

热毒宁高速增长，业绩符合预期

- 公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 30.48%。公司扣非后 EPS 为 0.26 元，基本符合预期。公司 2010 年上半年实现业务收入 6.25 亿元，同比增长 43.5%，实现主营业务利润 4.46 亿元，同比增长 38.3%，实现营业利润 0.96 亿元，同比增长 28.2%，实现利润总额 1.06 亿元，同比增长 28%，实现归属于母公司所有者的净利润为 0.91 亿元，同比增长 30.1%。每股收益为 0.28 元，每股经营现金流为 0.089 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 0.83 亿元，同比增长 30.48%，扣非后 EPS 为 0.26 元。上半年资本公积金转增股本预案为每 10 股转增 3 股，现金分红预案为每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。

公司经营业绩同比实现较快增长，主要是由于公司主导品种桂枝茯苓胶囊、热毒宁注射液、天舒胶囊、腰痹通胶囊的销售收入较去年同期快速增长，同时公司采取有效措施，尽可能降低原辅材料涨价给公司带来的成本压力，并适当加大营销推广投入等综合因素所致。

2009 年公司引入职业经理人管理分销业务，并调整战略方向，开始集中力量开发第三终端，目前来看，公司分销业务取得明显进步，上半年分销业务达到 1.74 亿元，同比增长 79.23%，成为销售、临床、分销三大业务中增速最快一支。

● 上半年热毒宁注射液保持高速增长态势

今年上半年热毒宁注射液继续保持高速增长态势，同比增长 120%，热毒宁注射液从去年下半年开始热销，因而去年上半年基数较低，下半年基数较高，我们预计下半年热毒宁的同比增速会有显著下降，但环比增速会保持正值，销售收入逐季增加，这是因为三方面的原因：1) 新厂建成，产能瓶颈解决，2) 热毒宁注射液增加流感（高热）适应症，3) 热毒宁新进入医保目录。

● 毛利率水平略有下降

今年年初全国三七、金银花等部分原药材价格上涨，造成公司报告期内毛利率与上年同期相比下降 2.74 个百分点，母公司毛利率下降 2.12 个百分点。由于热毒宁注射液的主要原材料为青蒿、金银花、栀子等，其所受影响最大，毛利率下降 12.76 个百分点。

● 应收帐款较高，后续回款情况值得关注

报告期内因公司继续推进商务分销，放宽经销商回款周期使得公司应收账款持续高企，1—6 月份公司应收帐款有较大幅度攀升，期末应收帐款余额达 4.26 亿元，较期初增长 87.13%。

● 投资建议

我们维持之前对公司的盈利预测。预计公司 2010—2012 年实现每股收益 0.68 元、0.88 元、1.11 元，给予该股增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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 (维持)**

股价 (2010 年 7 月 23 日) 18.93 元

目标价格 26 元

总股本/A 股 (万股) 31973/31973

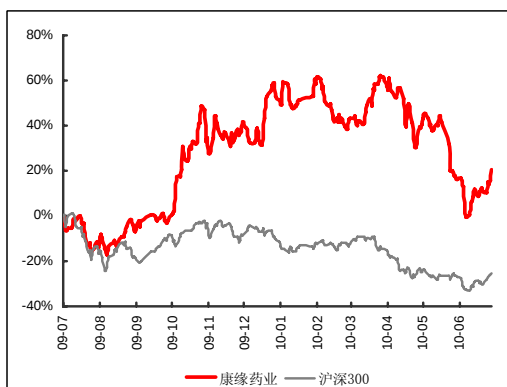
A 股市值 (亿元) 60

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 7 月 26 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	969	1259	1574	1889	
同比(%)	-14%	30%	25%	20%	
归属母公司净利润	160	216	282	356	
同比(%)	13%	35%	30%	26%	
毛利率(%)	74.8%	67.6%	70.2%	72.4%	
ROE(%)	15.0%	17.4%	18.9%	19.6%	
每股收益(元)	0.50	0.68	0.88	1.11	
P/E (X)	45.13	33.44	25.64	20.31	
P/B (X)	6.75	5.81	4.84	3.98	

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。

公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 30.48%

公司扣非后 EPS 为 0.26 元，基本符合预期。公司 2010 年上半年实现业务收入 6.25 亿元，同比增长 43.5%，实现主营业务利润 4.46 亿元，同比增长 38.3%，实现营业利润 0.96 亿元，同比增长 28.2%，实现利润总额 1.06 亿元，同比增长 28%，实现归属于母公司所有者的净利润为 0.91 亿元，同比增长 30.1%。每股收益为 0.28 元，每股经营现金流为 0.089 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 0.83 亿元，同比增长 30.48%，扣非后 EPS 为 0.26 元。上半年资本公积金转增股本预案为每 10 股转增 3 股，现金分红预案为每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。

公司经营业绩同比实现较快增长，主要是由于公司主导品种桂枝茯苓胶囊、热毒宁注射液、天舒胶囊、腰痹通胶囊的销售收入较去年同期快速增长，同时公司采取有效措施，尽可能降低原辅材料涨价给公司带来的成本压力，并适当加大营销推广投入等综合因素所致。

2009 年公司引入职业经理人管理分销业务，并调整战略方向，开始集中力量开发第三终端，目前来看，公司分销业务取得明显进步，上半年分销业务达到 1.74 亿元，同比增长 79.23%，成为销售、临床、分销三大业务中增速最快一支。

业绩发展再添新动力

上半年公司募集资金投向的小容量注射剂车间通过了国家 GMP 认证，2009 年四季度热毒宁注射液开始受到产能瓶颈限制，新车间的建成为热毒宁的高速成长扫清障碍。

报告期内公司获得赖诺普利片生产批件，获得热毒宁注射液增加流感（高热）适应症、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、吗替麦考酚酯胶囊临床批件，获得中国发明专利 2 件，国外发明专利 2 件，香港专利 3 件；完成国家科技部国家重点实验室建设方案，其可行性已经通过专家论证。

上半年热毒宁注射液保持高速增长态势

主导产品中，桂枝茯苓胶囊销售同比增长 29.52%，消化同比增长 38.27%，天舒胶囊销售同比增长 55.73%，消化同比增长 17.08%，抗骨增生胶囊销售同比增长 17.12%，消化同比增长 4.65%，腰痹通胶囊销售同比增长 30.16%，消化同比增长 8.16%，散结镇痛胶囊销售同比增长 29.51%，消化同比增长 14.27%，金振口服液销售同比增长 16.70%，消化同比增长 10.37%。

今年上半年热毒宁注射液继续保持高速增长态势，同比增长 120%，热毒宁注射液从去年下半年开始热销，因而去年上半年基数较低，下半年基数较高，我们预计下半年热毒宁的同比增速会有显著下降，但环比增速会保持正值，销售收入逐季增加，这是因为三方面的原因：1）新厂建成，产能瓶颈解决，2）热毒宁注射液增加流感（高热）适应症，3）热毒宁新进入医保目录。

表 1：公司主要产品销售收入统计

产品名称	指标	季度销售数据				单位：万元（不含税）		
		2008 年	2009 年				2010 年	
		1-12 月	1-3 月	1-6 月	1-9 月	1-12 月	1-3 月	1-6 月
桂枝茯苓胶囊	销售	28,763	7,856	15,426	23,616	31,654	8,796	19,979
	消化	28,305	6,629	15,207	25,424	37,562	10,110	21,027
	其中：临床	16,650	3,401	7,939	12,321	16,554	3,554	7,587
	分销	11,655	3,228	7,268	13,103	21,008	6,556	13,440
	销售同比增长	7.2%	26.08%	17.17%	19.15%	10.05%	11.97%	29.52%
	消化同比增长	12.9%	2.38%	11.41%	22.28%	32.70%	52.51%	38.27%
天舒胶囊	销售	7,153	449	2,688	4,334	5,058	1,783	4,186
	消化	6,824	1,095	2,746	4,478	6,123	1,555	3,215
	其中：临床	5,592	881	2,361	3,911	5,310	1,218	2,617
	分销	1,232	214	385	567	809	337	728
	销售同比增长	12.7%	-77.71%	-17.95%	-11.44%	-29.29%	297.10%	55.73%
	消化同比增长	4.4%	-26.95%	-17.54%	-10.71%	-10.27%	42.01%	17.08%
抗骨增生胶囊	销售	5,045	1,155	2,097	3,376	3,889	1,097	2,456
	消化	4,741	1,040	2,216	3,418	4,584	1,061	2,113
	其中：临床	4,018	847	1,820	2,763	3,641	784	1,587
	分销	723	193	396	655	943	277	526
	销售同比增长	15.9%	-7.23%	-16.98%	-9.83%	-22.91%	-5.02%	17.12%
	消化同比增长	3.0%	-4.94%	-10.51%	-4.90%	-3.31%	2.02%	-4.65%
腰痛通胶囊	销售	9,494	2,650	4,569	7,160	8,677	2,776	5,947
	消化	8,201	1,972	4,400	6,898	9,328	2,327	4,759
	其中：临床	7,159	1,752	3,855	5,998	8,020	1,851	3,720
	分销	1,043	220	545	900	1,308	476	1,039
	销售同比增长	53.4%	19.15%	-0.74%	0.73%	-8.61%	4.75%	30.16%
	消化同比增长	38.0%	12.81%	10.02%	12.50%	13.74%	18.00%	8.16%
散结镇痛胶囊	销售	8,908	2,158	4,155	6,748	8,288	2,279	5,381
	消化	7,962	1,823	4,142	6,848	9,208	2,143	4,733
	其中：临床	6,627	1,511	3,401	5,547	7,359	1,625	3,654
	分销	1,335	312	741	1,301	1,849	518	1,079
	销售同比增长	36.6%	5.89%	6.84%	8.18%	-6.96%	5.61%	29.51%
	消化同比增长	34.1%	16.49%	13.57%	16.34%	15.65%	17.55%	14.27%
金振口服液	销售	3,486	797	1,407	2,005	3,271	1,010	1,642
	消化	3,263	723	1,466	2,217	3,362	870	1,618
	其中：临床	2,511	539	1,101	1,654	2,407	581	1,109
	分销	752	184	365	563	955	289	509
	销售同比增长	8.4%	-23.00%	-22.56%	-10.89%	-6.17%	26.73%	16.70%
	消化同比增长	8.3%	-12.36%	-12.91%	-1.74%	3.02%	20.33%	10.37%
热毒宁注射液	销售	9,697	2,443	6,189	11,233	19,760	6,034	13,640
	消化	9,368	2,372	5,620	9,975	16,036	5,676	12,445
	其中：临床	9,347	2,361	5,593	9,934	15,957	5,617	12,330
	分销	21	11	27	41	79	59	115
	销售同比增长	46.1%	13.10%	51.99%	51.16%	103.77%	146.99%	120.39%
	消化同比增长	98.7%	35.31%	34.59%	41.34%	71.19%	139.29%	121.44%
临床品种合计	销售	72,546	17,508	36,531	58,472	80,597	23,775	53,231
	消化	68,664	15,654	35,797	59,258	86,203	23,742	49,910
	其中：临床	51,903	11,292	26,070	42,128	59,248	15,230	32,604
	分销	16,761	4,362	9,727	17,130	26,951	8,512	17,436
	销售同比增长	20.7%	3.31%	9.54%	13.57%	11.10%	35.80%	45.71%
	消化同比增长	23.0%	4.65%	8.61%	16.81%	25.54%	51.67%	39.43%

资料来源：东方证券研究所

表 2：康缘药业利润表分析

百万元	累计数据比较						单季度数据比较					
	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1-5Q2009	1-6Q2009	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业收入	209.2	435.5	694.0	968.5	1272.3	1625.1	209.2	226.3	258.4	274.6	272.3	352.9
同比增长率	-25.7%	-24.0%	-19.1%	-14.4%	30.1%	43.5%	-25.7%	-22.4%	-9.2%	0.1%	30.1%	55.9%
营业总成本	172.9	361.5	561.4	811.8	1025.2	1303.3	172.9	188.6	199.9	250.4	225.2	305.1
营业成本	49.8	106.2	166.9	244.3	324.6	419.5	49.8	56.4	60.7	77.4	64.6	104.9
成本率	23.8%	24.4%	24.1%	25.2%	23.7%	27.1%	23.8%	24.9%	23.5%	28.2%	23.7%	29.7%
主营业务利润	156.3	322.9	516.6	710.0	947.8	1205.6	156.3	166.6	193.7	193.4	203.8	242.6
毛利率	76.2%	75.6%	75.9%	74.8%	76.3%	72.9%	76.2%	75.1%	76.5%	71.8%	76.3%	70.3%
同比增长率	-3.5%	-2.8%	4.4%	3.5%	30.4%	38.3%	-3.5%	-2.1%	19.2%	1.2%	30.4%	45.6%
营业税金及附加	3.1	6.5	10.5	14.2	18.8	24.2	3.1	3.3	4.0	3.8	3.8	5.4
销售费用	94.5	193.7	291.1	402.8	521.6	649.8	94.5	99.2	97.4	111.7	121.6	128.2
营业费用率	45.1%	44.5%	41.9%	41.6%	44.7%	40.0%	45.1%	43.9%	37.7%	40.7%	44.7%	36.3%
管理费用	24.0	51.9	87.8	145.0	216.6	292.8	24.0	27.9	35.9	57.2	32.6	60.3
管理费用率	11.5%	11.9%	12.7%	15.0%	12.0%	14.9%	11.5%	12.3%	13.9%	20.8%	12.0%	17.1%
财务费用	1.0	2.4	4.1	7.3	12.5	16.4	1.0	1.3	1.8	3.2	2.5	3.9
期间费用率	57.1%	56.9%	55.2%	57.3%	57.5%	55.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0.5	0.9	1.0	-1.8	0.2	2.6	0.5	0.5	0.1	-2.9	0.2	2.4
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.3	1.1	1.4	2.7	0.3	1.5	0.3	0.8	0.4	1.3	0.3	1.2
其中：对联营企业和合营企业的投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	36.6	75.1	134.0	159.4	47.3	96.3	36.6	38.5	58.9	25.4	47.3	49.0
营业利润率	17.5%	17.2%	19.3%	16.5%	17.4%	15.4%	17.5%	17.0%	22.8%	9.3%	17.4%	13.9%
同比增长率	-0.1%	-4.4%	3.1%	6.1%	29.3%	28.2%	-0.1%	-8.1%	14.4%	25.9%	29.3%	27.2%
加：营业外收入	0.3	8.2	11.4	21.3	1.0	9.6	0.3	7.9	3.2	9.8	1.0	8.6
减：营业外支出	0.0	0.7	3.3	3.2	0.0	0.1	0.0	0.7	2.6	-0.1	0.0	0.1
利润总额	36.9	82.6	142.1	177.4	48.3	105.8	36.9	45.7	59.4	35.4	48.3	57.5
税前利润率	17.6%	19.0%	20.5%	18.3%	17.7%	16.9%	17.6%	20.2%	23.0%	12.9%	17.7%	16.3%
同比增长率	-3.5%	14.2%	11.4%	13.4%	30.8%	28.0%	-3.5%	34.0%	7.7%	22.2%	30.8%	25.7%
减：所得税	5.5	12.3	21.2	17.0	7.3	14.2	5.5	6.7	8.9	-4.1	7.3	7.0
有效税率	2.6%	2.8%	3.1%	1.8%	2.7%	2.3%	15.0%	14.7%	15.0%	-11.7%	15.0%	12.1%
净利润	31.4	70.4	120.9	160.4	41.0	91.5	31.4	39.0	50.5	39.5	41.0	50.5
减：少数股东损益	0.09	0.14	0.19	0.13	0.12	0.17	0.09	0.05	0.05	-0.06	0.12	0.05
归属于母公司所有者的净利润	31.3	70.2	120.7	160.3	40.9	91.4	31.3	38.9	50.5	39.6	40.9	50.5
净利润率	15.0%	16.1%	17.4%	16.5%	15.0%	14.6%	15.0%	17.2%	19.5%	14.4%	15.0%	14.3%
同比增长率	10.6%	29.5%	26.4%	12.9%	30.7%	30.1%	10.6%	50.3%	22.2%	-14.8%	30.7%	29.6%
每股收益(元)	0.098	0.220	0.377	0.501	0.128	0.286	0.098	0.122	0.158	0.124	0.128	0.158

资料来源：东方证券研究所

毛利率水平略有下降

今年年初全国三七、金银花等部分原药材价格上涨，造成公司报告期内毛利率与上年同期相比下降 2.74 个百分点，母公司毛利率下降 2.12 个百分点。由于热毒宁注射液的主要原材料为青蒿、金银花、栀子等，其所受影响最大，毛利率下降 12.76 个百分点。

应收帐款较高，后续回款情况值得关注

报告期内因公司继续推进商务分销，放宽经销商回款周期使得公司应收账款持续高企，1-6 月份公司应收帐款有较大幅度攀升，期末应收帐款余额达 4.26 亿元，较期初增长 87.13%。

投资建议

目前维持之前对公司的盈利预测。预计公司 2010-2012 年实现每股收益 0.68 元、0.88 元、1.11 元，给予该股增持的投资评级。

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	922	1014	1208	1485	营业收入	969	1259	1574	1889
现金	236	379	494	690	营业成本	244	408	470	521
应收账款	228	273	326	415	营业税金及附加	14	17	22	26
其它应收款	40	34	42	51	营业费用	403	443	580	715
预付账款	102	75	114	147	管理费用	145	160	204	250
存货	61	63	74	87	财务费用	7	3	-1	-6
其他	254	189	157	94	资产减值损失	-2	1	1	1
非流动资产	524	591	657	717	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	28	27	27	28	投资净收益	3	3	3	3
固定资产	337	445	532	603	营业利润	159	231	302	384
无形资产	74	71	69	66	营业外收入	21	17	19	19
其他	84	48	30	21	营业外支出	3	5	6	5
资产总计	1445	1604	1866	2202	利润总额	177	244	315	398
流动负债	363	348	358	369	所得税	17	26	32	41
短期借款	163	166	165	165	净利润	160	217	283	357
应付账款	64	57	66	73	少数股东损益	0	1	1	1
其他	136	125	127	131	归属于母公司净利润	160	216	282	356
非流动负债	4	3	4	4	EBITDA	207	267	340	422
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.68	0.88	1.11
其他	4	3	4	4	主要财务比率				
负债合计	367	351	362	373	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	6	7	9	10	成长能力				
股本	320	320	320	320	营业收入	-14.4%	30.0%	25.0%	20.0%
资本公积	334	334	334	334	营业利润	6.1%	44.9%	30.9%	27.1%
留存收益	418	591	841	1165	归属于母公司净利润	12.9%	34.9%	30.4%	26.2%
归属母公司股东权益合计	1072	1245	1495	1819	获利能力				
负债和股东权益	1445	1604	1866	2202	毛利率	74.8%	67.6%	70.2%	72.4%
现金流量表					净利率	16.5%	17.2%	17.9%	18.9%
单位:百万元					ROE	15.0%	17.4%	18.9%	19.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	17.1%	23.1%	26.3%	29.7%
经营活动现金流	58	285	247	324	偿债能力				
净利润	160	217	283	357	资产负债率	25.4%	21.9%	19.4%	16.9%
折旧摊销	41	33	39	44	净负债比率				
财务费用	7	3	-1	-6	流动比率	2.54	2.91	3.38	4.02
投资损失	-3	-3	-3	-3	速动比率	2.37	2.73	3.17	3.79
营运资金变动	-131	29	-70	-70	营运能力				
其它	-17	5	-0	1	总资产周转率	0.70	0.83	0.91	0.93
投资活动现金流	-92	-98	-102	-102	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	87	92	94	94	应付账款周转率	4.00	6.73	7.65	7.51
长期投资	36	-1	0	1	每股指标 (元)				
其他	31	-7	-7	-7	每股收益	0.50	0.68	0.88	1.11
筹资活动现金流	244	-43	-31	-26	每股经营现金流	0.18	0.89	0.77	1.01
短期借款	-7	3	-0	-0	每股净资产	3.35	3.89	4.68	5.69
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	53	0	0	0	P/E	45.13	33.44	25.64	20.31
资本公积增加	-53	0	0	0	P/B	6.75	5.81	4.84	3.98
其他	251	-46	-31	-26	EV/EBITDA	34	27	21	17
现金净增加额	210	143	115	196					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



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