

佐力药业 300181.SZ

中药乌灵参产业化的执著推动者

事件：佐力药业首次发行 2000 万股。

研究结论

● 合理价格区间为 21.0-24.5 元

根据我们的盈利预测，公司 2010、2011、2012 年实现摊薄后每股收益为 0.50 元、0.70 元、0.95 元，以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计，对应合理价格区间为 21.0-24.5 元。

● 实际控制人为俞有强先生

公司控股股东、实际控制人为自然人俞有强先生，其持有股份比例为 41.25%。发行后，俞有强先生的持股比例将下降为 30.94%，实际控制地位不变。

● 公司致力于中药材乌灵参产业化

公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，通过多年的研发、改进，实现了珍稀中药材—乌灵参的产业化生产。主导品种乌灵胶囊是国家中药一类新药，国内独家生产，现为中药保护品种。

● 产品主要用于调节心理障碍和改善情绪

乌灵胶囊具有养心安神，补肾健脑的功能，用于神经衰弱的心肾不交证，主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗，是首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品。后续品种中灵莲花颗粒主治更年期综合症，针对性更强。

● 市场占有率在神经系统中成药中位居前列

南方经济研究所在《2009 年度中国医药市场发展蓝皮书》中公布的医院神经系统疾病用药中十大中成药中，品种前 10 位中药品种市场集中度为 59.27%，其中乌灵胶囊排名第二。除排名第一位的天麻素注射液为注射剂型外，其余产品均为口服剂型，乌灵胶囊在口服剂型中市场排名第一位。

● 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 2000 万股，募集资金主要用于乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目、乌灵胶囊建设项目、药用真菌研发中心建设项目和营销网络建设项目。

● 风险提示

单一产品依赖风险、核心产品失密风险



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

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

合理股价区间	21.0-24.5 元
发行后总股本（万股）	8000
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 1 月 31 日

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	215	280	346	430
同比(%)	31%	30%	24%	24%
归属母公司净利润	32	40	56	76
同比(%)	90%	27%	40%	36%
毛利率(%)	79.0%	79.0%	79.0%	79.0%
ROE(%)	19.1%	17.8%	7.5%	9.3%
每股收益(元)	0.39	0.50	0.70	0.95

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 合理价格区间为 21.0-24.5 元	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	6
3.1 公司致力于中药材乌灵参产业化	6
3.2 公司实际控制人为俞有强先生	6
4 业务分析	7
4.1 公司主营业绩保持平稳增长	7
4.2 华东是传统强势区域	8
4.3 财务比率体现中药处方药特色	9
5 产品竞争力分析	10
5.1 成功实现天然乌灵参药材产业化	10
5.2 主要用于调节心理障碍和改善情绪	11
5.3 在神经系统中成药中位居前列	12
6 募集资金项目分析	12
7 风险提示	12

图表目录

图 1：公司 IPO 后股权结构图	6
图 2：公司近三年销售收入及增速	8
图 3：公司近三年净利润及增速	8
图 4：公司 2007-2009 年营业收入中各省分布	9
图 5：公司净利润变化分析	10
图 6：天然乌灵参示意图	10
图 7：公司产品乌灵胶囊示意图	11
图 8：乌灵系列产品药效学与临床应用示意	11
表 1：公司销售收入分产品预测表	4
表 2：公司盈利预测表	5
表 3：公司 IPO 前后股本变化	6
表 4：公司主要产品的用途与功能	7
表 5：公司近三年分产品收入构成	8
表 6：近三年公司业务分区域占比	9
表 7：医院市场神经系统疾病中十大中成药品种	12
表 8：公司募集资金项目情况（万元）	12
附表：财务报表预测与比率分析	14

1 合理价格区间为 21.0-24.5 元

根据我们的盈利预测，公司 2010、2011、2012 年实现摊薄后每股收益为 0.50 元、0.70 元、0.95 元，以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计，对应合理价格区间为 21.0-24.5 元。

2 盈利预测

主要假设：

- 公司加大对华东以外市场的开拓力度，主导品种乌灵胶囊在北京、上海、广州等用药大区持续成长，未来保持 25%-30% 增速；
- 公司产品价格保持稳定，因为公司原料主要来自于发酵，药材价格波动对公司成本影响较小，我们预计未来三年毛利率稳定在 79% 左右；
- 由于需要加大空白医院开拓力度，我们预计未来三年销售费用率稳定在 52% 左右；
- 公司税收政策及福利企业补贴政策保持不变；

表 1：公司销售收入分产品预测表

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
乌灵胶囊	销售收入(万元)	10418	14966	19240	25012	31265	39081
	同比增速		43.65%	28.56%	30.00%	25.00%	25.00%
乙酰螺旋霉素	销售收入(万元)	2106	1359	1619	1619	1619	1619
	同比增速		-35.48%	19.16%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	销售收入(万元)	135	166	676	1352	1757	2284
	同比增速		22.91%	308.23%	100.00%	30.00%	30.00%
合计	销售收入(万元)	12659	16490	21535	27983	34641	42985
	同比增速		30.27%	30.59%	29.94%	23.80%	24.09%

资料来源：公司数据，东方证券研究所

根据以上假设，我们预计 2010-2012 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 0.40 亿元、0.56 亿元、0.76 亿元，同比增长 27%、40%、36%，实现摊薄后每股收益为 0.50 元、0.70 元、0.95 元。

表 2：公司盈利预测表

利润表				单位:百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	215	280	346	430
营业成本	45	59	73	90
营业税金及附加	3	3	3	4
营业费用	112	146	180	224
管理费用	22	34	38	47
财务费用	7	3	-1	-12
资产减值损失	0	0	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	26	36	53	75
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	35	44	62	84
所得税	3	4	5	7
净利润	32	40	56	76
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	32	40	56	76
EBITDA	42	52	69	88
EPS (元)	0.39	0.50	0.70	0.95

资料来源：东方证券研究所

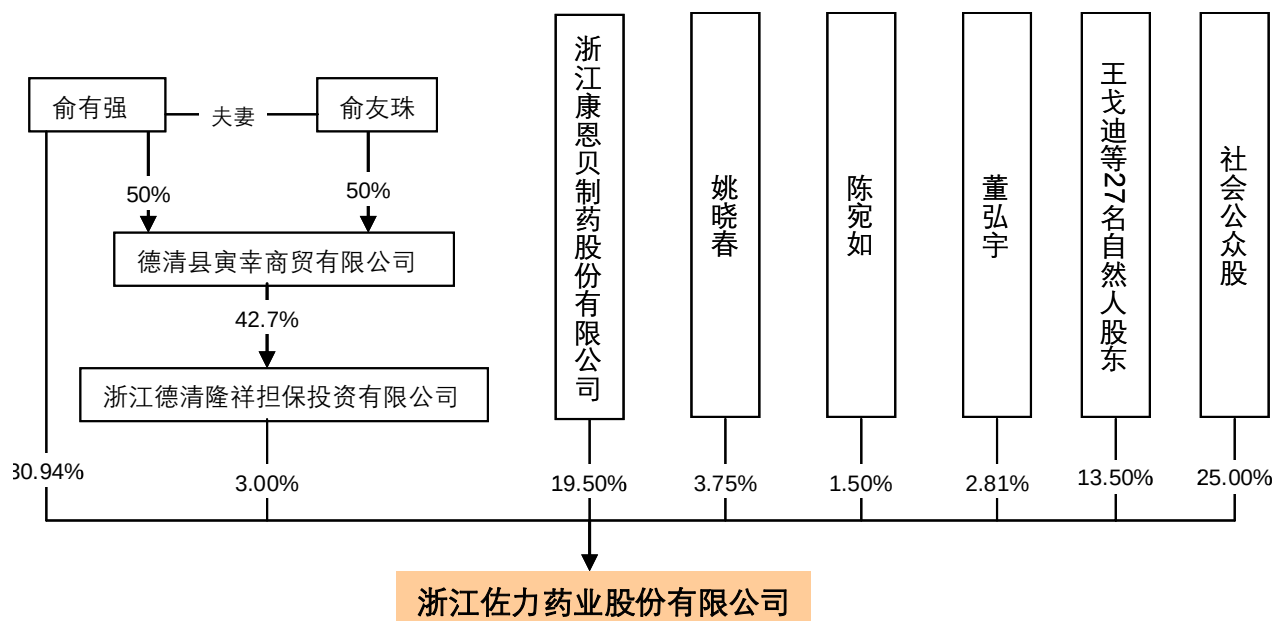
3 公司简介

3.1 公司致力于中药材乌灵参产业化

公司成立于 2000 年 1 月 28 日，注册资本 6000 万元，法定代表人为俞有强先生。

公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，通过多年的研发、改进，实现了珍稀中药材—乌灵参的产业化生产。主导品种乌灵胶囊是国家中药一类新药，国内独家生产，现为中药保护品种（二级），保护期至 2013 年 9 月 28 日，保护期满后可以申请续保七年。

图 1：公司 IPO 后股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

3.2 公司实际控制人为俞有强先生

公司控股股东、实际控制人为自然人俞有强先生，其持有发行人股份比例为 41.25%。同时，俞有强先生控制的浙江德清隆祥担保投资有限公司持有公司 240 万股股份，占公司总股本的 4%。发行后，俞有强先生的持股比例将下降为 30.94%，实际控制地位不变。

表 3：公司 IPO 前后股本变化

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
俞有强	2475	41.25%	2475	30.94%
浙江康恩贝制药股份有限公司	1560	26.00%	1560	19.50%

姚晓春	300	5.00%	300	3.75%
浙江德清隆祥担保投资有限公司	240	4.00%	240	3.00%
王戈迪	240	4.00%	240	3.00%
董弘宇	225	3.75%	225	2.81%
江南	150	2.50%	150	1.88%
陈宛如	120	2.00%	120	1.50%
其他 25 名自然人股东合计	690	11.50%	690	8.63%
社会公众股	-	-	2000	25.00%
合计	6000.00	100.00%	8000.00	100.00%

资料来源：公司招股书

4 业务分析

公司共持有 19 个药品生产批文，产品分为针对治疗中、轻度心理障碍和情绪调节的中药产品、抗感染类的化学制剂产品以及其他产品。

表 4：公司主要产品的批号与分类

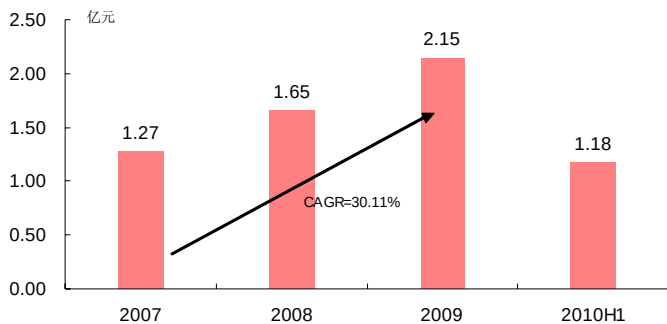
类别	药品名称	批准文号	剂型	医保分类	OTC/ 处方药
中药	乌灵菌粉	国药准字 Z19990047	原料药		
中药	乌灵胶囊	国药准字 Z19990048	胶囊剂	乙类	OTC
中药	灵莲花颗粒	国药准字 Z20090711	颗粒剂		处方药
化学药	乙酰螺旋霉素片	国药准字 H33021464	片剂	乙类	处方药
化学药	复方氨酚烷胺胶囊	国药准字 H33021463	胶囊剂		OTC
化学药	盐酸环丙沙星胶囊	国药准字 H33022261	胶囊剂	甲类	处方药
化学药	盐酸雷尼替丁胶囊	国药准字 H33020918	胶囊剂	甲类	OTC
化学药	琥乙红霉素片	国药准字 H33021465	片剂	乙类	处方药
化学药	甲磺酸酚妥拉明片	国药准字 H20041543	片剂		处方药
中药	仙桃草片	国药准字 Z20090702	片剂		处方药
化学药	注射用甲磺酸培氟沙星	国药准字 H20064528 、 H20064529	注射剂		处方药
化学药	注射用盐酸多沙普仑	国药准字 H20080379	注射剂	乙类	处方药
化学药	注射用克林霉素磷酸酯	国药准字 H20083887	注射剂		处方药
化学药	注射用环磷腺苷	国药准字 H20083682	注射剂		处方药
化学药	注射用硝普钠	国药准字 H20083887 、 H20083888	注射剂	甲类	处方药
化学药	注射用阿奇霉素	国药准字 H20074176	注射剂	乙类	处方药
化学药	注射用倍丙酯	国药准字 H20066679	注射剂		处方药
食品	虫草头孢菌粉	(浙)卫食证字(2008) 第 330521100075			
食品	蝙蝠蛾拟青霉菌粉	(浙)卫食证字(2008)			

资料来源：招股说明书

4.1 公司主营业务保持平稳增长

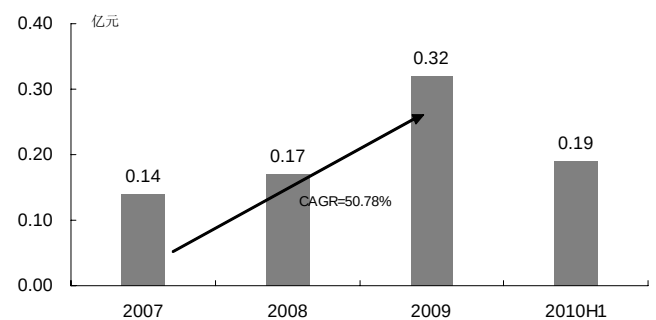
公司 2007 到 2009 年分别实现销售收入 1.27 亿元、1.65 亿元和 2.15 亿元，年复合增长率为 30.11%。实现归属于母公司的净利润 0.14 亿元、0.17 亿元和 0.32 亿元，年复合增长率为 50.78%。2010 年上半年，公司的营业收入为 1.18 亿元，为 2009 年全年的 54.88%；公司的净利润为 0.19 亿元，为 2009 年全年的 66.67%。

图 2：公司近三年销售收入及增速



资料来源：招股说明书

图 3：公司近三年净利润及增速



资料来源：招股说明书

公司的销售主要由乌灵胶囊、乙酰螺旋霉素片及其他药品组成，其中乌灵胶囊产品的销售为公司最主要收入来源，2009 年，乌灵胶囊占销售收入的比重为 89.34%。

表 5：公司近三年分产品收入构成

业务类别 (单位: 万元)	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	
乌灵胶囊	10513.76	43.52%	19240.17	28.56%	14966.00	43.65%	10418.02
乙酰螺旋霉素片	788.68	-7.97%	1618.95	19.16%	1358.69	-35.48%	2105.79
其他	565.46	226.54%	675.86	308.23%	165.56	22.91%	134.7

资料来源：招股说明书

4.2 华东是传统强势区域

公司销售主要集中在华东、华北和华南地区，且保持稳定，这主要是因为公司位于华东地区，具有地缘优势，因此在华东的销售额较大，另外华东、华北和华南经济相对较为发达，竞争压力较大，人们更加关注自己的心理健康，公司产品主治心理障碍和情绪调节，因此市场容量较大。

表 6：近三年公司业务分区域占比

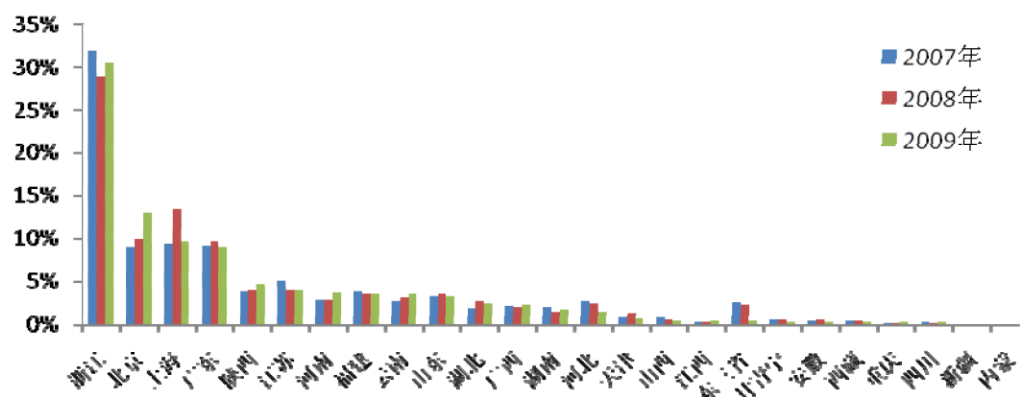
项目（单位：万元）	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
华东	6218.12	52%	11773.5	55%	9160.31	56%	6599.32	52%
华南	1565.30	13%	2826.96	13%	2525.65	15%	2055.25	16%
华西	973.86	8%	1703.08	8%	1210.37	7%	1081.95	9%
华北	2064.33	17%	3321.14	15%	2448.84	15%	1880.53	15%
华中	1046.29	9%	1910.25	9%	1145.08	7%	1041.46	8%

资料来源：招股说明书

公司目前以浙江、上海、北京、广东为最主要的销售区域，其中上海、北京、广东的年销售额虽已接近或超过 2 千万，但距离浙江仍有一定差距；另外湖北、江苏、山东作为全国医药市场份额的大省，销售额仍未能达到合理的市场份额，未来成长空间犹存。

图 4：公司 2007-2009 年营业收入中各省分布

2007-2009 年公司各区域销售情况



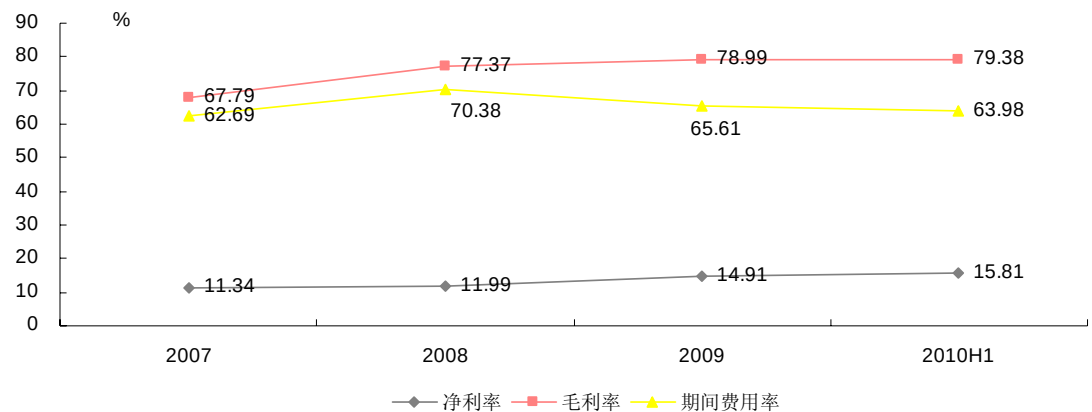
资料来源：招股说明书

4.3 财务比率体现中药处方药特色

公司 2007-2009 年综合毛利率逐年上升，主要因公司主导产品乌灵胶囊产量逐年增加、占比上升，同时毛利率较低的乙酰螺旋霉素片占销售收入比重逐步下降，产能利用率逐步提高，规模效应降低单位成本，在售价保持稳定的情况下，毛利率有了较大幅度的上升。

公司期间费用率近年来基本保持稳定。乌灵胶囊属于国家一类新药，此前在市场上没有与之类似的产品销售，且该产品的销售市场以医院市场为主要市场，因此目前公司销售费用率较高，2009 年为 52.15%。未来公司将加大对浙江外地去的开拓力度，我们认为销售费用率短期内下降可能性较小。

图 5：公司净利润变化分析



资料来源：招股说明书

5 产品竞争力分析

5.1 成功实现天然乌灵参药材产业化

乌灵参是温带、亚热带及热带地区的菌类，生长于温暖山丘坡地或河堤土坡上的土栖白蚁死亡或搬迁后的废弃蚁穴中，但因生长于白蚁废弃蚁巢菌圃的特定环境，其子实体（子座）生长在地表，而菌核（乌灵参）生长在离地表 1.5~3 米深的蚁穴中，二者又不在同一季节形成，因此乌灵参的采获十分困难，极为珍稀。

根据地方中药志记载，乌灵参具有“补气固肾、健脾除湿、镇静安神”的功效，天然乌灵参被药用真菌研究应用领域视为珍稀品种，具有广泛的药用价值。因难以采获，故不为众人所知。

图 6：天然乌灵参示意图



资料来源：公司资料

而公司运用现代生物工程发酵技术，开发了拥有自主知识产权的两个国家一类新药“乌灵菌粉”和“乌灵胶囊”。多方面对比研究证明，发酵生产的乌灵参菌丝体与天然乌灵参两者是相同的，化学成分、药理及临床比较研究结果也一致的，发酵菌体与天然乌灵参一样，服用安全、无毒。

图 7：公司产品乌灵胶囊示意图

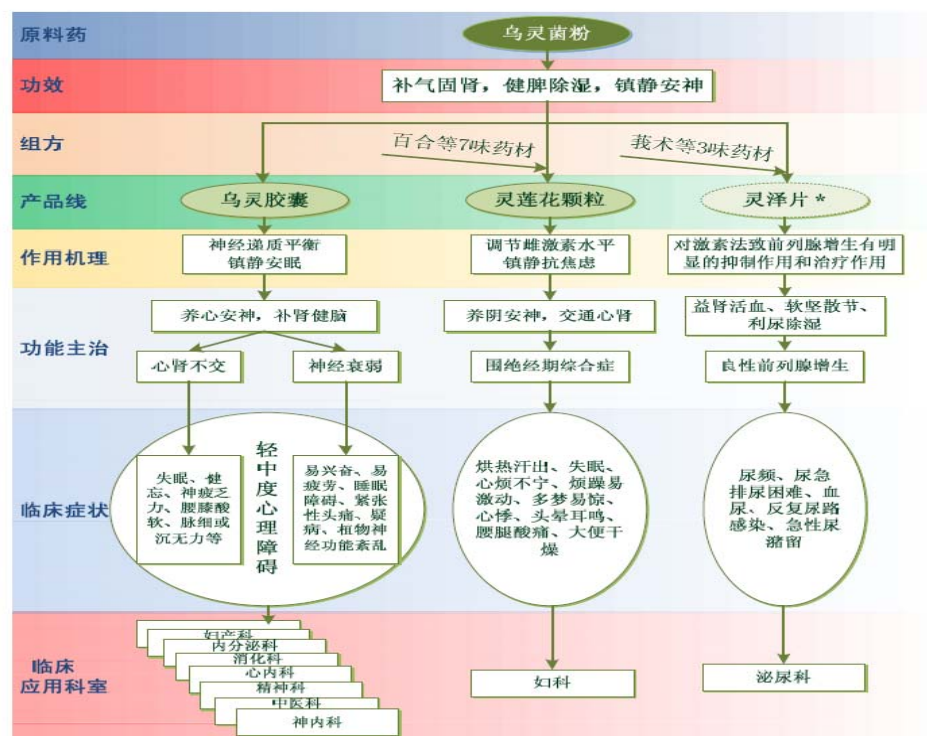


资料来源：公司资料

5.2 主要用于调节心理障碍和改善情绪

乌灵胶囊具有养心安神，补肾健脑的功能，用于神经衰弱的心肾不交证，主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗，是首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品。后续品种中灵芝花颗粒主治更年期综合症，针对性更强。

图 8：乌灵系列产品药效学与临床应用示意



资料来源：招股说明书

5.3 在神经系统中成药中位居前列

南方经济研究所在《2009 年度中国医药市场发展蓝皮书》中公布的医院神经系统疾病用药中十大中成药中，品种前 10 位中药品种市场集中度为 59.27%，其中乌灵胶囊排名第二。除排名第一位的天麻素注射液为注射剂型外，其余产品均为口服剂型，乌灵胶囊在口服剂型中市场排名第一位。

表 7：医院市场神经系统疾病中十大中成药品种

排位	通用名	份额
1	天麻素注射液	11.10%
2	乌灵胶囊	9.45%
3	新乐康片	6.62%
4	养血清脑颗粒	6.48%
5	全天麻胶囊	5.95%
6	百乐眠胶囊	5.49%
7	心神宁片	4.11%
8	通天口服液	3.66%
9	清脑复神液	3.53%
10	圣约翰草提取物片	2.88%

资料来源：招股说明书

6 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行 2000 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25%。具体项目如下：

表 8：公司募集资金项目情况（万元）

序号	项目名称	拟投入资金（万元）
1	新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目	9238
2	新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目	2991
3	药用真菌研发中心建设项目	3000
4	市场营销网络建设项目	1500

资料来源：公司招股书

7 风险提示

单一产品依赖风险

公司产品乌灵胶囊收入占公司营业收入的比重较高，公司业务收入对该品种的依赖性较强。如若乌灵胶囊的市场份额下降，则对公司经营业绩产生不利影响

核心技术失密风险

主导产品乌灵胶囊及其他乌灵系列产品的生产均依赖于乌灵菌粉的独家生产,其工艺技术和核心技术人员是公司核心竞争力的重要组成部分,也是公司赖以生存和发展的基础和关键。未来可能存在公司核心技术人员离开本公司或公司技术人员私自泄露公司技术机密的风险,这将对公司的生产经营和新产品研发带来不利影响。

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	113	139	508	194	营业收入	215	280	346	430
现金	30	45	375	33	营业成本	45	59	73	90
应收账款	52	42	70	82	营业税金及附加	3	3	3	4
其它应收款	1	6	7	9	营业费用	112	146	180	224
预付账款	0	4	5	7	管理费用	22	34	38	47
存货	18	22	27	34	财务费用	7	3	-1	-12
其他	13	21	25	30	资产减值损失	0	0	0	1
非流动资产	184	176	335	401	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	148	154	288	395	营业利润	26	36	53	75
无形资产	31	25	19	-12	营业外收入	10	10	10	10
其他	6	-4	28	18	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	298	315	843	596	利润总额	35	44	62	84
流动负债	77	38	46	222	所得税	3	4	5	7
短期借款	50	0	0	169	净利润	32	40	56	76
应付账款	13	21	27	32	少数股东损益	0	0	0	0
其他	15	17	19	21	归属于母公司净利润	32	40	56	76
非流动负债	55	50	50	-450	EBITDA	42	52	69	88
长期借款	50	50	50	-450	EPS (元)	0.39	0.50	0.70	0.95
其他	5	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	132	88	96	-228	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	60	80	80	80	营业收入	30.6%	29.9%	23.8%	24.1%
资本公积	68	68	548	548	营业利润	238.7%	39.0%	49.0%	41.7%
留存收益	38	78	119	195	归属于母公司净利润	89.8%	27.1%	40.2%	35.8%
归属母公司股东权益合计	166	226	746	823	获利能力				
负债和股东权益	298	314	842	594	毛利率	79.0%	79.0%	79.0%	79.0%
现金流量表					净利率	14.7%	14.3%	16.2%	17.8%
单位:百万元					ROE	19.1%	17.8%	7.5%	9.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	13.4%	17.6%	12.9%	13.2%
经营活动现金流	44	63	51	79	偿债能力				
净利润	32	40	56	76	资产负债率	44.4%	28.1%	11.4%	-38.4%
折旧摊销	9	13	17	25	净负债比率				
财务费用	7	3	-1	-12	流动比率	1.47	3.64	11.06	0.88
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	1.24	3.08	10.48	0.72
营运资金变动	-4	12	-22	-10	营运能力				
其它	1	-5	0	0	总资产周转率	0.75	0.91	0.60	0.60
投资活动现金流	-20	-15	-187	-102	应收账款周转率	4	6	6	6
资本支出	20	20	190	130	应付账款周转率	2.60	3.48	3.02	3.07
长期投资	0	0	-0	0	每股指标 (元)				
其他	0	5	3	28	每股收益	0.39	0.50	0.70	0.95
筹资活动现金流	-12	-33	465	-319	每股经营现金流	0.55	0.79	0.63	0.99
短期借款	-40	-50	0	169	每股净资产	2.07	2.82	9.33	10.28
长期借款	50	0	0	-500	估值比率				
普通股增加	0	20	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	480	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-22	-3	-15	12	EV/EBITDA	2	1	1	1
现金净增加额	12	15	329	-342					

资料来源：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