

天宇股份 (300702.SZ) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2023年04月26日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 23.98

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师: 李建

执业证书编号: S0740522090004

电话: 021-20315125

Email: lijian01@r.qlzq.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2545.01	2666.68	3159.67	3694.75	4330.14
增长率 yoy%	-1.64%	4.78%	18.49%	16.93%	17.20%
净利润 (百万元)	204.68	-118.95	318.79	447.23	627.71
增长率 yoy%	-69.32%	-158.12%	368.00%	40.29%	40.36%
每股收益 (元)	0.59	-0.34	0.92	1.29	1.80
每股现金流量	-0.75	-0.14	1.73	1.81	2.37
净资产收益率	5.52%	-3.40%	7.65%	10.18%	12.50%
P/E	40.77	-70.15	26.18	18.66	13.29
PEG	-0.59	0.44	0.07	0.46	0.33
P/B	2.25	2.39	2.00	1.90	1.66

备注: 数据截至 2023.04.26

**投资要点**

■ **事件:** 公司发布 2022 年报和 2023 年一季报, 2022 年营业收入 26.67 亿元, 同比增长 4.78%, 归母净利润-1.19 亿元, 同比下降 158.12%, 扣非净利润-8309 万元, 同比下降 151.68%; 2023 年一季度营业收入 7.71 亿元, 同比增长 3.64%, 归母净利润 1.00 亿元, 同比增长 18.31%, 扣非净利润 9167 万元, 同比增长 36.92%。

■ **23Q1 业绩亮眼, 看好困境反转。**2022 年公司收入端保持增长, 利润端波动主要因为: (1) 产品技术改造及扩产导致成本增加, 毛利率下降; (2) CDMO 业务受部分客户需求下降影响, 22 年 CDMO 收入 2.63 亿元 (-52.79%); (3) 计提存货减值准备 964 6.97 万元; (4) 外汇衍生品公允价值变动及投资损失合计 5350.33 万元。23Q1 公司业绩亮眼, 毛利率迎来拐点 (同比+5.24pp), 利润恢复快速增长。分季度看, 22Q4 营收 5.82 亿元 (-3.78%), 归母净利润-1.58 亿元, 扣非净利润-1.63 亿元; 23Q1 营收 7.77 亿元 (+3.64%), 归母净利润 1.00 亿元 (+18.31%), 扣非净利润 0.92 亿元 (+36.92%)。展望 2023 全年, 随着公司经营节奏理顺, 业绩有望重回快速增长轨道。

■ **分业务: API 销量新高, CDMO 受个别产品拖累, 制剂开始放量。**

**API 及中间体:** 规范市场销售稳健提升, 持续增强与原研的合作以及国内外注册, 期待新产品发力。2022 年公司 API 及中间体收入 23.50 亿元 (+19.66%), 毛利率 22.40% (-10.14pp), 销量 1946 吨 (+18.66%) 创历史新高。公司持续推进与全球大型制剂厂商及原研公司的合作, 5 个产品的 API 为原研提供商业化服务, 2022 年公司取得与国际大型制剂厂商的营收 13.19 亿元, 占公司总营收 49.48%, API 客户质量进一步提高。国际注册方面, 4 个 API 产品取得 CEP 证书, 16 个产品证书正在申请或更新; 国内方面 4 个产品通过 CDE 审批, 9 个产品正在审评审批中。

**CDMO:** 个别客户订单短期波动, 随商业化项目加速落地, 有望恢复快速增长。2022 年公司 CDMO 收入 2.63 亿元 (-52.79%), 毛利率 52.06% (+1.04pp)。收入下降主要因为个别客户订单短期波动。我们预计随着商业化产品放量, 公司 CDMO 业务有望持续快速增长。

**制剂: 产品种类不断丰富, 收获在即。**2022 年公司制剂收入 3396.84 万元 (+754.85%), 公司加强了在医疗、零售、第三终端和电商等四大销售渠道的产品布局, 持续深化国内销售体系, 丰富品种, 2022 年诺得药业 6 个产品形成销售。截至 22 年报, 公司获得药品批文 19 个, 已完成申报待审批的批文 31 个, 在研项目 60 多项, 22 年制剂研发投入 1.52 亿元 (+43.49%)。

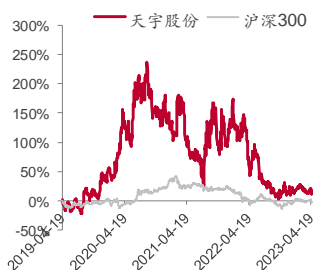
■ **费用率: 毛利率短期承压, 费用率下降。毛利率:** 2022、23Q1 毛利率 26.61% (-10.04pp)、38.75% (+5.24pp), 毛利率迎来拐点。**费用率:** 2022、23Q1 销售费用率 1.78% (+0.51pp)、1.70% (+0.42pp), 管理费用率 14.22% (-2.89pp)、11.02% (-2.28pp), 财务费用率-0.38% (-1.09pp)、2.54% (+1.50pp), 管理费用率下降主要因为股权激励费用、维修费、检测费同比减少。**研发投入:** 2022、23Q1 研发费用 2.31 亿元 (+1.63%)、5250 万元 (+3.35%), 占收入比例 8.67% (-0.27pp)、6.75% (-0.02pp), 研发投入持续增长, 占比保持稳定。

■ **盈利预测与投资建议:** 根据年报一季报, 考虑公司毛利率拐点及 API、CDMO、制剂业务发展节奏, 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年收入 31.60、36.95 和 43.3 亿元 (23、24 年调整前 31.46、35.54 亿元), 同比增长 18.5%、16.9% 和 17.2%; 归母净利润 3.19、4.47 和 6.28 亿元 (23、24 年调整前 1.44、3.15 亿元), 同比增长 368.0%、40.3% 和 40.4%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 26/19/13 倍。考虑公司经营节奏逐步理顺, 毛利率迎来拐点, 前期布局的 API 新产品、CDMO 及制剂业务有望陆续迎来收获, 新业务腾飞可期, 业绩有望恢复快速增长, 维持“买入”评级。

■ **风险提示事件:** 环保风险, 质量风险, 原料药及中间体价格波动的风险, 新药研发失败带来订单流失的风险, 公开资料信息滞后或更新不及时风险。

**基本状况**

总股本(百万股)	347.98
流通股本(百万股)	209.33
市价(元)	23.98
市值(百万元)	8,344.49
流通市值(百万元)	5,019.71

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 天宇股份(300702.SZ)-2021 年报预告点评: 短期业绩承压, 2022 年盈利能力提升及 CDMO 加速放量值得期待-20220206

2 天宇股份(300702.SZ)-2021 年三季报点评: 中长期拐点在即, 看好 2022 年盈利能力提升及 CDMO 加速放量-20211021

3 天宇股份(300702.SZ)-2021 年中报点评: 业绩有望见底, CDMO 靓丽可期-20210826

## 内容目录

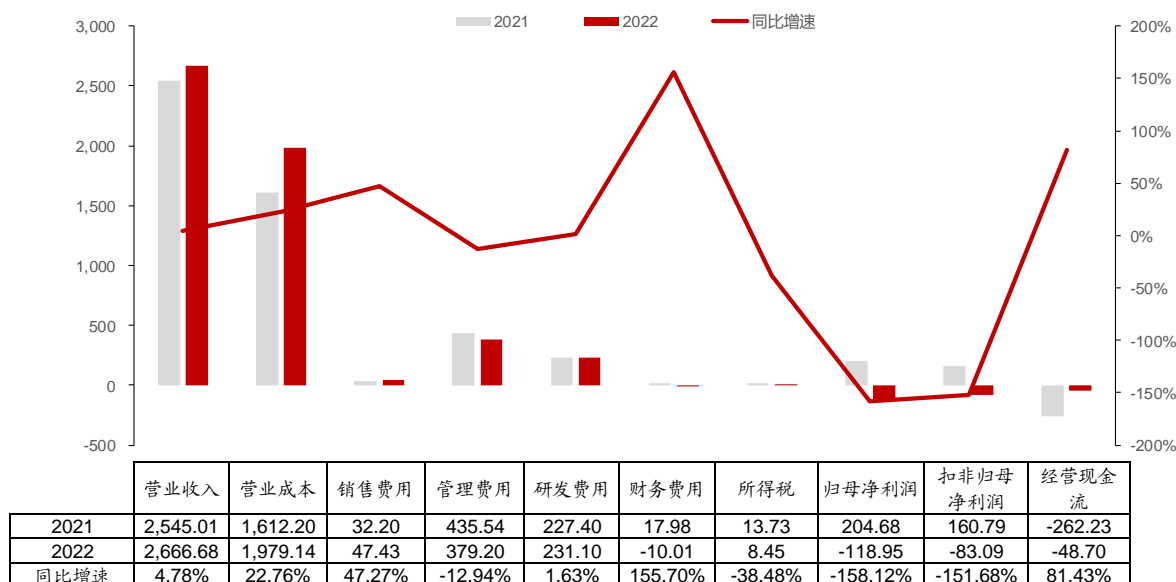
<b>23Q1 业绩亮眼，看好困境反转</b> .....	<b>- 3 -</b>
毛利率拐点，业绩有望恢复快速增长 .....	- 3 -
分业务：API 销量新高，CDMO 受个别产品拖累，制剂开始放量 .....	- 5 -
费用率：23Q1 毛利率拐点，费用率下降 .....	- 6 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 7 -</b>

## 23Q1 业绩亮眼，看好困境反转

毛利率拐点，业绩有望恢复快速增长

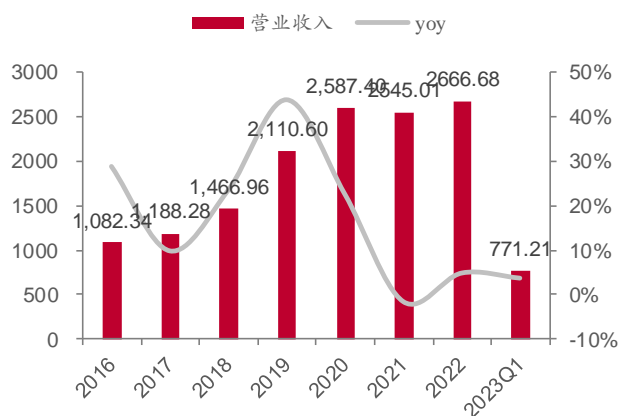
- 2022 年公司营业收入 26.67 亿元 (+4.78%，同比，下同)，归母净利润 -1.19 亿元 (-158.12%)，扣非净利润-8309 万元 (-151.68%)。分季度看，22Q4 营收 5.82 亿元 (-3.78%)，归母净利润-1.58 亿元，扣非净利润-1.63 亿元；23Q1 营收 7.77 亿元 (+3.64%)，归母净利润 1.00 亿元 (+18.31%)，扣非净利润 9167 万元 (+36.92%)。2022 年公司收入端保持增长，利润端波动主要因为：(1) 产品技术改造及扩产导致成本增加，毛利率下降；(2) CDMO 业务受部分客户需求下降影响，22 年 CDMO 收入 2.63 亿元 (-52.79%)；(3) 计提存货减值准备 9646.97 万元；(4) 外汇衍生品公允价值变动及投资损失合计 5350.33 万元。23Q1 公司业绩亮眼，毛利率迎来拐点(同比+5.24pp)，利润恢复快速增长。展望 2023 全年，随着产品技改完成及新产能逐步爬坡，公司经营节奏理顺，业绩有望重回快速增长轨道。

图表 1: 2022 主要财务数据变化 (单位: 百万元, %)



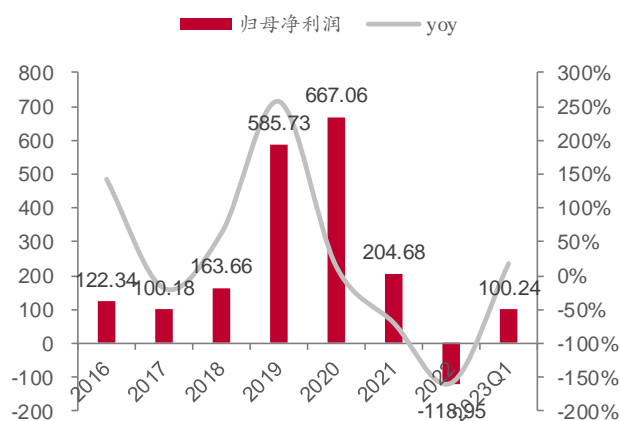
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 天宇股份营收 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 天宇股份归母净利润 (百万元, %)



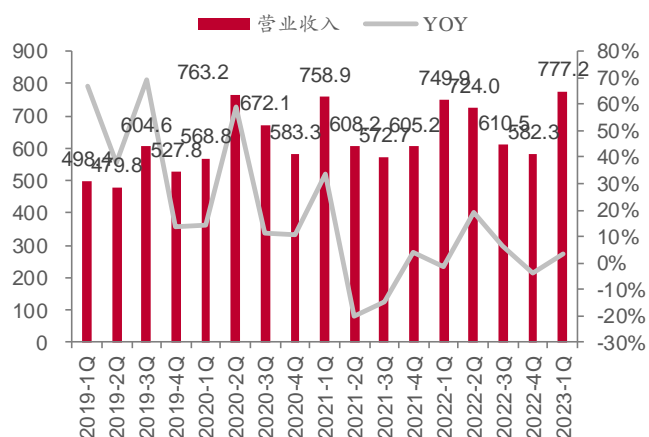
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 天宇股份分季度财务数据 (单位: 百万元)

项目	2020-1Q	2020-2Q	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	568.79	763.21	672.13	583.27	758.92	608.21	572.70	605.18	749.90	724.04	610.46	582.28	777.21
营业收入同比	14.11%	59.08%	11.17%	10.52%	33.43%	-20.31%	-14.79%	3.76%	-1.19%	19.04%	6.59%	-3.78%	3.64%
营业收入环比	7.77%	34.18%	-11.93%	-13.22%	30.11%	-19.86%	-5.84%	5.67%	23.91%	-3.45%	-15.69%	-4.62%	33.48%
营业成本	273.07	353.60	278.21	346.13	441.31	387.18	374.89	408.81	498.63	561.16	470.01	449.34	476.04
毛利率	51.99%	53.67%	58.61%	40.66%	41.85%	36.34%	34.54%	32.45%	33.51%	22.50%	23.01%	22.83%	38.75%
销售费用	13.65	18.08	12.72	-11.11	9.22	8.85	9.57	4.55	9.58	9.74	14.37	13.73	13.21
管理费用	67.85	96.43	100.71	103.45	99.11	110.25	114.50	111.69	99.72	80.18	94.59	104.71	85.65
研发费用	24.20	41.53	52.99	60.34	46.98	63.81	52.15	64.46	50.80	55.12	60.61	64.58	52.50
财务费用	-3.79	1.42	19.45	20.64	-2.30	6.89	0.38	13.00	7.78	-25.57	-14.12	21.89	19.73
营业利润	195.58	248.01	231.78	100.38	156.72	50.71	34.30	-1.65	99.45	14.86	-49.29	-166.85	127.17
利润总额	194.19	246.58	226.80	101.30	156.02	48.68	32.21	-18.50	99.23	12.24	-50.90	-171.07	126.11
所得税	27.70	31.79	30.16	12.16	22.56	1.53	6.79	-17.13	14.51	2.02	5.28	-13.35	25.87
归母净利润	166.49	214.79	196.64	89.14	133.46	47.16	25.42	-1.37	84.72	10.23	-56.18	-157.72	100.24
归母净利润同比	29.91%	70.60%	3.48%	-36.96%	-19.84%	-78.04%	-87.07%	-101.53%	-36.52%	-78.31%	-321.00%	-11432.90%	18.31%
净利率	29.27%	28.14%	29.26%	15.28%	17.59%	7.75%	4.44%	-0.23%	11.30%	1.41%	-9.20%	-27.09%	12.90%
扣非归母净利润	164.32	207.45	175.27	45.17	133.45	26.39	16.20	-15.26	66.95	38.14	-24.98	-163.19	91.67
扣非归母净利润同比	50.11%	59.27%	-10.84%	-67.77%	-18.78%	-87.28%	-90.76%	-133.79%	-49.83%	44.49%	-254.21%	-969.18%	36.92%

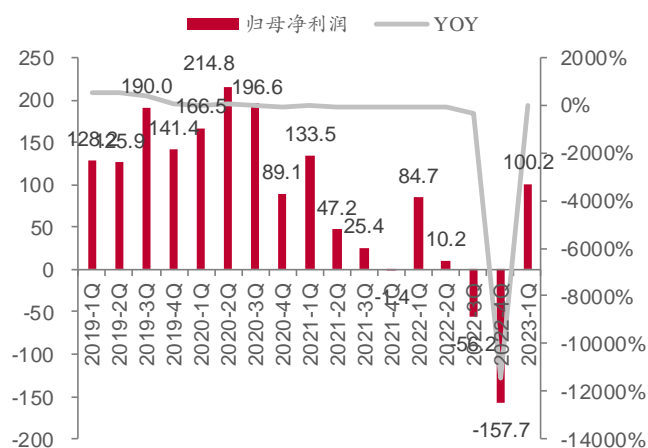
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 分季度营收 (百万元, %)

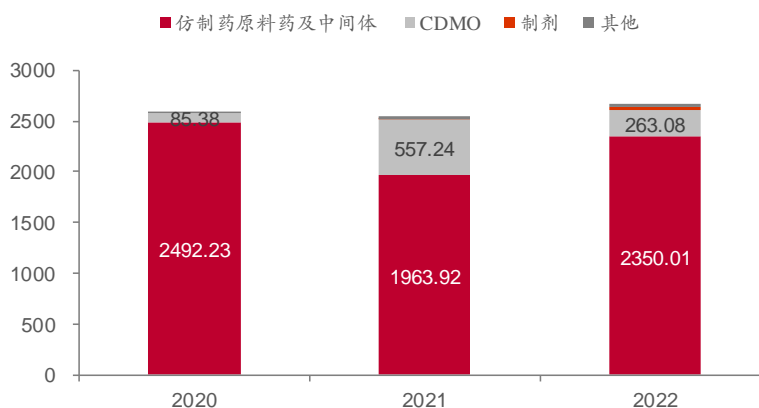


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 分季度归母净利润 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

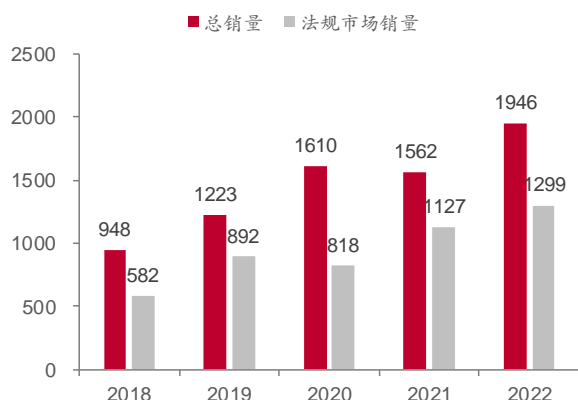
**图表 7: 公司营收拆分 (百万元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**分业务: API 销量新高, CDMO 受个别产品拖累, 制剂开始放量**

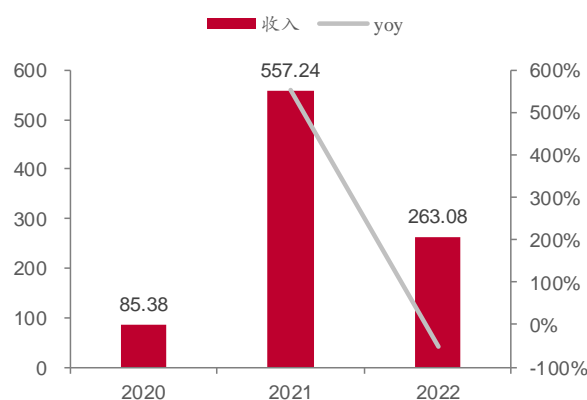
- **仿制药 API 及中间体: 规范市场销售稳健提升, 持续增强与原研的合作以及国内外注册, 期待新产品发力。**2022 年公司仿制药原料药及中间体收入 23.50 亿元 (+19.66%), 毛利率 22.40% (-10.14pp), 销量 1946 吨 (+18.66%) 创历史新高, 市占率进一步提高。公司持续推进与全球大型制剂厂商及原研公司的合作, 5 个产品的 API 为原研提供商业化服务, 2022 年公司取得与国际大型制剂厂商的营收 13.19 亿元, 占公司总营收 49.48%, API 客户质量进一步提高。2022 年公司持续推进升级工艺及扩产、降本增效, 从 23Q1 毛利率端反映情况来看, 降本措施初见成效。国际注册方面, 4 个 API 产品取得 CEP 证书, 16 个产品证书正在申请或更新; 国内方面 4 个产品通过 CDE 审批, 9 个产品正在审评审批中。
- **CDMO: 个别客户订单短期波动, 随商业化项目加速落地, 有望恢复快速增长。**2022 年公司 CDMO 收入 2.63 亿元 (-52.79%), 毛利率 52.06% (+1.04pp)。收入下降主要因为客户新药上市后市场需求确定性差。公司积极拓展 CDMO 全球业务, 增加国际国内 BD 人才, 我们预计随着商业化产品的不断放量, 公司 CDMO 业务有望持续快速增长。
- **制剂: 产品种类不断丰富, 收获在即。**2022 年公司制剂收入 3396.84 万元 (+754.85%), 公司加强了在医疗、零售、第三终端和电商等四大销售渠道的产品布局, 持续深化国内销售体系, 丰富品种, 2022 年诺得药业 6 个产品形成销售。截至 22 年报, 公司获得药品批文 19 个, 已完成申报待审批的批文 31 个, 在研项目 60 多项, 22 年制剂研发投入 1.52 亿元 (+43.49%)。

图表 8: 公司仿制药原料药及中间体销量 (吨)



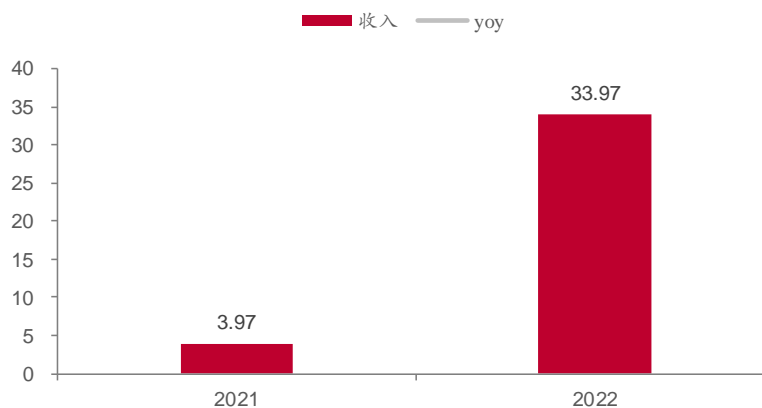
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 公司 CDMO 收入及增速 (百万元, %)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 公司制剂收入 (百万元)

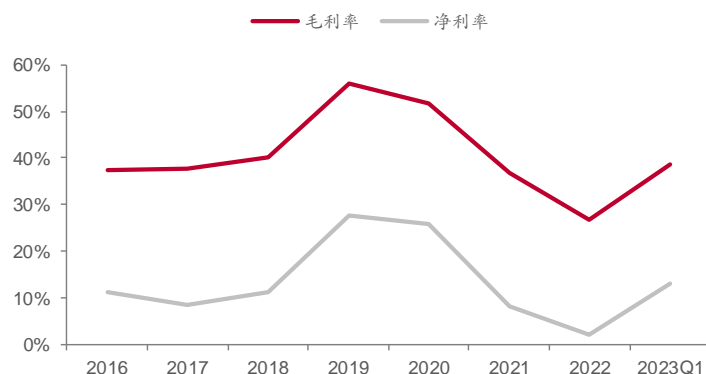


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

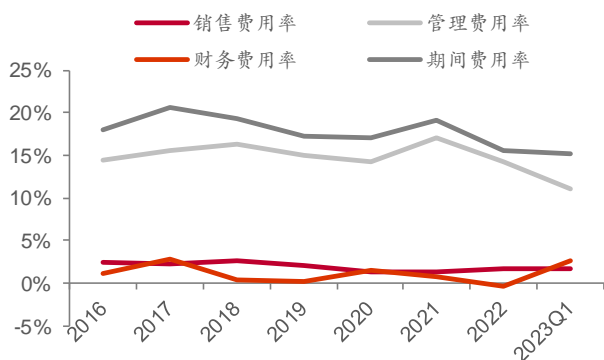
### 费用率: 23Q1 毛利率拐点, 费用率下降

- 毛利率:** 2022、23Q1 毛利率为 26.61% (-10.04pp)、38.75% (+5.24pp), 22 年毛利率下降主要因为产品技术改造及扩产导致成本增加, 23Q1 毛利率迎来拐点。
- 费用率:** 2022、23Q1 销售费用率 1.78% (+0.51pp)、1.70% (+0.42pp), 管理费用率 14.22% (-2.89pp)、11.02% (-2.28pp), 财务费用率 -0.38% (-1.09pp)、2.54% (+1.50pp), 管理费用率下降主要因为股权激励费用、维修费、检测费同比减少, 财务费用率波动主要因为人民币汇率导致汇兑损益波动。
- 研发投入:** 2022、23Q1 研发费用 2.31 亿元 (+1.63%)、5250 万元 (+3.35%), 占收入比例 8.67% (-0.27pp)、6.75% (-0.02pp), 公司加快原料药、制剂一体化的转型升级, 加速制剂项目研发投入, 研发费用呈持续增长态势。

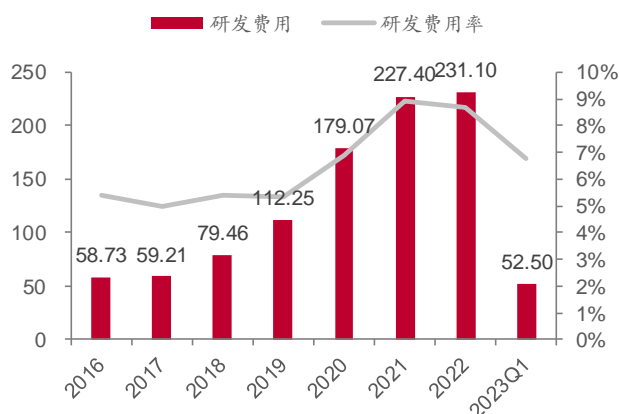


**图表 11: 天宇股份历年毛利率和净利率 (%)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 12: 天宇股份历年三项费用率 (%)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 13: 天宇股份研发费用率 (百万元, %)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 风险提示

- 环保风险。**特色原料药及中间体行业需要满足较高的环保要求, 在目前环保不断趋严的情况下, 公司可能存在环保要求不达标的风险。
- 质量风险。**公司产品未来将主要销往欧美日等具有严格法规监管的高端规范市场, 满足这些市场需要需要具备较强的研发实力和质量管控能力。考虑目前全球药品监管不断趋严, 技术水平持续提升, 公司可能出现质量出现偏差的风险。如果出现质量不符合标准的情况, 公司可能面临产品召回、禁止销售以及客户赔偿等风险。
- 原料药及中间体价格波动的风险。**目前随着环保趋严, 全球产能转移, 原料药行业景气度提升, 产品价格有回暖趋势。但是产品价格受到供需变化影响, 可能存在价格波动的风险。
- 新药研发失败带来订单流失的风险。**公司的 CDMO 业务主要为跨国大型药企提供新药研发的中间体片段的开发和代生产服务。而药物研发早期的产品, 能够贡献丰厚收入及利润的产品需要成功上市后进入商业化生产。因此公司可能面临客户新药研发失败带来的订单流失的风险。
- 公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料, 可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

**图表 14: 天宇股份财务报表预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3,017.67	3,928.64	4,442.27	5,409.17	<b>营业收入</b>	2,666.68	3,159.67	3,694.75	4,330.14
现金	476.98	1,150.47	1,265.25	1,814.40	营业成本	1,979.14	2,126.04	2,412.00	2,741.69
应收账款	366.64	487.27	565.80	653.64	营业税金及附加	17.99	24.56	27.87	32.42
其他应收款	6.40	8.26	9.29	10.95	营业费用	47.43	52.13	46.18	51.96
预付账款	28.71	49.02	49.68	55.93	管理费用	379.20	347.56	406.42	454.66
存货	2,017.18	2,066.79	2,390.31	2,712.56	财务费用	-10.01	73.76	67.92	93.79
其他流动资产	121.76	166.83	161.95	161.69	资产减值损失	-96.47	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	3,398.07	3,270.01	3,201.91	3,080.83	公允价值变动收益	-29.94	0.00	-20.00	10.00
长期投资	38.57	34.91	37.33	36.73	投资净收益	-29.71	-5.00	0.00	0.00
固定资产	2,340.41	2,403.69	2,353.78	2,239.61	<b>营业利润</b>	-101.83	366.07	519.35	727.99
无形资产	366.82	410.71	447.27	477.12	营业外收入	1.88	1.62	1.68	1.69
其他非流动资产	652.27	420.70	363.52	327.37	营业外支出	10.55	0.00	4.00	4.00
<b>资产总计</b>	6,415.75	7,198.65	7,644.18	8,490.00	<b>利润总额</b>	-110.50	367.69	517.03	725.68
<b>流动负债</b>	2,670.03	2,788.80	3,001.56	3,219.51	所得税	8.45	48.90	69.80	97.97
短期借款	1,066.36	1,066.36	1,066.36	1,066.36	<b>净利润</b>	-118.95	318.79	447.23	627.71
应付账款	648.86	750.96	860.48	961.67	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	954.81	971.48	1,074.72	1,191.49	<b>归属母公司净利润</b>	-118.95	318.79	447.23	627.71
<b>非流动负债</b>	250.72	240.04	249.57	247.05	EBITDA	133.43	706.13	882.38	1,138.82
长期借款	143.20	143.20	143.20	143.20	EPS (元)	-0.34	0.92	1.29	1.80
其他非流动负债	107.52	96.84	106.38	103.86	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	2,920.74	3,028.83	3,251.14	3,466.57	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>				
股本	347.98	347.98	347.98	347.98	营业收入	4.8%	18.5%	16.9%	17.2%
资本公积	1,490.26	1,490.26	1,490.26	1,490.26	营业利润	-142.4%	459.5%	41.9%	40.2%
留存收益	1,714.90	2,033.69	2,455.60	3,052.88	归属于母公司净利润	-158.1%	368.0%	40.3%	40.4%
归属母公司股东权益	3,495.01	4,169.81	4,393.04	5,023.43	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	6,415.75	7,198.65	7,644.18	8,490.00	毛利率(%)	25.8%	32.7%	34.7%	36.7%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	-4.5%	10.1%	12.1%	14.5%
<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE(%)	-3.4%	7.6%	10.2%	12.5%
<b>经营活动现金流</b>	-48.70	600.29	628.90	826.26	ROIC(%)	-2.9%	9.1%	11.8%	16.2%
净利润	-118.95	318.79	447.23	627.71	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	245.27	266.30	295.11	317.04	资产负债率(%)	45.5%	42.1%	42.5%	40.8%
财务费用	-10.01	73.76	67.92	93.79	净负债比率(%)	43.32%	41.96%	39.20%	36.69%
投资损失	29.71	5.00	0.00	0.00	流动比率	1.13	1.41	1.48	1.68
营运资金变动	-334.39	-126.29	-190.84	-201.86	速动比率	0.37	0.66	0.68	0.83
其他经营现金流	139.66	62.73	9.48	-10.42	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-520.82	-212.30	-225.99	-183.56	总资产周转率	0.44	0.46	0.50	0.54
资本支出	527.01	155.00	155.00	155.00	应收账款周转率	6	7	7	7
长期投资	25.50	-3.66	2.42	-0.60	应付账款周转率	2.97	3.04	2.99	3.01
其他投资现金流	31.69	-60.96	-68.57	-29.16	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	519.34	285.50	-288.12	-93.56	每股收益(最新摊薄)	-0.34	0.92	1.29	1.80
短期借款	643.39	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.14	1.73	1.81	2.37
长期借款	46.08	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	10.04	11.98	12.62	14.44
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-2.46	0.00	0.00	0.00	P/E	-70.15	26.18	18.66	13.29
其他筹资现金流	-167.67	285.50	-288.12	-93.56	P/B	2.39	2.00	1.90	1.66
<b>现金净增加额</b>	-37.25	673.49	114.78	549.15	EV/EBITDA	68	13	10	8

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。