

医药工业增速显著加快

● 公司 2010 年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增加 57.59%

公司扣非后每股收益为 1.33 元，符合预期。公司 2010 年实现主营业务收入 100.75 亿元，同比增长 40.49%，实现主营业务利润 29.92 亿元，同比增长 39.85%，实现营业利润 10.43 亿元，同比增长 50.77%，实现利润总额 10.40 亿元，同比增长 47.35%，实现归属于母公司所有者的净利润为 9.26 亿元，同比增长 53.41%。每股收益为 1.33 元，每股经营现金流为 0.62 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 9.25 亿元，同比增加 57.59%，扣非后 EPS 为 1.33 元。加权平均净资产收益率为 23.07%，同比增加 5.09 个百分点。

利润分配预案为向全体股东按每 10 股派发现金股利 1 元（含税）。

● 医药工业增速显著加快

医药工业实现销售收入 36.18 亿元，同比增长 40.06%，增速创近三年新高，并贡献主营业务利润的 89%。医药商业实现销售收入 59.26 亿元，同比增长 29.36%，继续保持快于行业平均增速态势，并贡献主营业务利润的 11%。

● 透皮业务恢复性增长和房地产确认收入带动四季度收入上升

公司首次按事业部披露经营情况，其中药品业务实现销售收入 17.11 亿元，预计增速在 20%-25%，牙膏业务实现销售收入 10.35 亿元，预计增速在 70%以上，透皮业务实现销售收入 5.62 亿元，预计增速在 10%左右。

公司第四季度销售收入上升明显，同比和环比增速分别达到 83.46%和 58.21%，考虑到公司三季度末应收票据和应收账款总额为 13.5 亿元，到年底减少到 12.5 亿元，我们认为四季度收入增长质量较高，其中透皮业务在下半年实现恢复性增长、房地产业务在下半年确认 5 个亿的收入，上述两个因素可能成为四季度收入上升明显的关键。

● 公司期间费用控制良好，相应提高净利润率

公司整体毛利率为 30.48%，比 2009 年的 30.35%上升了 0.13 个百分点，管理费用率为 2.51%，比 2009 年的 3.33%下降了 0.82 个百分点，销售费用率为 16.90%，比 2009 年的 17.25%下降了 0.35 个百分点。综合下来，集团 2010 年净利润率为 9.19%，比上年的 8.42%上升了 0.77 个百分点。

● “新白药、大健康”战略开始实施

公司 2011 年跨上百亿销售平台，一个新的产业平台已经初步构建，2011 年即将完成的整体搬迁，将打造一个全新的生产平台，产能不再是制约企业发展的瓶颈。2011 年也因此被公司定义为战略转型元年，并为此提出以产业为基础的“新白药 大健康”战略，推进大健康战略实施。

● 投资建议

我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.92 元、2.57 元、3.36 元。未来两年公司向大健康产业稳步迈进，一个强大的医药集团未来在更广阔的空间成长，理应享受估值溢价，给予 2011 年 45 倍市盈率，对应目标价 86.4 元，维持公司买入评级。



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

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 3 月 25 日) 56.16 元

目标价格 86.40 元

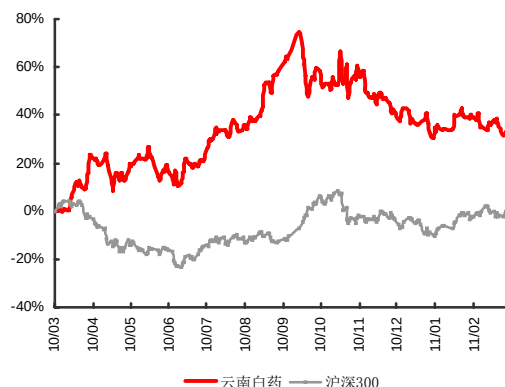
总股本/A 股 (万股) 69427/62925

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 3 月 28 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	10,075	13,443	16,081	20,147	
同比(%)	40%	33%	20%	25%	
归属母公司净利润	926	1,330	1,781	2,334	
同比(%)	53%	44%	34%	31%	
毛利率(%)	30.5%	31.1%	32.3%	32.8%	
ROE(%)	21.0%	24.1%	24.9%	25.0%	
每股收益(元)	1.33	1.92	2.57	3.36	
P/E (倍)	42.10	29.32	21.89	16.71	
P/B (倍)	8.83	7.07	5.45	4.17	

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。

公司 2010 年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增加 57.59%

公司扣非后每股收益为 1.33 元，符合预期。公司 2010 年实现主营业务收入 100.75 亿元，同比增长 40.49%，实现主营业务利润 29.92 亿元，同比增长 39.85%，实现营业利润 10.43 亿元，同比增长 50.77%，实现利润总额 10.40 亿元，同比增长 47.35%，实现归属于母公司所有者的净利润为 9.26 亿元，同比增长 53.41%。每股收益为 1.33 元，每股经营现金流为 0.62 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 9.25 亿元，同比增加 57.59%，扣非后 EPS 为 1.33 元。加权平均净资产收益率为 23.07%，同比增加 5.09 个百分点。

利润分配预案为向全体股东按每 10 股派发现金股利 1 元（含税）。

医药工业增速显著加快

医药工业实现销售收入 36.18 亿元，同比增长 40.06%，增速创近三年中新高，并贡献主营业务利润的 89%。医药商业实现销售收入 59.26 亿元，同比增长 29.36%，继续保持快于行业平均增速态势，并贡献主营业务利润的 11%。

表 1：公司主营业务分行业、产品情况

分行业或分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	营业利润率 (%)	营业收入比 上年增减 (%)	营业成本比上 年增减 (%)	营业利润率比 上年增减 (%)
分行业						
医药工业	36.18	9.51	73.71%	40.06%	38.39%	0.32%
医药商业	59.26	55.84	5.77%	29.36%	29.79%	-0.31%
房地产销售	5.02	4.46	11.25%			
分产品						
工业产品（自制）	36.18	9.51	73.71%	40.06%	38.39%	0.32%
批发零售（药品）	59.24	55.83	5.77%	29.41%	29.83%	-0.30%
房地产销售收入	5.02	4.46	11.25%			

资料来源：公司年报

透皮业务恢复性增长和房地产确认收入带动四季度收入上升

公司首次按事业部披露经营情况，其中药品业务实现销售收入 17.11 亿元，预计增速在 20%—25%，牙膏业务实现销售收入 10.35 亿元，预计增速在 70%以上，透皮业务实现销售收入 5.62 亿元，预计增速在 10%左右。

表 2：公司各事业部经营情况（单位：万元）

公司名称	营业收入	利润总额	净利润
省医药有限	617,205	16,907	14,984
药品事业部	171,084	46,929	46,912
健康事业部	103,515	34,658	29,468
透皮事业部	56,216	9,262	9,105
白药置业	50,245	594	563
原生药材事业部	25,537	2,288	2,382
海外业务部	3,254	1,189	1,189

资料来源：公司年报

公司第四季度销售收入上升明显，同比和环比增速分别达到 83.46% 和 58.21%，考虑到公司三季度末应收票据和应收帐款总额为 13.5 亿元，到年底减少到 12.5 亿元，我们认为四季度收入增长质量较高，其中透皮业务在下半年实现恢复性增长、房地产业务在下半年确认 5 个亿的收入，上述两个因素可能成为四季度收入上升明显的关键。

图 1：公司第四季度销售收入上升明显


资料来源：WIND

公司期间费用控制良好，相应提高净利润率

公司整体毛利率为 30.48%，比 2009 年的 30.35% 上升了 0.13 个百分点，管理费用率为 2.51%，比 2009 年的 3.33% 下降了 0.82 个百分点，销售费用率为 16.90%，比 2009 年的 17.25% 下降了 0.35 个百分点。综合下来，集团 2010 年净利润率为 9.19%，比上年的 8.42% 上升了 0.77 个百分点。

表 3：云南白药报表分析

单位：百万元	累计数据相比								单季度数据比较							
	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	2009	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	2010	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
营业总收入	1522.93	3552.37	5310.42	7171.78	2133.24	4502.15	6660.58	10075.44	1522.93	2029.44	1758.06	1861.36	2133.24	2368.92	2158.42	3414.86
营业收入	1522.93	3552.37	5310.42	7171.78	2133.24	4502.15	6660.58	10075.44	1522.93	2029.44	1758.06	1861.36	2133.24	2368.92	2158.42	3414.86
同比增长率	35.05%	30.60%	29.28%	25.31%	40.07%	26.74%	25.42%	40.49%	35.05%	27.45%	27.60%	15.22%	40.07%	16.73%	22.77%	83.46%
营业总成本	1389.15	3247.23	4832.68	6483.99	1931.51	3996.54	5918.48	9040.34	1389.15	1858.08	1585.45	1651.31	1931.51	2065.03	1921.94	3121.86
营业成本	1168.39	2502.34	3771.37	4994.86	1546.26	3155.10	4663.11	7004.76	1168.39	1333.95	1269.03	1223.49	1546.26	1608.84	1508.00	2341.66
成本率	76.72%	70.44%	71.02%	69.65%	72.48%	70.08%	70.01%	69.52%	76.72%	65.73%	72.18%	65.73%	72.48%	67.91%	69.87%	68.57%
主营业务利润	348.21	1032.09	1514.05	2139.70	577.69	1325.48	1967.23	2992.31	348.21	683.88	481.97	625.65	577.69	747.80	641.75	1025.07
毛利率	23.28%	29.56%	28.98%	30.35%	27.52%	29.92%	29.99%	30.48%	23.28%	34.27%	27.82%	34.27%	27.52%	32.09%	30.13%	31.43%
同比增长率	18.61%	40.11%	39.28%	23.36%	65.90%	28.43%	29.93%	39.85%	18.61%	54.35%	38.61%	-3.37%	65.90%	9.35%	33.15%	63.84%
营业税金及附加	6.33	17.94	25.00	37.22	9.29	21.57	30.24	78.37	6.33	11.61	7.06	12.22	9.29	12.28	8.67	48.13
销售费用	176.15	602.00	870.60	1237.37	330.59	708.62	1066.20	1702.53	176.15	425.85	268.60	366.76	330.59	378.02	357.59	636.33
营业费用率	11.57%	16.95%	16.39%	17.25%	15.50%	15.74%	16.01%	16.90%	11.57%	20.98%	15.28%	19.70%	15.50%	15.96%	16.57%	18.63%
管理费用	43.26	114.07	164.49	238.75	50.46	104.26	151.17	252.70	43.26	70.81	50.42	74.26	50.46	53.80	46.91	101.53
管理费用率	2.84%	3.21%	3.10%	3.33%	2.37%	2.32%	2.27%	2.51%	2.84%	3.49%	2.87%	3.99%	2.37%	2.27%	2.17%	2.97%
财务费用	-4.99	-10.42	-20.09	-30.19	-5.10	-10.94	-10.17	-14.56	-4.99	-5.43	-9.66	-10.10	-5.10	-5.84	0.77	-4.40
期间费用率	14.08%	19.86%	19.11%	20.16%	17.62%	17.81%	18.12%	19.26%	14.08%	24.21%	17.60%	23.15%	17.62%	17.98%	18.78%	21.48%
资产减值损失	0.01	21.30	21.31	5.98	0.01	17.93	17.92	16.53	0.01	21.29	0.01	-15.32	0.01	17.93	-0.01	-1.39
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.17	4.94	4.42	4.05	2.77	2.43	4.21	8.00	-0.17	5.10	-0.52	-0.37	2.77	-0.34	1.78	3.79
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.17	-0.21	-0.73	-1.09	-0.23	-0.57	-0.80	-1.66	-0.17	-0.04	-0.52	-0.37	-0.23	-0.34	-0.23	-0.86
营业利润	133.61	310.07	482.15	691.84	204.50	508.04	746.31	1043.10	133.61	176.46	172.09	209.69	204.50	303.54	238.27	296.79
营业利润率	8.77%	8.73%	9.08%	9.65%	9.59%	11.28%	11.20%	10.35%	8.77%	8.70%	9.79%	11.27%	9.59%	12.81%	11.04%	8.69%
同比增长率	31.87%	31.34%	31.91%	30.81%	53.06%	63.85%	54.79%	50.77%	31.87%	30.93%	31.05%	28.35%	53.06%	72.02%	38.46%	41.54%
加：营业外收入	2.97	3.17	5.17	16.84	0.49	1.02	2.63	6.87	2.97	0.20	2.00	11.67	0.49	0.52	1.61	4.25
减：营业外支出	0.64	1.30	2.50	3.03	2.01	6.08	7.28	10.23	0.64	0.65	1.21	0.53	2.01	4.07	1.20	2.96
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.15	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	0.15	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00	0.25
利润总额	135.94	311.94	484.82	705.65	202.98	502.98	741.66	1039.74	135.94	176.00	172.88	220.83	202.98	300.00	238.68	298.08
税前利润率	8.93%	8.78%	9.13%	9.84%	9.52%	11.17%	11.14%	10.32%	8.93%	8.67%	9.83%	11.86%	9.52%	12.66%	11.06%	8.73%
同比增长率	34.43%	31.93%	32.83%	27.09%	49.32%	61.24%	52.98%	47.35%	34.43%	30.05%	32.53%	16.07%	49.32%	70.45%	38.06%	34.98%
减：所得税	22.30	44.56	71.50	96.45	33.58	71.67	87.21	113.39	22.30	22.26	26.95	24.95	33.58	38.08	15.55	26.18
有效税率	16.40%	14.28%	14.75%	13.67%	16.54%	14.25%	11.76%	10.91%	16.40%	12.65%	15.59%	11.30%	16.54%	12.69%	6.51%	8.78%
净利润	113.64	267.38	413.32	609.20	169.40	431.31	654.44	926.34	113.64	153.74	145.94	195.88	169.40	261.91	223.13	271.90
减：少数股东损益	0.22	1.09	2.70	5.48	2.02	0.05	-0.05	0.17	0.22	0.88	1.60	2.78	2.02	-1.97	-0.10	0.22
归属于母公司所有者的净利润	113.42	266.29	410.62	603.72	167.38	431.26	654.49	926.17	113.42	152.87	144.33	193.10	167.38	263.88	223.23	271.68
净利润率	7.45%	7.50%	7.73%	8.42%	7.85%	9.58%	9.83%	9.19%	7.45%	7.53%	8.21%	10.37%	7.85%	11.14%	10.34%	7.96%
同比增长率	33.12%	32.54%	34.58%	29.72%	47.58%	61.95%	59.39%	53.41%	33.12%	32.10%	36.03%	20.45%	47.58%	72.62%	54.67%	40.69%
每股收益	0.163	0.384	0.591	0.870	0.241	0.621	0.943	1.334	0.163	0.220	0.208	0.278	0.241	0.380	0.322	0.391

资料来源：东方证券研究所

“新白药、大健康”战略开始实施

公司新厂区建设接近完工，2010 年公司集中相关资源，全速推进呈贡新厂区建设。至年底，产业新区全部建筑单体基础及主体工程完成验收；北部产业区外装饰主体工程完工，内装工程完成主体工作；颗粒剂、胶囊剂洁净厂房共3 个生产模块达到竣工条件，生产线设备就位，进入调试阶段；产业区南部物流项目外装主体工程完工，物流仓储及分拣系统设备就位，进入调试阶段；总部大楼项目内、外装工程全面推进；产业区主景观工程基本完成。预计2011 年上半年建成投产。

公司 2011 年跨上百亿销售平台，一个新的产业平台已经初步构建，2011 年即将完成的整体搬迁，将打造一个全新的生产平台，产能不再是制约企业发展的瓶颈。2011 年也因此被公司定义为战略转型元年，并为此提出以产业为基础的“新白药 大健康”战略，推进大健康战略实施。

资产负债表较为稳健

- 年底应收帐款为 4.61 亿元，同比年初上升 96%，主要为商业性子公司—云南省医药有限公司应收帐款增加；
- 年底存货为 27.29 亿元，同比年初上升 65 %，主要是子公司白药置业开发的商品房尚未销售结转收入以及子公司省医药有限经营规模扩大相应存货增加；
- 年底应付帐款为 14.86 亿元，同比年初上升 93%，主要为商业性子公司云南省医药有限公司采购量增加而相应应付款项增加；
- 年底在建工程为 7.79 亿元，同比年初上升 220%，主要为公司整体搬迁建设项目投入增加；

投资建议

我们预计公司 2011—2013 年每股收益为 1.92 元、2.57 元、3.36 元。未来两年公司向大健康产业稳步迈进，一个强大的医药集团未来在更广阔的空间成长，理应享受估值溢价，给予 2011 年 45 倍市盈率，对应目标价 86.4 元，维持公司买入评级。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6,367	7,320	9,428	12,481	营业收入	10,075	13,443	16,081	20,147
现金	1,995	1,591	2,947	4,547	营业成本	7,005	9,265	10,881	13,532
应收账款	461	595	720	897	营业税金及附加	78	67	80	101
其它应收款	85	169	145	201	营业费用	1,703	2,285	2,734	3,425
预付账款	308	541	548	689	管理费用	253	336	402	504
存货	2,729	3,324	3,968	5,047	财务费用	(15)	(36)	(46)	(76)
其他	789	1,100	1,100	1,100	资产减值损失	17	5	5	5
非流动资产	1,266	1,684	1,779	1,680	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	35	40	40	40	投资净收益	8	-	-	-
固定资产	237	539	1,388	1,274	营业利润	1,043	1,521	2,025	2,657
无形资产	120	129	129	129	营业外收入	7	15	15	15
其他	875	976	222	236	营业外支出	10	4	4	4
资产总计	7,633	9,004	11,207	14,161	利润总额	1,040	1,532	2,036	2,668
流动负债	3,031	3,471	4,028	4,778	所得税	113	195	250	326
短期借款	10	10	10	10	净利润	926	1,336	1,785	2,342
应付账款	1,486	1,731	2,065	2,605	少数股东损益	0	6	4	8
其他	1,534	1,730	1,953	2,163	归属于母公司净利润	926	1,330	1,781	2,334
非流动负债	188	12	12	12	EBITDA	1,066	1,534	2,084	2,728
长期借款	7	7	7	7	EPS（元）	1.33	1.92	2.57	3.36
其他	181	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	3,218	3,483	4,040	4,790	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1	7	11	19	成长能力				
股本	694	694	694	694	营业收入	40.5%	33.4%	19.6%	25.3%
资本公积	1,251	1,090	1,090	1,090	营业利润	50.8%	45.8%	33.1%	31.2%
留存收益	2,469	3,730	5,372	7,567	归属于母公司净利润	53.4%	43.6%	33.9%	31.0%
归属母公司股东权益合计	4,414	5,514	7,157	9,351	获利能力				
负债和股东权益	7,633	9,004	11,207	14,161	毛利率	30.5%	31.1%	32.3%	32.8%
现金流量表					净利率	10.4%	9.2%	9.9%	11.1%
单位:百万元					ROE	21.0%	24.1%	24.9%	25.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	20.7%	23.4%	24.1%	24.1%
经营活动现金流	432	252	1,589	1,716	偿债能力				
净利润	926	1,336	1,785	2,342	资产负债率	42.2%	38.7%	36.0%	33.8%
折旧摊销	38	49	105	147	净负债比率				
财务费用	(15)	(36)	(46)	(76)	流动比率	2.10	2.11	2.34	2.61
投资损失	(8)	-	-	-	速动比率	1.19	1.15	1.36	1.56
营运资金变动	(516)	(929)	(191)	(734)	营运能力				
其它	6	(168)	(65)	37	总资产周转率	1.48	1.62	1.59	1.59
投资活动现金流	(611)	(469)	(140)	(52)	应收账款周转率	25.80	22.79	21.79	22.24
资本支出	(578)	(470)	(140)	(52)	应付账款周转率	6.21	5.76	5.73	5.79
长期投资	(4)	5	-	-	每股指标（元）				
其他	(30)	(4)	-	-	每股收益	1.33	1.92	2.57	3.36
筹资活动现金流	(109)	(187)	(93)	(64)	每股经营现金流	0.62	0.36	2.29	2.47
短期借款	-	-	-	-	每股净资产	6.36	7.94	10.31	13.47
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	160	-	-	-	P/E	42.1	29.3	21.9	16.7
资本公积增加	(147)	(160)	-	-	P/B	8.8	7.1	5.4	4.2
其他	(122)	(27)	(93)	(64)	EV/EBITDA	34.7	24.1	17.8	13.6
现金净增加额	(289)	(404)	1,355	1,600					

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