

苗药龙头企业，上市加速成长

贵州百灵（002424）

建议询价区间：33.6-38.7 元

新股定价报告

2010 年 5 月 18 日 星期二

东海医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号：S0630208010053

执业证书编号：S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

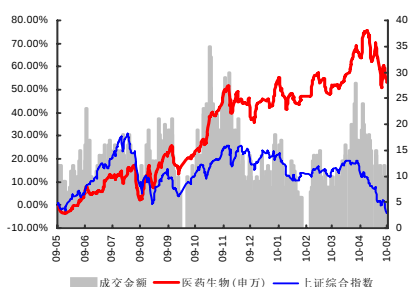
发行数据

发行前总股本(万股)	11000
本次发行股数(万股)	3700
发行后总股本(万股)	14700

发行后股权结构

姜伟	52.73%
姜勇	11.05%
张锦芬	11.05%
社会公众股	25.17%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- 公司主要从事止咳化痰用药、感冒用药、心脑血管用药等中成药的生产销售，主要产品有咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑血管软胶囊、金感胶囊等。本次公开发行 3700 万股，上市后总股本 14700 万股。上市后公司董事长姜伟的持股比例为 52.73%，仍为公司的控股股东。
- 公司的主要品种中咳速停糖浆(及胶囊)2009 年销售收入 1.86 亿元，在止咳化痰药物领域的市场份额排第四，将保持平稳增长；维生 C 银翘片 2009 年销售收入 2.61 亿元，在我国的感冒药领域也是排在第四，未来有望受益于新医改的基层放量；银丹心脑血管软胶囊 2009 年销售收入 1.24 亿元，显著的苗药特色及疗效有望令其从其他心脑血管药物中脱颖而出，实现 50%以上的增速；金感胶囊 2009 年销售收入 5036 万元，可以共用维生 C 银翘片强大的营销渠道，实现快速增长。公司在苗药领域的综合实力较强，已具备整合苗药行业及相关资源的能力。
- 公司的营销能力及研发能力较强，在 OTC 及处方药两块业务上已形成了完善的营销体系。公司研发的乙肝新药 Y101 是一种新型抗乙肝病毒化合物，疗效显著，目前正在申报临床，未来市场空间广阔。
- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）3700 万股，募集资金用于天台山药业 GMP 生产线建设、GAP 种植基地建设、技术中心建设、营销网络建设这四个项目。募投项目主要着力于解决公司目前亟待解决的产能瓶颈问题，以及提高公司的研发及营销能力。
- 我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 1.02 元和 1.32 元。综合考虑公司基本面及可比公司的估值，我们建议询价区间为 33.6-38.7 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 33-38 倍和 25-29 倍。

1、公司基本情况

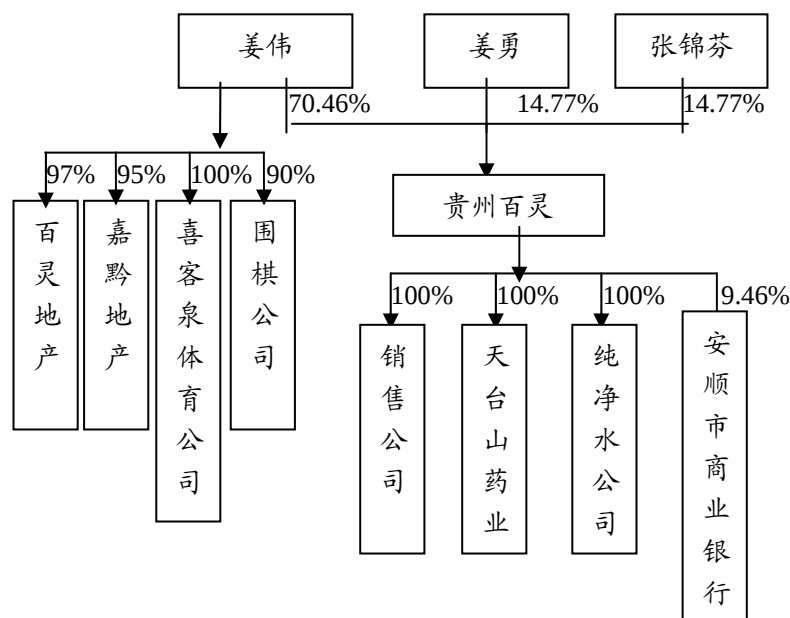
1.1 公司股权结构

贵州百灵是一家民营控股的苗药企业，公司 IPO 前股本 11000 万股，此次拟发行 3700 万股，上市后总股本 14700 万股。

公司 IPO 前的股东共 3 名自然人，其中公司董事长姜伟持有公司 70.46% 的股份，为公司的实际控制人。公司另两大股东分别为姜勇及张锦芬，各持有公司 14.77% 的股权，两人与姜伟分别为兄弟及母子关系。

本次公开发行 3700 万股后，姜伟的持股比例将下降至 52.73%，仍为公司控股股东。

图 1: IPO 前贵州百灵股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主要从事止咳化痰用药、感冒用药、心脑血管用药等中成药的生产销售，主要产品有咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑血管通软胶囊、金感胶囊等。其中维 C 银翘片、银丹心脑血管通软胶囊为医保目录（2009）品种。公司及全资子公司天台山药业现拥有药品批准文号 107 个，剂型 12 种，其中入选《国家基本药物目录（基层 2009 年版）》的品种 48 个，入选《医保目录（2009 年版）》的品种 44 个。公司拥有药品发明专利 16 项，尚有 18 项药品发明专利申请已获得受理，正处于审查公示阶段。

公司是我国最大的苗药研发、生产企业之一。按照拥有发明专利的苗药产品

数量和 2009 年 OTC 类苗药产品销售额排名统计，公司位居全国第一；按照拥有药品批准文号的苗药产品数量和 2009 年单品种苗药销售额排名统计，公司位居全国第二。公司在苗药领域的综合实力较强，已具备整合苗药行业及相关资源的能力。

2、公司行业背景

2.1 苗药行业基本情况

苗药是我国六大民族药之一，民族药是我国中药的重要组成部分。贵州的苗族人口达 400 多万，占全国苗族总人口的 50%以上。贵州得天独厚的气候条件和自然环境孕育了许多名贵药材，中药资源极其丰富，素有“天然药物宝库”之称。据不完全统计，苗族可以用于治疗疾病的常用苗药有 1,500 种。据《贵州苗族医药研究与开发》记载经国家有关标准要求再评价的苗族药材有 165 种。作为贵州省一个巨大的资源宝库，苗药开发大有潜力。

近几年贵州省以苗药为主的制药企业得到蓬勃发展，全省以生产苗药为主的制药企业已超过 70 家，占全省制药企业总数的 38%，全省共有药品批准文号 500 多个品种，其中苗药批准文号达 154 个，均为全国独家生产品种。

苗药作为中药的一个分支，和中药一样未来必须走向产业化和现代化才能获得可持续性的发展，药品的生产经营必须实行标准化和科学化；但同时苗药作为一种独具特色的民族药，其崇尚天然、注重整体的用药理念完全符合目前全世界流行的“回归自然”的风尚。苗药的发展趋势将是以上二者的完美结合。

2.2 止咳化痰药市场情况

咳嗽属于常见病和多发病，发病人群广。据卫生部门的估计，我国 2008 年共有 22,009 万城乡居民因哮喘、支气管炎、结核病和感冒引起咳嗽的症状。按 12.6 亿（第五次全国人口普查数据）人口计算，我国城乡居民咳嗽患病率约为 17%，止咳化痰药市场容量较大。

2009 年我国止咳化痰药总体市场规模已达到 72.06 亿元，近三年来止咳化痰药市场规模复合年平均增长率超过 9%。2009 年止咳化痰中成药市场规模达到了 55.59 亿元，2005-2009 年止咳化痰中成药市场规模复合平均增长率为 10.25%。预计我国止咳化痰中成药市场规模未来几年仍将保持 10%以上的增长速度，到 2011 年我国止咳化痰中成药市场总规模将达到 70 亿元以上。

我国止咳化痰药市场中中成药占主导地位，所占比例约为 3/4，且近三年来止咳化痰类中药所占比例还在不断扩大。

2.3 感冒用药市场情况

感冒是一种非常容易患发的疾病，据国家卫生服务调查，我国每年有 75% 的人至少患一次感冒，按全国人口约 13 亿计算，全国每年感冒患病人数至少达 9.75 亿人次。在目前消费水平及用药习惯情况下，感冒每次平均用药 22.91 元。在此用药水平下，假如每个感冒患者都服药治疗，感冒用药市场理论容量高达 223.33 亿元，而目前市场规模只有 140.73 亿元。可见我国感冒药总体市场潜力是非常大的，在未来几年将有较快的增长。

2006 年我国感冒药市场总规模已突破 100 亿元，2007 年达到 112.82 亿元，2008 年市场规模接近 125 亿元，2009 年受“甲流”及天气多变影响，市场规模增长 13.38%，达到 140.73 亿，五年来我国感冒药市场规模的复合年平均增长率为 10.06%。

我国感冒药市场目前西药所占比例近五成，中成药所占比例在逐步增长，特别是中西结合感冒药市场增长迅速。如维 C 银翘片、三九感冒灵等中西结合品种的市场份额不断上升。

2.3 心脑血管用药市场情况

据国家卫生部统计，我国城市及农村人口死亡率最高的几大病种中心脑血管疾病居第二位。2004 年 11 月 12 日，国务院公布的“中国居民健康与营养状况调查”结果显示，我国 18 岁及以上居民高血压患病率为 18.8%，按以上数据推算，估计目前我国心脑血管疾病患病人数已达到 1.6 亿多。

近几年来我国心脑血管用药在我国药品市场均排名第二，从 2005 年至 2008 年我国心脑血管用药市场总规模保持快速增长的势头，由 2005 年的 528.12 亿元上升至 2008 年的 819.66 亿元，每年的增长率均达到 15% 以上，四年来复合年平均增长率达到 15.78%。2009 年心脑血管用药整体市场规模达到 949.33 亿元，同比增长 15.82%。

中成药在治疗心脑血管疾病方面具有其独特优势，市场发展前景较好。预计未来两年我国心脑血管中成药市场规模将保持 16-17% 的年增长率快速发展，到 2011 年市场规模将达到 440 亿元。

3、公司竞争力分析

3.1 产品优势明显

公司的主导产品为速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑血管软胶囊、金感胶囊等，其中咳速停和银丹心脑血管软胶囊是苗药。公司其他苗药品种还

有泻停封胶囊、感清糖浆、复方一枝黄花喷雾剂、胆炎康胶囊等。目前公司苗药销售收入占同期药品工业收入的比例为 50% 左右，苗药特色显著。

表 1：公司主导产品情况

药品名称	用途	类型	2009 销售额（万元）	占公司药品工业收入的比例（%）
咳速停糖浆（及胶囊）	止咳化痰	OTC	18,678.37	26.00
维 C 银翘片	感冒药	OTC	26,150.47	36.40
金感胶囊	感冒药	OTC	5,036.51	7.01
银丹心脑通软胶囊	心脑血管中成药	处方药	12,454.22	17.34
合计			62,319.57	86.75

数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所

咳速停糖浆(及胶囊)市场份额排第四，将保持平稳增长

我国止咳化痰药物的市场空间广阔且以中成药为主流药物，但同时该领域的竞争也非常激烈。2009 年终端市场销售额排在首位的是香港京都念慈菴制药的念慈菴蜜炼川贝枇杷膏，销售额约 12.84 亿元；排在第二、三的分别是太极集团的太极急支糖浆和广州潘高寿药业的潘高寿止咳系列。贵州百灵的咳速停糖浆和胶囊排在第四位，2009 年销售额为 2.82 亿元。

从数据上看，除了念慈菴蜜炼川贝枇杷膏一枝独秀外，其他排名前几的品种市场份额的差别不大，多年来已经保持了较为稳定的市场竞争格局，均能获得较为稳定的增长。

公司生产的咳速停糖浆和胶囊的主要优势在于具有浓郁的苗药风格，与同类品种比较，在处方、工艺、制剂、疗效等几方面都有明显的特色优势。我们预计咳速停糖浆（及胶囊）未来将主要受益于止咳化痰药物的广阔市场，保持平稳增长的态势。

维 C 银翘片市场份额第四，有望受益于新医改

我国的感冒药也是市场空间巨大且竞争非常激烈的领域。2009 年终端市场销售额排在前三位的分别为华润三九的 999 感冒灵系列、中美史克的新康泰克和吉林吴太集团的感康片。公司的维 C 银翘片 2009 年的销售额为 6.06 亿元，市场份额排在第四。

维 C 银翘片由金银花、连翘等 13 味中西药组成，临床应用 10 多年，疗效确切，是感冒药最常用的品牌之一，消费者基础非常好。

另外维 C 银翘片的零售价格及服用单价非常低，被指定为医保乙类非处方药。随着我国新医疗改革的深入和基层医疗保险覆盖面的扩大，预计维 C 银翘片在基层农村市场的销量将稳步增长。

银丹心脑通软胶囊心脑血管同治，成长性好

银丹心脑通软胶囊 2009 年终端市场销售额达到 2.25 亿元，近三年年均增长率达到 109.32%，成长性非常好。

银丹心脑血管软胶囊是 2005 年推出的心脑血管类苗药专利药品，主要成分为银杏叶、丹参、灯盏细辛、三七、绞股蓝、山楂等。目前中成药治疗心脑血管疾病的主流药物大致有四大类型：丹参类、银杏叶类、灯盏细辛类、动物药类。银丹心脑血管软胶囊是目前国内唯一能够同时拥有其中三类且经过了临床验证的药物，疗效非常显著，有望在众多的心脑血管药物中脱颖而出。

另外，银丹心脑血管软胶囊不同于传统单纯的溶栓类、扩张血管类心脑血管药物，提出了“四位一体”的理念，从心、脑、血管和血液等四方面出发，心脑血管同治，疗效全面。

与其他主要品种的 OTC 渠道不同，银丹心脑血管软胶囊的主要销售渠道是医院，伴随着公司 IPO 后品牌影响力的扩大和医院营销能力的提高，预计银丹心脑血管软胶囊近几年有望保持 50%左右的高速增长。

金感胶囊是感冒用药系列的有益补充

金感胶囊 2009 年实现销售收入 5036 万元，近三年的复合增长率达到 71%，毛利率高达 75.4%，是公司的第二大感冒药。我们认为金感胶囊可以共用维 C 银翘片的营销渠道，达到快速增长的效果，预计 2012 将成为公司第 4 大过亿品种，并且同维 C 银翘片形成良好的产品梯队，提升公司在感冒用药领域的竞争力。

3.2 苗药优势

公司是我国最大的苗药研发、生产企业之一。按照拥有发明专利的苗药产品数量和 2009 年 OTC 类苗药产品销售额排名统计，公司位居全国第一；按照拥有药品批准文号的苗药产品数量和 2009 年单品种苗药销售额排名统计，公司位居全国第二，其中咳速停系列和银丹心脑血管软胶囊是销售额分别排第二和第三的苗药产品。

公司在苗药领域的综合实力较强，已具备整合苗药行业及相关资源的能力。

3.2 研发优势

公司目前已经拥有 16 项药品发明专利，其中，苗药产品咳速停胶囊、咳速停糖浆、银丹心脑血管软胶囊、泻停封胶囊、感清糖浆、复方一枝黄花喷雾剂、胆炎康胶囊等已获得发明专利，银丹心脑血管软胶囊发明专利获贵州省“优秀新产品”称号。公司目前还在继续申请的发明专利共 18 项。目前公司正在进行研究开发的包括抗乙型病毒性肝炎化药一类新药 Y101、治疗阿尔茨海默病中药一类新药 X002 等 13 个药品研究项目。

新药 Y101 市场前景良好

目前公司正在研发的新药有抗乙型病毒性肝炎化药一类新药 Y101、治疗阿尔

茨海默病中药一类新药 X002 等 13 个药品研究项目，其中市场前景最好的是 Y101。

Y101 是从治疗肝炎的传统苗族药马蹄金分离得到的单体马蹄金素，显示出较好的抗肝炎病毒活性，衍生物 Y101 在鸭肝病毒试验中未见“反跳”现象，并且其化学骨架与目前治疗乙肝药物的化学骨架不同，是一新型抗乙肝病毒化合物，未发现与马蹄金素或马蹄金素衍生物的基本结构相类似化合物作为治疗乙肝的药物和抗乙肝病毒的专利和研究报道。该化合物及衍生物目前已由公司的合作方在中国、美国等申请了数项专利。

目前 Y101 正准备申请报临床，未来若能获得临床成功并达产，预计市场前景将非常良好。

3.3 营销优势

公司经过多年的发展，在 OTC 及处方药两块业务上已形成了体系完善、结构合理、多元并存的营销模式。

公司的 OTC 销售采取销售总部、省级销售经理、地市级销售代表、县乡业务员四级管理体系。全国已设立 31 个省级办事处，300 多个地级联络点。与销售额上亿元的大型医药物流公司均建立了良好的合作关系。

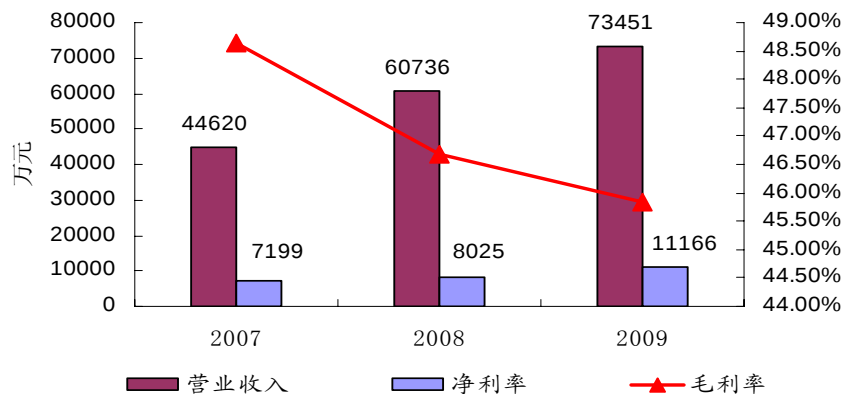
公司处方药销售网络也加快了建设的步伐，截止 2009 年底已开发二甲以上医院 900 多家。随着医院销售队伍的完善与壮大，药品销售的两条主干线已基本形成，将进一步提升公司的市场份额和品牌影响力。

4、公司财务分析

公司 2007-2009 年销售收入分别为 4.46 亿元、6.07 亿元和 7.34 亿元，复合增长率为 28%。净利润分别为 7199 万元、8025 万元和 11166 万元，复合增长率为 27%。公司整体收入及盈利增长情况良好。

2007-2009 年公司综合毛利率分别为 48.64%、46.69%、45.83%，近两年公司毛利率略有下滑主要是受中药材价格上涨的影响。公司此次 IPO 后将加大高毛利率品种的营销力度，另外随着公司 GAP 药材种植基地的建设完成，公司的毛利率有望得到提升。

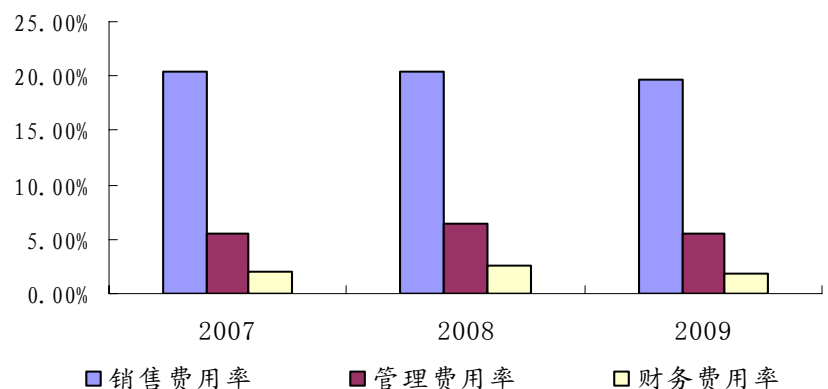
图 2：公司收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 的三项费用率分别为 28.02%、29.30%、26.99%，费用控制较好。其中由于 2009 年公司的广告费用投入减少，公司的销售费用率略有下降。预计随着公司上市后，广告等营销力度加大，公司的销售费用率将提升，但管理费用率和财务费用率的下降将有效抵消销售费用率的增长，公司整体的期间费用率有望保持稳定。

图 3：公司费用率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 年的应收帐款周转率及存货周转率均处于行业平均水平，显示了公司的经营非常稳健。

表 2：公司其他财务指标

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
流动比率（倍）	1.56	1.40	1.23
速动比率（倍）	1.36	1.15	0.88
资产负债率（母公司）（%）	54.84	54.05	62.45
应收账款周转率（次）	6.60	5.76	4.59
存货周转率（次）	4.17	3.07	2.18
每股经营活动产生的现金流量（元）	1.14	-0.37	-0.72
每股净现金流量（元）	1.39	0.21	-0.69

无形资产占净资产比例 (%)	1.00	1.61	2.67
----------------	------	------	------

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 市场竞争风险

公司两大主导产品咳速停糖浆（及胶囊）和维 C 银翘片在同类市场中的排名均为第 4 位，同行业龙头相比还存在一定差距。且产品市场竞争非常激烈，市场占有率要继续提升仍存在一定难度。

5.2 原材料供应风险

公司的主导产品大多为苗药产品，主要原料药材如吉祥草、虎耳草均只产于贵州，因此自然条件、人为因素、市场供求等因素导致的原材料价格波动将对公司业绩产生一定的影响。

5.3 新产品研发风险

公司在研新药 Y101 主治乙肝，市场前景广阔，但目前尚处于申报临床阶段，未来还存在审批及达产风险。

5.4 募投项目风险

募投项目的实施进程及最终收益还存在一定的不确定性。

6、募集资金投向

公司本次公开发行股票 3700 万股，募集资金用于四个项目：天台山药业 GMP 生产线建设项目、GAP 种植基地建设项目、技术中心建设项目、营销网络建设项目。募投项目主要着力于解决公司目前亟待解决的产能瓶颈问题，以及提高公司的研发及营销能力。

6.1、天台山药业 GMP 生产线建设项目

公司 2009 年由于主要产品维 C 银翘片、银丹心脑通软胶囊、金感胶囊等产品产销量快速增长，相应的片剂、软胶囊剂、胶囊剂生产线的产能利用率均超过 100%。其中片剂 2009 年产量 99.33 亿片，产能利用率达到 101.00%；软胶囊剂 2009 年产量 2.062 亿粒，产能利用率达到 131.00%。随着公司上述产品产销量的快速增长，必须对产能进行扩张。

天台山药业是公司最重要的子公司，本次募集资金将首先用于天台山药业

GMP 生产线的建设,拟投资 2.2 亿元,新增片剂、胶囊剂、软胶囊剂的产能。项目达产后,天台山药业将成为公司主要的利润来源。

6.2、GAP 种植基地建设项目

公司的咳速停糖浆剂(及胶囊)等产品所需的主要原材料为吉祥草、虎耳草、百尾参等,这些药材目前均为野生药材,其中吉祥草、虎耳草主要产地局限于贵州。2009 年公司吉祥草、虎耳草、百尾参总采购量分别为 850.68 吨、424.27 吨、686.02 吨,随着公司产能的提高及生产规模的增加,对吉祥草、虎耳草、百尾参的需求量在不断增长,预计到 2011 年的用量将分别达到 1,200 吨、600 吨、900 吨以上。为避免季节性、自然灾害、市场供求等对原材料供应的影响,本次募集资金还将投入 4859.78 万元用于 GAP 种植基地的建设。

6.3、技术中心及营销网络建设项目

另外,为了保障公司的快速成长和提升公司的整体竞争能力,公司的研发能力和营销能力还需更上一台阶,因此本次募集资金还将投入 4984.63 万元及 3230.70 万元,分别用于技术中心建设项目和营销网络建设项目。

表 3: 募集资金投向

序号	项目名称	投资总额 (万元)	建设周期
1	天台山药业 GMP 生产线建设项目	22,000.00	3 年
2	GAP 种植基地建设项目	4,859.78	2 年
3	技术中心建设项目	4,984.63	1 年
4	营销网络建设项目	3,230.70	3 年
合计		35,075.11	

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设:

- 1、2010-2012 年销售收入同比增长 17.8%、19.5%和 19.6%;
- 2、发行 3700 万股,每股收益按照发行后总股本 14700 万股计算;
- 3、公司综合企业所得税率为 15%。

在上述假设下,我们预测公司 2010-2012 年 EPS(摊薄) 分别为 1.02 元、1.32 元和 1.66 元。

表 4: 贵州百灵盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)					

	60,736	73,452	86,517	103,372	123,617
增长率	36.1%	20.9%	17.8%	19.5%	19.6%
营业利润(万元)	9,941	13,081	17,575	22,846	28,687
增长率	15.1%	31.6%	34.4%	30.0%	25.6%
净利润(万元)	8030	11167	14939	19419	24384
增长率	11.7%	39.1%	33.8%	30.0%	25.6%
每股净资产(元)	2.39	3.40	3.56	4.88	6.54
每股收益(元)	0.73	1.02	1.02	1.32	1.66

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司目前在止咳化痰、感冒及心脑血管药物等领域的优势明显。主要品种中咳速停市场空间广阔，将保持平稳增长；维生 C 银翘片将明显受益于新医改的基层放量；银丹心脑血管通软胶囊苗药特色显著，未来增速最快。公司的营销能力突出，是全国最大的苗药生产企业之一，上市后具备整合苗药资产的能力。

综合 2010 年中药子板块的市盈率及可比公司的估值水平，我们认为给予贵州百灵 30 倍 PE 的估值水平比较合理。考虑到市场对新股的热情，我们建议询价区间为 33.6-38.7 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 33-38 倍和 25-29 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122