

营收增长迅速 成本影响或将减弱

研究结论

- **专注于细分市场的成长型公司**：公司主营产品包括血必净注射液、盐酸法舒地尔和低分子肝素钙，是一家专注于细分行业的民营医药公司，2009 年收入 2.25 亿，净利润 8100 万元，上市前 07-09 复合增长率在 43%，增速较快。今年公司受到成本快速上涨的影响，短期利润增速受一定影响；但长期来看公司主营产品和控股子公司的产品市场空间依然很大。
- **血必净产品有望保持较快增长**：公司主打产品血必净是目前唯一通过 SFDA 批准用于治疗脓毒症和多脏器功能障碍的药物，今年销售规模有望达到 1000 万支以上；而据推算国内脓毒症发病人数每年约 300 万人以上，我们以 25% 病人接受一个疗程治疗计算，潜在血必净需求规模 5000 万支以上。公司通过持之以恒的学术推广循序渐进地提高国内医生对脓毒症的认知程度，和对该中药注射剂的认可度，覆盖医院比例逐渐提高。预计随公司学术推广的持续展开，血必净产品有望保持较快的增长。
- **成功投资康仁堂**：公司在专注发展主业的同时，利用超募资金进行积极地外延式扩张，其中在今年一季度斥资 5898 万获得了北京康仁堂 42% 的股权。后者是目前全国 6 家中药配方颗粒的生产企业之一，近几年业绩保持快速增长，而今年销售收入有望突破一亿元。考虑到公司今年对康仁堂从 6 月份开始并表，预计明年康仁堂对公司的利润贡献将至少出现翻倍的快速增长。
- **成本上涨明显 影响或将减弱**：今年公司的主要原材料如红花、川芎、肝素钠，以及辅料乙醇等均出现了较大幅度的上涨，明显影响了公司的毛利率和净利率，是公司利润增速落后于销售收入增速的根本原因。我们认为，目前公司主要的原材料价格涨幅均已很大，未来价格涨幅或将趋缓，公司利润增速有望明显回升。
- **未来新产品有望成为看点**：公司的产品储备也较为丰富。目前公司正在积极准备申报硫酸氢氯吡格雷；而治疗心血管病的沙格雷酯和治疗缺血性中风的脑心多泰也都有望在 2011 年申报生产，未来有可能构成公司新的增长点。
- **首次给与增持的投资评级**：我们预计公司 2010-2012 的业绩分别为 0.98，1.42 和 1.88 元/股。公司目前估值较为合理，短期业绩受成本上涨影响增速放缓，但公司产品市场空间较大，外延式扩张可能带来新的增长点，整体发展前景依然看好，首次给予公司增持的投资评级。
- **风险因素**：中药注射剂安全性风险，新药投放市场低于预期，原材料价格继续大幅上涨，康仁堂销售坏账风险。



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 11 月 8 日) 47 元

目标价格 55 元

总股本/A 股 (万股) 10068/10068

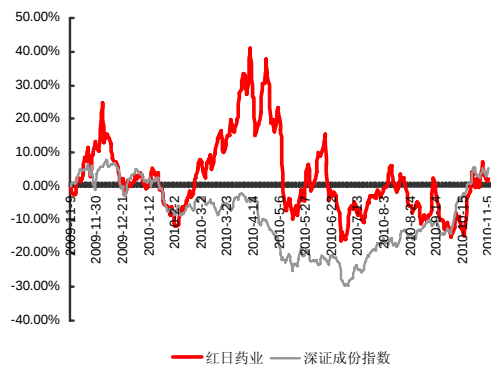
A 股市值 (百万元) 4700

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 11 月 9 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	18.95%	2.55%	2.27%
相对表现 (%)	-0.81%	-24.26%	-3.08%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	225	343	532	685
同比 (%)	20%	53%	55%	29%
净利润 (百万元)	81	99	143	189
同比 (%)	26%	30%	54%	32%
毛利率 (%)	79.0%	66.8%	68.5%	70.5%
ROE (%)	8.7%	10.5%	14.2%	16.3%
每股收益 (元)	1.61	0.98	1.42	1.88
P/E (倍)	29.22	47.97	33.01	25.04
P/B (倍)	2.55	4.70	4.15	3.61

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

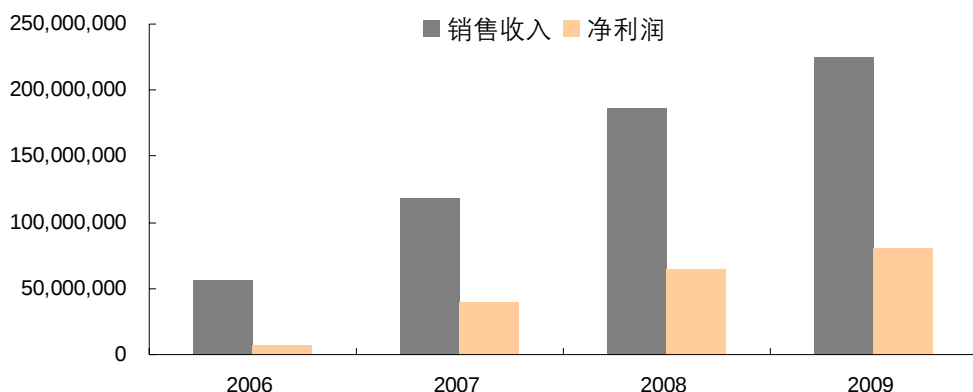
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

1. 专注于细分市场的成长型公司

公司主营产品包括血必净注射液、盐酸法舒地尔和低分子肝素钙，是一家专注于细分行业的成长型小型民营医药公司，2009 年收入 2.25 亿，净利润 8100 万元，上市前 07-09 复合增长率在 43%，增速较快。

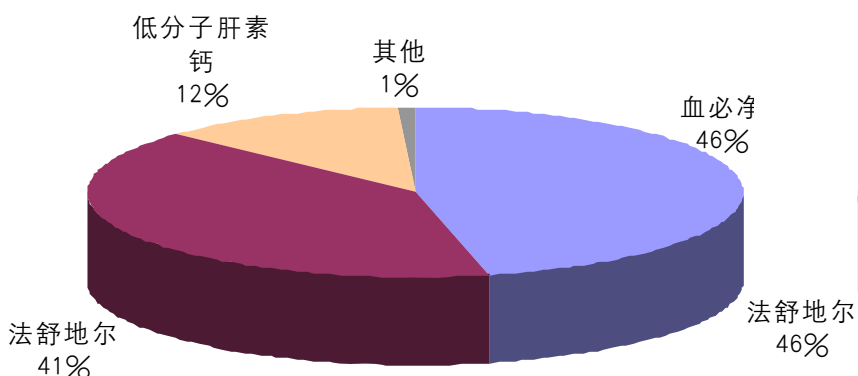
图 1. 公司过往业绩增长情况



资料来源：东方证券研究所

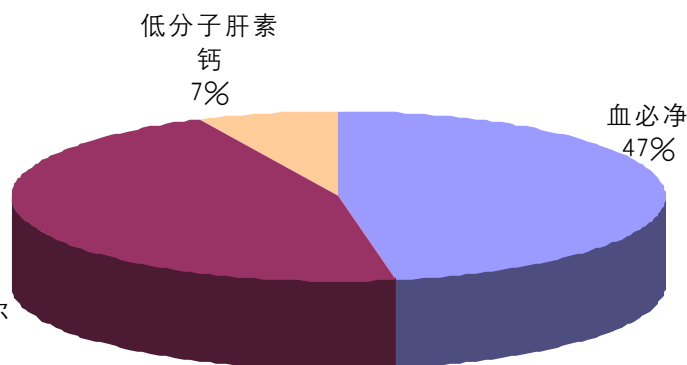
2009 年公司产品中血必净销售收入约 1 个亿左右，占比约 46%，盐酸法舒地尔销售收入过 9000 万，占比 41%左右，而低分子肝素钙销售收入约为 2700 万，占比 7%。预计随血必净销售收入的快速增长，其在公司整体销售收入和利润中的占比会逐渐提高。

图 2. 公司主营业销售收入占比分布



资料来源：东方证券研究所

图 3. 公司主营毛利占比分布



由于红花等中药材，肝素钠原料药以及乙醇等辅料价格均明显上涨，而公司主要产品法舒地尔医保适应症被限制，因此我们预计 2010 年公司短期增速将放缓；但公司主要产品如血必净的市场空间依然很大，而且公司外延式扩张和新产品也将提供新的增长点，整体长期发展前景看好。

2. 血必净产品有望保持较快增长

血必净治疗脓毒症市场前景看好。公司通过持之以恒的学术推广循序渐进地提高国内医生对脓毒症的认知度，和对该中药注射剂的认可度，覆盖医院比例逐渐提高。预计随公司学术推广的持续展开，以及中药注射剂不良事件影响的逐渐弱化，血必净产品有望保持较快的增长，我们预计未来几年有望保持 30—40% 的增速，但受到中药材和乙醇价格的上涨影响，毛利率与过去几年相比将下滑（根据市场情况，不排除公司采用提高出厂价的策略来部分弥补成本上涨带来的损失）。

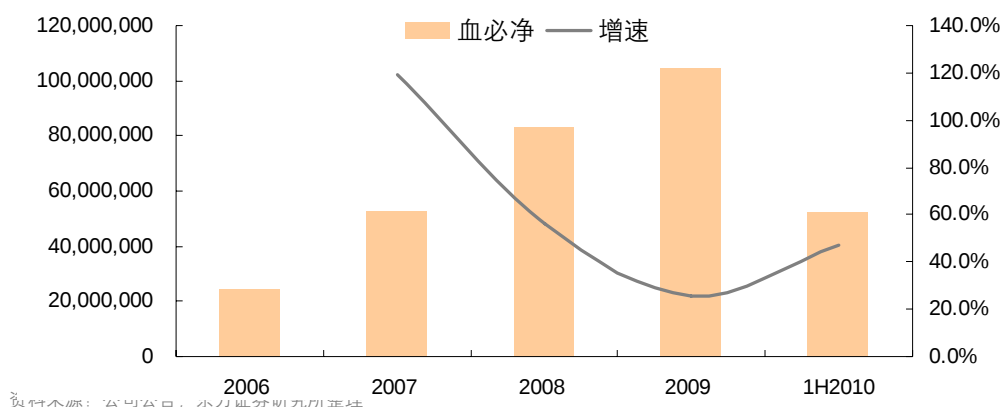
2.1 治疗脓毒症疗效明确 市场空间大

脓毒症(sepsis)是由感染引起的全身炎症反应综合征(SIRS)，是各种严重创伤、烧伤、缺氧、再灌注损伤及外科大手术后常见的并发症，进一步发展可导致脓毒性休克、多器官功能障碍综合征。目前，因严重感染引起的脓毒症是世界范围内非心脏病 ICU 患者的首要死亡原因。据统计美国脓毒症发病率近年来不断提高，每年约有 70 万以上的新增病人，病死率近 20—30%，严重脓毒症的病死率则高达 30%—50%；据推测我国每年脓毒症新增患者约有 300 万人，死亡率估计在 20% 左右。

目前国际上只有 Eli Lilly 的重组人活化蛋白 C 可用于严重脓毒症的治疗，2001 年礼来公司重组的人活化 C 蛋白(商品名为 Xigris)被 FDA 批准在美国上市，此后在多个发达国家上市，使用价格昂贵，估计一个疗程费用在 40000 元左右；该产品可以明显降低脓毒症患者的死亡率，但是其主要副作用是严重出血事件，发生率为 3.5%；而且在此后扩大规模的临床试验中其有效性也受到质疑。09 年 FDA 展开调查并建议医生不要给具有出血风险的脓症患者使用 Xigris。

与 Xigris 相比，红日药业的血必净产品疗效明确、副作用低而且治疗费用更为低廉，具有比较明显的优势。血必净是目前唯一通过 SFDA 批准用于治疗脓毒症和多脏器功能障碍的药物，是我国中药现代化的重要成果之一。血必净注射液的组方包括红花黄色素 A、芍药苷、丹参素、阿魏酸、原儿茶醛及川芎嗪等活性成分。通过抑制细菌感染、应激反应等带来的内毒素释放和连锁的炎性介质释放对内皮细胞等一些生命器官细胞及亚细胞的损伤，从而阻止过分的全身炎性反应，最终保护器官的正常功能，能够显著提高脓毒症和多器官功能障碍综合征患者存活率，目前未见明显毒副作用和不良反应，其应用前景较好。

目前血必净的治疗成本大约在 4000 元左右，每个疗程 70—140 支。以每年 300 万人的发病人数来计算，潜在市场空间至少在 2 亿支以上，对应市场规模 20 亿元左右（按照出厂价格）；如果 25% 以上患者能够得到血必净治疗，潜在市场规模也在 5000 万支以上，按出厂价折算销售收入 5 亿元以上。而目前公司的销售收入仅 1.5 亿元左右，公司该产品的潜在增长空间是很大的，这些年公司的血必净产品销售收入也维持了快速的增长。

图 4. 公司血必净产品销售快速增长


2.2 学术推广认可度提高

目前限制血必净产品快速扩张的主要原因在于国内医生对脓毒症的认识程度不够，而且临床用药指南中也没有针对脓毒症的一线用药推荐，部分医生仍然使用皮质激素作为治疗脓毒症的辅助手段。同时作为中西结合的治疗领域，西医科室对中药注射剂的接受仍然需要一个过程。

针对这种状况，红日药业从 2004 年开始着重进行脓毒症和血必净的医生教育工作，通过组织脓毒症论坛等方式进行学术推广，循序渐进的扩大血必净的医院覆盖数量。如在今年 5 月 30 日召开的第二届脓毒症高峰论坛上，来自国内的数百位中西医专家就中医药治疗脓毒症的临床、科研和推广进行了深入研讨，会议一致认为，中医药治疗脓毒症具有多靶点整体治疗特色和优势，并具备了多年的临床应用基础，推广前景广阔。

通过持续的医生教育和循序渐进的推广，目前公司覆盖的二级以上医院已经从 2008 年底 850 家左右提高到接近 1500 家左右，覆盖率大幅提高。

2.3 产能不会成为限制性因素

由于产销量的快速提高，公司近年来的产能利用率一直保持较高水平。公司募投项目 2012 年初投入生产有望解决公司的产能瓶颈问题；在这之前，公司也将通过技改和增加班次的方式逐步调整血必净的产能，预计血必净的产销不会受到产能的影响。

表 1. 公司产能情况（单位：万支）

项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
（预期）销量	184	453	728	1,000	1,400	2,000	2,600
（预期）产量	190	449	735	1,000	1,400	2,000	2,600
设计产能	300	500	700	900	1,500	2,600	2,600

资料来源：招股说明书，东方证券研究所

3. 成功投资康仁堂

此次发行上市公司共超募资金约 4.52 亿元，公司正积极的利用超募资金进行行业内的收购，今年已经连续公告了多个投资项目。

表 2. 公司部分超募资金使用情况

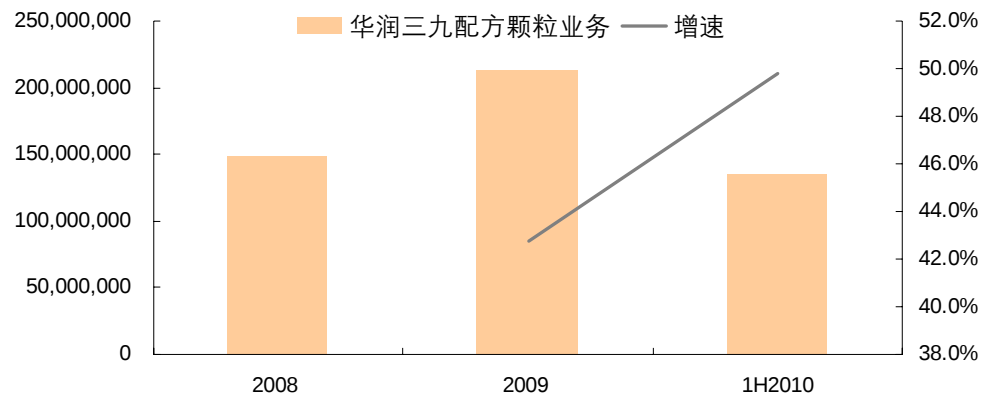
超募资金合计	452,849,330.8
剩余超募资金	174,697,330.8
使用部分合计	278,152,000.0
与上海药物研究所合作开发丙肝新药	45,000,000.0
增资北京康仁堂并成为第一大股东	58,986,100.00
血必净项目增加投资	37,490,000.0
研发中心增加投资	62,869,900.0
车间技术改造	15,836,000.0
ERP 信息化管理	2,970,000.0
增资汶河医疗器械占 60%	9,000,000.0
出资成立天以医药占 80%	16,000,000.0
出资建立创投 天以投资 占比 29.97%	30,000,000.0

资料来源：公司公告，东方证券研究所

其中公司 4 月 22 日公告以 5900 万左右获得北京康仁堂 42% 的股权。后者主营配方颗粒，（所谓单味中药配方颗粒是用符合炮制规范的传统中药饮片作为原料，经现代制药技术提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装精制而成的纯中药产品系列。它保证了原中药饮片的全部特征，能够满足医师进行辨证论治，随证加减，药性强、药效高、同时又具有不需要煎煮、直接冲服、服用量少、作用迅速、成份完全、疗效确切、安全卫生、携带保存方便、易于调制和适合工业化生产等许多优点 来源：网络资料）。

中药配方颗粒是目前我国中药饮片现代化的重要发展方向，目前配方颗粒在日本、韩国发展迅速，已纳入日、韩等国家及地区的医疗保险用药范围，在国外发展十分迅速。2009 年 4 月 1 日，北京将中药配方颗粒纳入医保报销范畴，未来随着配方颗粒被更多地方纳入医保范围，其发展速度有望进一步加速。

而且目前配方颗粒生产企业较少，全国只有六家（江阴天江药业有限公司、广东一方制药有限公司、北京康仁堂药业有限公司、南宁培力药业，华润三九、四川绿色药业） 国家对该业务审核较严，政策壁垒较高，市场竞争格局较好。华润三九的配方颗粒业务也保持了高速的增长，其业务规模在 2 亿以上。

图 5. 华润三九的配方颗粒规模和增长


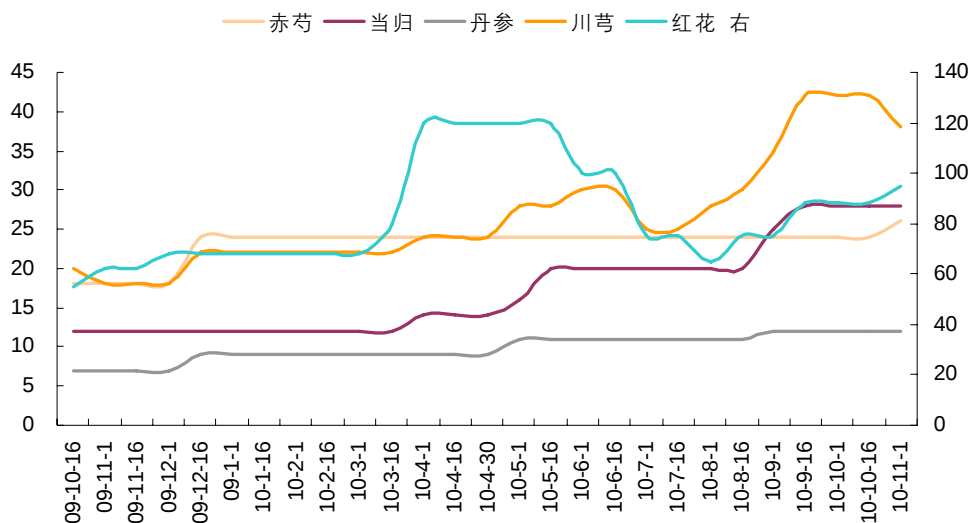
资料来源：华润三九公告，东方证券研究所

目前我国配方颗粒的国际标准正在研制过程中，北京康仁堂作为制定者之一参与了此项目。康仁堂近年利润快速增长，2009 年利润已达 1000 万元以上，较 2008 年同比增长 500%。借助红日药业在天津和其他地区的经验和渠道，北京康仁堂的业务开始走出北京并在天津、山西、内蒙等地进行开拓，业务出现快速增长。今年预计康仁堂的销售收入可超过 1 亿元，净利率水平有望维持在 20% 以上，同比继续实现翻倍以上的增长；但与华润三九的规模相比，仍有不少的成长空间。红日药业收购康仁堂时 5900 万左右的收购报价，相当于收购 PE14 倍，考虑到康仁堂的快速成长前景，此项收购将明显增厚红日药业股东的投资收益。

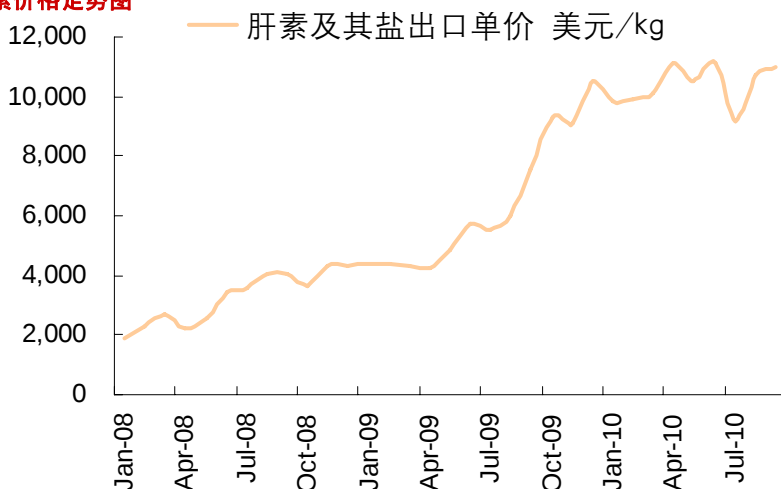
我们预计，受益于行业的发展和业务地域的拓展，康仁堂未来的业务仍能保持高速的增长。同时由于康仁堂的业务是从 6 月份开始并表的，所以 2011 年全年并表后康仁堂对公司的利润贡献至少出现 100% 的增长。但康仁堂对医院客户采用赊销的模式，需要关注康仁堂应收账款的收回情况。

4. 成本影响或在未来减弱：

成本因素是影响公司业绩的重要因素。首先，受到天气和流动性泛滥的影响，今年公司主力产品血必净的主要原材料如红花、川芎、当归、丹参、赤芍等中药材都出现了明显的上涨；其次，受粮食价格带动和经济底部回升的影响，公司主要辅料乙醇价格也大幅上涨；而受百特事件影响，肝素和肝素钠的价格从去年开始一路飙升，使得公司的低分子肝素钙产品利润降为负值。

图 6. 公司主要药材原料的价格走势 元/kg


资料来源：中国药材信息网，东方证券研究所

图 7. 肝素价格走势


资料来源：东方证券研究所

原材料的大幅上涨明显的影响了公司的毛利率和净利率,是公司利润增速落后于销售收入增速的重要原因。

但我们认为目前原材料价格的价格已处高位,持续大幅上涨的可能性较小。其中红花等原材料属于一年生的草本植物分布较广,市场价格未来调整或能做出较快调整;但多年生的药材调整时间或较长,且受今年过度开采和人工上涨影响,价格仍可能坚挺,但考虑到经销商库存和价格对需求抑制作用,其价格上涨幅度或将趋缓。目前公司主要的原材料价格均已处于几年来高位,进入调整状态,如果未来价格逐渐走稳,或涨幅减小,公司利润增速有望明显回升。

图 8. 公司利润增速落后于收入增速

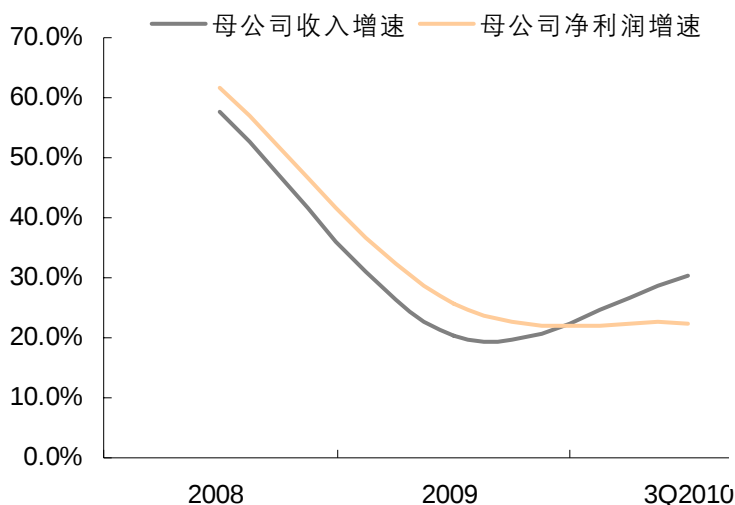
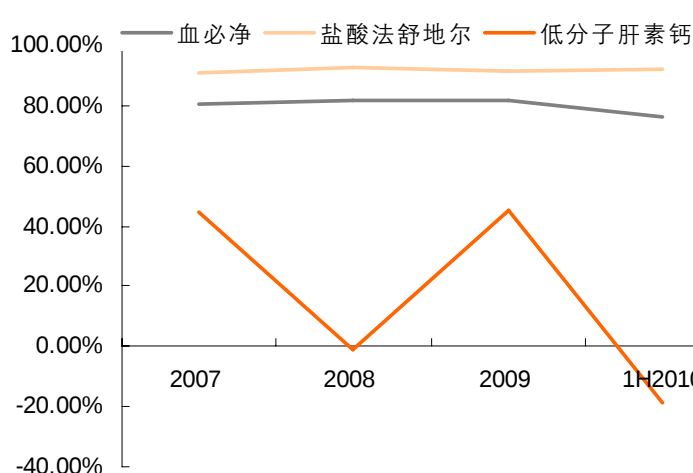


图 9. 公司各产品的毛利率情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

5. 其他产品情况

5.1 盐酸法舒地尔增速受限

目前公司的盐酸法舒地尔仍然是国内独家生产企业，市场占有率在 90%以上；该产品主要应用于改善和预防蛛网膜下腔出血后脑血管痉挛及引起的脑缺血症状；近几年我国脑血管药物行业增速保持在 25-30%，而该产品在上市头几年该产品销售收入跳跃式增长，09 年销售收入超过 9000 万元，2009 年新医保目录限制盐酸法舒地尔注射液适应症范围为蛛网膜下腔出血后患者在三级医院使用，可能会对公司的销售造成一定的局限，预计未来增速仍将维持在 15-20%左右。

盐酸法舒地尔是日本旭化成株式会社和名古屋大学药理学研究室合作研发的一种新型异喹啉磺酰胺衍生物类 Rho 激酶选择性抑制剂。1995 年 6 月在日本上市，是唯一上市的 Rho 激酶抑制剂，商品名为依立卢，临床用于改善和预防蛛网膜下腔出血后脑血管痉挛及引起的脑缺血症状。盐酸法舒地尔是国内唯一 Rho 激酶抑制剂，红日药业是国内唯一生产该品种原料药和注射剂的企业。目前 Rho 激酶抑制剂在脑血管领域的占比逐年提高，08 年占比已经到 4.93%。

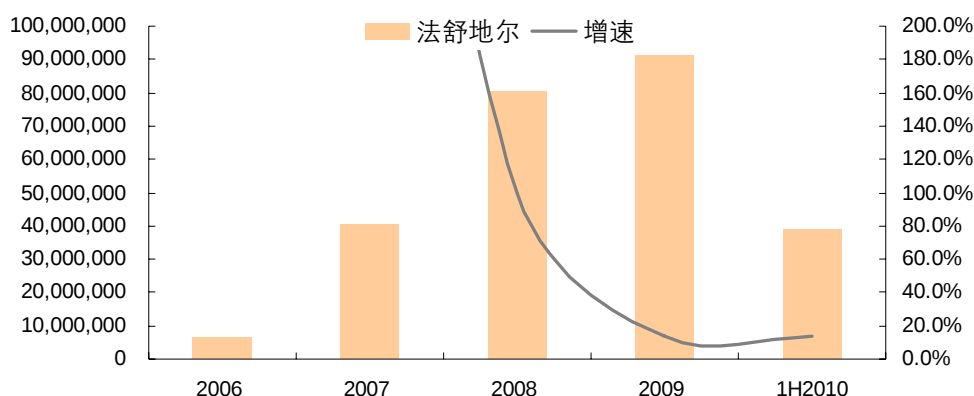
在脑血管治疗领域广泛应用的药物是钙拮抗剂尼莫地平，该药物被大多数观点认为是防治蛛网膜下腔出血 (SAH) 和脑血管痉挛 (CVS) 的最重要的有效药物。但目前已经研究表明，盐酸法舒地尔治疗 SAH 和 CVS 的疗效更佳，而且不影响系统血压，具有更好的选择性，被认为是一种安全有效地药物。如果公司凭借自身的先入者优势，辅之以有效地学术推广，公司该药物的发展前景依然看好。

但该产品目前处于前有阻截后有追兵的情况：2009 年新医保目录中将盐酸法舒地尔限制在蛛网膜下腔出血后患者在三级医院使用，对公司产品的适应症和目标医院进行了限制，短期内可能会影响

到公司产品的市场开拓；此外 2008 年公司法舒地尔的监测期已过，目前有 10 家左右公司的仿制药品种正在审评过程中，可能会加剧此品种的竞争态势。

作为应对，一方面公司通过 Rho 激酶论坛等学术推广形式，巩固自身在行业内的地位，进一步加大对三级医院的覆盖面积（2009 年公司法舒地尔进入 650 家三级医院，而根据 2008 年统计数据我国共有 1192 家三级医院，尚有近一倍的开拓空间）；另一方面公司积极进行药品的二次开发和专利保护，拓宽了该药的市场发展领域，也有效防止其他企业仿制带来的影响。

图 10. 盐酸法舒地尔销售收入和毛利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们预计公司该产品受到新医保适应症范围限制的影响，增速可能维持在 15–20%左右的水平

5.2 低分子肝素钙短期受成本冲击

由于肝素钠价格快速上涨，公司的低分子肝素钙的毛利率出现了较大幅度的下滑。同时受制于原材料供给的问题，包括公司在内的许多国内肝素制剂企业均采取了控制出货的策略。

我们预计公司低分子肝素钙产品收入将难有大幅增长，短期对公司的业绩产生一定拖累；制剂原料一体化的企业已经明显占优，常山生化凭借原料药的优势近几年在低分子肝素钙市场上份额提高很快。目前肝素钠原料价格已经有所回落，但公司该产品的业绩改善有赖于原材料价格进一步回调和生产技术的进一步改进。

表 4：我国低分子肝素钙市场份额情况

低分子肝素该份额	2007	2008	2009
GSK	60.16%	55.03%	48.23%
常山生化	2.74%	7.91%	16.60%
红日药业	12.28%	12.99%	13.32%
安徽兆科	8.87%	9.42%	9.20%
海南通用	7.94%	7.09%	5.01%
天普生化	7.97%	7.34%	6.41%
深圳赛保尔		0.23%	1.23%

资料来源：原料药与中间体，东方证券研究所

6. 新产品储备丰富

公司的产品储备也较为丰富，目前公司正在积极申报硫酸氢氯吡格雷，而治疗心血管病的沙格雷酯和治疗缺血性中风的脑心多泰也都有望在 2011 年申报生产，未来有可能构成公司新的增长点。

盈利预测与估值

我们认为，公司的血必净产品市场空间广阔，有很强竞争能力，应能保持快速增长；盐酸法舒地尔短期可能受到适应症限制，增速放缓；低分子肝素钙产品盈利有待改善；配方颗粒的行业前景看好，康仁堂投资收益有望较快增长。在不考虑新产品的情况下，预计 2010–2012 年业绩分别为 0.98 元，1.42 元和 1.88 元/股，目前 PE46 倍左右。公司坚持学术推广的营销路线，主营产品在未来仍有较大的发展潜力，但短期估值较为合理，首次给予公司增持的投资评级，建议予以关注。

表 5. 主要产品的销售收入假设如下

增速	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
血必净注射液	119.2%	56.3%	25.8%	40.0%	35.0%	33.0%
盐酸法舒地尔注射液	529.6%	99.5%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
低分子量肝素钙注射液	7.2%	-3.1%	28.5%	16.0%	5.0%	15.0%
配方颗粒			100%	100%	60%	34.4%

资料来源：东方证券研究所

表 6. 主要费用率假设如下

增速	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
母公司销售费用率	21.33%	19.26%	21.96%	20.00%	20.00%	20.00%
母公司管理费用率	12.75%	13.55%	14.51%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：东方证券研究所

风险因素

中药注射剂安全性风险，新药投放市场低于预期，原材料价格继续大幅上涨。

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

分析师声明

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