

鲁抗医药 (600789. SH)

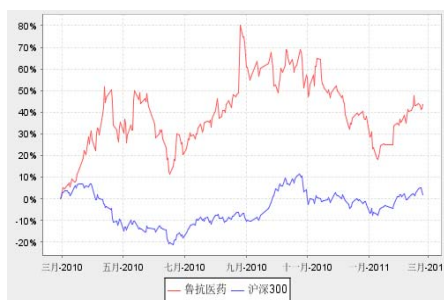
2010 年业绩低于预期，一季度有望惊喜

评级: **买入** 前次: **持有**
 目标价(元): **8.12-9.28**
 联系人: 分析师
 胡德军: 谢刚
 消费品小组: S0740210090003
 021-20315083
 hudj@qlzq.com.cn
 2011 年 3 月 13 日

基本状况

总股本(百万股)	581.58
流通股本(百万股)	406.82
市价(元)	8.92
市值(百万元)	5187.65
流通市值(百万元)	3628.87

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,985.12	2,196.14	2,742.29	3,114.89	3,450.12
营业收入增速	10.93%	10.63%	24.87%	13.59%	10.76%
净利润增长率	6.74%	244.90%	31.94%	19.38%	19.24%
摊薄每股收益(元)	0.06	0.22	0.29	0.35	0.42
前次预测每股收益(元)	—	0.21	0.29	0.35	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	105.55	38.18	30.34	25.41	21.31
PEG	15.65	0.16	0.95	1.31	1.11
每股净资产(元)	2.62	2.83	3.13	3.48	3.90
每股现金流量	0.34	0.53	0.47	0.49	0.57
净资产收益率	2.47%	7.86%	9.40%	10.09%	10.74%
市净率	2.60	3.00	2.85	2.56	2.29
总股本(百万股)	581.58	581.58	581.58	581.58	581.58

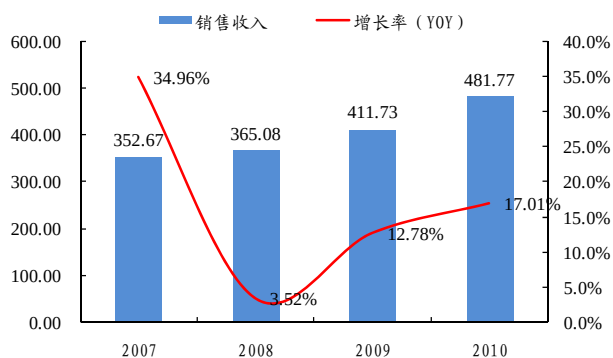
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司 2011 年业绩低于市场预期: 2011 年 3 月 12 日发布年度业绩报告, 公司 2010 年实现营业收入 21.96 亿元、营业利润 1.35 亿元, 归属母公司净利润 1.30 亿元, 同比分别增长 10.63%、280.22%和 244.89%, 公司 2010 年整体毛利率为 21.56%, 高出 2009 年 5.21 个百分点, 导致利润增速远高于收入增速; 公司 2010 年实现 EPS 为 0.22 元, 低于市场整体预期;
- 从分产品来看, 公司低于市场预期的主要原因为:
 - 1、整个抗生素制剂销售增速比我们之前预测的 20% 低了近 8 个点, 虽然公司通过产品结构调整使产品毛利率提升了 0.3 个百分点, 但是依然低于行业平均增速; 随着国家对抗生素乱用行为的控制我们推测未来制剂业务增速大幅提升的可能性较小, 预计增速将保持在 15% 左右;
 - 2、在半合成原料药方面基本符合我们预期, 也是公司 2010 年业绩增度达到 244% 的主因, 其中主要是受益 7-ACA 价格的持续高位以及公司实现酶法后带来的成本大幅降低所致, 2010 年半合成原料药毛利率达到 12.20%, 同期 2009 年只有 0.34%, 我们预计 2011 年 7-ACA 价格会有所下滑, 同时随着燃料成本的上升公司该板块业务毛利率有下滑风险, 虽然公司 2010 年四季度进行了 7-ACA 扩产, 但预计对整体毛利增厚有限, 我们预计 2011 年 7-AC 价格会在 750-800 元的区间波动, 毛利率可能下滑到 20% 一下, 但由于公司四季度扩产因素我们预计毛利增速约在 40% 左右;
 - 3、兽用抗生素基本和我们前期预测的 15-20% 增速基本一致, 同时毛利率近三年持续攀升, 2010 年比 2009 年高出 3 个百分点, 随着市场的不断规范我们预计未来毛利率还有提升空间, 预计未来兽用抗生素增速依然会保持在 15-20% 区间;

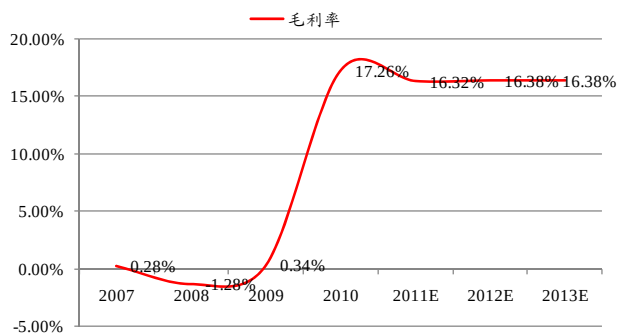
- 从产品来看，目前泰乐菌素市场紧缺，生产厂家大部分没有现货，而且订单已经排满，最早要到三四月份才有现货，从以往情况看，每年冬季至春季换季节时，需求增长，价格会有所变动。公司是目前国内最大的泰乐菌素生产厂家之一，2011年公司泰乐菌素系列产品产能有800吨，，价格上升有望带动兽用抗生素整体毛利率的提升，预计2011年毛利率有望达到20%；
- 在战略上，公司从2010年开始调结构、转方式，把消耗高、优势弱、与市场对接差的产品退出生产，调整安排高科技含量、满足患者用药需求的产品投产。主导产品青霉素类半合成药品、头孢类抗生素从中间体到原料药、制剂都自成体系，逐步增强了自身竞争优势。同时为实现市场上的强强联合，公司还与上海医药、南京医药、国药控股、湖北九州通等国内医药商业前20强建立起了工商战略合作伙伴关系，使战略合作业务比重占到30%以上，有效的带动了抗生素业务的快速发展；我们预计合作优势有望在2011年的到进一步的体现；
- 从单季度来看，四季度公司实现收入5.79亿元，同比增长4.51%，环比增长13.65%，实现EPS为0.05元，由于公司四季度计提了1688万元，因此间接拉低了四季度净利润水平。由于抗生素我们预测公司一季度的依然能够享受行业周期优势，预计EPS有望达到0.1元；
- 我们维持前期公司盈利预测，预计公司2011-13年归属母公司净利润分别为1.71亿元、2.04亿元和2.43亿元，同比分别增长31.94%、19.38%和19.24%，对应2010-12年EPS分别为0.29元、0.35元和0.42元：我们维持目标股价合理区间为8.12元—9.28元，继续维持“持有”的投资评级。

图表1：公司半合成原料药收入增速情况



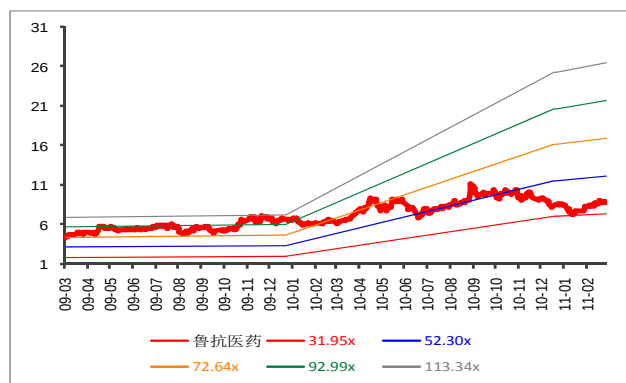
来源：齐鲁证券研究所

图表2：公司半合成原料药毛利率预测情况



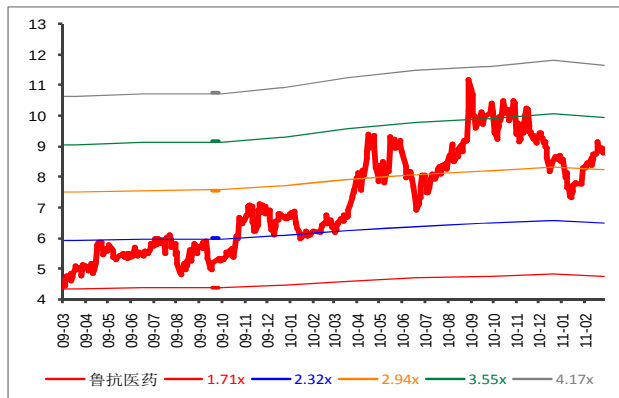
来源：齐鲁证券研究所

图表3：鲁抗医药历史PE区间



来源：齐鲁证券研究所

图表4：鲁抗医药历史PB区间



来源：齐鲁证券研究所

图表 5：公司单季度利润情况表

项目 (百万元)	2009单季度数据				2010单季度数据				备注	
	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	10-4Q同比增减	10-4Q环比增减
主营业务收入	495.64	443.46	492.08	553.94	587.52	520.35	509.37	578.91	24.97	69.54
增长率(同比)	11.48%	-8.96%	25.22%	19.18%	18.54%	17.34%	3.51%	4.51%	-14.67%	0.99%
增长率(环比)	6.64%	-10.53%	10.96%	12.57%	6.06%	-11.43%	-2.11%	13.65%	1.08%	15.76%
营业成本	434.20	376.74	422.11	427.48	464.39	404.90	407.60	445.83	18.35	38.23
成本率	87.60%	84.95%	85.78%	77.17%	79.04%	77.81%	80.02%	77.01%	-0.16%	-3.01%
主营业务税金及附加	4.27	2.26	3.21	3.03	4.04	3.35	2.64	2.72	(0.31)	0.08
占销售收入百分比	0.86%	0.51%	0.65%	0.55%	0.69%	0.64%	0.52%	0.47%	-0.08%	-0.05%
主营业务利润	57.17	64.46	66.76	123.43	119.08	112.10	99.13	130.36	6.93	31.23
营业利润率	11.53%	14.54%	13.57%	22.28%	20.27%	21.54%	19.46%	22.52%	0.24%	3.06%
主营毛利	61.44	66.72	69.97	126.46	123.13	115.45	101.77	133.08	6.62	31.31
毛利率	12.40%	15.05%	14.22%	22.83%	20.96%	22.19%	19.98%	22.99%	0.16%	3.01%
增长率(同比)	-13.22%	-21.94%	8.83%	48.65%	100.40%	73.04%	45.45%	5.23%	-43.42%	-40.21%
增长率(环比)	-27.78%	8.59%	4.87%	80.73%	-2.64%	-6.23%	-11.85%	30.77%	-49.97%	42.61%
销售费用	22.49	32.87	32.84	47.56	38.88	36.86	40.10	55.84	8.28	15.74
增长率(同比)	-21.36%	-1.79%	21.32%	67.52%	72.86%	12.14%	22.11%	17.41%	-50.11%	-4.70%
销售费用/收入	4.54%	7.41%	6.67%	8.59%	6.62%	7.08%	7.87%	9.65%	1.06%	1.77%
管理费用	19.19	21.29	21.79	27.14	26.79	23.98	27.17	30.54	3.40	3.37
增长率(同比)	-10.45%	-6.17%	22.55%	39.32%	39.61%	12.64%	24.69%	12.53%	-26.79%	-12.16%
管理费用/收入	3.87%	4.80%	4.43%	4.90%	4.56%	4.61%	5.33%	5.28%	0.38%	-0.06%
财务费用	10.72	8.04	9.21	7.18	9.29	8.41	8.56	9.82	2.64	1.26
财务费用/收入	2.16%	1.81%	1.87%	1.30%	1.58%	1.62%	1.68%	1.70%	0.40%	0.02%
三项费用/收入	10.57%	14.03%	12.97%	14.78%	12.76%	13.31%	14.89%	16.62%	1.84%	1.73%
资产减值损失	-	1.51	-	27.21	-	6.17	-	16.88	(10.33)	16.88
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.02	(0.01)	0.20	(0.09)	0.23	(0.05)	(0.04)	(0.28)
投资收益	1.03	1.92	2.19	4.32	5.20	3.63	1.68	2.98	(1.34)	1.30
营业利润	5.80	5.68	5.14	18.65	49.52	40.21	25.21	20.21	1.56	(5.00)
增长率(同比)	19.83%	-64.98%	-35.83%	298.50%	753.85%	607.92%	390.47%	8.36%	-290.14%	-382.10%
增长率(环比)	23.93%	-2.07%	-9.51%	262.84%	165.54%	-18.81%	-37.30%	-19.83%	-282.67%	17.47%
加：营业外收入	0.66	1.51	1.02	10.16	0.72	1.15	1.66	13.35	3.19	11.69
减：营业外支出	0.03	0.59	0.10	2.04	0.08	0.40	0.15	0.81	(1.23)	0.66
利润总额	6.43	6.60	6.07	26.77	50.16	40.97	26.72	32.75	5.98	6.03
增长率(同比)	27.33%	-59.81%	-16.51%	114.50%	680.16%	520.76%	340.20%	22.34%	-92.16%	-317.86%
增长率(环比)	-48.48%	2.64%	-8.03%	341.02%	87.39%	-18.33%	-34.78%	22.57%	-318.45%	57.35%
所得税	0.54	0.60	0.67	3.37	1.67	5.34	4.12	5.64	2.27	1.52
实际税率(%)	8.40%	9.09%	11.04%	12.59%	3.33%	13.03%	15.42%	17.22%	4.63%	1.80%
净利润	5.89	6.00	5.39	23.40	48.49	35.63	22.59	27.11	3.71	4.52
净利润率(%)	1.19%	1.35%	1.10%	4.22%	8.25%	6.85%	4.43%	4.68%	0.46%	0.25%
增长率(同比)	18.99%	-62.43%	-25.96%	120.75%	723.28%	493.83%	319.11%	15.85%	-104.90%	-303.25%
增长率(环比)	-44.43%	1.87%	-10.17%	334.14%	107.23%	-26.52%	-36.60%	20.01%	-314.13%	56.61%
归属母公司所有者的	4.95	5.24	4.26	23.14	47.24	34.59	21.32	26.45	3.31	5.13
摊薄每股收益(元)	0.01	0.01	0.01	0.04	0.08	0.06	0.04	0.05	0.01	0.01

来源：齐鲁证券研究所

图表 6: 鲁抗医药产品销售预测

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制剂药品(百万元)							
销售收入	533.82	847.20	933.08	1,053.51	1,211.54	1,453.84	1,671.92
增长率(YOY)	14.46%	58.71%	10.14%	12.91%	15.00%	20.00%	15.00%
毛利率	22.90%	23.19%	24.00%	23.85%	23.87%	23.88%	23.89%
销售成本	411.58	650.73	709.14	802.23	922.32	1,106.64	1,272.47
增长率(YOY)	15.90%	58.11%	8.98%	13.13%	14.97%	19.98%	14.98%
毛利	122.24	196.47	223.94	251.28	289.22	347.21	399.45
增长率(YOY)	9.86%	60.71%	13.98%	12.21%	15.10%	20.05%	15.05%
占总销售额比重	45.50%	47.17%	47.50%	48.60%	44.18%	46.67%	48.46%
占主营业务利润比重	106.57%	90.32%	78.15%	60.36%	52.97%	56.21%	57.13%
抗生素原料药(百万元)							
销售收入	144.97	270.11	205.86	152.36	188.03	189.53	202.53
增长率(YOY)	2.95%	86.32%	-23.79%	-25.99%	23.41%	0.80%	6.86%
毛利率	-12.92%	0.28%	-1.28%	0.34%	17.26%	12.20%	16.32%
销售成本	163.70	269.35	208.50	151.84	155.58	166.40	169.47
增长率(YOY)	6.32%	64.54%	-22.59%	-27.17%	2.46%	6.96%	1.85%
毛利	-18.73	0.76	-2.64	0.52	32.45	23.13	33.06
增长率(YOY)	42.41%	-104.04%	-448.40%	-119.66%	6164.96%	-28.73%	42.92%
占总销售额比重	12.36%	15.04%	10.48%	7.03%	6.86%	6.08%	5.87%
占主营业务利润比重	-16.33%	0.35%	-0.92%	0.12%	5.94%	3.74%	4.73%
其他(百万元)							
销售收入	10.10	49.52	80.45	81.60	94.45	98.35	100.50
增长率(YOY)	—	390.30%	62.46%	1.43%	15.75%	4.13%	2.18%
毛利率	25.73%	-33.88%	15.31%	9.19%	10.90%	11.21%	11.51%
销售成本	7.50	66.30	68.13	74.10	84.15	87.33	88.93
增长率(YOY)	—	783.82%	2.77%	8.76%	13.56%	3.78%	1.83%
毛利	2.60	-16.78	12.32	7.50	10.30	11.02	11.57
增长率(YOY)	—	-745.60%	-173.41%	-39.11%	37.33%	7.00%	4.94%
占总销售额比重	0.86%	2.76%	4.10%	3.76%	3.44%	3.16%	2.91%
占主营业务利润比重	2.27%	-7.71%	4.30%	1.80%	1.89%	1.78%	1.65%
兽用抗生素(百万元)							
销售收入	131.78	264.20	333.38	398.68	470.60	535.00	629.00
增长率(YOY)	-16.15%	100.49%	26.18%	19.59%	18.04%	13.68%	17.57%
毛利率	5.77%	15.80%	15.46%	18.52%	18.52%	18.52%	18.52%
销售成本	124.18	222.46	281.84	324.84	383.44	435.92	512.51
增长率(YOY)	-8.69%	79.15%	26.69%	15.26%	18.04%	13.68%	17.57%
毛利	7.60	41.74	51.54	73.84	87.16	99.08	116.49
增长率(YOY)	-64.08%	448.99%	23.47%	43.26%	18.04%	13.68%	17.57%
占总销售额比重	11.23%	14.71%	16.97%	18.39%	17.16%	17.18%	18.23%
占主营业务利润比重	6.63%	19.19%	17.99%	17.74%	15.96%	16.04%	16.66%
半合成抗生素原料药(百万元)							
销售收入	352.67	365.08	411.73	481.77	777.67	838.17	846.17
增长率(YOY)	34.96%	3.52%	12.78%	17.01%	61.42%	7.78%	0.95%
毛利率	0.28%	-1.28%	0.34%	17.26%	16.32%	16.38%	16.38%
销售成本	351.68	369.75	410.33	398.62	650.74	700.88	707.57
增长率(YOY)	19.19%	5.14%	10.97%	-2.85%	63.25%	7.70%	0.95%
毛利	0.99	-4.67	1.40	83.15	126.93	137.29	138.60
增长率(YOY)	-102.92%	-573.23%	-129.96%	5840.04%	52.64%	8.17%	0.95%
占总销售额比重	30.06%	20.33%	20.96%	22.22%	28.36%	26.91%	24.53%
占主营业务利润比重	0.86%	-2.15%	0.49%	19.97%	23.24%	22.22%	19.82%
销售收入小计	1173.34	1796.11	1964.50	2167.92	2742.29	3114.89	3450.12
销售成本小计	1058.64	1578.59	1677.94	1751.63	2196.23	2497.17	2750.95
毛利	114.70	217.52	286.56	416.29	546.05	617.73	699.17
平均毛利率	9.78%	12.11%	14.59%	19.20%	19.91%	19.83%	20.26%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-02-27	持有	8.73	8.12 ~ 9.28
2	2010-09-01	买入	8.90	10.25 ~ 12.30
3	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,789	1,985	2,196	2,742	3,115	3,450
增长率	22.36%	10.9%	10.6%	24.9%	13.6%	10.8%
营业成本	-1,484	-1,661	-1,723	-2,196	-2,497	-2,751
% 销售成本	82.9%	83.6%	78.4%	80.1%	80.2%	79.7%
毛利	306	325	473	546	618	699
% 销售收入	17.1%	16.4%	21.6%	19.9%	19.8%	20.3%
营业税金及附加	-11	-13	-13	-17	-19	-21
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-118	-136	-172	-205	-237	-261
% 销售收入	6.6%	6.8%	7.8%	7.5%	7.6%	7.6%
管理费用	-81	-89	-108	-131	-151	-167
% 销售收入	4.5%	4.5%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	96	87	181	193	212	251
% 销售收入	5.4%	4.4%	8.2%	7.0%	6.8%	7.3%
财务费用	-52	-35	-36	-15	2	10
% 销售收入	2.9%	1.8%	1.6%	0.6%	-0.1%	-0.3%
资产减值损失	-21	-26	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	9	13	12	13	12
% 税前利润	25.3%	20.6%	9.0%	6.0%	5.2%	4.3%
营业利润	34	35	135	189	227	274
营业利润率	1.9%	1.8%	6.2%	6.9%	7.3%	7.9%
营业外收支	7	11	15	14	14	14
税前利润	41	46	151	203	241	288
利润率	2.3%	2.3%	6.9%	7.4%	7.7%	8.3%
所得税	-2	-5	-17	-23	-27	-32
所得税率	5.8%	11.3%	11.1%	11.2%	11.2%	11.2%
净利润	39	41	134	180	214	256
少数股东损益	4	3	4	9	10	12
归属于母公司的净利润	35	38	130	171	204	243
净利润率	2.0%	1.9%	5.9%	6.2%	6.6%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	39	41	134	180	214	256
少数股东损益	0	0	0	9	10	12
非现金支出	177	161	180	164	164	164
非经营收益	38	26	19	-4	-25	-25
营运资金变动	-44	-28	-24	-67	-70	-63
经营活动现金净流	209	199	309	283	293	345
资本开支	75	68	287	-12	3	-2
投资	-64	0	5	0	0	0
其他	6	1	2	12	13	12
投资活动现金净流	-133	-67	-280	24	9	14
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-40	-9	186	-656	0	0
其他	-48	-35	-58	-22	-2	-2
筹资活动现金净流	-88	-45	128	-678	-2	-2
现金净流量	-12	88	156	-370	301	357

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	122	210	389	10	301	645
应收款项	338	392	495	591	680	750
存货	446	362	475	534	607	669
其他流动资产	29	28	129	122	155	164
流动资产	935	993	1,488	1,257	1,742	2,228
% 总资产	37.4%	40.0%	49.2%	47.6%	58.7%	67.4%
长期投资	137	152	154	154	154	154
固定资产	1,363	1,271	1,319	1,162	1,020	873
% 总资产	54.5%	51.3%	43.6%	44.2%	34.3%	26.4%
无形资产	62	58	61	55	50	46
非流动资产	1,566	1,486	1,537	1,374	1,228	1,076
% 总资产	62.6%	60.0%	50.8%	52.2%	41.3%	32.6%
资产总计	2,501	2,478	3,025	2,631	2,970	3,305
短期借款	495	440	663	7	7	7
应付款项	432	394	613	675	795	866
其他流动负债	45	56	40	59	64	71
流动负债	973	890	1,315	741	866	944
长期贷款	21	38	31	31	31	31
其他长期负债	7	2	2	2	2	2
负债	1,001	930	1,348	774	899	978
普通股股东权益	1,480	1,524	1,649	1,820	2,024	2,267
少数股东权益	21	24	28	37	47	60
负债股东权益合计	2,501	2,478	3,025	2,631	2,970	3,305

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.061	0.065	0.223	0.294	0.351	0.419
每股净资产 (元)	2.545	2.621	2.835	3.129	3.480	3.898
每股经营现金净流 (元)	0.360	0.343	0.531	0.470	0.487	0.572
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.38%	2.47%	7.86%	9.40%	10.09%	10.74%
总资产收益率	1.41%	1.52%	4.28%	6.50%	6.87%	7.37%
投入资本收益率	5.13%	4.62%	8.79%	9.89%	11.37%	14.26%
增长率						
营业总收入增长率	22.36%	10.93%	10.63%	24.87%	13.59%	10.76%
EBIT增长率	28.09%	-9.61%	108.33%	6.73%	9.85%	18.65%
净利润增长率	35.54%	6.74%	244.90%	31.94%	19.38%	19.24%
总资产增长率	-0.30%	-0.92%	22.06%	-13.03%	12.89%	11.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.0	48.7	44.1	45.6	45.1	45.3
存货周转天数	98.7	88.8	88.7	88.7	88.7	88.7
应付账款周转天数	67.0	59.6	61.9	61.1	61.3	61.3
固定资产周转天数	277.6	236.2	208.0	158.1	120.5	92.5
偿债能力						
净负债/股东权益	26.28%	17.23%	18.06%	1.44%	-12.75%	-26.17%
EBIT利息保障倍数	1.9	2.5	5.0	12.5	-85.1	-24.3
资产负债率	40.00%	37.54%	44.58%	29.41%	30.26%	29.58%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308