

公司治理逐渐改善 主业增长前景乐观

研究结论

- **公司管理情况逐渐改善**：近几年通过对营销体系、营销模式和销售人员激励方式等几方面的工作，公司的营销改革逐渐见到成效，销售效率明显提高；销售坏账的计提处理在 2009 年已经结束，未来将不再拖累公司业绩。在管理层激励方面，2009 年股权激励草案的推出彰显公司对未来的信心，同时也对管理层起到了较好的激励作用。综合来看，公司整体的公司治理正逐渐改善，有利于公司的长远发展。
- **三七和天麻系列产品仍将快速增长**：公司的三七系列产品主要包括血塞通粉针、胶囊和水针；其中冻干粉针剂增长势头良好，预计 2011 年有望新增 3000 万支粉针产能，解决公司产能瓶颈问题；在我国庞大的心脑血管患病群体和医保覆盖面积扩大的背景下，公司血塞通产品为代表的三七系列药物预计将保持快速增长。天麻素产品同样在心脑血管和中枢神经系统慢性病领域中占有重要地位，整体天麻素产品行业增速很快，公司天眩清为代表的天麻素系列产品在治疗眩晕症领域疗效确切，近两年也有望保持快速增长，并成为公司重点培育的产品系列。整体上看，三七、天麻系列产品将成为公司利润增长的重要动力。
- **贝克诺顿未来发展前景看好**：公司与 TEVA 合资的贝克诺顿营销实力强劲，近三年来净利润直线提高。借助我国目前骨科用药市场的快速增长，贝克诺顿目前品种阿法迪三和阿尔治预计将保持快速增长；此外贝克诺顿也在积极引入新的药品品种，为公司提供新的增长点。
- **中药厂也将成为增长看点**：公司的中药厂有多个独家品种，质地较好，但历史上由于生产管理方面的原因，业绩不佳；未来中药厂将成为公司重点发展方向，通过提高生产管理和销售效率改善公司业绩，中药厂或将成为公司未来的增长亮点之一。
- **首次给予买入的投资评级**：公司业绩正在不断变好，主营业务存在众多的增长点；同时公司市值较小，成长空间较大。我们预计公司 2010-2011 年业绩分别为 0.30、0.47 和 0.74 元/股，复合增长率超过 50%，目前股价对应公司 2010 年 PE 为 31 倍，PEG 小于 0.6，具有较高的安全边际，因此我们首次给予公司买入的投资评级。
- **风险因素**：国家药品政策实施情况，原材料价格大幅上涨、股权结构的稳定性



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

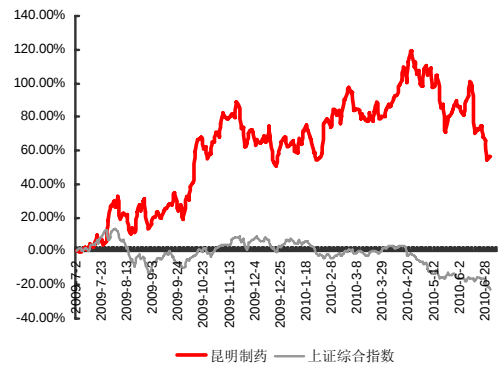
lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 7 月 6 日)	9.52 元
目标价格	14 元
总股本/A 股 (万股)	31417/31417
A 股市值 (百万元)	3142
国家/地区	中国
行业	医药
报告日期	2010 年 7 月 6 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-47.26%	-44.53%	-0.31%
相对表现 (%)	-65.32%	-42.35%	0.63%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1435	1715	2102	2585
同比 (%)	9%	19%	23%	23%
上市公司净利润	58	95	146	234
同比 (%)	82%	63%	53%	60%
毛利率 (%)	35.2%	37.7%	40.0%	42.4%
ROE (%)	9.1%	12.8%	16.7%	21.6%
每股收益 (元)	0.19	0.30	0.47	0.74
P/E (倍)	50.21	30.74	20.03	12.52
P/B (倍)	3.97	3.53	3.05	2.51

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

1.管理情况逐渐改善	4
1.1 销售改革初见成效.....	4
1.2 股权激励彰显信心.....	5
2 主营产品有望快速增长	6
2.1 三七系列产品前景看好	6
2.2 天麻系列有望快速增长	7
2.3 蒿甲醚系列稳中求进.....	8
3. 贝克诺顿合作前景看好	8
4. 昆明中药厂业绩有望改善	9
盈利预测与估值.....	10
风险因素	10

图表目录

图 1. 近几年母公司应收账款天数明显缩短	4
图 2. 公司近几年净利润和资产减值情况	4
图 3. 三七类产品主要市场份额	6
图 4. 文山三七价格走势	7
图 5. 公司化学合成药毛利率及贝克诺顿净利润水平情况	8
图 6. 我国抗骨质疏松类用药批发市场增速	9
图 7. 昆明中药厂净利润水平	10
表 1. 2009 年股权激励草案中对象	5
表 2. 2009 年股权激励草案中计提标准	5
表 3. 公司三七类产品主要品种	7
表 4. 公司天麻素产品的主要种类	8
表 5. 我国抗骨质疏松药市场排名	9
表 6. 主要产品的销售收入假设如下	10
附表：财务报表预测与比率分析	11

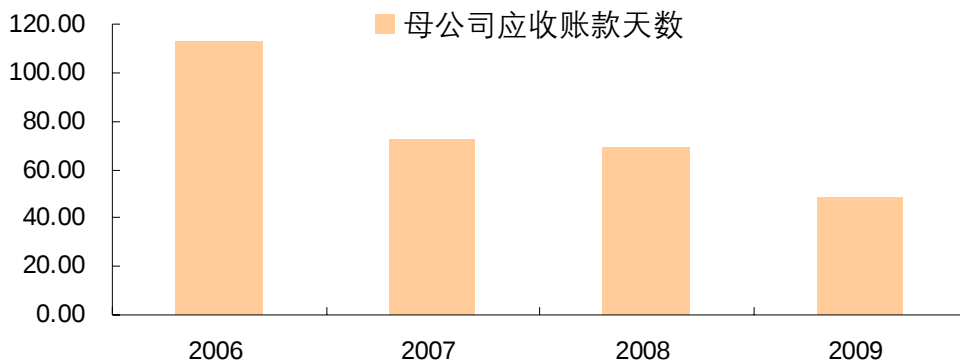
1. 管理情况逐渐改善

近几年通过对营销体系、营销模式和销售人员激励方式等几方面的工作，公司的营销改革逐渐见到成效，销售效率明显改善；销售坏账的计提处理在 2009 年已经结束，未来将不再拖累公司业绩。在管理层激励方面，2009 年股权激励草案的推出彰显公司对未来的信心，同时也对管理层起到了较好的激励作用。综合来看，公司整体的公司治理逐渐改善，有利于公司的长远发展。

1.1 销售改革初见成效

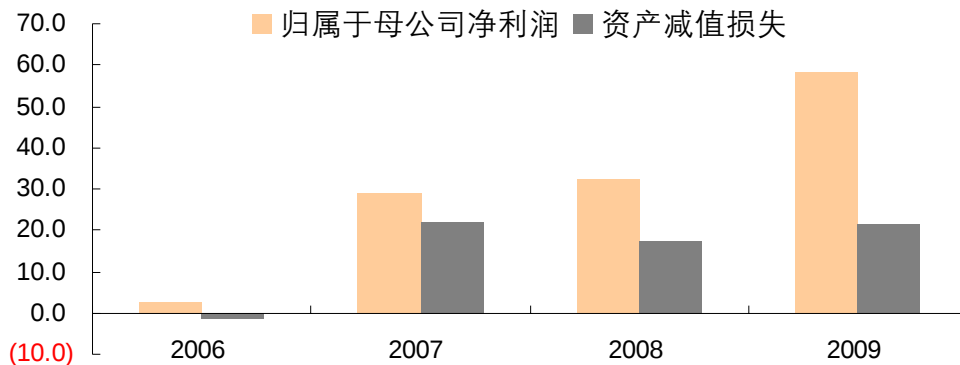
为了提高整体销售团队的效率，公司在近几年进行了大刀阔斧的改革。在营销模式上，增加了现金回款的速度，提高了对销售费用的监测强度；在营销架构上，按业务板块细分，分别设立了昆北（华北东北）、昆南（华东、华南）、昆西（云贵、中西部）、昆水（主营血塞通 2ml 注射液在北方地区的推广）和昆普（公司普药品种）五个销售公司；在激励机制上，将奖金与超额完成指标挂钩，充分提高了销售人员的积极性。通过营销改革，公司逐步改善了现金流，提高了销售积极性和经营效率。

图 1. 近几年母公司应收账款天数明显缩短



资料来源：东方证券研究所

图 2. 公司近几年净利润和资产减值情况 百万元



资料来源：东方证券研究所

公司这几年清理坏账计提了大量的资产减值准备，但我们认为，这一过程已经基本结束，未来对公司业绩的拖累较小。

1.2 股权激励彰显信心

公司在 2009 年 10 月推出了限制性股权激励草案，以上一年度的净利润增长和工业毛利率为考核指标，通过设立股票激励基金回购股票的方式，对总裁等五位高管进行股权激励。

表 1. 2009 年股权激励草案中对象

姓名	职务	授予比例
何勤	总裁	45%
徐朝能	副总裁兼董事会秘书	15%
刘轩庭*	副总裁	15%
董少瑜	副总裁	15%
熊建民	党委书记	10%

资料来源：公司公告，东方证券研究所 *已经离职

2009 年草案的该股权激励的触发条件是 2009-2011 年净利润分别达到 5000 万、7500 万和 11250 万元，即三年复合增长率达到 50%；同时要求 2009-2010 年工业业务毛利率分别高于 49%、49.5% 和 50%。在超过触发条件的净利润部分按比例计提激励基金，然后通过二级市场回购股票奖励相关高管的方式，达成股权激励。应该说，这个股权激励的行权标准是比较高的，由于是在超出触发基数的情况下计提奖励基金，公司净利润需要较大幅度的超过触发基数才能够起到较好的激励作用，这也在侧面彰显了公司的信心。

表 2. 2009 年股权激励草案中奖励基金计提标准

项目	2009	2010	2011
净利润基本触发基数 万元	5,000.0	7,500.0	11250.00
计提比例/计提区间	计提比例/计提区间	计提比例/计提区间	
5,000~5,500	12.5%7,500~8,000	12.5%11,250~11,750	12.5%
5,500~6,000	15.0%8,000~8,500	15.0%11,750~12,250	15.0%
6,000~6,500	15.0%8,500~9,000	20.0%12,250~12,750	22.5%
6,500 以上	17.5%9,000 以上	22.5%12,750 以上	37.5%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

从 2009 年的实际情况看，公司实际完成净利润 5800 万，工业业务的毛利率为 52%，已经超过了当时规定的触发标准。公司股权激励草案可能因为时间推移做出一定的微调，如果出台，该草案仍将对管理层起到较好的激励作用。

2 主营产品有望快速增长

公司的三七系列产品主要包括血塞通粉针、胶囊和水针；其中冻干粉针剂增长势头良好，预计 2011 年有望新增 3000 万支粉针产能，解决公司产能瓶颈问题；在我国庞大的心脑血管患病群体和医保覆盖面积扩大的背景下，公司血塞通产品为代表的三七系列药物预计将保持快速增长。天麻素产品同样在心脑血管和中枢神经系统慢性病领域中占有重要地位，整体天麻素产品行业增长迅速，公司天眩清为代表的天麻素系列产品在治疗眩晕症领域疗效确切，近两年也有望保持快速增长，并成为公司重点培育的产品系列。整体上看，三七、天麻系列产品将成为公司利润增长的重要动力。

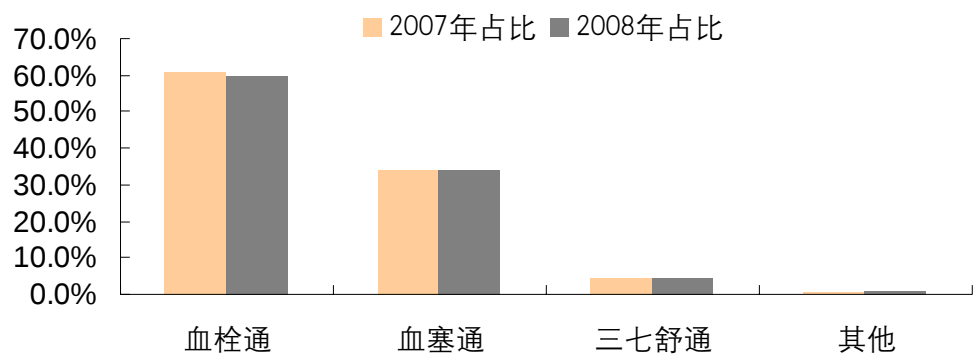
2.1 三七系列产品前景看好

三七系列产品近几年在我国心血管治疗领域表现良好，其有效成分三七总皂苷具有治疗脑动脉硬化症、缺血性脑损伤、脑梗塞、脑出血等功效；尤其三七皂甙的抗血小板作用优于现有多种化学合成抗血小板药物。三七类产品由于疗效确切，市场认同度较高。目前我国三七总皂苷制剂剂型比较全面，基本可以满足医院用药的各种需求，市场增速很快，近几年三七总皂苷类的市场年增长速度在 40% 左右。考虑到我国心血管患病群体基数大，增长快，公司三七类制剂销售前景依然看好。

2.1.1 血塞通产能瓶颈有望解决

在各种剂型中，凭借稳定性和生物利用度的优势，冻干粉针剂型的销售势头最好，冻干粉针剂型已经占据了整体三七类市场的近 50%。在种类方面，血栓通、血塞通和三七舒通占据了三七类制剂市场的主要份额，2008 年市场份额分别为 60%、34% 和 4.8%，其中血塞通的市场份额基本保持稳定。

图 3. 三七类产品主要市场份额



资料来源：东方证券研究所

昆明制药的主要产品包括血塞通冻干粉针（洛泰，200mg 和 400mg 种剂型），血塞通水针、胶囊等，整体销售收入规模接近 2 个亿。

表 3. 公司三七类产品主要品种

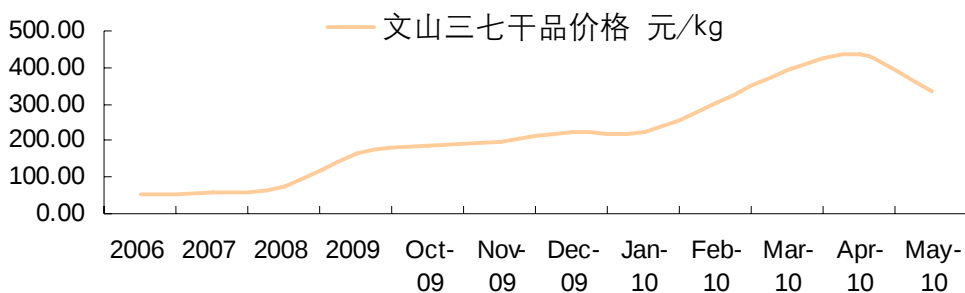
产品	规格	最高零售价 元
络泰®注射用血塞通（冻干）	200mg、400mg	45.90
络泰®血塞通软胶囊	每粒 100mg/30 粒	72.00
络泰®血塞通注射液	10ml、5ml、2ml	10.60
昆明牌七叶神安片	每片含三七叶总皂苷 50 毫克/24 片	9.40*

资料来源：东方证券研究所 *价格为粗体规格，七叶神安片为地方发改委最高零售价

其中，冻干粉针剂型的销售占比最大，收入增速较快，2008 年和 2009 年的销售增速分别为 100% 以上和 78%。虽然市场上血塞通类产品种类很多，但是冻干粉针剂型只有昆明制药和黑龙江珍宝岛制药生产；而且考虑到目前国家对药品监督的加强，预计在冻干粉针领域出现新竞争对手的可能性不大。目前公司冻干粉针产能有 700 万支，处于供不应求的状态，仅仅通过外协加工的方式满足市场需求；但新建 3000 万支产能有望在 2011 年投产，解决公司的产能瓶颈。我们预计公司 2010 年的销量有望达到 1100 万支以上，继续保持快速增长。此外，公司的血塞通软胶囊凭借其独特的剂型特点也有望快速打开市场（目前有生产批文的只有昆明制药和昆明圣火制药）。

2.1.2 三七价格逐步回落 成本上涨仍需关注

在原材料方面，今年三七价格受到供求偏紧，干旱和资金炒作的影响，价格出现大幅飙升，对库存不够充足的企业来说影响较大。昆明制药三七的库存较为充足，因此今年受影响较小；而且目前随着国家和地方政府监管力度的加大，三七价格已经逐步回落，预计未来价格走势将趋于理性。但考虑到供求偏紧的状态将继续存在，预计明年公司三七类产品的毛利率或将受到一定的影响。

图 4. 文山三七价格走势


资料来源：文山三七网，东方证券研究所

2.2 天麻系列有望快速增长

天麻素是国家公布的 34 种名贵药材品种之一，其注射液品种主要被应用于治疗眩晕症、头痛神经痛等中老年疾病，在中老年心脑血管和神经系统慢性病用药中占有重要地位。据统计，2005 年-2008 年，天麻素产品的医院用药金额复合增长率达到了 40% 以上。这其中，天麻素注射液份额占据 75% 以上，生产厂家较多。昆明制药是天麻素注射液的市场领头羊，市占率在 50% 以上。

公司的天麻素系列产品销售收入近 8000 万，以天麻素注射液天眩清®为主。2008 年其增长速度超过 100%，2009 年增长率达到 71%。考虑到目前天麻素市场的快速成长以及公司在市场中的地位，我们预计公司天麻素产品仍将保持 40%以上的快速增长。

表 4. 公司天麻素产品的主要种类

产品	规格	最高零售价 元
天眩清®天麻素注射液	2ml:0.2g	25.40
天眩清®天麻素胶囊	50mg	
天眩清®天麻素片	25mg	
精和® 乙酰天麻素片	50mg	

资料来源：公司网站，东方证券研究所

2.3 蒿甲醚系列稳中求进

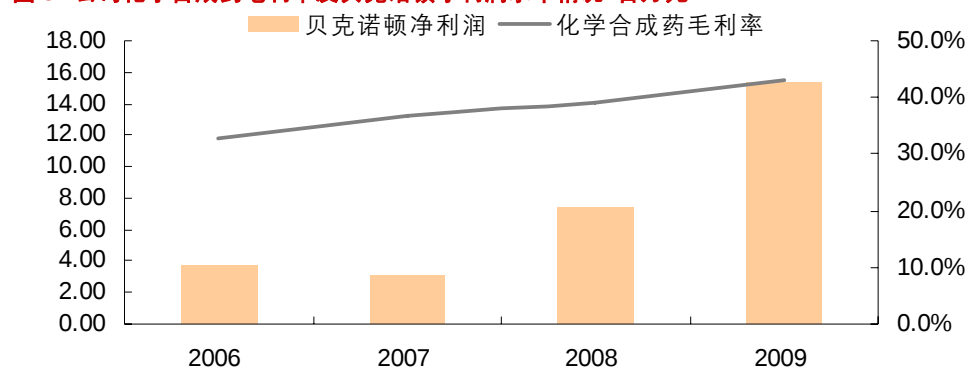
公司蒿甲醚系列产品主要包括蒿甲醚原料药、制剂以及公司创新产品 ARCO。公司的蒿甲醚原料主要供给诺华制药，同时有一部分复方制剂通过非洲的经销商在当地销售，整体销售规模稳定，目前蒿甲醚系列的销售收入规模估计在 1.2-1.3 亿元左右。

预计未来公司蒿甲醚原料和普通复方制剂将基本保持稳定，而创新药 ARCO 则具有较好的市场前景。ARCO 世界上第一个只需一次口服即可治愈非复杂性疟疾的药品；用于治疗各种包括多抗性的非复杂性疟疾，治愈率可达 96%至 100%；安全及具有良好耐受性。未来公司将重点进行 ARCO 国际标准生产基地的建设，并争取获得 WHO 的认证；如果获得成功，公司蒿甲醚制剂的销售有望获得突破。

3. 贝克诺顿合作前景看好

贝克诺顿是昆明制药与美国 IVAX 公司合资成立的制药公司，双方控股各占 50%，双方合作关系良好。TEVA 通过收购美国 IVAX 公司成为了贝克诺顿的外方股东。贝克诺顿目前主要经营的产品有抗骨质疏松用药阿法迪三、治疗变形性膝关节病及肩关节周围炎的阿尔治和抗生素阿莫西林，是公司化学合成药的主要组成部分；贝克诺顿营销实力强劲，近三年来净利润直线提高。

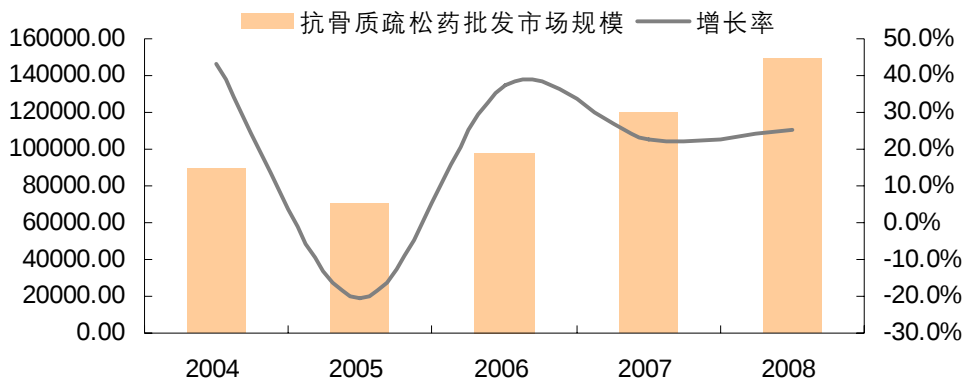
图 5. 公司化学合成药毛利率及贝克诺顿净利润水平情况 百万元



资料来源：公司公告，东方证券研究所

近几年随着我国人口老龄化的进行和对健康重视程度的增高，我国骨科用药市场整体快速增长。其中抗骨质疏松类药物增速维持在 30%左右。

图 6. 我国抗骨质疏松类用药批发市场增速



资料来源：Menet，东方证券研究所

昆明制药的抗骨质疏松用药阿法迪三（阿法骨化醇）和治疗关节炎辅助用药阿尔治目前销售收入估计均在 1 个亿左右，借助我国骨科用药的快速增长，预计未来仍将能够保持 30%左右的增长速度。

表 5. 我国抗骨质疏松药市场排名

2006-2007 国内药品批发领域抗骨质疏松及钙制剂销售额

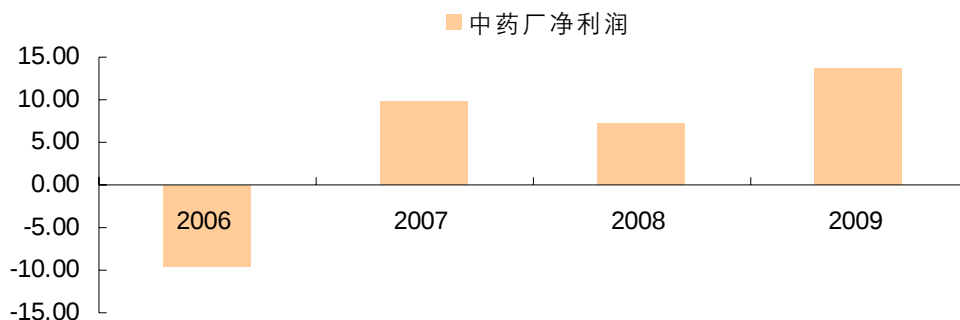
排序	品类	2007 年	2006 年	同比增长(%)
1	钙尔奇 D	47907.00	37303.00	28.43
2	鲑降钙素	21495.00	16359.00	31.40
3	复合氨基酸螯合钙	14856.00	14331.00	3.66
4	葡萄糖酸钙	9181.00	10766.00	-14.72
5	阿仑膦酸钠	6374.00	3950.00	61.37
6	骨化三醇	9569.00	6494.00	47.29
7	阿法骨化醇	5446.00	4416.00	23.32
8	帕米膦酸钠	4750.00	3972.00	19.59

资料来源：Menet，东方证券研究所

昆明贝克诺顿作为 TEVA 制药在中国最重要的利润来源，预计将成为 TEVA 进军中国的重要平台。我们预计未来 TEVA 制药仍将向贝克诺顿引进新的药物品种。考虑到贝克诺顿目前厂区已经接近饱和，预计未来有扩建的需求。

4. 昆明中药厂业绩有望改善

昆明中药厂有着深厚的底蕴，拥有 10 独家中药保护品种。但由于管理和市场开拓的原因，盈利情况一直没有大的改观，目前销售收入维持在 2 个亿左右，09 年净利润 1300 万左右。未来公司也将把中药厂作为重点发展方向，未来业绩有望明显改善。

图 7. 昆明中药厂净利润水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与估值

我们认为，公司业绩正在不断变好，主营业务存在众多的增长点；同时公司市值较小，成长空间较大。我们预计公司 2010-2011 年业绩分别为 0.30, 0.47 和 0.74 元/股，复合增长率超过 50%，目前股价对应公司 2010 年 PE 为 35 倍，PEG 小于 0.6，具有较好的安全边际，因此我们首次给予公司买入的投资评级。

表 6. 主要产品的销售收入假设如下

增速	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
天然植物系列	13.0%	-17.7%	3.4%	36.2%	38.3%	34.0%
化学合成系列	0.5%	27.1%	24.6%	18.8%	20.6%	22.2%
外购代销	-8.1%	22.4%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：东方证券研究所

风险因素

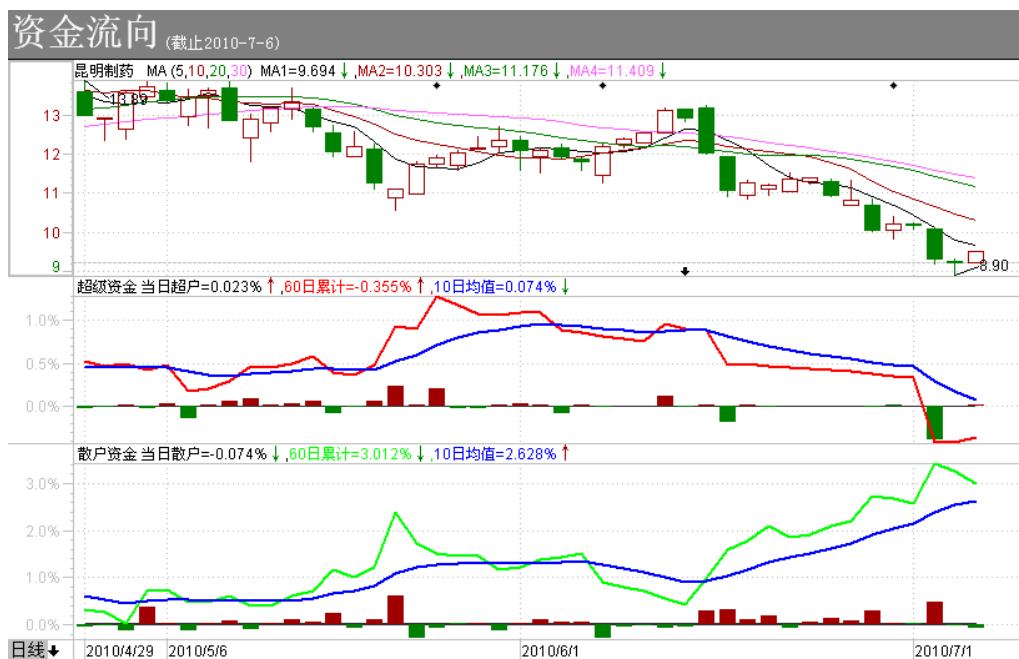
国家药品政策实施情况，原材料价格大幅上涨、股权结构的稳定性

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	810	917	1048	1336	营业收入	1435	1715	2102	2585
现金	195	186	168	274	营业成本	929	1068	1262	1489
应收账款	211	252	309	380	营业税金及附加	8	10	12	15
其它应收款	41	50	61	75	营业费用	294	385	495	609
预付账款	24	28	33	39	管理费用	97	119	140	172
存货	272	320	379	447	财务费用	11	4	1	-1
其他	67	81	99	122	资产减值损失	21	4	5	5
非流动资产	434	406	394	383	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	281	275	261	250	营业利润	75	125	188	296
无形资产	25	25	25	25	营业外收入	7	1	1	1
其他	125	103	105	105	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	1244	1323	1442	1719	利润总额	80	125	188	296
流动负债	472	470	482	551	所得税	13	19	28	44
短期借款	112	82	32	32	净利润	67	106	160	252
应付账款	158	182	215	253	少数股东损益	9	11	14	18
其他	202	206	235	265	归属于母公司净利润	58	95	146	234
非流动负债	34	24	0	0	EBITDA	108	153	216	322
长期借款	34	24	0	0	EPS (元)	0.19	0.30	0.47	0.74
其他	0	0	0	0					
负债合计	506	494	482	551	主要财务比率				
少数股东权益	73	84	97	115	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	314	314	314	314	成长能力				
资本公积	200	200	200	200	营业收入	9.5%	19.5%	22.6%	23.0%
留存收益	103	173	276	443	营业利润	93.5%	67.5%	50.8%	57.2%
归属母公司股东权	666	745	863	1053	净利润	81.6%	63.3%	53.5%	60.0%
负债和股东权益	1244	1323	1442	1719	获利能力				
					毛利率	35.2%	37.7%	40.0%	42.4%
					净利率	4.7%	6.2%	7.6%	9.7%
					ROE	9.1%	12.8%	16.7%	21.6%
					ROA	5.4%	8.0%	11.1%	14.6%
					偿债能力				
					资产负债率	40.7%	37.3%	33.4%	32.0%
					净负债比率				
					流动比率	1.72	1.95	2.18	2.43
					速动比率	1.14	1.27	1.39	1.62
					营运能力				
					总资产周转率	1.15	1.30	1.46	1.50
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	5.90	5.88	5.88	5.88
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.19	0.30	0.47	0.74
					每股经营现金流	0.48	0.19	0.32	0.52
					每股净资产	2.35	2.64	3.06	3.72
					估值比率				
					P/E	50.21	30.74	20.03	12.52
					P/B	3.97	3.53	3.05	2.51

资料来源：东方证券研究所

附图：昆明制药近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn