

2009 年 04 月 20 日

市场数据(人民币)

市价(元)	40.19
已上市流通A股(百万股)	354.09
总市值(百万元)	20,789.72
年内股价最高最低(元)	44.03/30.59
沪深 300 指数	2707.67
上证指数	2557.46
2007 年股息率	0.22%


相关报告

- 1 《仿制药铸就历史,创新药开创未来》, 2009.2.18
- 2 《创新药研发平台成果渐显》, 2009.2.15
- 3 《税收优惠带来更大的业绩弹性》, 2009.1.7
- 4 《抗肿瘤业务为核心,多品类齐头并进》, 2008.11.3

医药行业研究小组
李敬雷

 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

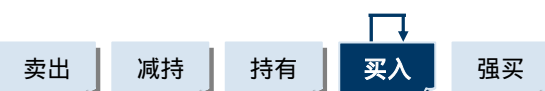
 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

恒瑞医药 (600276.SH)

——一季报完业绩完成的游刃有余


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.399	0.798	0.818	1.335	1.692	2.067
净利润增长率	27.39%	99.82%	2.43%	63.29%	26.75%	22.14%
先前预期每股收益(元)				1.335	1.692	2.067
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.296	1.596	N/A
市盈率(倍)	51.77	59.55	47.10	31.45	24.81	20.32
行业优化市盈率(倍)	31.75	68.42	39.66	39.66	39.66	39.66
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	1.89	0.60	19.40	0.50	0.93	0.92
已上市流通A股(百万股)	124.80	249.76	354.09	354.09	354.09	354.09
总股本(百万股)	331.59	431.07	517.29	517.29	517.29	517.29

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 2009 年 1 季度, 公司实现销售收入 7.12 亿元, 同比增长 18.89%; 实现营业利润 2.46 亿元, 同比增长 142%; 实现净利润 2.13 亿元, 同比增长 186%, 实现每股收益 0.411 元。
 - ◆ 公司业绩符合我们的预期。收入完成我们全年预期的 24%, 利润完成我们全年预期的 30%。
 - ◆ 公司主业实际上是增长稳定, 业绩高速增长源自两个因素: 公允价值波动收益和所得税率的降低。
- 公司主业保持平稳增长, 一季度收入增速继续接近 20%, 毛利率保持持平, 销售费用率稍微提高了 1 个点, EBIT 最终同比提升 12%。主业扣除非经常性损益的 EPS 为 0.335 元。
 - ◆ 在 2008 年主业高基数的背景下(由于公允价值波动的拖累而彰显的主业高增长), 公司一季度能继续实现 20% 的收入增长实属不易。
 - ◆ 抗肿瘤、抗感染、手术用药分别实现销售收入约 4.27 亿元、0.78 亿元、1.07 亿元, 毛利率基本都保持稳定。
 - ◆ 公司的销售费用率稍微提高了 1 个点, 为 39.38%, 也基本正常; 管理费用率 13.61% 正常。公司的经营性现金流大幅提升。
- 两大非经营性收益导致公司一季度利润总额实现翻倍以上的高速增长:
 - ◆ 公司持有的股票带来公允价值波动收益 3899 万元, 对应去年同期 9000 万的亏损有大幅增长;
 - ◆ 公司今年一季度按照 15% 的高新技术企业优惠所得税率, 比去年同期 25% 的税率由较大的改善。

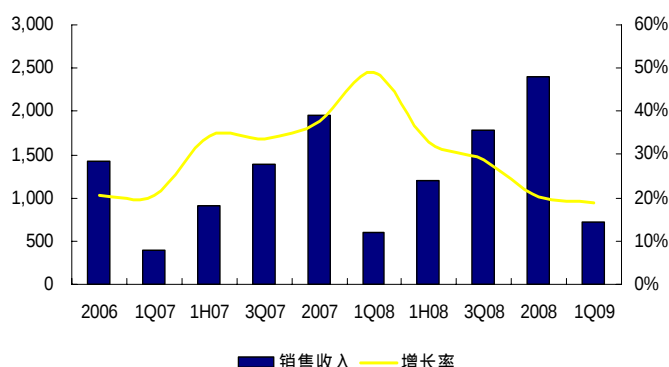
- 虽然一季度公司扣除非经营性的收益后增长并不快，但公司这两年由于受公允价值波动的影响，主业业绩的释放可能带有一定的被动性。所谓“成也萧何败也萧何”，我们应该把非主业的因素剔除，从更长的时间来衡量有价值的公司。相信经过平滑以后的公司主业指标仍然保持着较好的增长。
- 另外我们了解到，公司一季度获得了一个治疗乳腺增生的中药新药证书和生产批件。虽然公司历史上长期立足于西药，但这两年的“多品类、齐发展”的战略还是给了我们不少的惊喜，也打消了我们对公司增长后劲不足的担忧。尤其是此次新药的获批，虽然没有什么利润贡献，但也使我们更加对公司的创造力、想象力刮目相看。
- 我们维持公司 2009 年、2010 年、2011 年的 EPS 为 1.335 元、1.692 元、2.067 元。复合增长率为 36%，我们建议继续长期关注，维持“买入”的评级。

一季报主业稳定，收入增长持续

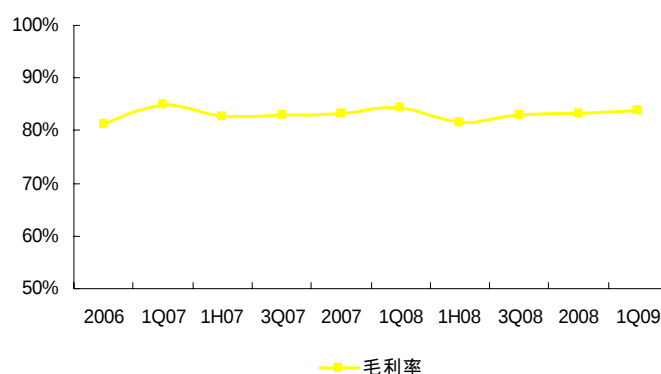
收入增长得到维持，毛利率保持稳定

- 一季度公司实现销售收入 7.12 亿元，同比增长 18.89%，毛利率为 83.67%，基本保持稳定。
- ◆ 在 2008 年主业高基数的背景下（由于公允价值波动的拖累而彰显的主业高增长），公司 1 季度能继续实现 20% 的收入增长实属不易。
- ◆ 公司一季度将 657 万的预收账款确认，也部分验证了我们年报点评中对上年四季度有销售款未确认的推断。

图表1：公司收入增速仍达到 20%



图表2：销售毛利率保持稳定



来源：国金证券研究所

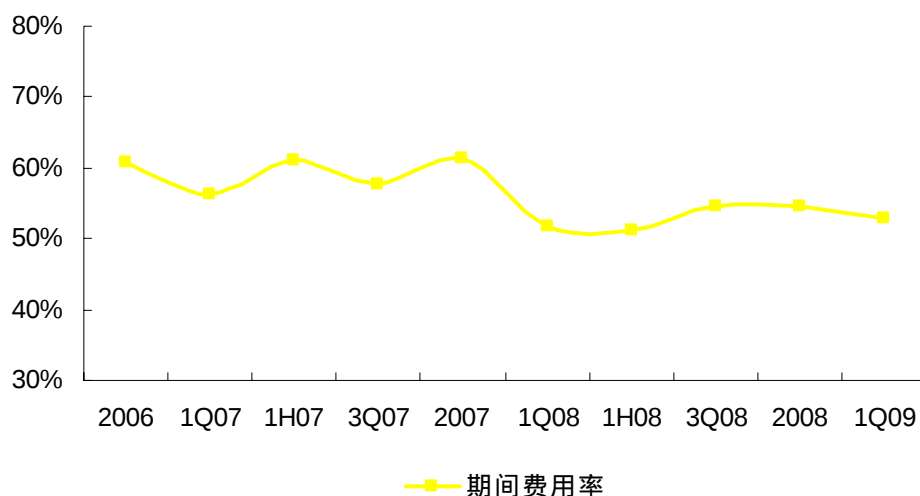
“多品类、齐发展”的战略进展顺利

- 抗肿瘤、抗感染、手术用药分别约实现销售收入 4.27 亿元、0.78 亿元、1.07 亿元，毛利率基本都保持稳定。这两年公司将逐步降低肿瘤药的占比，其他用药尤其是手术用药会有较快的发展。
- 我们认为没有必要对公司增速会减缓产生担心，公司丰富的产品储备是持续增长的源动力。公司产品的储备情况及过亿的产品线预测可详见我们后文的图表。
- 另外我们从药监局网站了解到，今年一季度公司一个治疗乳腺增生的中药获新药证书。虽然我们意识到了公司在进行品类丰富的计划，但公司作为一家化学药生产企业，竟然在乳腺增生这一难治领域取得中药新药的突破，让我们见识到了公司的想象力和创造力。
- 附：恒瑞医药的乳康舒胶囊的介绍。乳康舒胶囊由鹿角、淫羊藿、白芍、郁金等组成，具有温肾疏肝，行气活血，调理冲任，止痛散结作用，临床上用于治疗肾虚肝郁、冲任失调型乳腺增生病，临床观察疗效确切，无明显副作用。

费用率稳定，经营性现金流激增

- 一季度公司的销售费用率提升了 1 个多点，管理费用率稍有下降，整体期间费用率基本保持持平。
- 公司一季度经营性现金流大幅增加了 4 倍，增加了 2.6 亿元，原因在于：
 - ◆ 销售收入正常的增长导致汇款增加了 1 亿元；
 - ◆ 公司将 1.2 亿元的应收票据贴现，导致现金流入增加；
 - ◆ 公司一季度有 4700 万的增值税尚未缴付，导致现金流出增加；

图表3：公司期间费用率基本保持稳定



来源：国金证券研究所

公允价值波动终于带来盈利，税率降低增厚利润

- 公司 2008 年一整年深受困扰的公允价值波动影响，终于在 2009 年一季度带来了正的收益。截至一季度末，公司合计持有交易性金融资产 1.19 亿元，比期初增加了 3900 万元，增厚了公司税前每股收益 0.078 元，扣除这部分影响后，公司实现主业每股收益 0.335 元。

图表4：公司公允价值波动影响分析

权益投资	初始投资金额	账面值					
		期初	20080331	20080630	20080930	20081231	20090331
建设银行	1591.86	2430.98	1680.71	1458.59	1167.36	945.24	1061.24
中国神华	1531.39	2716.25	1656.00	1555.40	1133.95	726.16	856.98
中国石油	1275.88	2365.34	1315.61	1141.42	980.98	776.99	871.72
中国远洋	356.16	1791.72	1118.04	829.50	626.22	315.00	533.40
兴业银行	331.69	1094.25	776.90	537.42	346.67	308.06	484.88
交通银行	593.29	1173.06	750.25	561.75	449.10	355.97	494.16
北京银行	507.50	826.62	568.40	558.25	328.45	361.75	482.73
中海油服	168.50	429.25	272.75	292.63	193.38	148.63	178.75
中煤能源	410.65	410.65	406.02	389.91	285.97	157.87	211.79
其他权益	2077.14	4192.52	1549.66	1939.37	1667.50	812.68	1270.21
其他投资（海通）	7600.00	7600.00	7600.00	7600.00	7600.00	3244.00	5636.00
合计	16444.06	27088.33	18434.00	17294.00	14876.20	8003.71	11903.12
公允价值变动		10644	(8654)	(9794)	(12212)	(19085)	3899
投资收益		3885	1525	2000	2274	1621	161
合计影响		14529	(7129)	(7794)	(9938)	(17464)	4061
影响EPS		0.281	-0.138	-0.151	-0.192	-0.338	0.078

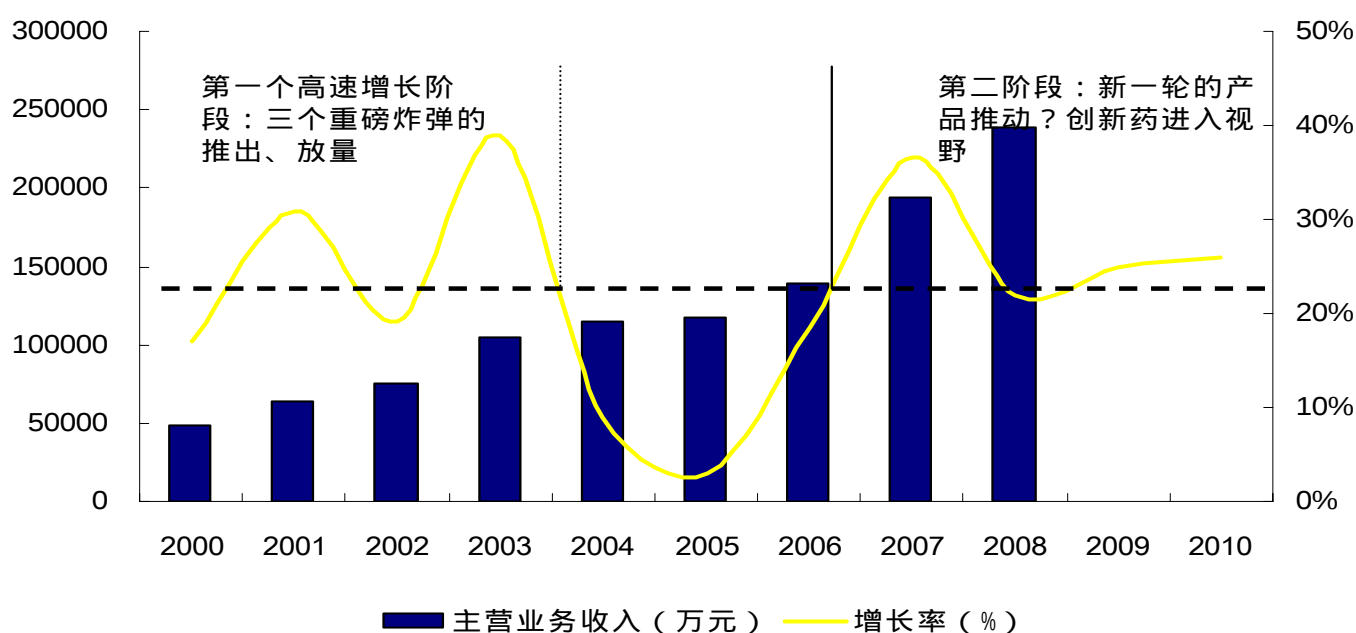
来源：国金证券研究所

- 公司一季度的所得税率开始按照 15% 执行，享受的是高新技术企业标准，而去年同期是 25%。这部分的影响在全年不会体现，因为去年底公司已经按照 15% 的税率对 2008 年各季度的所得税进行了调整。

对公司的整体看法保持不变，迎接创新药的到来

- 我们维持之前的判断，认为公司从 2007 年开始进入了销售收入的快速增长期，抗肿瘤药多个二线品种开始放量增长；手术用药成为公司新的增长领域。目前仍处在增长周期内。
- 进入 2009 年以后，一方面仿制药继续成为增长的推动主力，来曲唑、碘佛醇、顺阿曲库胺、厄贝沙坦有望成为新的过亿品种；培门冬酶、S1 等仿制药有望首次上市；另一方面，卡曲沙星、艾瑞昔布等创新药最快有望在年底上市，成为公司新的增长点。
- 我们维持 2009、2010 年、2011 年的 EPS 为 1.335 元、1.692 元、2.067 元。复合增长率为 36%，我们建议继续长期关注，维持“买入”的评级。

图5：公司仍处在新的一轮产品推动的快速增长期



来源：国金证券研究所

图表6：公司一季报同比比较分析

会计年度截止日：12/31	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	变动说明
营业收入	1,959.66	598.49	1,197.48	1,787.30	2,392.56	711.56	收入维持20%的增速， 毛利率保持稳定
增长率 (YOY)	37.77%	48.91%	33.03%	28.85%	22.09%	18.89%	
营业成本	330.37	93.77	220.63	306.14	400.87	116.19	
占营业收入比重	16.9%	15.7%	18.4%	17.1%	16.8%	16.3%	
毛利	1,629.29	504.73	976.85	1,481.16	1,991.69	595.37	销售费用率稍有提高， 整体费用率基本稳定
毛利率	83.14%	84.33%	81.58%	82.87%	83.25%	83.67%	
增长率 (YOY)	40.93%	47.99%	31.39%	28.78%	22.24%	17.96%	
营业税金及附加	31.17	9.88	18.82	28.37	37.71	11.60	
占营业收入比重	1.59%	1.65%	1.57%	1.59%	1.58%	1.63%	正常增长
销售费用	798.09	226.59	491.67	725.27	965.44	280.24	
占营业收入比重	40.73%	37.86%	41.06%	40.58%	40.35%	39.38%	
管理费用	406.23	83.78	120.22	249.13	341.97	96.87	
占营业收入比重	20.73%	14.00%	10.04%	13.94%	14.29%	13.61%	公允价值波动贡献收益
EBIT	393.79	184.47	346.14	478.39	646.58	206.66	
占营业收入比重	20.10%	30.82%	28.91%	26.77%	27.02%	29.04%	
增长率 (YOY)	45.27%	69.78%	92.81%	46.04%	64.19%	12.03%	
财务费用	3.90	2.43	4.58	0.64	4.67	0.80	公允价值波动贡献收益
占营业收入比重	0.20%	0.41%	0.38%	0.04%	0.20%	0.11%	
资产减值损失	23.09	5.14	4.54	3.42	32.82	0.00	
公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	102.00	-90.17	-98.83	-123.00	-181.15	38.99	
占利润总额比重	19.94%	-88.28%	-38.66%	-32.40%	-38.54%		大幅增长
投资收益（损失以“-”号填列）	38.85	15.25	20.00	22.74	21.76	1.61	
占利润总额比重	7.60%	14.93%	7.82%	5.99%	4.63%	0.65%	
营业利润（亏损以“-”号填列）	507.64	101.99	258.18	374.07	449.71	246.47	
占营业收入比重	25.90%	17.04%	21.56%	20.93%	18.80%	34.64%	大幅降低
增长率 (YOY)	75.20%	-6.89%	37.63%	10.33%	-11.41%	141.67%	
营业外收支	3.82	0.16	-2.56	5.52	20.31	0.51	
占利润总额比重	0.75%	0.16%	-1.00%	1.45%	4.32%	0.21%	
利润总额（亏损总额以“-”号填列）	511.46	102.15	255.62	379.59	470.02	246.98	大幅降低
占营业收入比重	26.10%	17.07%	21.35%	21.24%	19.65%	34.71%	
减：所得税费用	92.93	25.77	58.89	96.07	34.43	28.70	
占利润总额比重	18.17%	25.23%	23.04%	25.31%	7.32%	11.62%	
合并报表的净利润	418.53	76.38	196.73	283.52	435.59	218.28	大幅降低
占营业收入比重	21.36%	12.76%	16.43%	15.86%	18.21%	30.68%	
增长率 (YOY)	104.26%	3.17%	25.90%	10.40%	4.08%	185.79%	
减：少数股东损益	5.61	2.09	4.91	8.99	12.65	5.57	
占合并报表净利润比重	1.34%	2.74%	2.50%	3.17%	2.90%	2.55%	大幅降低
净利润（归属于母公司所有者的）	412.92	74.29	191.82	274.53	422.95	212.71	
占营业收入比重	21.07%	12.41%	16.02%	15.36%	17.68%	29.89%	
增长率 (YOY)	99.8%	1.2%	24.8%	10.1%	2.4%	186.33%	

来源：国金证券研究所

图表7：公司销量过亿的产品线（蓝色：老的过亿产品；黄色：新增过亿产品；绿色：新上潜力产品）

产品类别	2007年过亿产品（4个）		2008年过亿产品（7个）		2009年过亿产品（预期11个）		2010年及以后过亿产品（预期16个）	
	产品	备注	产品	备注	产品	备注	产品	备注
抗肿瘤药	亚叶酸钙	1.0亿	亚叶酸钙	1.1亿	亚叶酸钙	稳定规模	亚叶酸钙	稳定规模
	奥沙利铂	3.7亿	奥沙利铂	4.1亿	奥沙利铂	稳定规模	奥沙利铂	稳定规模
	多西他赛	4.7亿	多西他赛	5.7亿	多西他赛	快速增长	多西他赛	稳定增长
			伊立替康	1.2亿	伊立替康	快速增长	伊立替康	快速增长
			来曲唑	新品上市	来曲唑	1亿多	来曲唑	快速增长
			左亚叶酸钙	新品上市	培门冬酶	新品上市	培门冬酶	接近1亿
					S1替加氟复方制剂	新品上市	S1替加氟复方制剂	接近1亿
							PEG干扰素	新品上市
							厄多斯坦氨溴索	新品上市
							YN-968	新品上市
抗感染药	克拉霉素	1.2亿	克拉霉素	1.7亿	克拉霉素	快速增长	克拉霉素	快速增长
							头孢他啶/他唑	新品上市
手术用药			七氟烷	1.1亿	七氟烷	快速增长	七氟烷	快速增长
			碘佛醇	新品上市	碘佛醇	1亿多	碘佛醇	快速增长
			顺阿曲库胺	新品上市	顺阿曲库胺	1亿多	顺阿曲库胺	快速增长
					钠钾注射液	新品上市	钠钾注射液	1亿多
					钠钾镁注射液	新品上市	钠钾镁注射液	1亿多
							其他品种	新品上市
心血管药			厄贝沙坦	接近1亿	厄贝沙坦	1亿多	厄贝沙坦	快速增长
					阿斯匹林缓释剂	新品上市	阿斯匹林缓释剂	接近1亿
							其他品种	新品上市
创新药					卡曲沙星	报生产	卡曲沙星	新品上市
					艾瑞昔布	报生产	艾瑞昔布	新品上市
					阿帕替尼	二期临床	阿帕替尼	三期临床
					抗肿瘤药	申报临床	抗肿瘤药	一期临床
					DPP-IV降糖药	临床前研究	DPP-IV降糖药	申报临床
OTC			贝莱	1.1亿	贝莱	稳定增长	贝莱	稳定增长
制剂出口					伊立替康	已上报FDA		
					甲巴喷丁	已上报FDA		
					利普酮	已上报FDA		
原料药	美司那	已过FDA认证						
	异环磷酰胺	已过FDA认证						
	噻替哌	已过FDA认证						
	VP16	已过FDA认证						

来源：国金证券研究所

图表8：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,422	1,960	2,393	2,939	3,670	4,254
增长率		37.8%	22.1%	22.9%	24.8%	15.9%
主营业务成本	-266	-330	-401	-489	-617	-700
% 销售收入	18.7%	16.9%	16.8%	16.7%	16.8%	16.5%
毛利	1,156	1,629	1,992	2,450	3,053	3,554
% 销售收入	81.3%	83.1%	83.2%	83.3%	83.2%	83.5%
营业税金及附加	-23	-31	-38	-47	-56	-66
% 销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%
营业费用	-563	-798	-965	-1,181	-1,486	-1,723
% 销售收入	39.5%	40.7%	40.4%	40.2%	40.5%	40.5%
管理费用	-301	-406	-342	-397	-459	-489
% 销售收入	21.2%	20.7%	14.3%	13.5%	12.5%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	270	394	647	826	1,052	1,276
% 销售收入	19.0%	20.1%	27.0%	28.1%	28.7%	30.0%
财务费用	1	-4	-5	1	0	0
% 销售收入	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-23	-33	-26	-27	-21
公允价值变动收益	0	102	-181	0	0	0
投资收益	18	39	22	0	0	0
% 税前利润	6.3%	7.6%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	289	508	450	800	1,025	1,255
营业利润率	20.3%	25.9%	18.8%	27.2%	27.9%	29.5%
营业外收支	1	4	20	25	20	20
税前利润	289	511	470	825	1,045	1,275
利润率	20.3%	26.1%	19.6%	28.1%	28.5%	30.0%
所得税	-84	-93	-34	-124	-157	-191
所得税率	29.2%	18.2%	7.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	205	419	436	702	888	1,084
少数股东损益	-2	6	13	11	13	15
归属于母公司的净利	207	413	423	691	875	1,069
净利率	14.5%	21.1%	17.7%	23.5%	23.9%	25.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	207	419	436	702	888	1,084
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0
非现金支出	57	81	93	89	95	92
非经营收益	-15	-137	126	28	-20	-20
营运资金变动	19	-144	-512	41	-101	-104
经营活动现金净流	266	219	143	860	861	1,053
资本开支	-85	-66	-110	-78	-59	-60
投资	-11	-158	-110	-1	0	0
其他	18	57	20	0	0	0
投资活动现金净流	-78	-167	-200	-79	-59	-60
股权募资	0	0	0	0	-252	0
债权募资	0	12	-60	0	0	1
其他	6	-57	-45	0	-67	-67
筹资活动现金净流	6	-45	-105	0	-319	-66
现金净流量	194	7	-162	782	483	927

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	566	572	385	1,167	1,650	2,577
应收款项	265	528	889	862	959	1,029
存货	98	115	162	174	203	230
其他流动资产	16	279	116	121	125	124
流动资产	945	1,495	1,553	2,324	2,937	3,960
% 总资产	65.0%	74.2%	68.9%	77.2%	80.8%	84.8%
长期投资	0	4	103	104	103	103
固定资产	509	471	515	543	546	546
% 总资产	35.0%	23.4%	22.8%	18.0%	15.0%	11.7%
无形资产	0	30	29	39	48	57
非流动资产	509	519	701	687	699	707
% 总资产	35.0%	25.8%	31.1%	22.8%	19.2%	15.2%
资产总计	1,453	2,014	2,254	3,012	3,636	4,668
短期借款	0	60	0	0	0	0
应付款项	101	249	212	269	320	334
其他流动负债	40	46	18	83	88	87
流动负债	141	355	230	353	407	421
长期贷款	48	0	0	0	0	1
其他长期负债	12	25	0	0	0	0
负债	201	381	230	353	407	422
普通股股东权益	1,246	1,616	1,994	2,618	3,174	4,176
少数股东权益	0	17	30	41	54	69
负债股东权益合计	1,447	2,014	2,254	3,012	3,636	4,668

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.623	0.958	0.818	1.335	1.692	2.067
每股净资产	3.756	3.748	3.855	5.061	6.137	8.073
每股经营现金净流	0.803	0.508	0.276	1.663	1.665	2.036
每股股利	0.220	0.160	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	16.59%	25.56%	21.21%	26.38%	27.58%	25.60%
总资产收益率	14.29%	20.51%	18.76%	22.93%	24.08%	22.91%
投入资本收益率	14.84%	18.75%	29.60%	26.39%	27.69%	25.54%
增长率						
主营业务收入增长率	20.62%	37.77%	22.09%	22.85%	24.85%	15.93%
EBIT增长率	20.04%	45.27%	64.19%	27.69%	27.41%	21.29%
净利润增长率	27.39%	99.82%	2.43%	63.29%	26.75%	22.14%
总资产增长率	13.72%	39.20%	11.95%	33.60%	20.72%	28.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.0	52.9	79.3	80.0	75.0	70.0
存货周转天数	114.4	117.9	126.3	130.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	71.3	65.5	93.0	90.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	113.6	87.2	70.5	55.8	43.0	35.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.43%	-47.97%	-22.98%	-46.89%	-53.59%	-62.56%
EBIT利息保障倍数	-509.6	100.9	138.5	-1,329.9	-3,734.1	-3,287.7
资产负债率	13.90%	18.90%	10.20%	11.71%	11.20%	9.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	14	48
买入	0	0	1	8	21
持有	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.33	1.42	1.37

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-09-04	买入	34.98	45.00 ~ 45.00
2 2008-10-27	买入	30.59	N/A
3 2008-11-03	买入	31.60	N/A
4 2009-01-07	买入	37.12	N/A
5 2009-02-15	买入	39.45	N/A
6 2009-02-18	买入	41.52	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。