

# 云南白药(000538)/17.5元

## 06年调整年，期待下一轮高速增长

非周期性消费品·中药

估值区间：20—22.4元

推荐—A(维持)

 张明芳  
 010-82295577 转 615  
 zhangmf@ccs.com.cn

本篇报告是我们在7月17日实地调研公司之后所撰写。

- **06年是云南白药内部组织架构深度调整之年，同时，医药市场环境的变化也波及到公司经营。**从公司今年上半年的整体经营情况来看，销售收入同比增长30%左右，净利润同比增长23%左右，实现EPS0.29元（按最新股本测算）。其中，透皮剂上半年销售额达1.1亿元，接近05年全年水平；白药气雾剂销售额同比增长了40%。这两大产品是公司今年业绩增长的主要推动力。
- **“一翼”产品透皮剂从05年开始保持快速增长，“中央型”产品提价后，销售额保持平稳增长。“宫血宁胶囊”今年6月进入卫生部面向农村和基层“十年百项计划”，未来快速增长稳定可靠。**白药牙膏尚处于投入大于产出的市场导入期，出于占领较大目标市场和更长期的盈利前景考虑，短期盈利并不现实，投资者应对该产品持以合理预期。
- **业绩预测：**我们预计，06年受透皮剂和气雾剂等产品快速增长的驱动，以及中央型产品提价后销售保持平稳增长的支撑，透皮剂和白药胶囊税后销售额将突破2亿元，自产产品销售将增长43.8%，主营利润率和营业费用率有所上升，整体净利润将同比增长25%，实现每股收益0.59元，07年和08年净利润将分别同比增长35.6%和35%，分别实现EPS0.80元和1.08元。
- **投资建议：**历史业绩和股价双重表现，以“白马股”形象示人的云南白药，投资者对其业绩增长率形成了较高预期的惯性，市场预期的基准似乎落在30%的增速。我们认为，市场在看到公司保持“中央系列”产品稳定增长和“透皮剂”“一翼”产品快速增长的同时，也应对其白药牙膏等处于市场导入期的快速消费品的销售探索，给予合理的等待。中长期来看，我们相信，随着公司管理层股权激励的完成，公司明后年业绩增速有望回升。当前股价对应的07年预测PE为21.9倍，考虑到公司08年有望继续保持快速增长，给予25—28倍市盈率估值较为合理，对应的估值区间为20元—22.4元，我们维持“推荐—A”的投资评级。

上证指数：1675.17

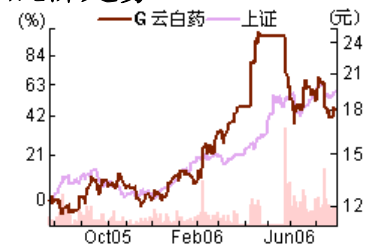
### 股本数据

A股总股本(万)	48405.11
实际流通A股(万)	18664.22
限售流通A股(万)	29740.89
实际流通市值(亿)	32.7

### 股价表现

	绝对值	相对上证
3个月(%)	-0.61%	-22.3%
6个月(%)	+86.1%	+52.1%
1年(%)	+99.6%	+42.3%
52周波动(元)	8.24~22.57	

### 股价走势



资料来源：招商证券

### 相关研究

云南白药调研简报

2005/11/30

中药行业 06年第二季度投资策略——挖掘产业链延伸及第三终端增长

2006/4/7

中药行业 06年下半年投资策略——关注创新中药及品牌中药产业延伸

2006/6/21

### 主要财务指标

会计年度	2005	2006E	2007E	2008E
主营收入(万元)	244,840	325,637	437,981	597,844
同比增长率(%)	33.62%	33.00%	34.50%	36.50%
营业利润(万元)	27,650	33,926	46,124	62,335
同比增长率(%)	37.65%	22.70%	35.95%	35.15%
净利润(万元)	23,037	28,350	38,718	52,497
同比增长率(%)	34.45%	23.06%	36.57%	35.59%
主营利润率(%)	27.50%	29.03%	28.93%	28.63%
营业利润率(%)	11.29%	10.42%	10.53%	10.43%
净利润率(%)	9.41%	8.71%	8.84%	8.78%

会计年度	2005	2006E	2007E	2008E
每股收益(元)	0.79	0.59	0.80	1.08
每股净资产(元)	2.84	2.54	3.17	4.05
净资产收益率(%)	28.02%	23.02%	25.21%	26.79%
每股股息(元)	0.25	0.14	0.17	0.21
股息收益率(%)	1.43%	0.81%	0.98%	1.20%
负债率(%)	44.16%	39.26%	40.13%	41.11%
P/E(倍)	22.02	29.88	21.88	16.14
P/B(倍)	6.17	6.88	5.51	4.32
EV/EBITDA(倍)	27.98	21.15	15.91	12.00

## 一、06 年是公司深度调整年

### 公司内部深度调整和医药市场环境双重调整

2006 年，是云南白药长达 6 年快跑之后的调整年。公司从生产、研发和销售等多方面对组织架构进行了深入调整。公司取消了分布于全国的 12 个销售分公司，取消了电子商务公司，在集团层面，将主要业务归口到 5 个事业部：透皮剂事业部、牙膏等快速消费品的健康事业部、主要负责第三终端的终端事业部、负责对经销商的商务部和负责医院终端的学术推广部。06 年新成立了原生药材采购部，统管药材采购。生产实行内部订单制。

大家熟知，云南白药出色的营销实力，真实地体现在其扎扎实实的终端拉动上，从消费者教育到终端拦截等等，公司一直将主要力量配置到终端销售中，并依据终端绩效来考核。公司今年内部的大调整，各方都需要一个磨合期来适应。

令公司始料未及的是，与公司自身调整的同时，全国医药市场“反商业贿赂”也波及到公司的经营，云南省医药有限公司在医院纯销的部分或多或少受到一定的负面影响。白药胶囊和宫血宁胶囊虽然只有 20% 的销售额来自医院，直接受到医院的冲击较小，但，由医院带动 OTC 市场的销售，跟随发生了增长乏力。

### 中报业绩前瞻

根据我们调研跟踪信息，公司今年上半年销售收入同比增长了 30%，净利润同比增长了 23% 左右。按完成股改后的总股本 32270 万股测算，实现 EPS0.44 元左右。由于 10 送 5 的送转股是在 7 月 13 日完成，所以中报仍按之前的股本予以公告。

## 二、“一翼”透皮剂产品快速增长，“中央型”产品保持平稳增长

### 上半年主要贡献来自白药气雾剂和白药膏

从公司今年上半年的经营状况来看，对销售收入贡献最大的是白药气雾剂和白药膏，销售额分别同比增长了 40% 和近 70%。

### 透皮剂从 05 年开始快速增长，今年将跃升为头号销售规模品种

**白药膏：**膏药（即经皮给药贴剂）是中药的传统四大剂型之一，历史上主要是橡胶膏。除云南白药膏以外，国内较具规模的膏剂生产企业主要有河南羚锐制药的“骨质增生一贴灵”、桂林天和药业的“天和骨通膏”、甘肃奇正药业的“奇正消痛贴”、河北万岁药业的“太极神贴和威灵骨刺膏”和武汉马应龙的“奇应内消膏和消肿止痛膏”等。目前，贴膏领域还没有突出的领先品牌，几大主导品种的市场份额相差不大。

据有关市场统计，广泛用于腰酸背痛、肌肉劳损、风湿止痛等病症的贴膏，其市场需求量比单一用于外伤的创可贴，要大得多。进入了全国医保甲类目录的云南白药膏，瞄准这一市场机会，2005年就已实现翻番增长。当前，公司完成了对无锡透皮剂公司的股权的增持，股权比例由5%上升到40%。

公司充分发挥产品剂型和品牌优势，06年3月，在中药膏剂业内率先推出了国内第一家第二代膏剂——“油性贴剂”，不仅克服了橡胶膏的过敏反应，而且载药量大，作用时间长达3天。07年，公司计划继续推出剂型更领先的第三代膏剂——水性贴剂，其载药量比油性贴剂更大。分别定位于不同的市场价格和消费人群的第一、二、三代膏剂，同时打入市场，不难看出云南白药膏未来雄霸膏剂市场的宏图大志。

**创可贴：**继成功地推出载有白药，在零售药店销售，愈创生肌、消炎止血等多重功效的药物创可贴之后，公司日前又推出了“不含药物”的普通创可贴，进入商超网络销售，直接挑战“邦迪”牌创可贴老大。

今年上半年，公司包含白药膏和创可贴两部分的透皮剂实现了税后销售收入1.1亿元，接近05年全年的销售规模，毛利率在50%左右。我们预计，透皮剂将成为公司06年头号销售规模品种，销售规模有望达到2.2亿元（税后），略超过白药胶囊。08年有望达到6.8亿元的销售目标。

### 中央型产品保持平稳增长

公司把白药散剂、白药胶囊和宫血宁胶囊、白药气雾剂等产品归为“白药中央型”产品。其中，白药散剂、白药胶囊和宫血宁胶囊均属于加入国家甲类医保目录的处方药，享有国家保密品种的提价能力，原材料成本上涨压力可以通过提价来化解。综合来看，经过前几年的高速增长，“中央型”产品仍将保持年均10%~15%的平稳增长。

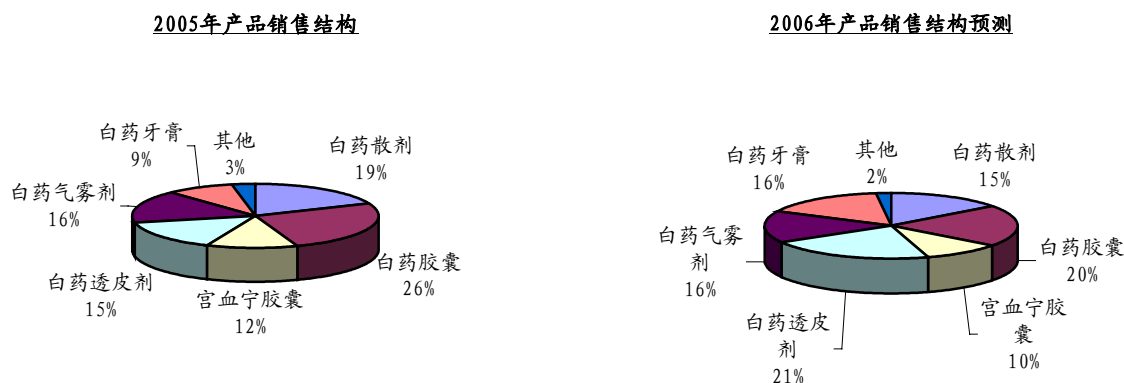
**散剂：**公司06年1月1日提高了白药散剂出厂价20%。今年上半年，其销量同比下滑了9%，但销售额仍同比增长了12.8%左右。散剂主要的目标消费人群是农村市场，预计公司07、08年随着对第三终端市场开拓的加强和市场对涨价压力的消化，其销量仍将稳中略升。

**白药胶囊：**公司年初提高了其出厂价11%，今年上半年销量同比小幅增长了2%，因此，销售额同比增长了15.4%，达到了9000多万元。我们预计，白药胶囊今年全年将轻松实现销售过2亿元目标，成为公司销售额第二位品种。在不考虑继续提价的情况下，07、08年销售将保持3%左右的小幅增长。

**白药气雾剂：**是公司成功开拓运动消费人群市场的专业优势品种，已进入部分省份的医保目录。作为伤科圣药，云南白药一直与体育事业结下不解之缘。06年，公司紧扣世界杯足球赛，大力推出富有创意的白药气雾剂广告，收效颇为理想，据统计，中国大约有100亿

人次通过各种方式观看世界杯 64 场比赛。上半年，白药气雾剂销售收入同比增长了 40%。我们预计气雾剂 06 年全年销售额将达到 1.6 亿元(税后)。

图 1: 不同产品增速不一，销售结构重新编排



资料来源：招商证券研发中心

### 三、“宫血宁胶囊”进入“十年百项计划”，未来快速增长稳定可靠

#### “宫血宁胶囊”是白药成功地细分消费人群的独家品种

宫血宁胶囊是白药成功地细分市场、进入妇科专科消费领域的独家产品，其有效成分为重楼皂甙，采用云南地道珍贵药材为原料，精确生产工艺制成的纯中药制剂，具有缩宫、止血和消炎三重功效，是治疗各种原因导致的妇科血症的疗效显著药物。宫血宁已列入国家中药保护品种。

#### 进入卫生部第二轮面向农村和基层“十年百项计划”用药

今年 6 月，国家卫生部下发了第二轮面向农村和基层推广适宜技术的“十年百强计划”的第五批项目，其中，第二项技术“皮下埋植、放置 IUD、药物流产后减少阴道流血技术”推荐使用的药物就指定为云南白药的“宫血宁胶囊”。这为公司该产品扩大使用、销售增长带来了稳定可靠的有利机遇。

与其它应用于计划生育手术中和术后的各类中西药物相比，宫血宁胶囊具有几个方面的突出优势：1、其它药物只具备缩宫、止血作用，如缩宫素易引起子宫强制性收缩的副反应，米所前列醇的缩宫效果远不及宫血宁，宫血宁胶囊能在缩宫止血的同时，起到消炎作用；2、宫血宁从多个途径治疗计生术后出血，避免了西药作用单一的局限性，不仅起到西药的止血作用，而且同时预防和治疗各类妇科炎症的并发；3、其他药物的副作用，令患者难以长期服用，而宫血宁成分单一而安全，长期使用无毒副反应，适合患者长期服用；4、起效快，服用疗程短，绝对价格不高的同时，其疗效价格较低。

“宫血宁胶囊”在该项计划生育推广技术中，主要运用于三方面的治疗：1、妇女计划生育手术中，辅助应用预防感染和出血；2、妇女计划生育手术后，防治出血及炎症；3、妇女中期引产后的子宫复旧。

### 未来围绕该项技术，推广使用“宫血宁胶囊”，销售增长渠道稳定可靠

公司已派出推广小分队，奔赴各地，利用国家计生委设置的 5.3 万个计划生育技术指导站（特别是县乡级指导站）以及县乡级卫生院和妇幼保健院，邀请全国权威计划生育专家赴全国各地巡回学术讲座，向广大基层和乡村妇女推广在计划生育术中配合使用宫血宁来预防感染和出血的技术，并现场指导。

“宫血宁胶囊”作为处方药，此前主要在城市医院销售。2005 年销量下降了 11% 左右，令投资者担忧其销售的波动。今年年初公司提高了其出厂价 11%，上半年销量同比增长了 4%，提价效应带来销售额同比增长了 15.1%。我们预计，随着宫血宁进入国家该项计划生育推广技术中的使用，今年全年税后销售额将突破 1 亿元，07、08 年，其销量将面临同比快速增长 25% 和 35% 的契机。

## 四、“白药牙膏”处于市场导入期，盈利不争今夕明夕

全国牙防组是卫生部主管的、没有独立法人资格的一个民间组织，成立于 1988 年 12 月。在 2003 年 11 月 1 日之后，全国牙防组就没有接受过任何企业的申请。全国牙防组、中华预防医学会、中华医学会都不具备认证资格，今年上半年，有关质疑“全国牙防组认证资格”事件，对云南白药牙膏在央视的广告运行，造成了间接地冲击。

央视慎重起见，要求白药牙膏变换广告宣传内容，不能象 OTC 药物那样，过分渲染其药物功效，因此，公司被迫取消了央视广告的播放，但相同的白药牙膏广告，在其它地方卫视仍一直在运行之中。

白药牙膏对于擅长运作药品销售终端的云南白药来说，的确是新的挑战，以商超为主要销售渠道，完全是新的尝试。而白药牙膏虽然依托白药的品牌优势，易于让消费者接受其“功能保健品”性质，但，以牙膏日化品为载体的方式，加上白药牙膏定价较高，是迄今为止最贵的牙膏之一，不可避免地面面对消费主流的高露洁、佳洁士等合资品牌的竞争。

白药牙膏中的“白药”提取到无色无味，蕴涵较高的技术含量，公司已经申报了白药牙膏的专利并获批，白药牙膏采用国内最好的磨料和湿润剂。低档牙膏一般用碳酸钙，而白药牙膏用的磷酸氢钙能减少对牙齿的磨损，成本价格高出 10 多倍。其生产线从德国和意大利引进。

白药牙膏如何继续作下去？公司已经明确了“差异化竞争”策略，白药牙膏要培养自己的特定的高端消费群体，不追求与竞争对手之间的销量竞争，而是致力于单支牙膏的附加值，在按销售额测算的市场份额中，占有一席之地。近年来，我国日化景气指数一直保

持较高水平，按 65 克一支的标准支算，2005 年中国的牙膏市场容量达 40 亿支，若云南白药牙膏能占有 0.05% 的市场份额，相当于每年 2000 万支的销量，经测算相当于每年 3 亿元的销售额。

白药牙膏现在只有 5 个规格，上半年销售规模达到了 8000 万元（税后），今年下半年，公司将继续推出 10 几个品规，分别针对儿童、老人等不同的消费人群，营销策划也会推出有力措施，例如在商超内产品展示的位置要醒目些，实行销售人员贴柜促销等等，公司对白药牙膏的销售前景充满信心。

由于白药牙膏主要在商超销售，其营销费用比药品进零售药店要高，因此，公司立足于长期发展战略，近两年市场投入较大，处于市场导入期的白药牙膏，盈利在未来。投资者不宜对其短期盈利贡献持过高预期。

## 五、如何看待白药当前的发展阶段？——又一次新的起航

### 历史上连续六年高增长，主要来自白药中央型产品

1996 年，云南白药通过资本运作，控股了大理、丽江、文山 3 家省内云南白药生产企业，终结了白药生产的“战国时代”，云南白药由此“价升量增”。

公司依托“白药”内核，成功地开发出了口服胶囊、妇科胶囊、气雾剂、膏剂等系列化产品，“国家保密品种”的身份，使得白药产品屡次获得国家发改委关于其“药材成本上涨驱动下的产品提价”许可。公司历史上连续六年高增长，主要得益于白药胶囊、宫血宁胶囊、散剂和气雾剂等中央型产品的价格和销量的齐增长。透皮剂是从 2005 年开始大幅增长，产生贡献。

### 当前增长主要依赖透皮剂和气雾剂

公司当前的业绩增长除了继续依赖“中央型”产品提价效应贡献的平稳增长外，主要依靠透皮剂和气雾剂的大幅增长。白药膏和气雾剂这两个产品的市场需求增长较快，支撑着兼具品牌和疗效双重优势的白药产品在市场竞争中胜出。

### 未来高增长还需牙膏等新产品的贡献

往 08 年或更远期来看，公司要保持高增长，还需白药牙膏、面膜等健康消费品以及急救包等中央型组装产品的利润贡献。虽然白药牙膏所用材质和药物提取成本较高，但其高高在上的市场定价，仍保持了遥遥领先业内产品的毛利率，高达 80% 左右。一旦销售放量，白药牙膏的利润贡献，并不亚于“中央型”产品。

急救包在国外，广泛配置于各类汽车。在我国，仅少数高档汽车有所配备。白药急救包，正在与军队等采购方洽谈之中，按照“内部订单制”的原则，必须是有了订单，才会

投产。目前，公司尚无明确的订单客户，公司有信心按原计划在 07 年推出急救包产品。

### 实施股权激励是拉动白药新一轮高增长的引擎

据悉，云南省拟定云南白药为省内第一家实施股权激励的公司。但，全国来看，国资委对国有企业的管理层股权激励较为谨慎。

我们认为，对于云南白药这样一家以“管理团队”铸造公司核心竞争力的一部分的公司来说，管理层股权激励十分必要。一旦顺利完成，公司下一轮高速增长就非常值得期待。

## 六、业绩预测和投资评级

### 业绩预测

06 年，提价效应带动公司自产产品的销售毛利率和主营利润率均将有所上升，白药膏、气雾剂和白药牙膏等产品的广告投入增加，市场营销费用上升，将导致营业费用率的攀升。

我们预计公司的医药工业部分 06、07 和 08 年的销售收入分别同比增长 43.8%、47.7% 和 39.7%，表 1。维持预计公司 06 年净利润同比增长 25%，实现每股收益 0.59 元，并预计 07 年和 08 年净利润分别同比增长 35.6% 和 35%，EPS 分别为 0.80 元和 1.08 元。

表 1: 主要产品销售增长(税后)率预测 单位: 万元

主要产品	2005	2006E	2007E	2008E
白药散剂	13372	15080	16558	18230
增长率	15.90%	12.80%	9.80%	10.10%
白药胶囊	18325	21156	21790	22444
增长率	5.94%	15.40%	3	3
宫血宁胶囊	8558	10123	12654	17083
增长率	-11.50%	18.30%	25%	35%
白药透皮剂	10844	22000	46200	68376
增长率	150.60%	102.90%	110%	48%
白药气雾剂	11574	16000	20000	25200
增长率	2.77%	38.20%	25%	26%
白药牙膏	6460	16000	32000	58000
增长率		147.70%	100%	81.30%
其他产品	2131	2131	2200	2200
合计	71264	102490	151402	211533
销售收入增长率	27.30%	43.8%	47.7%	39.7%

资料来源: 招商证券研发中心

## 投资建议

历史业绩和股价双重表现，以“白马股”形象示人的云南白药，投资者对其业绩增长率形成了较高预期的惯性，市场预期的基准似乎落在 30% 的增速。我们认为，市场在看到公司保持“中央系列”产品稳定增长和“透皮剂”“一翼”产品快速增长的同时，也应对其白药牙膏等处于市场导入期的快速消费品的销售探索，给予合理的等待。中长期来看，我们相信，随着公司管理层股权激励的完成，公司明后年业绩增速有望回升。当前股价对应的 07 年预测 PE 为 21.9 倍，考虑到公司 08 年有望继续保持快速增长，给予 25-28 倍市盈率估值较为合理，对应的估值区间为 20 元-22.4 元，我们维持“推荐—A”的投资评级。

## 资产负债表

会计年度:	2005	2006	2007	2008
货币资金	47276	62584	82605	110547
应收票据	2705	3582	4818	6576
应收账款	13926	18561	24965	34077
其他应收款	5527	7490	10074	13750
预付帐款	5848	7375	9996	13731
存货	50339	65150	88001	120463
流动资产合计	124827	163691	219035	297188
长期投资合计	5072	5072	5072	5072
固定资产净值	22992	29064	34402	39007
固定资产净额	22754	29064	34402	39007
在建工程	1187	(3513)	(8213)	(13013)
固定资产合计	23958	25560	26200	26007
无形资产	4350	4259	4169	4078
长期待摊费用	843	738	633	528
资产总计	160050	216493	272359	350204
短期借款	1050	1500	1500	1500
应付票据	23432	28575	38597	52834
应付帐款	27762	35433	47860	65515
预收帐款	1335	1829	2470	3381
应付福利	1208	1559	2097	2862
应交税金	5395	5500	5500	5500
其他应付款	350	300	300	300
其他应付款	5795	5000	5000	5000
流动负债合计	67374	80919	104971	139141
负债合计	70686	84231	108283	142453
少数股东权益	7134	7621	8108	8595
股本	28988	48405	48405	48405
资本公积金	5244	5244	5244	5244
留存收益	47999	70992	102319	145507
股东权益合计	82230	124640	155968	199156
负债和股东权益总计	160050	216493	272359	350204

## 现金流量表

会计年度	2005	2006	2007	2008
经营活动产生的现金流量净额	28628	24950	34395	43867
投资活动产生的现金流量净额	-3237	-6302	-6302	-6202
筹资活动产生的现金流量净额	-9754	-3339	-8071	-9724
现金期末余额	47276	62584	82605	110547
现金期初余额	31643	47276	62584	82605
现金净增加额	15633	15308	20021	27941

## 利润表

会计年度:	2005	2006	2007	2008
主营业务收入	244840	325637	437981	597844
减: 主营业务成本	176376	229574	309215	423872
主营业务税金及附加	1143	1530	2059	2810
主营业务利润	67321	94532	126708	171163
加: 其他业务利润	244	0	0	0
营业费用	27704	43635	57814	77720
管理费用	13018	17324	23301	31805
财务费用	-807	-353	-530	-697
营业利润	27650	33926	46124	62335
加: 投资收益	106	0	0	0
补贴收入	0	0	0	0
营业外收入	47	0	0	0
减: 营业外支出	58	0	0	0
利润总额	27745	33926	46124	62335
减: 所得税	4221	5089	6919	9350
减: 少数股东损益	487	487	487	487
净利润	23037	28350	38718	52497

会计年度:	2005	2006	2007	2008
<b>盈利能力</b>				
销售毛利率	27.96%	29.50%	29.40%	29.10%
销售净利率	9.41%	8.71%	8.84%	8.78%
净资产收益率	28.02%	23.02%	25.21%	26.79%
<b>负债能力</b>				
流动比率	1.85	2.20	2.22	2.23
速动比率	1.11	1.40	1.39	1.37
资产负债比率	0.44	0.39	0.40	0.41
<b>现金流量</b>				
每股经营现金流	0.99	0.47	0.69	0.88
净利润现金含量	0.80	0.81	0.86	0.82
<b>营运能力</b>				
应收账款周转率	20.9	21.0	21.1	21.2
存货周转率	4.1	4.0	4.1	4.1
<b>发展能力</b>				
主营业务收入增长率	33.62%	33.00%	34.50%	36.50%
净利润增长率	34.45%	23.06%	36.57%	35.59%
净资产增长率	39.88%	49.78%	24.71%	27.57%
总资产增长率	25.94%	34.53%	25.46%	28.59%

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±10%之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归招商证券所有。