



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

关注基药配送业务的开展

基本数据 (11H1)

报告日股价 (元)	29.73
12mth A 股价格区间 (元)	21.01/30.84
总股本 (百万股)	93.8
无限售 A 股/总股本	20.30%
流通市值 (亿元)	5.66
每股净资产 (元)	4.94
PBR (X)	5.26
DPS (11H1, 元)	不分配

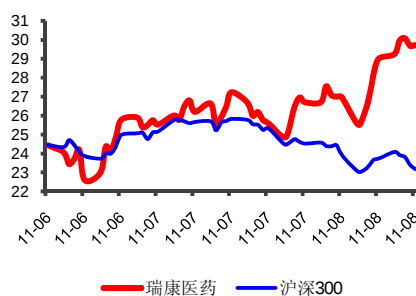
主要股东 (11H1)

张仁华	28.87%
韩旭	22.82%
TB Nature Limited	18.46%
青岛睿华	4.48%

收入结构 (11H1)

药品	99.90%
其他	0.07%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB11-CI08b

相关报告:

首次报告日期: 2011年8月22日

■ 报告目的:

近期我们对瑞康医药进行了实地调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

业务模式符合压缩渠道背景下的投资逻辑

公司的业务模式属于直销模式,即药品由企业供应至直销商,然后由直销商供应至医院或药店等终端。在中央精神的指导下,未来医药商业的主要模式为一级渠道模式,即直销业务模式。

终端覆盖范围广,未来市场份额有望快速提升

截至2010年末,公司已对山东省84家三级医院、249家二级医院和988家基础医疗单位达成覆盖,覆盖率分别为97.67%、60.58%和39.16%。从市场份额占有率来看,2010年山东省规模以上医院市场的销售额约为300亿,而公司的销售收入为20多亿,占有率仅为7-8%。随着终端覆盖能力的扩大,未来公司的业务有望受益于市场份额的快速提升。

关注下半年基本药物配送业务的开展

2月24日,山东省基本药物集中采购投下全国第一标,公司已覆盖的市区和已配送企业的数量均遥遥领先其他竞争对手。有关方面估计山东省的基础医疗市场规模约为70亿元,预计公司将能获得5亿以上的配送份额(按7%的占有率估算)。

■ 投资建议:

未来六个月内,给予“跑赢大市”评级

预计公司11年、12年实现每股收益为1.04元和1.30元,以8月19日收盘价29.73元计算,动态PE分别为28.64倍和22.79倍。医药商业上市公司11年、12年动态市盈率中值分别为29.95倍和24.76倍。公司属于高成长性的、中型的药品直销服务商,未来成长空间巨大。随着山东省的基层医疗药物采购的全面铺开,公司未来业绩超预期的可能性较大,我们给予公司“跑赢大市”评级。

■ 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	3213.79	4577.78	6602.56
年增长率	38.19%	45.20%	42.44%	44.23%
归属于母公司的净利润	62.11	97.38	122.34	177.28
年增长率	38.77%	56.79%	25.63%	44.91%
每股收益 (元)	0.66	1.04	1.30	1.89
PER (X)	44.90	28.64	22.79	15.73

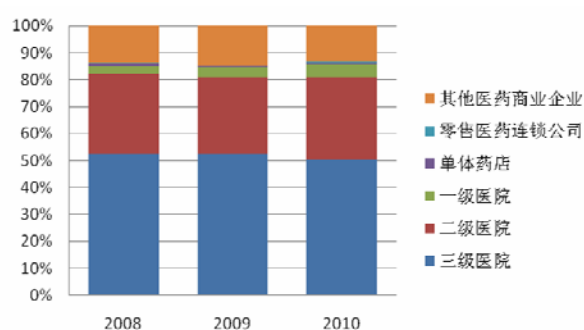
注: 有关指标按当年股本摊薄

一、山东省医药商业龙头企业

公司是一家高成长性的、中型的药品直销服务商，是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、具备药品现代物流资质和能力、可采用电子商务等现代化交易手段经营的医药商业企业。公司依托先进的物流设备和管理信息系统，有效地整合了营销渠道的上下游资源，实现药品销售的规模化、自动化、信息化和效益化。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，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。

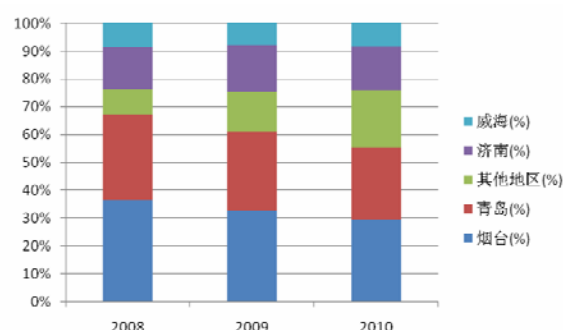
公司业务近几年收入增速较快，2009 与 2010 年的收入增长率分别为 39.63%和 38.19%；同期，利润增速达到了 53.57%和 38.66%。近几年，公司的毛利率稳定在 8%左右，其毛利水平高于医药商业 4-5%的行业平均水平，主要原因为公司采取直销为主的业务模式，同时在直销客户中，又以规模以上医院为主。由于直销业务中药品所经历的流通环节少，故其平均毛利率水平高于商业分销等其他业务模式；而高端医疗市场的毛利率相应高于基础医疗市场的毛利率。同时，由于公司经营规模效应的逐步显现和公司期间费用的有效控制，在主营业务收入持续大幅增长的情况下，期间费用率呈逐年下降的趋势。

图 1 公司近年来的收入业务构成情况



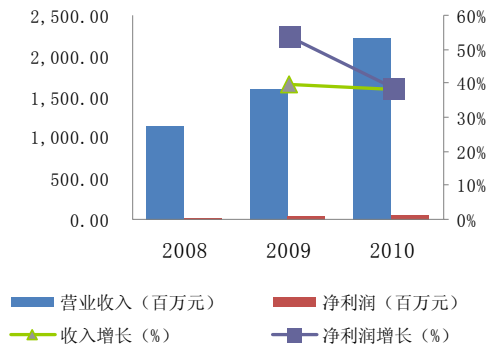
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 2 公司近年来的收入地域构成情况



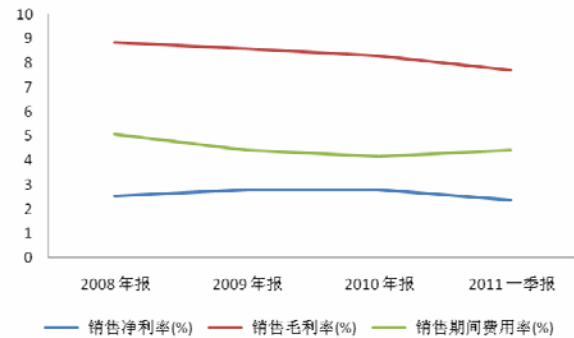
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入利润增速



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 公司近年来的毛利率情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

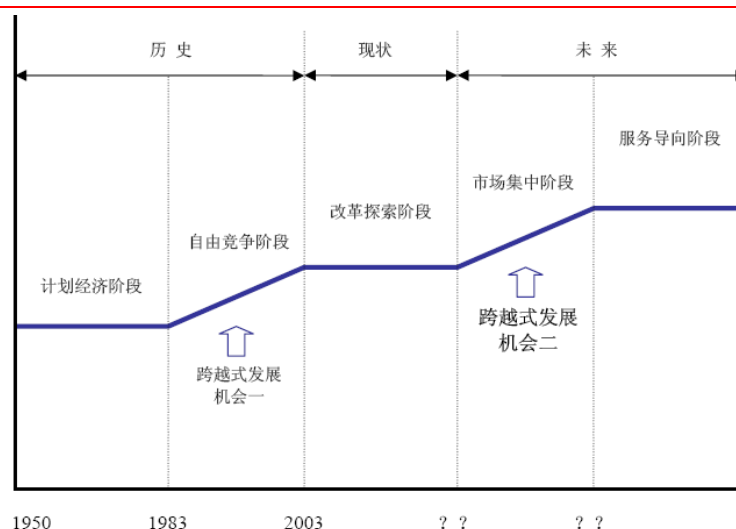
二、直销模式符合医药流通改革的方向

2.1 我国医药商业即将迎来跨越式发展机会

根据我国医药商业的发展特点,可把我国医药商业企业的发展分为五个阶段:第一阶段:计划经济阶段;第二阶段:自由竞争阶段;第三阶段:改革探索阶段;第四阶段:市场集中阶段;第五阶段:服务导向阶段。第一阶段是从上世纪 50 年代到 1983 年以前,我国的药品流通基本上属于国有专营,由中国医药公司统一规划,实行严格的三级站管理。即,中国医药公司下设 6 个一级批发站,包括北京站、上海站、广州站、天津站、沈阳站、大连站,全国各省直辖市设立二级批发站,市地县设立三级批发站。二级批发站向二级批发站调拨药品,二级批发站再向三级批发站分销药品,最后药品进入零售终端医院及药店。这种模式的弊端是:1)一级站都设在东部地区,对西部地区的辐射力度不够;2)这种 4 级批发模式造成了药品流通效率低下,流通速度慢成本高,导致药品价格增高;3)所有药品全由国家专营,导致医药流通行业内缺乏竞争,不利于医药流通业的发展。

第二阶段是从 1983 年到 2003 年,医药领域开始进入自由竞争阶段。我国当前的医药商业企业正处在第三阶段,即整个行业竞争日趋激烈,企业生存日趋困难。在这种情况下,各家商业企业都在进行经营模式的创新,通过各种手段做大、做强,以期在激烈的市场竞争中生存发展。经历了第三阶段而生存下来的企业,将步入医药商业发展的第四阶段,即整个医药商业市场由部分大的商业企业主导,医药商业在规模逐渐集中的趋势中发展壮大。随之进入第五阶段:国外医药商业巨头现在所处的阶段,即依靠服务推动商业销售业务。

图 5 我国医药商业发展历程



数据来源：上海证券研究所

2.2 简化“多渠道模式”的改革势在必行

我国的医药流通领域的市场化改革，在引入了集体、民营等所有权医药商业企业后，加速了医药流通领域的竞争。目前多渠道模式存在的问题是：药厂生产的产品到最终的消费，往往有 6 至 7 个流通环节，结果造成无序竞争、过度竞争现象严重。从商流的角度看，药品出厂后大多需经过批发企业、零售（连锁）企业或医院药房等多个环节才能到达消费者，多次商品所有权的转移势必要影响到药品的流通速度，同时也增加了药品的流通费用，造成药品价格过高。从物流角度分析，这就是导致我国医药商业流通质量低下、流通费用过高的根本原因。

从历史和现状看，药品流通行业结构不合理问题一直存在。目前，我国医药流通行业有约 1.3 万家药品批发企业，行业集中度和流通效率远低于发达国家水平。药品流通企业市场存在散、乱、竞争无序等局面，由于缺乏科学规划，一些地方批发企业数量过多，各省市少则数百家，多则 1000 多家。此外，农村和边远地区的用药可及性较差，零售企业发展面临诸多障碍等问题，加快调整行业结构势在必行。

图 6 我国多渠道、复杂的医药流通现状

渠道	制造商	制造商的销售公司	一级物流中心（批发）	二级物流中心（批发）	零售物流中心	零售终端
1	○	○	○	○	○	○
2	○	○	○		○	○
3	○	○		○	○	○
4	○	○	○			○
5	○		○	○		○
6	○		○		○	○
7	○	○				○
8	○					○

数据来源：上海证券研究所

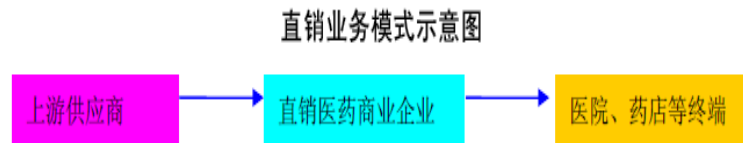
2.3 政策利好公司业务发展

2.3.1 渠道扁平化利好公司的直销模式发展

从新医改公布后的各项配套政策来看，国家对于医药流通体制改革的指导思想是：“对流通环节差价率（额）实行上限控制，扩大规模，降低成本，减少流通费用”；“减少药品流通环节”。为了规范目前混乱的药品招标采购特别是出现层出不穷的“药价虚高”，卫生部等联合签发了《医疗机构药品集中采购工作规范》，明确提出，原则上每种药品只允许委托配送一次。国家对于压缩医药商业流通环节的一系列产业指导精神主要有：1）招标采购渠道的压缩：药品集中采购由批发企业投标改为药品生产企业直接投标，由生产企业或委托具有现代物流能力的药品经营企业向医疗机构直接配送，原则上只允许委托一次；2）基本药物的流通渠道压缩：基本药物实行公开招标采购，统一配送，减少中间环节，保障群众基本用药；3）药品价格管理模式的压缩：控制药品流通环节差价率，逐步降低政府指导价药品的流通差价率，对流通环节差价率（额）实行上限控制。

同时，各省已在招标采购中进行了大量的渠道管理探索，并明确提出了“两票制”的管理概念，渠道扁平化已经成为中国医药商业最重要的发展趋势之一。所谓“两票制”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过 2 个。在中央精神的指导下，未来医药商业的主模式为一级渠道模式，即直销业务模式。

图 7 公司主要业务模式示意图



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

表 1 医药商业各种经营模式对比

业务模式	业务描述	特点	发展趋势
直销	药品由上游供应商（既包括医药工业企业，也包括医药商业企业）供应至直销商，然后由直销商供应至医院或药店等终端。	毛利率水平较高；终端掌控能力强，对医药工业企业的价格谈判能力强，争取医药工业企业配送权占优势。	在中央精神的指导下，未来医药商业的主模式为一级渠道模式，即直销业务模式。
调拨	亦称为分销业务模式，主要指医药商业企业将自己采购的医药产品销售给另外一个医药商业企业而非终端使用客户的商业模式。	可以进行较大范围的市场覆盖；因避免了终端资金占压问题，资金周转速度较快，坏账风险较低；因不进行大量的终端开发，渠道建设成本较低且速度快。	毛利率水平持续下降；随着省统一招标采购制度的实施，此种商业模式将成为非主流商业模式。
快批	该模式是针对城乡交界地区和农村市场等基础医疗市场进行销售的一种业务模式，医药商业企业大批量的向医药工业企业进货，同时低差价快速分销至小批发商业企业、基础医疗单位、零售药店等，实现资金的高速周转。	销售形式灵活，网络建设成本低；药品价格具备较强的竞争优势；资金周转较快。	随着国家对医药商业的规范管理和基础医疗市场的公益化回归，此种商业模式将成为非主流商业模式。
代理	中国医药代理商业模式是最复杂的商业模式，其复杂性表现为既有如进口产品总代理模式，也有表现为居间人、法人实体代理公司、法人实体代理配送混合业务公司等模式。	地缘优势突出；产品进入终端速度快，终端掌控能力强；医药工业营销成本低，利润率较高。	代理制仍将在一定时间内存在。
第三方物流	该模式指药品生产或经营企业为降低运营成本，把原属于自己处理的物流活动，以合同方式委托给具有第三方物流资质的医药商业企业，同时通过信息系统与物流企业保持密切联系，以达到对物流全程管理、控制的一种物流运作管理方式。	专业化、规模化经营；物流成本低。	未来将成为中国大、中型医药商业企业发展的模式之一。

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

2.3.2 渠道扁平化的改革有利业务向区域龙头集中

在渠道扁平化的同时，中国医药商业的地域化趋势将表现的越来越突出。根据这一原则，未来的药品配送将以一级直接配送模式为主，这必然对配送商在区域市场的直接覆盖率提出很高要求，跨地区发展的医药商业企业因地缘因素进入新区域市场的难度较高。全国各地招标采购方案均对一级配送商属地、配送时限等相关问题提出了具体要求，从而必然导致医药商业的区域化。安徽省新出台的药品集中配送规定，“生产企业及其委托的配送企业必须按照有关规定保障供应配送，满足基层医疗卫生机构的采购需要，不论采购规模大小、地理位置远近，急救药品配送不得超过 4 小时，一般药品配送不超过 72 小时，节假日照常配送。”

截至 2010 年末，公司已对山东省 84 家三级医院、249 家二级医院和 988 家基础医疗单位达成覆盖，覆盖率分别为 97.67%、60.58% 和 39.16%。销售网络完善、终端直接覆盖能力强是公司突出的核心竞争优势之一。随着业务的不断拓展，公司已从胶东地区的局部强势医药商业企业上升为山东省的强势医院直销商。而随着经销区域持续扩大，直销医院数量、覆盖率持续提高，确保了公司对上游供应商的强势谈判地位。

三、公司将分享基本药物配送的蛋糕

3.1 山东率先开展基药业务

今年 2 月 24 日，山东省基本药物集中采购投下全国第一标，共有 640 家申报企业、3044 个品规的报价成功解密竞标。最新统计数据显示，公司已覆盖的市区和已配送企业的数量均遥遥领先其他竞争对手。有关方面估计山东省的基础医疗市场规模约为 70 亿元，而公司将能获得 5 亿以上的收入增长（按 7% 左右的占有率估算）。由于山东省在 3 月开始招标采购，预计该项业务将能明显拉动收入增速。根据山东省药品集中采购网公布的数据显示，公司目前覆盖的地区数量和已配送企业的数量均名列前茅。

表 2 山东省基本药物配送企业配送区域、品规情况公示表（截至 7 月 7 日）

配送企业	已覆盖县 市区数量	已配送生 产企业数 量	已配送品 规数量
山东瑞康医药股份有限公司	104	268	536
华润山东医药有限公司	74	217	413

山东瑞康医药股份有限公司济南分公司	57	147	235
山东海王银河医药有限公司	50	216	436
山东天士力医药有限公司	42	67	136
山东鑫康弘医药有限公司	37	186	402
国药控股山东有限公司	30	49	65
济南药业集团有限责任公司	26	165	299
山东齐都药业有限公司	25	1	28
山东康惠医药有限公司	24	155	335

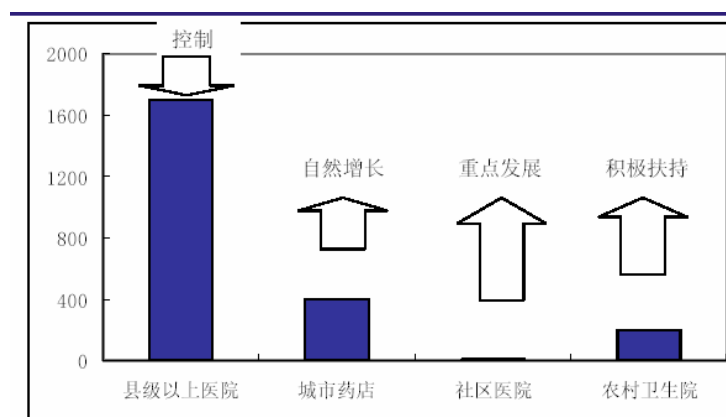
数据来源：山东省药品集中采购网，上海证券研究所

3.2 医改为医药商业带来新机遇

本次医改的主导思想是“广覆盖、低水平”，为了达到这个目标，就要对整个医疗体制的覆盖层次做调整。我国现有医疗保障制度是针对城镇职工的基本医疗保险，而占人口绝大多数的农村地区，缺乏必需的医疗保障，而药品消费也集中在县级以上的大中型医院。因此，医改的方向就是要把占据过大市场分额的城市医院药品市场压缩，大力发展社区医院，促使药品消费向药店、社区医院分流。对于农村市场，要通过新型农村合作医疗制度，扶持农村卫生院的发展。

医改对第三终端的扶持，会给商业企业发展带来新的机会，这种机会主要表现在药品需求绝对量的增加。为解决农村居民的看病问题，国家开始推行新农村合作医疗，采取国家补贴和个人出资结合的方式解决农村居民的基本医疗保障。因此未来的 5-10 年，新农村合作医疗会给医药商业带来新增的市场空间，特别是龙头企业可以通过为此提供配送服务获得网络增值。

图 8 药品终端市场改革示意图



数据来源：上海证券研究所

四、规模适中、增速高，确保公司未来成长性

4.1 公司的业务有望受益于市场份额的快速提升

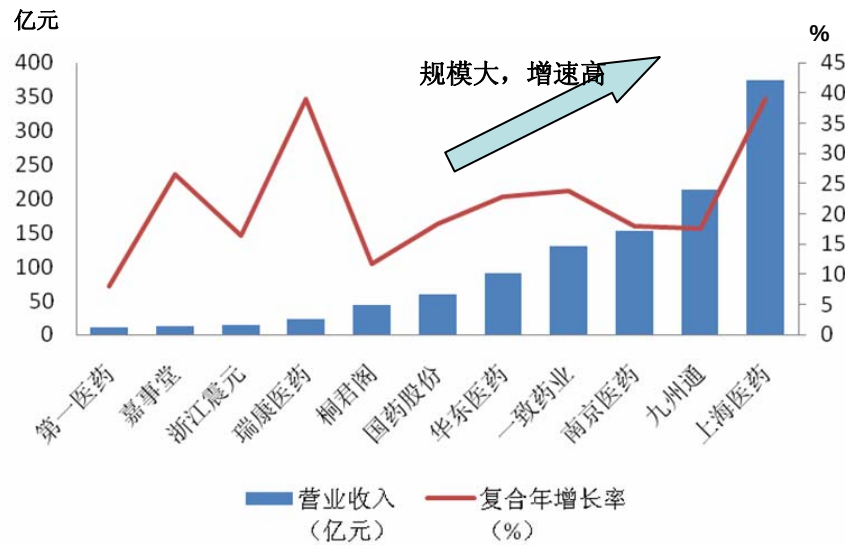
不同于医药制造业，医药商业是规模效应非常明显的一个行业，行业的数据也显示利润正在向大企业集中。医药商业销售额前 10 名的企业占全国医药商业销售额的比例虽然只有 24%，但根据南方医药经济研究所所统计的数据显示，其利润总额占比为 65%左右，利润率达到 1.23%，而剩余的占有 76%销售份额的中小企业的利润率仅为 0.22%。

今年 5 月 5 日，商务部正式对外发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》（以下简称《规划纲要》）。根据《规划》，到 2015 年底，将形成 1-3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿元的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上。2008-2010 年，公司营业收入分别为 11.47 亿元、16.02 亿元和 22.13 亿元。依据目前国家对医药商业行业规模的划分标准，公司应为具有足够发展空间的中型医药商业企业。从市场份额占有率来看，2010 年山东省规模以上医院市场的销售额约为 300 亿，而公司的销售收入为 20 多亿，占有率仅为 7-8%。随着终端覆盖能力的扩大，未来公司的业务有望受益于市场份额的快速提升。

4.2 规模及增速是医药商业企业生存的关键

高速增长是医药商业企业未来发展所必须具备的条件，医药商业企业不但要具有较大的规模，在我国医药商业行业当前高速增长的现状下还需要能保持高速的成长，才能在未来生存、并不断成长。近几年医药商业的平均增长速度在 15%左右，而行业内的大企业的增长速度都要高于 20%这个值，如九州通和国药控股的主营收入复合增长率都超过或接近了 30%。公司 2009 与 2010 年的收入增长率分别为 39.63%和 38.19%；2008-2010 年间，ROE 分别为 33.04%、27.97%、23.44%。预计，在基药业务顺利开展的情况下，公司的收入将保持高速增长。

图9 国内医药商业上市企业 2010 年主营业务收入和三年复合增长率



数据来源: Wind, 上海证券研究所

五、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

预计公司 11 年、12 年实现每股收益为 1.04 元和 1.30 元，以 8 月 19 日收盘价 29.73 元计算，动态 PE 分别为 28.64 倍和 22.79 倍。医药商业上市公司 11 年、12 年动态市盈率中值分别为 29.95 倍和 24.76 倍。公司属于高成长性的、中型的药品直销服务商，未来成长空间巨大。在医药商业市场规模快速扩容、政策环境不断利好的背景下，公司的发展前景看好。随着山东省的基层医疗药物采购的全面铺开，公司未来业绩超预期的可能性较大，我们给予公司“跑赢大市”评级。

六、风险提示

1、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。

2、公司对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。

七、附表

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	3,215.87	4,580.27	6,605.55
二、营业总成本	1,538.84	2,128.24	3,085.95	4,417.07	6,369.06
营业成本	1,464.09	2,029.63	2,974.68	4,259.65	6,143.16
营业税金及附加	2.36	3.61	5.15	7.18	10.56
销售费用	29.00	39.74	57.89	82.44	118.90
管理费用	27.45	33.38	48.24	67.79	96.44
财务费用	14.53	18.67	0.00	0.00	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	129.92	163.21	236.49
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	129.92	163.21	236.49
减：所得税	15.28	21.04	32.48	40.80	59.12
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	97.44	122.40	177.36
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	97.44	122.40	177.36
七、摊薄每股收益（元）	0.48	0.66	1.04	1.30	1.89

资料来源：Wind，上海证券研究所

附表2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
药品	221126.26	321379.40	457778.03	660255.81
三级医院	111897.89	145467.26	189107.43	245839.66
二级医院	67230.62	94122.87	136478.16	204717.24
一级医院	10524.49	42097.96	84195.92	151552.66
单体药店	1409.47	1691.36	2029.64	2435.56
零售医药连锁公司	815.44	1223.16	1834.74	2752.11
其他医药商业企业	29421.43	36776.79	44132.15	52958.57
合计	2,213.38	321379.40	457778.03	660255.81
分业务主营成本测算 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
药品	202794.89	297275.94	425733.57	614037.90
合计	202794.89	297275.94	425733.57	614037.90
分业务增速	2010A	2011E	2012E	2013E

药品	38.16%	45.34%	42.44%	44.23%
三级医院	32.98%	30.00%	30.00%	30.00%
二级医院	47.65%	40.00%	45.00%	50.00%
一级医院	81.70%	300.00%	100.00%	80.00%
单体药店	20.92%	20.00%	20.00%	20.00%
零售医药连锁公司	173.81%	50.00%	50.00%	50.00%
其他医药商业企业	26.71%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	2010A	2011E	2012E	2013E
综合	8.29%	7.50%	7.00%	7.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 瑞康医药历年财务指标

指标名称	2008 年	2009 年	2010 年
销售毛利率(%)	8.86	8.59	8.30
EBIT/主营业务收入(%)	3.96	4.35	4.33
销售净利率(%)	2.54	2.80	2.81
净资产收益率(全面摊薄)(%)	26.08	25.89	23.44
流动比率	1.09	1.21	1.17
速动比率	0.91	1.05	1.01
资产负债率(%)	84.36	77.48	79.99
存货周转率	9.68	12.54	12.81
应收账款周转率	2.69	3.34	3.35
总资产周转率	1.60	1.82	1.76
净利润同比增长率(%)	0.00	53.39	38.77
每股收益(全面摊薄)	0.58	0.64	0.89
每股经营性现金流量	-1.00	0.88	1.01
每股未分配利润	0.83	0.15	0.96
每股资本公积金	0.32	2.17	2.17

数据来源: Wind, 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±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±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。

免责声明

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。