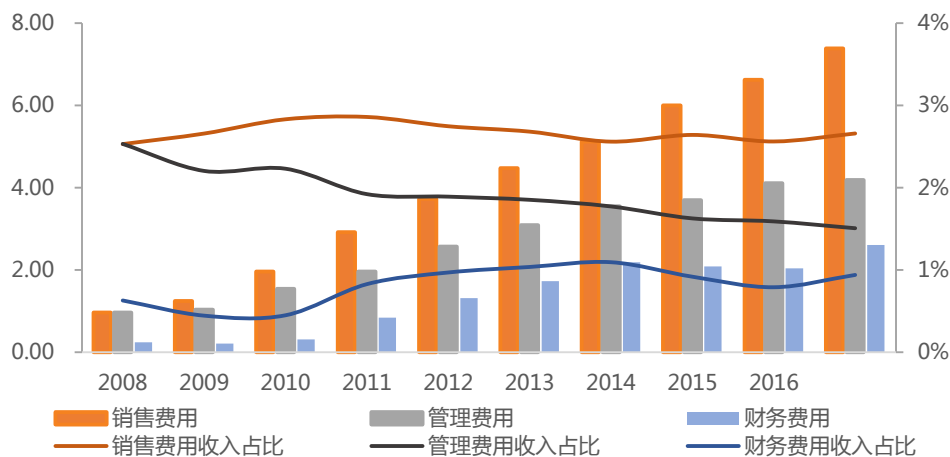
图 15：国药控股历年销售毛利率与销售净利率



资料来源：wind, 天风证券研究所

随着经营规模的扩大，公司销售费用、管理费用、财务费用都有所增加。其中管理费用率呈现逐渐下降的趋势，财务费用由于受到利率与其他因素的影响呈现波动状态，销售费用有逐渐上升的趋势。

图 16：国药控股三项费用率情况



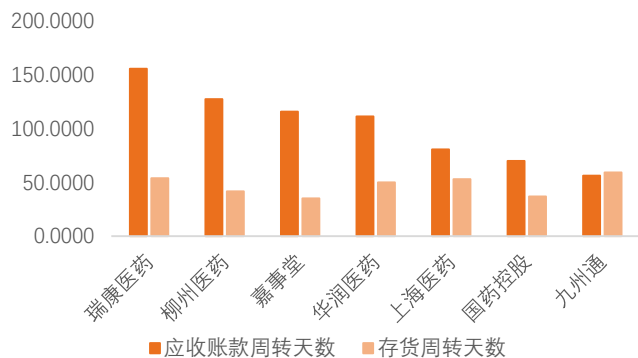
资料来源：wind, 天风证券研究所

应收账款与存货周转天数低，展示了公司良好的运营效率。从应收账款与存货的周转天数来看，国药控股处于同类型公司中运营效率较高的位置，显示出了其良好的周转能力。

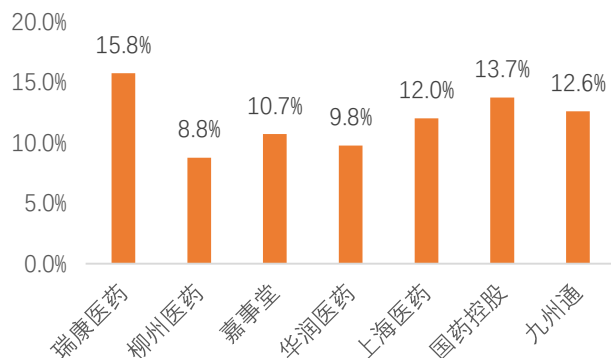
ROE 水平处于行业前列，盈利能力较强。从 ROE 水平来看，公司 ROE 水平处于行业前列，展示了其良好的盈利能力。

图 17：同类型医药商业公司应收账款与存货周转天数

图 18：同类型医药商业公司 ROE 情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

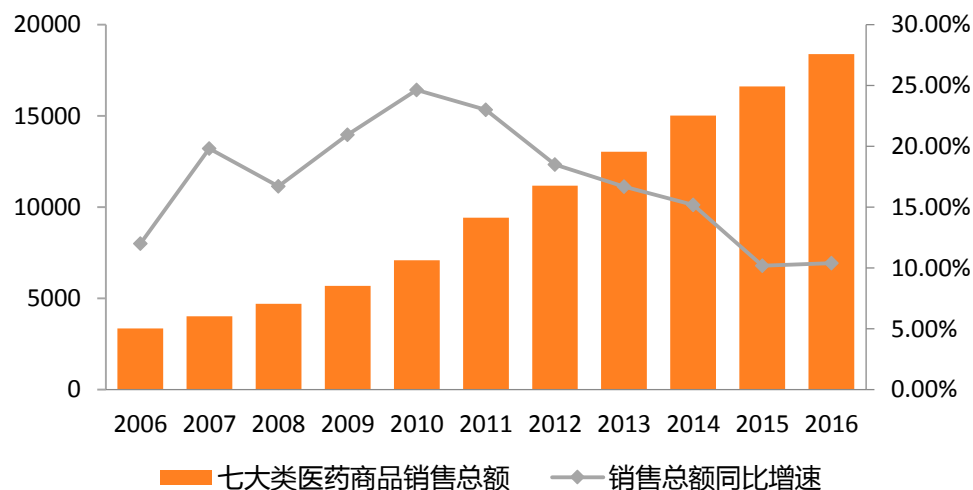


资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 政策加码，受益行业集中度提升

根据商务部数据，2016 年全国七大类商品销售总额为 18398 亿元，同比增长 10.4%。其中医药批发总额为 14714 亿元，同比增长 10.71%，医药零售总额为 3679 亿元，同比增长 9.5%。我国医药商品零售总额保持了稳定的增长。

图 19：2006-2016 年全国七大类医药商品销售总额（亿元）及增速



资料来源: 商务部, 天风证券研究所

2016 年国药控股营业收入为 2777.2 亿元，根据商务部披露数据，其经营规模是第二名华润医药商业集团的规模的两倍。但按此计算，公司 2016 年市场占有率仅为 14.9%，尚存在较大提升空间。

表 1：2016 年商务部统计医药批发规模前十名企业

序号	企业名称	主营业务收入（万元）
1	中国医药集团总公司	29880975
2	华润医药商业集团有限公司	11459337
3	上海医药集团股份有限公司	11377099
4	九州通医药集团股份有限公司	6155684
5	广州医药有限公司	3628497
6	南京医药股份有限公司	2662436
7	中国医药健康产业股份有限公司	2573999
8	康德乐股份（香港）有限公司	2540286
9	华东医药股份有限公司	2537967

10

安徽华源医药股份有限公司

2096004

资料来源：商务部《2016 年药品流通行业运行统计分析报告》，天风证券研究所

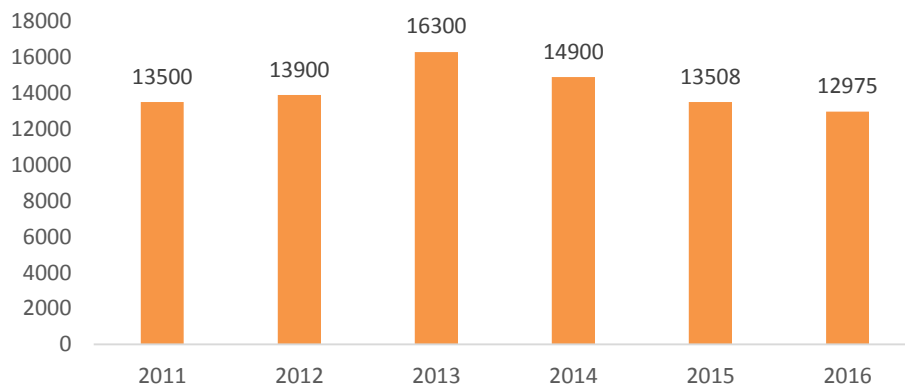
注：国药控股是中国医药集团总公司核心企业，2017 年营收 2777.17 亿元。

2017 年 1 月国家卫计委发布《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)的通知》，《通知》表示争取在 2018 年两票制在全国铺开。随后各省/直辖市/自治区相继发文开展两票制，2018 年是两票制全面开展的元年。

两票制要求从医药生产企业到公立医院只允许开“两票”，从而降低医药代理商的层层加价，改变药价虚高的现象。“两票制”的执行导致以前依靠过票或者倒票获得较大毛利空间的医药代理商生存压力空间变窄，退出或被并购的意愿更加强烈。

根据商务部数据统计，2016 年我国医药批发企业为 12975 家，医药批发企业数量呈现下降趋势。随着“两票制”的执行，将有更多小的医药批发商选择退出或者是被并购，行业集中度有望进一步提升，全国性或者是省级医药商业企业有望凭借良好规范的经营运行以及资源优势逐渐受益行业的整合。

图 20：2011-2016 年我国医药批发企业数量



资料来源：商务部《2011-2016 年药品流通行业运行分析统计》，天风证券研究所

4. 业绩分拆与估值

公司作为中国医药商业龙头企业，经营规模达到 2777.2 亿元，归母净利润 52.8 亿元。在两票制影响下，行业整合还将进一步进行。公司调拨业务占比约为 22%，短期内也会受到一定影响，同时公司面临业务结构的调整，短期内会经历一段阵痛期。从公司一季度业绩情况来看，公司 2018 年受政策影响以及利率上行的影响，公司渠道拓展以及财务费用增加，2018 年整体业绩可能会受拖累。

关键假设：

- 1、受两票制影响，公司调拨业务受到影响，分销业务 2018 年的增长速度放缓，随着渠道的不断拓展，逐渐回暖，保持 8%-9% 的增长。
- 2、公司零售板块拓展顺利，受益行业板块的增长，保持 20% 的增长。

表 2：公司业绩分拆

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收入	258.39	277.72	297.44	322.74	353.44
YOY	13.8%	7.5%	7.1%	8.5%	9.5%
成本	237.72	254.64	272.36	295.31	323.17
YOY	14.0%	7.1%	7.0%	8.4%	9.4%
毛利	20.67	23.08	25.08	27.43	30.27
毛利率	8.0%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%

分项目					
分销收入	243.88	261.64	278.64	300.93	328.02
YOY	13.97%	7.28%	6.50%	8.00%	9.00%
毛利率	7.05%	7.23%	7.30%	7.30%	7.30%
占比	94.4%	94.2%	93.68%	93.24%	92.81%
零售收入	10.20	12.34	15.06	18.07	21.68
YOY	17.06%	20.98%	22.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.69%	24%	24%	24%	24%
占比	3.9%	4.4%	5.06%	5.60%	6.13%
其他收入	4.30	3.74	3.74	3.74	3.74
YOY	-1.34%	-13.09%	-	-	-
占比	1.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%
毛利率	26.90%	32%	30%	30%	30%

资料来源：wind, 公司年报，天风证券研究所

注：历史毛利率依据毛利占比情况得到

将公司经营规模与全国医药商业经营规模排名第二与第三的华润医药与上海医药进行比较，但从估值来看，公司 PE (TTM) 为 15.7 倍，略高于上海医药 15 倍、低于华润医药 19.5 倍。作为全国性的医药商业龙头，公司有望受益行业集中度的提升，进一步扩大市场份额。预计 2018-2020 年公司净利润为 53.5/61.3/67.2 亿元(RMB), 对应 PE 为 14.5X/12.6X/11.5X, 公司经营规模遥遥领先，且 ROE 处于行业较高水平，在医保控费等政策影响下，短期内或对业绩增长有一定压力，给予公司 2018 年 16 倍 PE，略低于平均估值，保留一定安全边际，对应目标价为 38.1 港元/股（按 2018 年 5/20 日汇率换算），首次覆盖给予“增持”评级。

表 3：可比公司比较

代码	简称	2017 年营收 (亿 RMB)	2017 年归母 净利润(亿 RMB)	PE (TTM)	市值 (亿港元)	EPS (2017)
1099.HK	国药控股	2777.2	52.8	15.7	953	1.91
3320.HK	华润医药	1739.5	34.8	19.5	680	0.63
2607.HK	上海医药	1308.5	35.2	15	828	1.31

资料来源：wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com