

证券研究报告—动态报告

医药保健

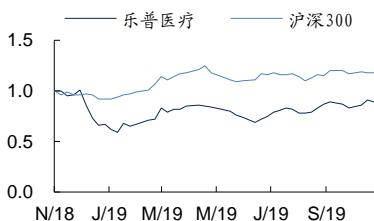
医疗器械与服务

乐普医疗(300003)
买入

2019年三季报点评

(维持评级)

2019年10月28日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,782/1,515
总市值/流通(百万元)	48,782/41,488
上证综指/深圳成指	2,955/9,660
12个月最高/最低(元)	33.62/17.90

相关研究报告:

《国信证券-乐普医疗-300003-深度报告-创新为乐,普济天下》——2019-09-04

《乐普医疗-300003-2018年年报点评:创新驱动成长,业绩弹性较大》——2019-04-04

《乐普医疗-300003-重大事件快评:可降解支架首家获批,创新产品驱动新一轮成长》——2019-03-04

《乐普医疗-300003-2018年业绩预告点评:业绩持续高增长,降糖产品快速推进》——2019-02-01

《乐普医疗-300003-2018年三季报点评:业绩持续高增长,期待可降解支架获批》——2018-10-30

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评
器械增长提速,业绩符合预期
● 主营业务保持高速增长,业绩符合预期

2019年前三季度营收 58.80 亿元 (+28.25%), 归母净利润 16.12 亿元 (+40.99%), 扣非归母净利润 13.29 亿元 (+35.55%)。其中三季度单季度营收 19.59 亿元 (+20.17%), 单季度归母净利润 4.57 亿元 (+36.91%), 单季度扣非归母净利润 4.09 亿元 (+31.98%)。总体来看,受益于 NeoVas 支架放量及 OTC 渠道制剂销售持续增长,公司前三季度业绩保持了较高增速,基本符合预期。

● NeoVas 支架贡献增量业绩,两大药品集采中标,降低不确定性

2019年前三季度公司器械板块收入 26.53 亿元 (27.24%), 实现近年来最快增长,主要受益于 NeoVas 自 3 月下旬开始持续贡献业绩增量。受带量采购影响,药品板块增速回落,2019年前三季度收入 30.05 亿元 (+30.29%), 其中化学制剂收入 24.59 亿元 (+27.25%), 原料药业务收入 5.46 亿元 (+46.01%)。硫酸氢氯吡格雷及阿托伐他汀钙片两大品种均在 9 月联盟地区集采中标,市场份额有望大幅提升,未来 2-3 年临床渠道不确定性因素降低,OTC 渠道有望持续放量。高值耗材集采主要压缩渠道利润空间,对出厂价冲击有限,且有利于提高市场集中度和国产产品的市场份额,不必过度悲观。

● 持续加大研发投入,创新器械管线值得期待

2019年前三季度研发费用 3.57 亿元 (+35.24%), 主要由于公司加大对器械产品及人工智能技术的研发投入,同时原料药、制剂产品的研发持续有序进行。创新器械管线即将进入收获期,公司有望凭借可降解支架、药物洗脱球囊、可降解封堵器、全自动起搏器等已上市、报产或进入临床产品引领行业进入介入无植入时代。

● 风险提示: 可降解支架替代进程不及预期; 高值耗材集采降价幅度大幅超过预期; 药品 OTC 渠道竞争压力加剧; 在研产品进度不及预期。
● 投资建议: 集采中标,器械增长提速,维持“买入”评级。

两大品种联盟集采中标,药品板块不确定性降低。受益于可降解支架放量,器械板块增长提速。预计 19~21 年归母净利润达到 17.04/22.37/30.06 亿,对应 EPS 达到 0.96/1.26/1.69 元,对应当前股价 PE 为 28.6/21.8/16.2X,继续推荐“买入”。

盈利预测和财务指标

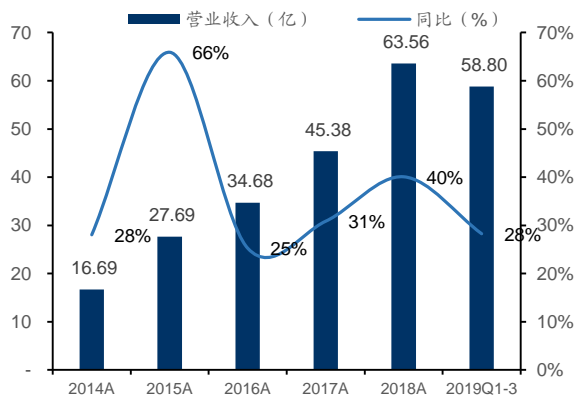
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,538	6,356	8,377	11,050	14,374
(+/-%)	30.9%	40.1%	31.8%	31.9%	30.1%
净利润(百万元)	899	1,219	1,704	2,237	3,006
(+/-%)	32.4%	35.5%	39.8%	31.3%	34.3%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.68	0.96	1.26	1.69
EBIT Margin	28.8%	33.5%	26.1%	27.1%	27.2%
净资产收益率(ROE)	14.0%	19.2%	22.8%	25.1%	27.6%
市盈率(PE)	54.8	40.0	28.6	21.8	16.2
EV/EBITDA	36.0	24.2	24.5	18.6	14.8
市净率(PB)	7.59	7.67	6.53	5.47	4.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

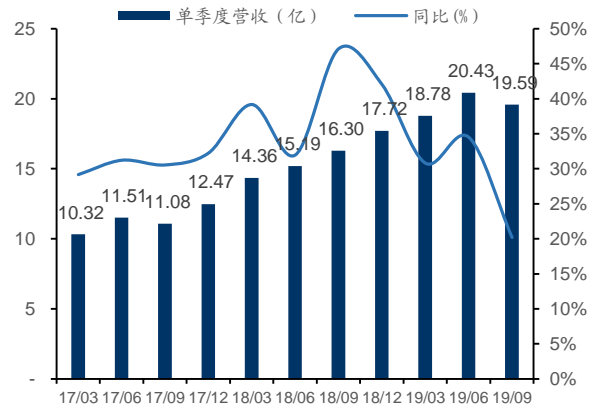
主营业务保持高速增长，业绩符合预期。2019 年前三季度营收 58.80 亿元 (+28.25%)，归母净利润 16.12 亿元 (+40.99%)，扣非归母净利润 13.29 亿元 (+35.55%)，非经常性损益主要来自 3 月出售 1,147 万股君实生物股份，其对归母净利润的影响为 1.76 亿元。第三季度单季度营收 19.59 亿元 (+20.17%)，单季度归母净利润 4.57 亿元 (+36.91%)，单季度扣非归母净利润 4.09 亿元 (+31.98%)。总体来看，受益于 NeoVas 支架放量贡献利润及 OTC 渠道制剂销售持续增长，公司前三季度业绩保持了较高增速，基本符合预期。考虑到去年四季度计提了较大金额的商誉及长期股权投资减值损失，今年四季度利润端预计同比将大幅增长，全年净利润增长有望达到 40%。

图 1：乐普医疗营业收入及增速（单位：亿元、%）



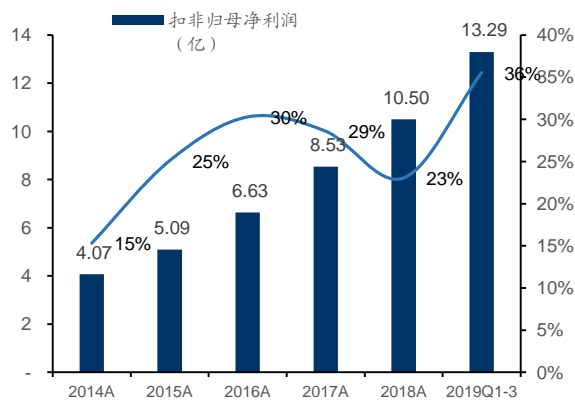
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：乐普医疗单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



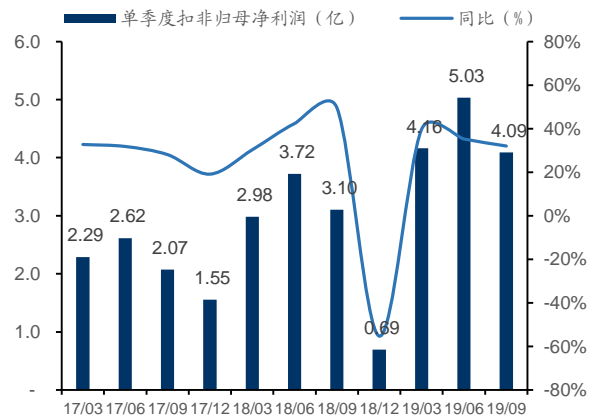
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：乐普医疗扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：乐普医疗单季扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

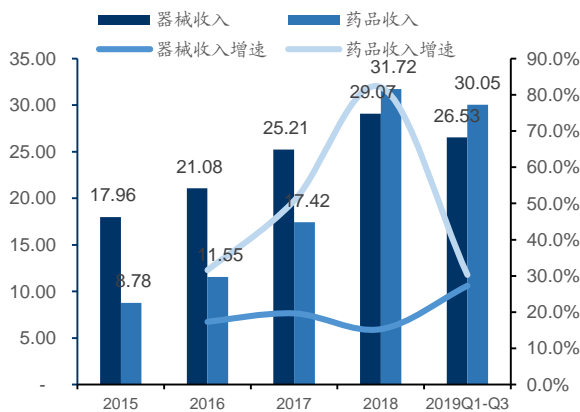
器械板块增长提速，可降解制剂持续贡献业绩。2019 年前三季度公司器械板块收入 26.53 亿元 (27.24%)，实现近年来最快增长，第三季度单季度收入 9.07 亿元 (+31.67%)。主要受益于原有业务的稳定增长，及 NeoVas 自 3 月下旬开始持续贡献业绩增量，预计全年销售额能够达到 2.5-3.5 亿元。

药品板块增速回落，联盟集采中标后不确定性因素降低。受国家带量采购政策影响，药品板块增速出现回落，2019 年前三季度收入 30.05 亿元 (+30.29%)，其中化学制剂收入 24.59 亿元 (+27.25%)，原料药业务收入 5.46 亿元 (+46.01%)。

化学制剂中，硫酸氢氯吡格雷与阿托伐他汀钙增速出现分化。由于前者主要在院内销售，受国家集采影响相对更大，尽管销售量上仍有增长，但销售收入同比出现下滑。阿托伐他汀钙仍保持较高增长，主要受益于 OTC 端持续放量。考虑到 9 月联盟地区集中采购中，公司两大品种均以较高价格中标，未来 2-3 年的不确定性因素基本消除。尽管中标价大幅降低，但市场份额的提升和渠道费用的压缩，有望保持收入端的稳定和利润端的增长。

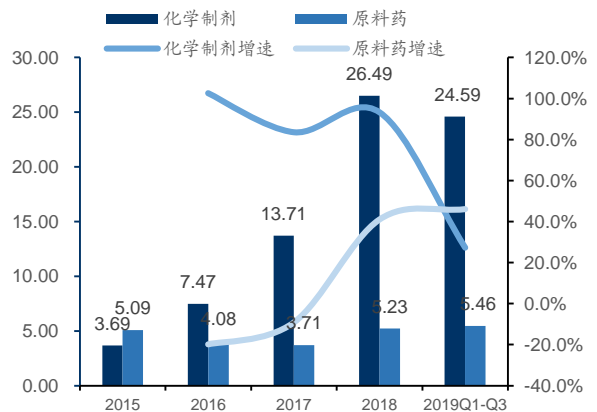
原料药业务国内外需求依旧旺盛，产品结构持续优化。第三季度原料药业务营业收入 1.41 亿元 (-6.93%)，主要由于部分客户延迟交货，但综合考虑上半年 82.05% 的高增长，全年增速预计仍能保持在 50% 以上。

图 5：乐普医疗器械及药品板块收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：乐普医疗制剂及原料药业务收入及增速

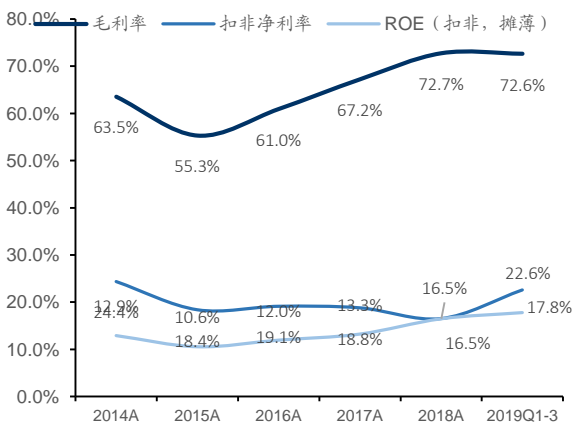


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率保持稳定，净利率稳健提升。2019 年前三季度销售毛利率 72.64% (-0.70pp)，基本保持稳定。扣非归母净利润率为 22.60%，同比提升 1.22pp，较 2018 年全年扣非净利率提升 6.09pp，主要由于 2018 年计提商誉与长期股权投资减值损失 1.29 亿元。若加回该减值损失，2018 年全年调整后的扣非净利率为 18.54%。

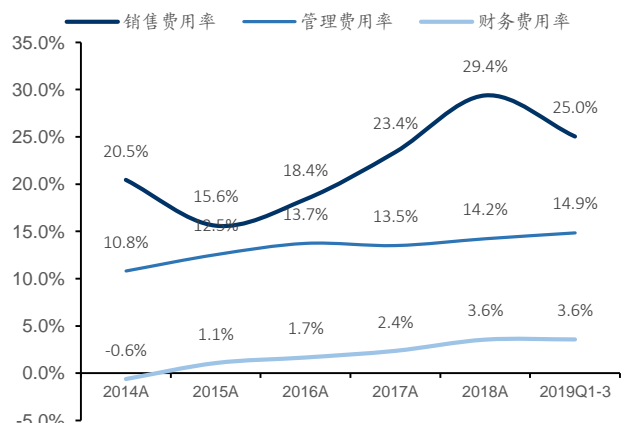
销售费用率、管理费用率同比下降，财务费用率基本稳定。2019 年前三季度销售费用率 25.05% (-0.89pp)，管理费用率 14.86% (-0.72pp)，财务费用率 3.57% (+0.17pp)。三项费用率合计 43.48% (-1.44pp)。

图 7：乐普医疗毛利率、扣非净利率、ROE 变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

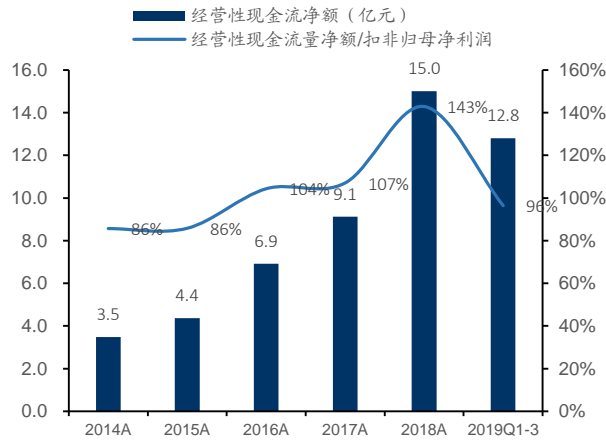
图 8：乐普医疗三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

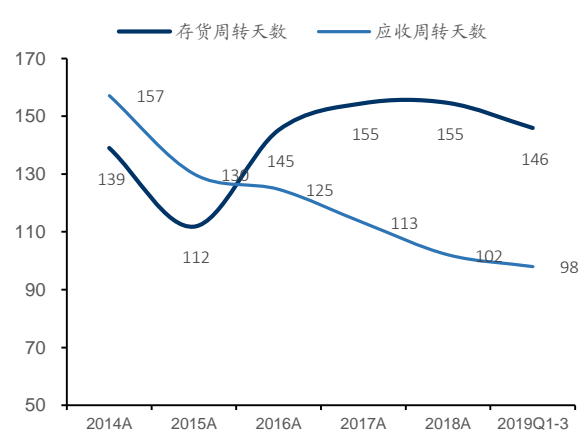
经营性现金流保持同步增长，应收及存货周转率稳步提升。2019 年前三季度经营活动现金流量净额 12.81 亿元（+35.23%），现金流较为充足。存货周转率与应收账款周转率稳中有升。

图 9：乐普医疗经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：乐普医疗主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

联盟地区集采公司两大品种均以较高价格中标。2019 年 9 月，药品带量采购从“4+7”地区扩围到 25 省区，采取采购品种与“4+7”相同，中标模式由独家中标变为最多三家中标。乐普报价的阿托伐他汀钙片与硫酸氢氯吡格雷片均以第三高价格中标，相比于“4+7”中选价分别下降 43% 和 6%，报价策略较为成功。中选企业为 3 家的品种，采购周期原则上为 2 年，可视实际情况延长一年。

表 1：联盟地区集采阿托伐他汀与氯吡格雷拟中选企业及中标价

药品通用名	剂型	规格包装	拟中选企业	拟中选价格 (元)	每单位价格 (元)	4+7 中标价 (元)	降幅
阿托伐他汀钙片	片剂	10mg*14 片	齐鲁制药	1.68	0.12		78%
		10mg*28 片	兴安药业	3.6	0.13	0.55	77%
		10mg*14 片	乐普制药	4.41	0.32		43%
		20mg*7 片	乐普制药	3.84	0.55	0.94	42%
硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*14 片	石药集团	34.12	2.44		23%
		75mg*7 片	赛诺菲	17.81	2.54	3.18	20%
		75mg*7 片	乐普药业	20.85	2.98		6%

资料来源：上海阳光医药采购网、国信证券经济研究所整理

未来 2-3 年两大品种在联盟地区临床渠道收入下限可预测，且有较高的向上空间，原因在于：1) 从“4+7”的经验来看，由于中选品种价格较低，多地区出现用量超过报量的情况；2) 部分省份报量较为保守，相比实际需求可能大幅超出报量基数；3) 氯吡格雷中标企业中仅乐普有 25mg 规格，石药集团及赛诺菲中标企业，公司有较大机会提高 25mg 市场份额。

集采中标缩减渠道销售费用，利润率有望提升。集采中标价格大幅下降可能导致收入端增速继续下降，但渠道销售费用的缩减有望提升利润率，从而维持利润端的持续增长。同时考虑 OTC 渠道持续放量，尤其是阿托伐他汀钙片的慢病用药性质利于在 OTC 渠道推广，有望持续贡献业绩增长。综合来看，公司两大品种 2-3 年内业绩下限高度可控，且有较大的向上空间。随着新产品的持续导入，公司制剂板块仍有望保持稳健增长。

表 2: 联盟地区集采乐普医疗中标地区报量统计 (万片)

阿托伐他汀	10mg	20mg	氟吡格雷	25mg	75mg
联盟基数	53,815.61	65,576.97	联盟基数	56,046.02	27,424.11
内蒙古	629.08	838.23	江苏	7,341.52	1,744.17
江苏	1,545.38	4,939.16	湖北	2,424.83	1,345.03
广东	2,769.62	2,390.04	广西	3,426.68	1,242.93
广西	4,468.50	2,432.18	云南	474.52	701.20
贵州	1,212.77	1,606.14	陕西	820.30	434.31
甘肃	1,260.23	667.36	甘肃	261.40	426.28
青海	63.89	208.13	青海	9.17	54.37
新疆 (含兵团)	1,072.25	3,394.31	新疆 (含兵团)	1,883.72	1,263.46
基数合计	13,021.72	16,475.55	基数合计	16,642.14	7,211.75
中标区域占联盟地区之比	24%	25%	中标区域占联盟地区之比	30%	26%
中标基数*70%	9,115.20	11,532.89	中标基数*70%	11,649.50	5,048.23
中标价 (元/片)	0.32	0.55	中标价	0.99	2.98
销售收入下限 (万元)	2916.87	6343.09	销售收入下限	11571.83	15043.71

资料来源: 上海阳光医药采购网、国信证券经济研究所整理

高值耗材主要压缩渠道利润空间, 不必过度悲观。江苏省在 7 月和 9 月先后进行了两轮高值耗材带量采购谈判, 参与的医院数量分别为 55 家和 107 家。采购品种涉及冠状动脉支架 (雷帕霉素及其衍生物支架)、双腔起搏器、眼科人工晶体、血管介入球囊、骨科人工髋关节等 5 大类。乐普钴合金雷帕霉素洗脱支架系统 (GuReater) 及血管内无载体含药 (雷帕霉素) 洗脱支架系统 (Nano) 均中标。

本次江苏省高值耗材集采可能成为全国性高值耗材集采的参考。公立医院参与积极性较高, 第二轮集采参与医院数量较第一轮有较大幅度提升, 从降价幅度来看, 冠脉支架平均降幅 51.01%, 最高降幅 66.07%, 由于高值耗材销售过程中渠道流程利润空间较大, 本次降价主要压缩了渠道商利润, 对出厂价影响有限, 不必过度悲观。

高值耗材集采有利于提高市场集中度及国产产品市场份额。本次江苏省耗材集采首先要求技术标准达标, 且降价导致部分小规模生产企业难以覆盖成本, 从而有利于市场格局向龙头集中。此外, 双腔起搏器、药物球囊等仍主要由进口产品占据市场份额, 集采降价后有望进一步打开进口替代空间。

持续加大研发投入, 创新器械管线值得期待。2019 年前三季度研发费用为 3.57 亿元 (+35.24%), 主要由于公司加大对器械产品及人工智能技术的研发投入, 同时原料药、制剂产品的研发持续有序进行。创新器械管线中, 公司有望凭借可降解支架、药物洗脱球囊、可降解封堵器、全自动起搏器等已上市或在研产品引领行业进入介入无植入时代。

盈利预测: 调整药品与器械收入结构, 维持对整体业绩的判断。考虑到集采中标的价格在“4+7”基础上进一步大幅下降, 可降解支架持续放量, 结合公司前三季度器械和药品的增长情况, 我们适度调整了器械与药品板块的全年收入增速, 预计未来收入结构中器械板块仍将占主要地位。对于未来三年的业绩基本维持原有预测。

表 3: 乐普医疗业绩拆分和盈利预测假设

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	27.69	34.68	45.38	63.56	83.76	110.50	143.74
器械板块	17.96	21.08	25.21	29.07	37.51	49.42	65.82
支架系统	9.26	10.12	12.33	14.13	18.96	25.24	32.42
金属支架	8.19	9.65	11.71	14.13	15.85	17.40	17.78
可降解支架					3.1	7.8	14.6
新型介入诊疗业务	2.72	4.06	4.84	5.11	6.64	9.96	16.44
外科器械	0.61	1.39	2.21	2.48	3.35	4.45	5.83
体外诊断	1.39	2.07	2.78	3.20	4.00	5.20	7.02
代理配送	3.99	3.43	3.06	4.15	4.57	4.57	4.11
药品	8.78	11.55	17.42	31.72	43.25	57.67	74.22
氯吡格雷	1.98	4.42	6.80	11.80	11.21	10.65	10.12
阿托伐他汀钙	0.63	1.67	3.64	8.85	14.16	19.12	21.98
其他制剂	1.08	1.38	3.27	5.84	9.93	16.38	26.21
原料药	5.09	4.08	3.71	5.23	7.95	11.53	15.91
医疗服务	0.85	1.44	2.13	2.24	2.20	2.40	2.50
策略性业务	0.10	0.60	0.61	0.53	0.80	1.00	1.20
增速							
营业收入	65.9%	25.2%	30.9%	40.1%	31.8%	31.9%	30.1%
器械板块	22.0%	17.3%	19.6%	15.3%	29.0%	31.7%	33.2%
支架系统	10.7%	9.4%	21.7%	14.6%	34.2%	33.1%	28.4%
金属支架	19.4%	17.7%	21.4%	20.6%	12.2%	9.8%	2.2%
可降解支架						152.4%	86.7%
新型介入诊疗业务	124.4%	49.5%	19.0%	5.7%	30.0%	50.0%	65.0%
外科器械		127.7%	59.2%	12.3%	35.0%	33.0%	31.0%
体外诊断	127.9%	48.8%	34.6%	15.0%	25.0%	30.0%	35.0%
代理配送	-12.1%	-14.0%	-10.8%	35.5%	10.0%	0.0%	-10.0%
药品	390.8%	31.6%	50.8%	82.1%	36.3%	33.4%	28.7%
氯吡格雷		123.1%	53.9%	73.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
阿托伐他汀钙		167.2%	117.6%	143.3%	60.0%	35.0%	15.0%
其他制剂		27.6%	136.8%	78.6%	70.0%	65.0%	60.0%
原料药		-19.8%	-9.2%	41.0%	52.0%	45.0%	38.0%
净利率	18.8%	19.6%	19.8%	19.2%	20%	20%	21%
器械	26.8%	26.2%	25.5%	26.4%	26%	26%	26%
药品	17.9%	27.2%	30.9%	23.2%	26%	26%	26%
其他损益	-4%	-5%	-6%	-4%	-5%	-5%	-5%
净利润	5.21	6.79	8.99	12.19	17.04	22.37	30.06
器械	4.82	5.51	6.44	7.69	9.94	12.73	17.41
药品	1.58	3.14	5.38	7.35	11.14	14.71	19.18
其他损益	-1.19	-1.86	-2.83	-2.85	-4.04	-5.07	-6.53
净利润增速		30.4%	32.4%	35.5%	39.8%	31.3%	34.4%
器械		14.4%	16.8%	19.3%	29.3%	28.1%	36.7%
药品		99.6%	71.1%	36.7%	51.5%	32.0%	30.4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议: 集采中标, 器械增长提速, 维持“买入”评级。两大品种联盟集采中标, 药品板块不确定性降低。受益于可降解支架放量, 器械板块增长提速。预计 19~21 年归母净利润达到 17.04/22.37/30.06 亿, 对应 EPS 达到 0.96/1.26/1.69 元, 对应当前股价 PE 为 28.6/21.8/16.2X, 继续推荐“买入”。

表 4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 191027	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级	
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E				21E
600276	恒瑞医药	87.54	3,872	0.92	1.22	1.59	2.09	95.2	71.8	55.1	41.9	20.6	2.3	买入
300760	迈瑞医疗	176.29	2,143	3.06	3.73	4.61	5.74	57.6	47.3	38.2	30.7	24.5	2.0	买入
000661	长春高新	422.17	718	5.92	8.77	11.31	13.50	71.4	48.1	37.3	31.3	19.0	1.5	增持
600196	复星医药	24.81	636	1.06	1.21	1.45	1.72	23.5	20.5	17.1	14.4	9.7	1.2	买入
300003	乐普医疗	27.38	488	0.68	0.96	1.26	1.69	40.0	28.6	21.8	16.2	19.2	0.8	买入
002422	科伦药业	24.70	356	0.84	0.87	1.09	1.37	29.3	28.4	22.7	18.0	9.5	1.6	买入
600867	通化东宝	16.89	344	0.41	0.47	0.57	0.68	41.0	35.9	29.6	24.8	17.8	2.0	买入
000513	丽珠集团	29.23	273	1.16	1.34	1.54	1.78	25.2	21.8	19.0	16.4	10.2	1.4	买入
002223	鱼跃医疗	21.62	217	0.73	0.87	1.03	1.24	29.8	24.9	21.0	17.4	13.3	1.3	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2220	2926	3860	5021	营业收入	6356	8377	11050	14374
应收款项	2306	3039	4009	5215	营业成本	1732	2756	3647	4744
存货净额	786	1268	1678	2193	营业税金及附加	95	125	165	215
其他流动资产	145	270	333	409	销售费用	1869	2462	3138	4082
流动资产合计	5706	7752	10129	13087	管理费用	529	849	1103	1419
固定资产	1794	2260	2755	3227	财务费用	226	257	253	242
无形资产及其他	1336	1606	1909	2247	投资收益	131	176	5	5
投资性房地产	5215	5215	5215	5215	资产减值及公允价值变动	(219)	(42)	(42)	(42)
长期股权投资	1062	1327	1591	1856	其他收入	(376)	0	0	0
资产总计	15113	18160	21599	25631	营业利润	1442	2060	2706	3635
短期借款及交易性金融负债	2801	5109	7485	9031	营业外净收支	31	0	0	0
应付款项	741	1028	1455	1916	利润总额	1474	2060	2706	3635
其他流动负债	1527	2289	2878	3837	所得税费用	219	306	402	540
流动负债合计	5069	8426	11818	14784	少数股东损益	36	51	66	89
长期借款及应付债券	3219	1719	219	(781)	归属于母公司净利润	1219	1704	2237	3006
其他长期负债	237	290	344	404					
长期负债合计	3456	2009	563	(377)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8525	10435	12381	14407	净利润	1219	1704	2237	3006
少数股东权益	226	256	295	348	资产减值准备	160	(54)	31	35
股东权益	6362	7469	8923	10877	折旧摊销	231	236	293	344
负债和股东权益总计	15113	18160	21599	25631	公允价值变动损失	219	42	42	42
					财务费用	226	257	253	242
					营运资本变动	(761)	(293)	(342)	(282)
					其它	(139)	84	8	18
关键财务与估值指标					经营活动现金流	929	1719	2270	3162
每股收益	0.68	0.96	1.26	1.69	资本开支	(771)	(961)	(1164)	(1231)
每股红利	0.28	0.33	0.44	0.59	其它投资现金流	(41)	0	0	0
每股净资产	3.57	4.19	5.01	6.11	投资活动现金流	(1080)	(1225)	(1429)	(1495)
ROIC	18%	16%	19%	21%	权益性融资	13	0	0	0
ROE	19%	23%	25%	28%	负债净变化	1430	(1500)	(1500)	(1000)
毛利率	73%	67%	67%	67%	支付股利、利息	(503)	(596)	(783)	(1052)
EBIT Margin	34%	26%	27%	27%	其它融资现金流	(1760)	2308	2376	1546
EBITDA Margin	37%	29%	30%	30%	融资活动现金流	107	212	92	(506)
收入增长	40%	32%	32%	30%	现金净变动	(44)	706	934	1161
净利润增长率	36%	40%	31%	34%	货币资金的期初余额	2265	2220	2926	3860
资产负债率	58%	59%	59%	58%	货币资金的期末余额	2220	2926	3860	5021
息率	1.0%	1.2%	1.6%	2.2%	企业自由现金流	514	842	1338	2163
P/E	40.0	28.6	21.8	16.2	权益自由现金流	184	1431	1998	2504
P/B	7.7	6.5	5.5	4.5					
EV/EBITDA	24.2	24.5	18.6	14.8					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032