

日期: 2011 年 05 月 26 日
行业: 药品及医疗器械零售业



赵冰
021-53519888*1902
Zhaobing1704@hotmail.com
证券从业证书编号: S0870511030004

山东省医药商业综合排名第二

山东省医药商业综合排名第三

IPO 询价区间 RMB 25.53-30.63
首日定价区间 RMB 26.87-32.24

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 23.8
发行后总股本 (百万股) 93.8
发行方式 网下询价配售 20%
网上定价发行 80%
保荐机构 平安证券

主要股东 (IPO 前)

张仁华 38.69%
韩旭 30.58%
TB Nature Limited 24.73%
睿华方略医药咨询服务有限公 6.00%

收入结构 (MRQ)

药品 99.90%
其他 0.07%

报告编号: HQC11-NSP08

首次报告日期: 2011 年 5 月 26 日

■ 投资要点

山东省医药商业综合排名第三

公司是一家高成长性的、中型的药品直销服务商。公司在中国医药商业协会公布的 2009 年全国医药商业百强排名中进入全国 50 强, 销售收入位列第 38 位。按此商业排名, 公司在山东省医药商业销售规模位列第三位。

公司竞争优势突出

公司主要的竞争优势是: 1) 完善的销售网络覆盖; 2) 终端直接覆盖能力强; 3) 终端客户质量高; 4) 现代物流能力; 5) 信息化管理水平。

上市 6 个月内的估值区间为 26.87-32.24 元

我们认为给予公司 11 年每股收益 30 倍市盈率这一稍高于可比公司平均的估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 26.87-32.24 元, 相对于 2010 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 27.27-32.73 倍。

建议询价区间为 25.53-30.63 元

近期医药类中小板新股上市首日的平均涨幅为 31.77%, 目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 -9.08%, 发行价对应折扣率为 -9.99%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们建议选取 5% 的折扣率, 对应的询价区间为 25.53-30.63 元, 相对于 2010 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 38.55-46.24 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2213.38	2655.59	3728.83	5967.43
年增长率	38.19%	19.98%	40.41%	60.04%
归属于母公司的净利润	62.11	92.41	128.46	203.20
年增长率	38.77%	48.79%	39.00%	58.18%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.66	0.99	1.37	2.17

注: 有关指标按最新总股本为 93.8 百万股计算

一、行业背景

发行人所处行业及简况

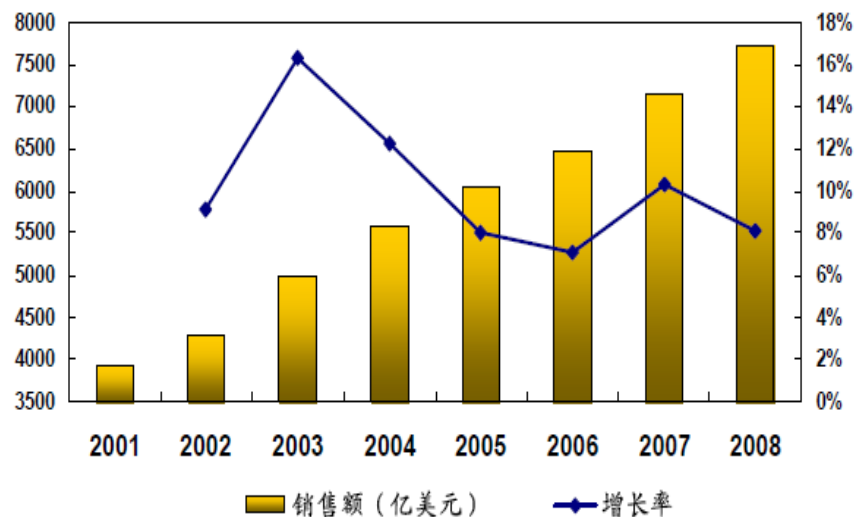
公司是一家高成长性的、中型的药品直销服务商。公司以山东省为目标市场，以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务，以商业分销为补充，可采用电子商务等现代交易手段经营，具备药品现代物流资质及能力。公司属于医药商业行业。2008年7月17日，公司被山东省食品药品监督管理局批准为药品委托配送业务试点单位；2009年11月20日，公司被山东省食品药品监督管理局列入山东省第一批药品现代物流试点企业。公司在中国医药商业协会公布的2009年全国医药商业百强排名中进入全国50强，销售收入位列第38位。按此商业排名，公司在山东省医药商业销售规模位列第三位。

行业增长前景

全球医药商业概况

根据IMS医药信息咨询公司(以下简称IMS)的统计,1970-2007年全球药品销售额年复合增长率为9.8%。2000年以来,随着全球医药市场的成熟,药品销售额增速逐渐下降并趋于稳定,根据IMS预测,未来几年内全球药品销售规模增速将稳定在5%以上。

图1 2001-2008年全球药品销售额统计



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

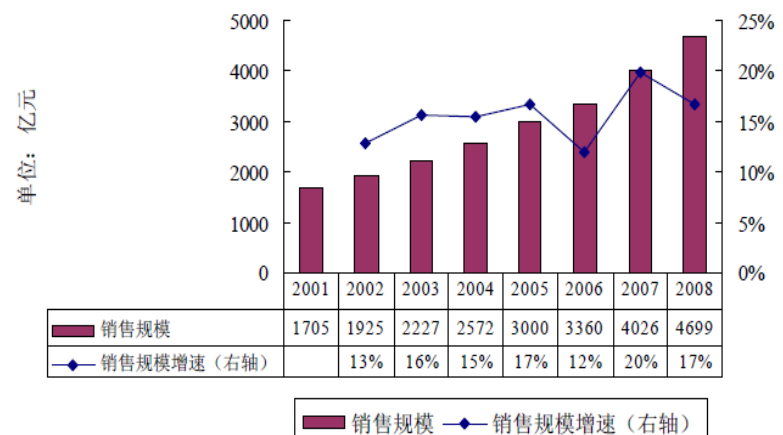
IMS发布的2008年全球制药及医疗市场报告显示,2008年全球医药市场的速度增长约为8%。作为新兴医药市场,2008年中国、巴西、墨西哥、韩国、印度、土耳其和俄罗斯的市场总规模增长约

12%~13%，市场销售规模约为 850 亿~900 亿美元。就全球医药商业的竞争格局看，目前已形成寡头垄断格局，这主要是由于医药商业业务模式具有较高的同质性，在激烈的竞争后，较大规模的医药商业企业通过自身发展及兼并收购等方式不断扩张，规模逐渐成为行业的进入壁垒，寡头垄断成为市场的均衡状态。例如，美国的 McKesson、Cardinal Health、ABC 三公司合计市场份额超过 90%，日本的 Mediceo、Alfresa、Suzuken 三公司合计市场份额超过 70%，欧盟三大医药批发企业市场份额约占 65%。

中国医药商业概况

2000 年以来我国医药商业保持了较快的发展速度，市场规模由 2001 年的 1,700 亿增至 2008 年的 4,700 亿，年均复合增长率达 15.58%，远高于同期 GDP 的增长率。未来，随着经济增长、人口老龄化以及新医疗改革背景下政府卫生投入的持续增加、医保覆盖面不断扩大，医药商业将继续保持快速增长。

图 2 2001-2008 年中国医药商业销售规模及增长情况



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

山东省医药商业概况

根据 SFDA 信息，目前山东省共有 845 家药品批发企业。根据 2009 年中国医药商业协会的排名，山东省共有 7 家企业进入全国医药商业百强，市场集中度在全国处于中游水平。《山东省经贸委“十一五”医药产业规划》对“十五”期间山东省的医药商业进行了下述总结：十五期间山东省医药商业保持年平均 12% 的稳定增长，到 2005 年底，医药商业销售总额为 250 亿元。根据《山东省经贸委“十一五”医药产业规划》要求：“十一五”末山东省要实现医药商业销售总额完成 410 亿元，保持年 10.5% 的平均增长，商业零售额完成

180 亿元，保持年 13.5% 的平均增长。

行业竞争结构及公司地位

目前，全国大约有 17,000 家药品批发企业，行业进入门槛不高，但规模较大的企业数量较少，行业处于不断整合的过程中，集中度不断提升。未来，大型医药商业企业一方面将依赖自身的规模优势及兼并、收购等手段不断扩张，另一方面将受益于国家对行业整合的相关政策，其市场份额将进一步扩大，市场集中度将进一步提升。

从结构看，目前全国和各地方均出现了占据较高市场份额的医药商业企业，在未来的竞争中，他们将占据一定优势，并将促进行业集中度的进一步提升。全国性的大型医药商业企业主要为国药控股和九州通。区域性的大型医药商业企业主要包括上海医药、南京医药和广州药业等，他们拥有较多的当地网络资源，在各自销售市场中占有相当的市场份额。公司主要以山东省为目标市场。根据中国医药商业协会 2009 年全国医药商业百强的排名，山东省共有七家公司进入排行榜，入选百强的山东医药商业企业排名如下：

表 1 2009 年山东医药商业全国百强排序

全国百强排序	企业名称
22	山东海王银河医药有限公司
31	济南中信医药有限公司
38	山东瑞康医药股份有限公司
39	山东康惠医药有限公司
75	山东罗欣医药集团有限公司
81	山东康诺盛世医药有限公司
90	山东新华医药贸易有限公司

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

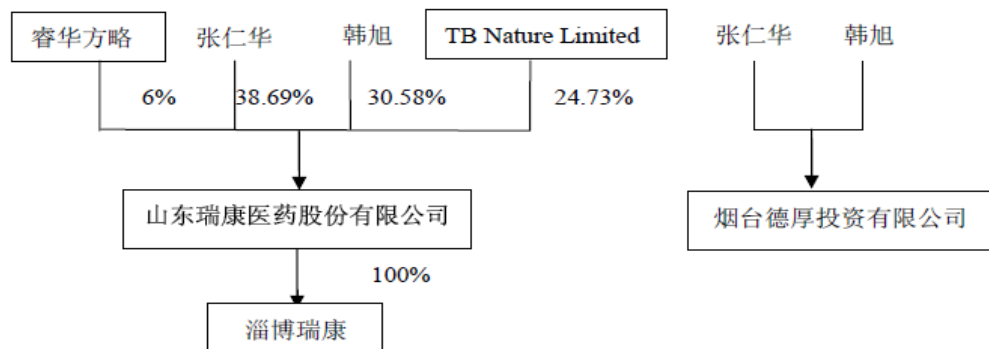
公司的竞争优势有：1) 完善的销售网络覆盖：公司高度重视销售网络的覆盖，并为此投入大量资源。经过多年持续的销售网络建设，公司已经可以通过直销、分销两种商业模式对山东省实现网络覆盖；2) 终端直接覆盖能力强：公司较高的终端直接覆盖能力意味着大部分业务模式为“医药工业—医药商业—需求终端”，符合国家的医改政策；3) 终端客户质量高：公司在山东省内三级医院覆盖率由 2008 年的 77.91% 提升至 2010 年的 97.67%，即基本实现了三级医院的全覆盖；4) 现代物流能力；5) 信息化管理水平。

二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司系由山东瑞康药品配送有限公司整体变更设立。自公司成立以来，实际控制人一直为韩旭、张仁华夫妇，两人合计持有公司 4,848.6239 万股股份，占公司股权比例的 69.27%，其中韩旭持股 2,140.6728 万股，张仁华持股 2,707.9511 万股。

图 3 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

2008 年、2009 年及 2010 年公司营业收入分别为 114709 万元、160156 万元及 221299 万元，其中主营业务收入占比均在 99%以上，公司主营业务突出。报告期内，公司销售的产品主要包括药品和非药品，其中，药品销售收入所占比重达主营业务收入的 99%以上，非药品主要包括保健品和器材。

图 4 公司近年来收入及净利润增长

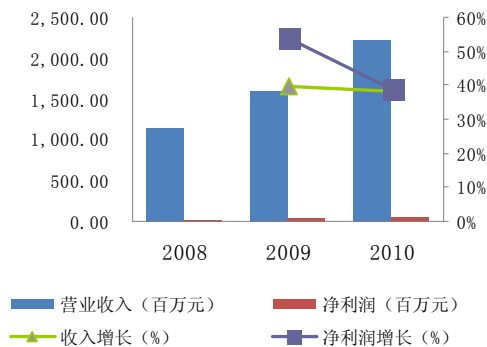
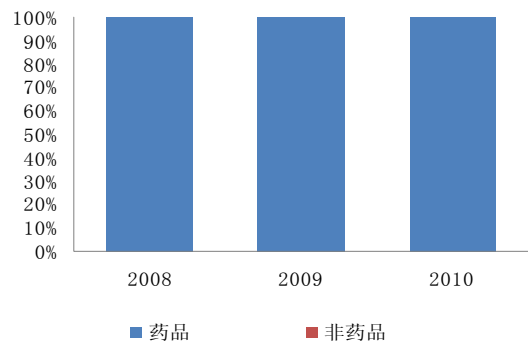


图 5 公司主营收入结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

募集资金投向

本次募集资金拟投资于山东瑞康医药股份有限公司（济南）药品现代物流配送项目、山东瑞康医药股份有限公司（烟台）药品现代物流配送项目这 2 个项目，项目投资总额为 27,413 万元，拟全部由本次公开发行股票募集资金投入解决。

表 2 公司的募集资金项目计划概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目报批总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	山东瑞康医药股份有限公司（济南）药品现代物流配送项目（以下简称“济南项目”）	21,135	21,135
2	山东瑞康医药股份有限公司（烟台）药品现代物流配送项目（以下简称“烟台项目”）	6,278	6,278
合计	-	27,413	27,413

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

济南项目

项目建设期为 12 个月，第 13 个月仓库开始投入使用。仓库投入使用后第一年使用率为 30%，第二年为 70%，第三年达 100%。项目达产当年将新增营业收入 350,000 万元，利润总额 14,173.50 万元，所得税 3,543.37 万元，净利润 10,630.12 万元。

烟台项目

项目建设期为 12 个月，第 13 个月仓库开始投入使用。仓库投入使用后第一年使用率为 30%，第二年为 70%，第三年达 100%。项目达产当年将新增营业收入 100,000 万元，利润总额 4,683.03 万元，所得税 1,170.76 万元，净利润 3,512.28 万元。

三、财务状况和盈利预测

综合毛利率稳定，同行业内领先

2008-2010 年，公司综合毛利率分别为 8.86%、8.58%和 8.29%，保持较为稳定的趋势。报告期内公司综合毛利率保持稳定，主要原因是公司大力推进成本领先战略，通过调整产品结构、节能降耗及改进产品技术工艺。公司报告期内保持较高毛利率的原因主要以下几个方面：1）确保直销为主的业务结构；2）对上游供应商具备较强的议价能力；3）积极提供增值服务。

主营业务收入和利润快速增长

2009 年和 2010 年，公司主营业务收入分别比上年增长 39.62% 和 38.18%，净利润分别比上年增长 53.57% 和 38.66%。报告期内公司主营业务收入大幅增长，微观方面的因素主要如下：1）终端客户的数量和质量大幅提高；2）分销业务持续增长。

主要资产周转能力指标良好

2008-2010 年，公司应收账款周转率分别为 3.33 次、3.34 次和 3.35 次。公司应收账款周转率低于同行业上市公司平均水平，主要原因是：同行业上市公司大部分以分销业务为主，其客户主要为医药商业企业，而公司主要采用直销模式因此，鉴于业务模式以及由此形成的客户结构差异，本公司的总体应收账款周转率水平低于同行业上市公司。

2008-2010 年，公司存货周转率分别为 13.47 次、12.54 次和 12.81 次。公司存货周转率高于同行业平均水平，表明公司的存货管理能力较强，存货管理效率较高。2009 年和 2010 年公司的存货周转率比 2008 年略有下降，主要原因为：1）公司销售的药品品规不断增加，药品库存金额相应提高；2）为了保障供货效率，公司提高了安全库存水平。

盈利预测及主要假设

- 1）2011 年公司财务费用大幅减少；
- 2）募投项目 2012 年中期开始投产。

基于以上假设，我们预计 2011-2013 年归属于母公司的净利润将实现年递增 48.79%、39.00% 和 58.18%，相应的稀释后每股收益为 0.99 元、1.37 元和 2.17 元。

四、风险因素

行业竞争加剧风险

近年来，我国医药商业行业的集中度呈不断提升趋势。根据南方医药经济研究所的统计，前十名医药商业企业的市场份额从 2001 年的 25.50% 上升至 2008 年的 35.04%；未来，在医疗体制改革相关政策的推动下，医药商业的竞争将加剧，通过不断整合，市场集中度将进一步提高。

目前，山东省共有 845 家药品批发企业，根据 2009 年中国医药商业协会对全国医药商业销售规模的排名，山东省共有 7 家企业进入全国医药商业百强，按销售规模排名，公司在山东省医药商业企业位列第三位，在全国医药商业企业位列第 38 位。虽然公司目前在

山东省药品流通行业位居前列，但如公司不能抓住行业整合的有利时机，实现进一步的发展，将有可能丧失在行业内的竞争优势。

产业政策风险

公司所属行业为医药商业行业（亦称医药流通行业），是医疗产业的子行业之一。近年来，为改变我国医药商业长期以来小、散、乱的状况，国家通过实行药品经营许可证制度、GSP 强制认证制度等，对医药商业行业实施严格监管。现阶段我国正在进行医疗体制改革，2006 年 9 月国家发改委发布《医药行业“十一五”发展指导意见》；2009 年 3 月国务院发布《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《国务院关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011 年）的通知》。一系列规范性文件的出台标志着我国医疗体制改革的全面推行。本轮医疗体制改革，国家明确提出要坚决压缩流通渠道环节，这将对医药商业行业产生深远影响。同时，医药商业企业市场准入门槛提升，市场竞争环境优化，行业经营更加规范，行业集中度将迅速提升，公司竞争对手的个数将会减少，而其资金实力、配送能力、终端覆盖能力增强，公司亦将面临较大市场竞争压力。

仓储系统管理风险

发行人已通过 GSP 认证，根据 GSP 标准的要求，发行人建立、健全了严格规范的仓储管理体系，加强对药品仓储过程的质量监控，减少仓储过程出现和发生风险的概率，提高药品存放的安全水平；2008 年 7 月，经山东省食品药品监督管理局批准，发行人成为山东省药品委托配送业务试点单位；2009 年 11 月，发行人被山东省食品药品监督管理局列入山东省第一批药品现代物流试点企业；2009 年，在参考浙江省地方《药品冷链物流技术与管理规范》的基础上，公司对冷链药品的管理进行规范，制定了冷链药品管理的制度及操作规程，并通过了国际知名医药企业罗氏公司的冷链审计，冷链管理水平处于业内领先水平。尽管如此，仍存在公司无法完全避免因仓储设施故障、人员操作失误等原因，导致发生仓储系统管理风险的可能性。

信息系统运行风险

发行人自成立之初就十分注重信息化建设，经过多年经验积累，已建立包含业务综合管理系统（BMS 部分）、物流平台（TPLA 部分）和仓储管理系统（WMS 部分）在内的综合物流管理系统。该

系统全面覆盖公司业务，在业内较早地完成了对供应商和医院的网上信息服务和供应链延伸服务，实现与上下游客户的数据交换。信息化管理已成为发行人的核心竞争优势之一。信息系统的稳定运行对公司经营十分重要，公司努力通过防火墙、数据保密、访问控制、身份识别、权限管理及数据备份等多层次措施保障信息系统的稳定运行、信息安全，但仍存在因计算机软硬件发生故障、信息系统遭到外界恶意攻击、传输错误等问题导致的系统瘫痪、功能故障或数据无法共享的风险。

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2010 年业绩和 2011、2012 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 10 年、11 年平均动态市盈率为 49.10 倍、35.93 倍，最近上市的中小板医药公司 10 年、11 年平均动态市盈率为 46.14 倍、32.87 倍。国际同规模的医药制造业上市公司 10 年、11 年平均动态市盈率为 2.22 倍、11.11 倍。由于国内医药行业估值高于国际医药制造业公司估值水平，且公司的产品均在国内销售，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 3 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
上海医药	601607	18.91	0.53	0.72	0.89	35.48	26.36	21.29
华东医药	000963	26.30	0.79	0.96	1.21	33.36	27.39	21.78
英特集团	000411	15.94	0.20	0.28	0.36	78.72	57.01	44.09
九州通	600998	12.68	0.26	0.38	0.51	48.84	32.96	24.85
行业平均						49.10	35.93	28.00
PFIZER INC	PFE Equity	US 20.83	6.97	2.23	2.28	2.99	9.33	9.12
ABBOTT LABORATORIES	ABT Equity	US 52.29	20.17	4.60	4.97	2.59	11.36	10.53
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	BMJ Equity	US 28.29	12.18	2.20	2.08	2.32	12.88	13.59
JOHNSON & JOHNSON	JNJ Equity	US 65.38	32.83	4.93	5.23	1.99	13.26	12.49
ELI LILLY & CO	LLY	US 37.33	31.00	4.27	3.72	1.20	8.74	10.04

Equity			
行业平均	2.22	11.11	11.15

数据来源: Wind, Bloomberg, 上海证券研究所

表 4 最近上市中小板医药公司市况

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			首发 PE 摊 薄	首日 涨跌幅 %	累计 涨幅 %
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E			
太安堂	002433	24.95	0.60	0.91	1.18	41.64	27.37	21.23	57.35	9.93	-16.33
誉衡药业	002437	23.96	0.64	0.85	1.15	37.40	28.18	20.82	54.35	18.66	-52.08
嘉事堂	002462	17.18	0.29	0.40	0.56	59.38	43.06	30.72	50.00	75.92	43.17
千红制药	002550	28.45	0.97	1.26	1.62	29.46	22.58	17.53	40.51	22.56	-11.09
尚荣医疗	002551	42.79	0.71	1.25	2.12	60.38	34.31	20.20	95.83	30.46	-6.98
平均						46.14	32.87	24.25	59.61	31.77	-9.08

数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司可给的估值水平及价格区间

公司是山东省排名第三的医药商业企业, 竞争优势有: 1) 完善的销售网络覆盖; 2) 终端直接覆盖能力强; 3) 终端客户质量高; 4) 现代物流能力; 5) 信息化管理水平。综上所述, 我们认为给予公司 11 年每股收益 30 倍市盈率这一稍高于可比公司平均的估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 26.87-32.24 元, 相对于 2010 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 27.27-32.73 倍。近期医药类中小板新股上市首日的平均涨幅为 31.77%, 目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 -9.08%, 发行价对应折扣率为 -9.99%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们建议选取 5% 的折扣率, 对应的询价区间为 25.53-30.63 元, 相对于 2010 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 38.55-46.24 倍。

附表 1 瑞康医药损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,601.73	2,213.38	2,655.59	3,728.83	5,967.43
二、营业总成本	1,538.84	2,128.24	2,532.37	3,557.55	5,696.51
营业成本	1,464.09	2,029.63	2,443.14	3,430.52	5,490.04
营业税金及附加	2.36	3.61	4.25	5.84	9.54
销售费用	29.00	39.74	47.80	67.12	107.41
管理费用	27.45	33.38	39.83	55.93	89.51
财务费用	14.53	18.67	-2.66	-1.86	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	62.89	85.14	123.22	171.27	270.93
加：营业外收入	0.36	0.13	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	3.16	2.09	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	60.09	83.18	123.22	171.27	270.93
减：所得税	15.28	21.04	30.80	42.82	67.73
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	44.81	62.13	92.41	128.46	203.20
减：少数股东损益	0.05	0.02	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	44.76	62.11	92.41	128.46	203.20
七、摊薄每股收益(元)	0.48	0.66	0.99	1.37	2.17

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药品	160050.14	221126.26	265351.512	372654.2388	596492.1168
其他	106	173.08	207.696	228.4656	251.31216
合计	160156.14	221299.34	265559.208	372882.7044	596743.429
分业务增速	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药品	39.68%	38.16%	20.00%	40.44%	60.07%
其他	-12.82%	63.28%	20.00%	10.00%	10.00%
分业务主营成本	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药品	146317.84	202794.89	244123.39	342841.90	548772.75
其他	96.91	158.73	191.08	210.19	231.21
合计	146414.74	202953.62	244314.47	343052.09	549003.95
毛利率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
综合	8.58%	8.29%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。