

证券研究报告—动态报告

医药保健

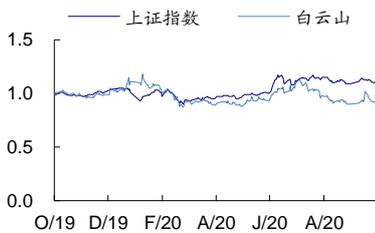
制药与生物

白云山(600332)
买入

2020年三季报点评

(维持评级)

2020年10月29日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,626/1,626
总市值/流通(百万元)	49,700/42,978
上证综指/深圳成指	3,269/13,388
12个月最高/最低(元)	41.50/29.21

相关研究报告:

《白云山-600332-2019年一季报点评:春季发力助力利润高增长》——2019-05-08
 《白云山-600332-2018年年报点评:整合完成,重新出发》——2019-03-27
 《白云山-600332-重大事项快评:低估值的弹性品种,催化剂多多》——2014-05-09
 《白云山-600332-2014年一季报点评:业绩超预期,建议买入》——2014-04-30
 《白云山-600332-2013年报分析:趋势向上》——2014-03-18

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

Q3 强势回暖, 子公司分拆上市推进

● 大健康拖累上半年业绩, Q3 强势回暖

2020Q1-3 实现营收 468.8 亿 (-6.3%), Q3 实现营收 164.1 亿 (-1.8%)。2020Q1-3 实现归母净利润 26.6 亿 (-15.8%), Q1-3 分别实现归母净利润 11.8 亿 (-15.8%)、5.8 亿 (-49.1%)、8.9 亿 (+46.2%), 强势回暖。大健康板块由于主要产品王老吉草本凉茶与节日送礼、亲友聚餐关联性较大, 上半年业绩拖累明显, 全资子公司广州王老吉大健康 2020H1 实现净利润 8.4 亿 (-24.6%)。随着就诊恢复、餐饮放开, 疫情对公司三大业务板块的影响消退。

● 大品种集采落标, 制药板块影响有限

8 月, 第三批全国药品集采稳步进行, 公司大品种枸橼酸西地那非片、头孢地尼胶囊未能中标。公司枸橼酸西地那非片 2019 年销售收入 7.5 亿, 毛利率 90.65%, 主要在连锁药店等终端销售, 2019 年公立医院销售收入仅 919 万; 头孢地尼 2019 年公立医院销售收入 1.6 亿。整体来看, 集采影响有限。

● 复方板蓝根引股价异动, 概念之外更应关注长期价值

10 月中旬某专家“体外研究发现复方板蓝根对新冠病毒有效”的言论被曲解并广泛传播。受复方板蓝根概念影响, 16 日公司股票强势涨停。复方板蓝根为公司持股 50% 合营企业白云山和黄公司产品, 19 年销售收入 1.09 亿, 其对新冠病毒的研究目前仅停留在体外阶段, 且并非公司独家产品, 对上市公司业绩影响十分有限。我们认为, 概念之外更应回归理性关注公司的长期价值。

● 风险提示: 疫情反复、医药公司上市推进不及预期、医保控费超预期
● 投资建议: 子公司分拆上市推进中, 王老吉利润释放进行时, 维持“买入”评级。

考虑疫情, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 28.1/33.7/38.4 亿, 当前股价对应 PE 分别为 17.7/14.8/13.0X, 商业子公司完成股份制改造工商登记, 上市进程稳步推进; 大健康板块积极开拓王老吉礼品市场及润喉糖、龟苓膏、刺柠吉等消费保健类新品, 有望稳步释放利润, 带来新增长, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

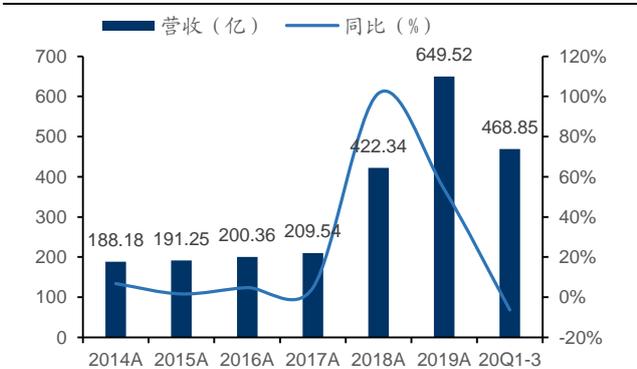
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	42,234	64,952	65,783	72,776	80,088
(+/-%)	101.6%	53.8%	1.3%	10.6%	10.0%
净利润(百万元)	3441	3189	2811	3365	3836
(+/-%)	66.9%	-7.3%	-11.8%	19.7%	14.0%
摊薄每股收益(元)	2.12	1.96	1.73	2.07	2.36
EBIT Margin	7.2%	6.5%	4.7%	5.8%	7.5%
净资产收益率(ROE)	15.9%	13.2%	10.8%	11.9%	12.5%
市盈率(PE)	14.4	15.6	17.7	14.8	13.0
EV/EBITDA	23.3	17.6	23.9	18.2	13.5
市净率(PB)	2.29	2.06	1.91	1.76	1.61

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

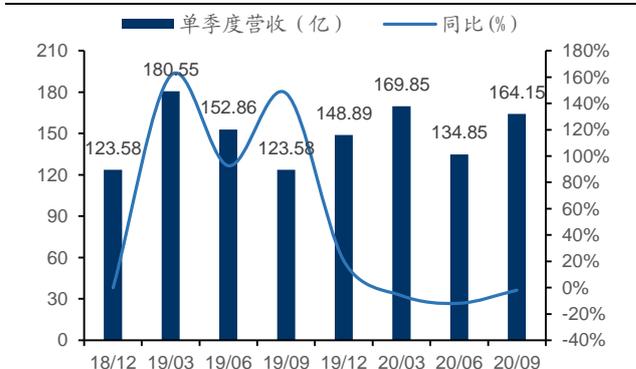
疫情影响业绩，Q3 强势回暖。2020Q1-3 实现营收 468.8 亿 (-6.3%)，Q3 实现营收 164.1 亿 (-1.8%)。2020Q1-3 实现归母净利润 26.6 亿 (-15.8%)，Q1-3 分别实现归母净利润 11.8 亿 (-15.8%)、5.8 亿 (-49.1%)、8.9 亿 (+46.2%)，强势回暖。

图 1：白云山营业收入及增速（单位：亿元、%）



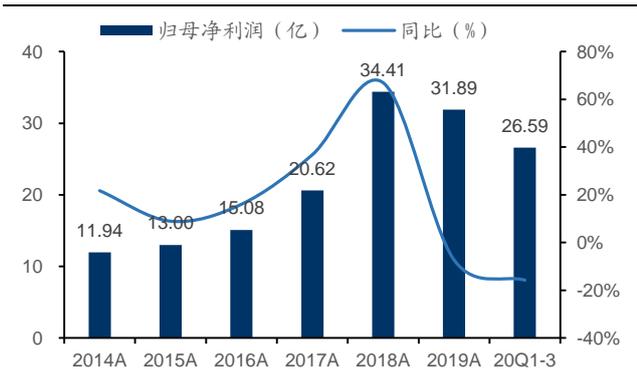
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：白云山单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



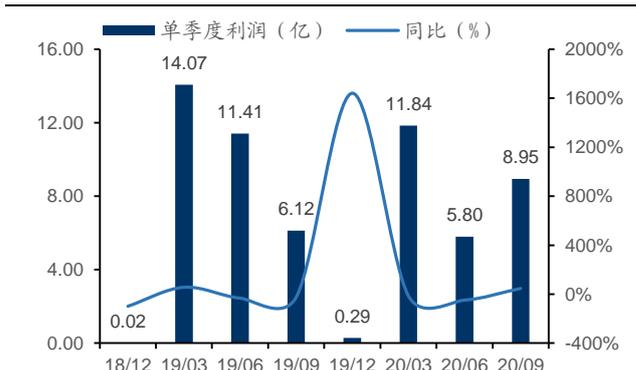
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：白云山归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

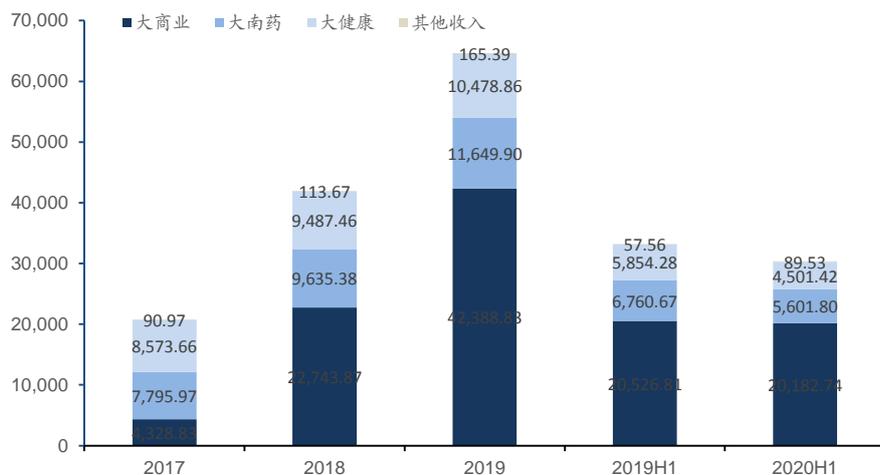
图 4：白云山单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

大健康拖累上半年业绩。从分板块情况来看，大商业、大南药、大健康 2020H1 分别实现收入 201.8 亿 (-1.7%)、56.0 亿 (-17.1%)、45.0 亿 (-23.1%)。大健康板块现时主要产品王老吉草本凉茶与节日送礼、亲友聚餐关联性较大，上半年业绩受疫情影响明显，以全资子公司广州王老吉大健康公司为例，2020H1 实现净利润 8.4 亿 (-24.6%)，下滑明显。随着就诊人数恢复、餐饮放开，疫情对公司三大业务板块影响消退。

图 5: 白云山各板块营业收入情况 (百万元)



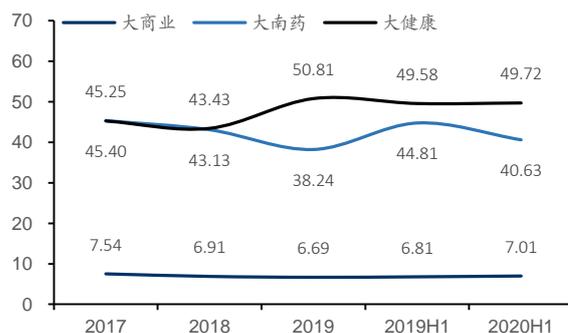
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
*大医疗板块收入较少, 并入其他收入

图 6: 白云山各板块毛利情况 (单位: 百万元)



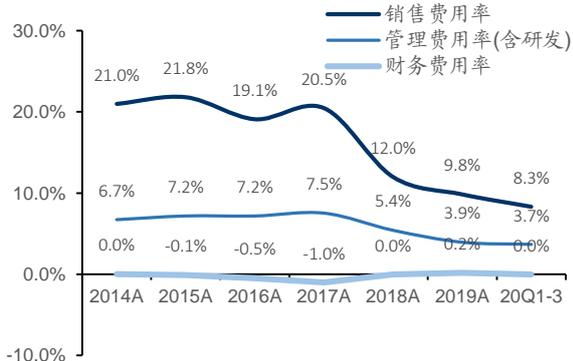
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 白云山各板块毛利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 白云山三费情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
*管理费用中包含研发费用

图 9: 白云山利润率情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 白云山周转率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 白云山 ROE 情况 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
*年化 ROE

三个品种、五个品规通过一致性评价。年初至今, 公司共有枸橼酸西地那非片、头孢克肟颗粒、盐酸环丙沙星片先后通过仿制药一致性评价。其中头孢克肟系列、枸橼酸西地那非片为公司大品种, 2018 年分别实现收入 8.6 亿、6.6 亿, 2019 年分别实现收入 12.1 亿 7.5 亿。

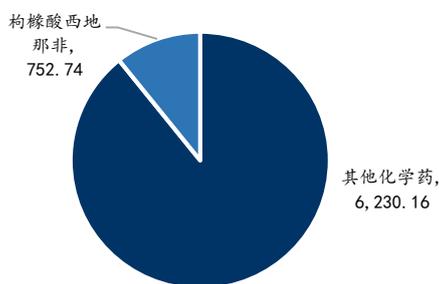
表 1: 白云山 2020Q1-3 通过仿制药一致性评价情况

名称	规格	获批时间	19 年销售额 (亿元)	19 年销量 (千片/千颗/千袋)
枸橼酸西地那非片	25mg、50mg、0.1g	2020-01-20	7.53	61,759.35
头孢克肟颗粒	50mg	2020-03-03	12.13	359,421.94
盐酸环丙沙星片	0.25g	2020-04-22	-	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
*表格展示的为头孢克肟系列的销售额及销量
* 2019 年度盐酸环丙沙星片无生产和销售

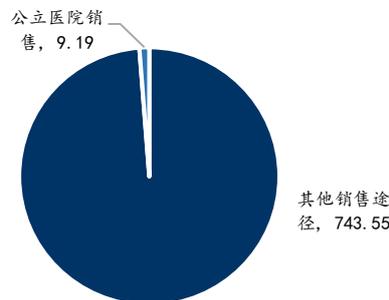
大品种集采落标, 工业板块影响有限。8 月, 第三批全国药品集采稳步进行, 公司共有盐酸美金刚片、盐酸环丙沙星片、枸橼酸西地那非片和头孢地尼胶囊四个产品参与投标, 枸橼酸西地那非片、头孢地尼胶囊未能中标。枸橼酸西地那非片 2019 年毛利率 90.65%, 主要在连锁药店等终端销售, 2019 年公立医院销售收入仅 919 万; 头孢地尼胶囊主要在医疗机构销售, 2019 年公立医院销售收入 1.6 亿。整体来看, 集采影响有限。

图 12: 白云山枸橼酸西地那非收入情况 (百万)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

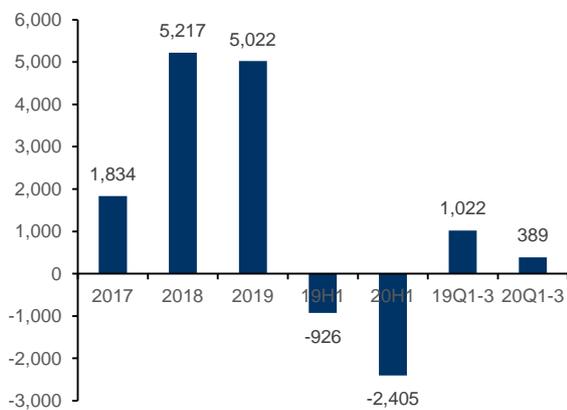
图 13: 白云山枸橼酸西地那非公立医院销售情况 (百万)



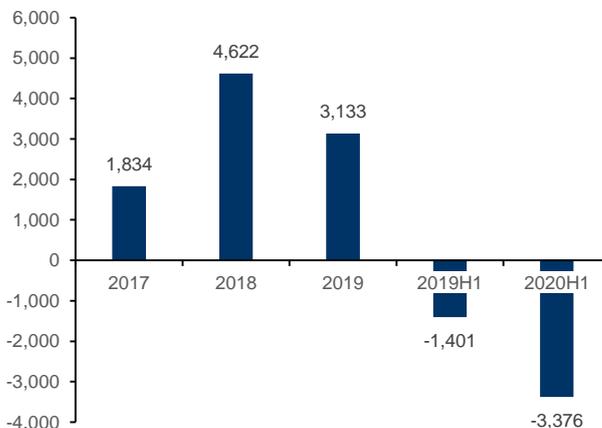
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

账上现金充足, 但经营性现金流情况有所变差。Q3 末公司货币资金 184.9 亿, 受限资金占比小, 现金储备充足, 20 年计划资本性开支投入 24.8 亿, 有望驱动新一轮增长。但经营活动现金流情况有所变差, 2020H1 公司经营活动现金净流出 24.1 亿, 2020Q1-3 净流入 3.9 亿, 与去年同期相比均有所恶化。2020H1

因金融资产转移而终止确认的应收账款 9.7 亿，剔除该方面影响，经营性现金净流出 33.8 亿。其中全资子公司王老吉大健康 2020H1 贷款同比减少，致使经营活动现金流量净额同比减少人民币 19.50 亿。

图 14: 白云山现金流情况 (百万)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 剔除金融工具影响后的经营性现金净流入 (百万)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

医药公司上市稳步推进。报告期内，医药公司完成股份制改造工商登记，董事会授权管理层启动分拆医药公司香港上市的前期筹备工作，上市进程稳步推进。

复方板蓝根引股价异动，概念之外更应关注长期价值。10 月中旬某专家“体外研究发现复方板蓝根对新冠病毒有效”的言论被曲解并广泛传播。受复方板蓝根概念影响，16 日公司股票强势涨停。复方板蓝根为公司持股 50% 合营企业白云山和黄公司产品，19 年销售收入 1.09 亿，其对新冠病毒的研究目前仅停留在体外阶段，且并非公司独家产品，对上市公司业绩影响十分有限。我们认为，概念之外更应回归理性关注公司的长期价值。

估值与投资建议：分部估值 640 亿左右，建议“买入”

大流通板块：降息周期下净利率略有提升，预计 21 年贡献归母净利润 3.0-3.5 亿。大流通部分以医药公司为主，医药公司销售体量巨大，但净利率水平较低。降息周期下，财务费用降低，净利率有所提升，2020H1 净利率 0.87%，同比上升 0.03pp。剔除并表、疫情及低息贷款政策影响，近年营收增速大致在 10~15%，净利率大致在 0.75%~0.90%。预计 2020-2022 年净利润分别为 3.8/4.0/4.4 亿，贡献归母净利润 3.0/3.2/3.5 亿。

表 2: 医药公司盈利预测 (亿)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收	358	411	442	487	525
净利润	3.1	3.4	3.8	4.0	4.4
归母部分	1.6	2.7	3.0	3.2	3.5

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

大健康板块：释放利润有望。大健康板块主要包括王老吉大健康(全资子公司)和王老吉药业(控股 96.09%)，王老吉大健康占据绝大部分。2019 年王老吉大健康净利润 13.8 亿(+62.2%)，2020H1 受疫情影响明显，净利润 8.4 亿(-24.6%)。大健康板块积极开拓王老吉礼品市场及刺柠吉、灵芝孢子油胶囊、润喉糖、龟苓膏等消费保健类新品，随着广告效果显现、新品市场拓宽、疫情影响消退，有望稳步释放利润，带来新增长。预计未来 2 年大健康板块将保持 10~15% 营收增速。

表 3: 大健康板块盈利预测 (亿)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收	94.9	104.8	95.9	105.5	121.3
王老吉大健康	94.6	103.0	-	-	-
王老吉药业	0.8	17.2	-	-	-
归母净利润	7.0	14.2	12.8	13.7	15.8
王老吉大健康	8.5	13.8	-	-	-
王老吉药业	-1.6	0.4	-	-	-

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

*营收为合并报表口径, 存在少量内部抵消及其他业务

*王老吉药业由于尚处较早阶段, 营收、利润较低且不稳定, 故将大健康板块作为整体考虑

*王老吉药业净利润*参股比例=王老吉药业贡献的归母净利润

大南药板块: 化药部分整体增速更高。2016 年以来, 大健康板块和大南药板块驱动了公司整体的利润增长。从收入端来看, 大南药板块内部中成药部分整体增长率 10~15%; 化药部分增速较高, 增长率达 20~25%。整体来看, 毛利增速大于营收增速, 16-19 年中成药部分毛利润复合增长率 15.5%, 化药部分毛利润复合增长率 28.1%。2020H1 由于新冠疫情, 大南药板块受到较大影响, 营收 56.0 亿 (-17.1%), 毛利率 46.63% (-4.18pp)。随着医院开放、生产生活恢复, 我们预计大南药板块未来两年营收将恢复 15%~25%同比增速。

表 4: 大南药板块的营收及毛利情况 (亿)

类别	营收				毛利				CAGR	
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	营收	毛利
中成药	32.18	39.14	38.47	46.67	17.64	22.96	21.85	27.17	13.19%	15.48%
消渴丸	5.5	4.81	4.04	3.95	3.62	3.41	2.52	2.37	-10.45%	-13.18%
小柴胡颗粒	2.3	2.88	2.65	2.89	1.01	1.09	1.06	1.07	7.92%	1.99%
华佗再造丸	1.05	2.11	1.91	2.13	0.25	0.68	0.61	0.68	26.58%	39.53%
小儿七星茶颗粒		1.74	1.64	1.54		0.73	0.51	0.29	-5.98%	-37.15%
滋肾育胎丸	1.12	1.71	1.64	3.11	0.39	1.23	1.37	2.62	40.59%	88.74%
夏桑菊颗粒 10g	1.85	1.8	1.54	1.68	1.02	0.9	0.73	0.76	-3.19%	-9.16%
蜜炼川贝枇杷膏	1.2			1.58	0.48			0.64	9.54%	10.06%
咳特灵系列		1.52		1.27		0.18		0.06	-8.70%	-43.91%
其他	19.16	22.57	25.05	28.53	10.87	14.74	15.05	18.67	14.19%	19.77%
化药	36.88	38.82	57.88	69.83	21.3	19.61	32.94	44.78	23.71%	28.11%
头孢克肟系列	3.68	4.56	8.57	12.13	2.61	3.83	6.45	6.18	48.83%	33.31%
注射用头孢硫脒	3.73	3.46	7.05	8.41	2.13	1.33	1.41	1.71	31.14%	-7.01%
头孢丙烯系列	1.01	1.15	2.13	2.97	0.4	0.49	1.39	0.89	43.34%	30.54%
阿莫西林系列	2.16	2.02	2.13	2.27	0.83	0.75	0.7	0.32	1.74%	-27.44%
头孢地尼胶囊	1.13	1.57		1.70	0.61	0.81		0.99	14.66%	17.52%
枸橼酸西地那非片	4	5.63	6.62	7.53	3.68	5.21	5.78	6.82	23.46%	22.85%
阿咖酚散系列	1.55	1.58	1.97	1.70	0.8	0.85	1.08	0.91	3.23%	4.21%
其他	19.62	18.85	29.41	33.10	10.24	6.34	16.13	26.96	19.04%	38.08%
合计	69.06	77.96	96.35	116.50	38.94	42.57	54.79	71.95	19.04%	22.71%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利拆分: 大流通、大健康、大南药。预计 21-22 年大流通收入增速 9%左右; 大健康收入增速 12%左右; 大南药收入增速 14%左右。整体来看公司收入增速 8~12%, 利润增速 12~20%。

表 5: 白云山盈利预测 (亿)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营收	422.3	649.5	657.8	727.8	800.9
yoy	101.6%	53.8%	1.3%	10.6%	10.0%
大流通	227.4	423.9	442.3	486.5	525.5
大健康	94.9	104.8	95.9	105.5	121.3
大南药	96.4	116.5	115.1	131.3	149.6
其他	3.7	4.3	4.5	4.5	4.5
归母净利润	34.4	31.9	28.1	33.7	38.4
yoy	66.9%	-7.3%	-11.8%	19.7%	14.0%
大流通	1.6	2.7	3.0	3.2	3.5
大健康	7.0	14.2	12.8	13.7	15.8
大南药	13.6	15.3	12.7	17.1	19.5
其他	12.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

*2018 年医药公司股权增值、一心堂投资收益、王老吉药业股权增值分别贡献净利润 8.3 亿、2.6 亿、1.7 亿

分部估值: 估值中值 640 亿。以 21 年盈利预测为基准, 考虑医药公司在华南地区的龙头地位, 给予大商业板块 10~15 倍 PE, 估值 32~48 亿。大健康板块由于消费稳健性, 给予 10~20 倍 PE, 估值 137~274 亿。大南药板块整体增速较高, 考虑集采的常态化, 参考工业端体量及业务相似企业华润三九、济川药业、仁和药业估值水平, 给予 10-18 倍 PE, 估值 171~308 亿。另有一心堂股权约 15 亿、账上现金 140 亿。五部分加总, 合理估值区间 495~785 亿, 中值 640 亿。

表 6: 白云山一年期分部估值 (亿)

分部	2021E	估值倍数	估值下限	估值上限
大商业	3.2	10~15X	32	48
大健康	13.7	10~20X	137	274
大南药	17.1	10~18X	171	308
一心堂股权	15.0		15	15
账上现金	140		140	140
合计			495	785

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

*账上现金 = 货币资金 - 预计一年内资本开支 - 受限货币资金

投资建议: 子公司分拆上市推进中, 王老吉利润释放进行时, 维持“买入”评级。考虑疫情, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 28.1/33.7/38.4 亿, 当前股价对应 PE 分别为 17.7/14.8/13.0X, 商业子公司完成股份制改造工商登记, 上市进程稳步推进; 大健康板块积极开拓王老吉礼品市场及润喉糖、龟苓膏、刺柠吉等消费保健类新品, 有望稳步释放利润, 带来新增长, 维持“买入”评级。

表 7: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 201028	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
600535	天士力	17.28	261	0.66	0.74	0.86	1.06	26.1	23.4	20.1	16.4	9.25	1.4	无评级
600566	济川药业	22.30	182	1.99	1.74	2.02	2.31	11.2	12.9	11.0	9.6	28.0	2.5	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 济川药业为 Wind 一致预测

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	16115	18470	23179	23841	营业收入	42234	64952	65783	72776
应收款项	14668	14936	15127	16735	营业成本	32164	52081	54218	58949
存货净额	9232	9490	9826	10673	营业税金及附加	263	298	66	146
其他流动资产	3016	3086	3126	3458	销售费用	5057	6385	6898	7285
流动资产合计	43031	45982	51258	54708	管理费用	1699	1979	1501	2168
固定资产	3646	3591	5684	7879	财务费用	(7)	117	(213)	(196)
无形资产及其他	1013	2485	2386	2286	投资收益	1271	198	292	(59)
投资性房地产	2032	3236	3236	3236	资产减值及公允价值变动	(65)	43	(14)	(12)
长期股权投资	1760	1599	1438	1277	其他收入	(428)	(278)	0	0
资产总计	51482	56894	64002	69386	营业利润	3836	4055	3591	4354
短期借款及交易性金融负债	6110	6098	6098	6098	营业外净收支	183	74	3	3
应付款项	11969	13681	14166	15386	利润总额	4019	4129	3593	4356
其他流动负债	8870	9597	13703	14958	所得税费用	485	687	562	725
流动负债合计	26949	29377	33967	36442	少数股东损益	93	252	220	266
长期借款及应付债券	414	5	5	5	归属于母公司净利润	3441	3189	2811.48	3364.74
其他长期负债	976	1523	2069	2616					
长期负债合计	1390	1527	2074	2620	现金流量表 (百万元)				
负债合计	28338	30904	36041	39063	净利润	3441	3189	2811	3365
少数股东权益	1459	1805	1926	2072	资产减值准备	160	(169)	9	7
股东权益	21685	24185	26036	28251	折旧摊销	301	381	483	652
负债和股东权益总计	51482	56894	64002	69386	公允价值变动损失	65	(43)	14	12
					财务费用	(7)	117	(213)	(196)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(4472)	1017	4579	242
	2018	2019	2020E	2021E	其它	(104)	335	112	140
每股收益	2.12	1.96	1.73	2.07	经营活动现金流	(609)	4709	8009	4417
每股红利	0.83	0.67	0.59	0.71	资本开支	0	(143)	(2500)	(2766)
每股净资产	13.34	14.88	16.01	17.38	其它投资现金流	5	0	0	0
ROIC	12%	12%	9%	13%	投资活动现金流	253	18	(2339)	(2605)
ROE	16%	13%	11%	12%	权益性融资	258	121	0	0
毛利率	24%	20%	18%	19%	负债净变化	414	(409)	0	0
EBIT Margin	7%	6%	5%	6%	支付股利、利息	(1353)	(1089)	(960)	(1149)
EBITDA Margin	8%	7%	5%	7%	其它融资现金流	6393	503	0	0
收入增长	102%	54%	1%	11%	融资活动现金流	4773	(2373)	(960)	(1149)
净利润增长率	67%	-7%	-12%	20%	现金净变动	4418	2355	4709	662
资产负债率	58%	57%	59%	59%	货币资金的期初余额	11697	16115	18470	23179
息率	2.7%	2.2%	1.9%	2.3%	货币资金的期末余额	16115	18470	23179	23841
P/E	14.4	15.6	17.7	14.8	企业自由现金流	(1488)	4763	5178	1652
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8	权益自由现金流	5318	4857	5357	1815
EV/EBITDA	23.3	17.6	23.9	18.2					

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