

分析师： 乔洋 (8621)68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

国内领先的头孢抗生素侧链中间体供应商

报告要点

■ 专注于头孢类抗生素医药中间体的民营药企

公司是主要从事头孢类抗生素医药中间体的研发、生产和销售的民营企业。淄博金城实业股份有限公司是公司的控股股东，发行后持有公司 39.32%的股权，赵鸿富和赵叶青父子是公司的实际控制人。

■ 细分市场份额第一，下游产品需求释放促进发展

公司是国内最大的头孢抗生素侧链中间体生产厂商，主营产品 AE-活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯在其细分市场份额均为第一，呋喃铵盐排名第二。下游主要头孢产品稳定增长，其中头孢曲松钠和头孢呋辛等已被列入国家基药目录（2009 版），需求有望得到进一步释放。

■ 受惠于国际化分工，出口业务增添亮点

我国是头孢类医药中间体的主要生产国，公司的出口业务的金额和比例呈逐年增加趋势。印度是公司产品的主要出口国，出口到印度的产品营业收入占公司营业收入的比重近 30%左右。

■ 募投项目扩大产能，延伸公司产业链条

此次募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。除带来现有核心业务产能的扩大外，公司意在借由“50 吨/年 7-AVCA 产业化项目”拓展头孢抗生素母核中间体产品市场。同时，“30 吨/年谷胱甘肽原料项目”的实施是公司向生物制药领域的一次有益拓展，使公司的产业价值链条得以延伸。

■ 给予 26-30 倍估值，建议询价区间在 32.2 元至 37.2 元

预计公司 2010-2012 年 EPS（摊薄后）分别 1.24 元、1.73 元和 2.42 元，按照 2010 年 26-30 倍市盈率，建议询价区间在 32.2 元至 37.2 元。

投资主题

国内最大的头孢类抗生素医药中间体供应商

公司从事头孢类抗生素医药中间体的研发、生产和销售，是国内最大的头孢抗生素侧链中间体生产厂商。其主营产品 AE-活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯在其细分市场份额均为第一，呋喃铵盐排名第二。

业绩预测及估值

预计公司 2010-2012 年 EPS（摊薄后）分别 1.24 元、1.73 元和 2.42 元，按照 2010 年 28-32 倍市盈率，建议询价区间在 32.2 元至 37.2 元。

表 1：盈利预测（单位：百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入	759	1160	1700	2328
净利润	104.6	149.6	209.1	292.2
EPS（元/股）	0.865	1.237	1.728	2.415

资料来源：长江证券研究部

风险提示

- 1、下游需求减少的风险：**公司对于头孢类医药中间体的研发和生产未能与头孢类抗生素药品的更新完善保持同步，国家在近几年对抗生素的使用进行了诸多限制；
- 2、主导产品降价的风险：**国家医药卫生体制改革影响所导致的终端药品价格下降可能会进一步调低产品售价；
- 3、主要原材料市场价格波动的风险：**公司产品的主要原材料是基础化学原料，受原油价格波动传导的影响较大。

公司背景

公司前身山东金城医药化工有限公司成立于 2004 年 1 月，2008 年 2 月整体变更为股份公司。自成立以来，公司一直致力于头孢类医药中间体的研发、生产和销售，是国内最大的头孢抗生素侧链中间体生产厂商。

公司首次公开发行 3100 万股，在创业板上市，发行后总股本 12100 万股。淄博金城实业股份有限公司持有 39.32% 的股权，是公司的控股股东。赵鸿富和赵叶青（父子）直接和间接持有公司 40.25% 的股权，是公司的实际控制人。

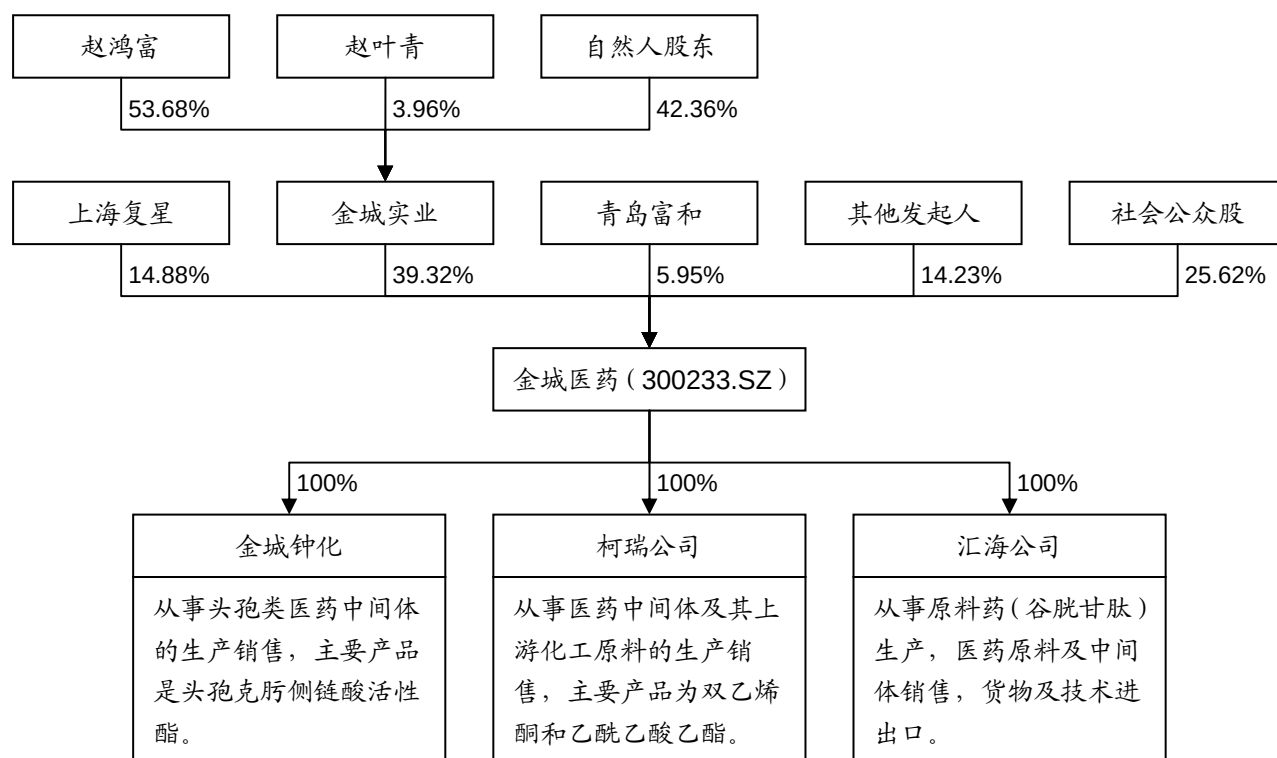
公司的主营业务为头孢类抗生素医药中间体的研发、生产和销售，目前的主要产品为 AE-活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯和呋喃铵盐，这四种产品占到公司合并报表的主营业务收入的 80% 左右，是公司经营业绩的主要来源，也是公司毛利的主要来源。

表 1：公司主要产品及其用途

产品名称	产品用途
AE-活性酯	生产头孢曲松钠、头孢噻肟钠、头孢泊肟酯、头孢吡肟、头孢他美酯、头孢地嗪等抗生素的重要中间体
头孢克肟侧链酸活性酯	用于合成头孢克肟原料药
头孢他啶侧链酸活性酯	用于合成头孢他啶、氨曲南等
呋喃铵盐	用于合成头孢呋辛原料药，该药按应用形式不同又分为头孢呋辛钠和头孢呋辛酯

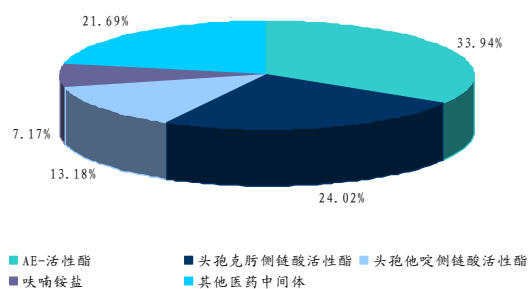
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 1: 发行后股权结构图



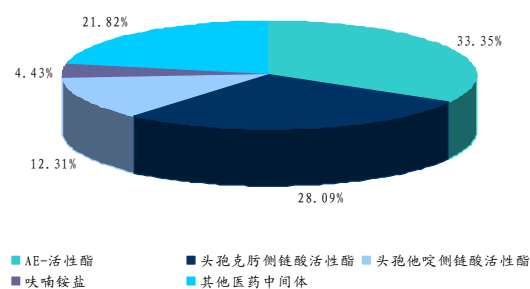
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 2: 2010 年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

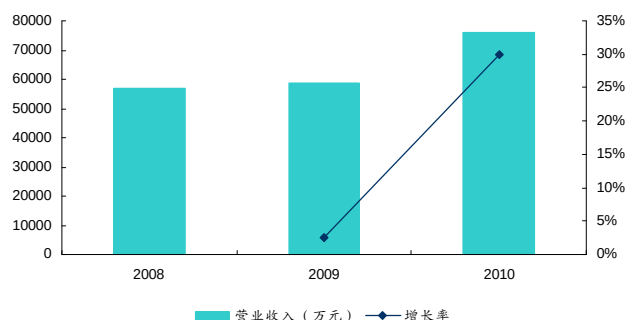
图 3: 2010 年公司主营业务毛利构成



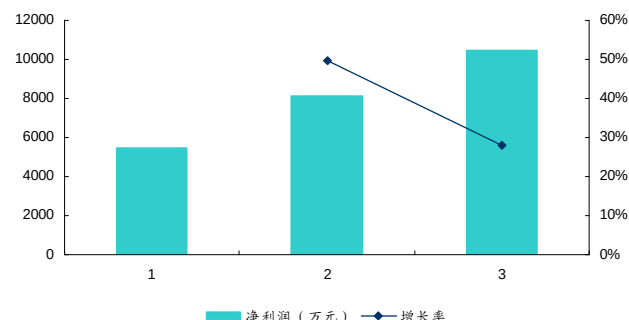
资料来源：Wind，长江证券研究部

2008-2010 年间，公司营业收入实现快速增长，年均复合增长率达 15.43%；净利润稳步上升，年均复合增长率达 38.53%。2010 年，公司实现营业收入 7.59 亿元，净利润 1.05 亿元，保持了良好的增长势头。

2009 年营业收入相比 2008 年增长 2.58%，而同期净利润增长 49.74%。造成这一现象的主要原因可能在于毛利率的明显提升以及公司财务费用的缩减。2009 年石油化工产品自 2008 年高位迅速跌落，公司主要原材料采购价格大幅下跌；但受头孢类抗生素供应紧张的局面所影响，以及公司作为细分行业领先者的较强的议价能力，售价下调有限。二者差距的扩大使得公司的毛利率由 2008 年的 23.87% 上升至 30.90%。

图 4：公司营业收入快速增长


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：公司净利润稳步上升


资料来源：Wind，长江证券研究部

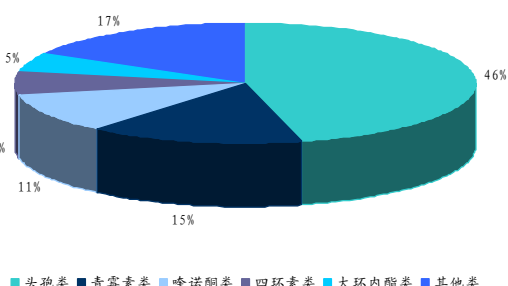
公司经营分析

头孢类抗生素市场需求旺盛，促进中间体行业发展

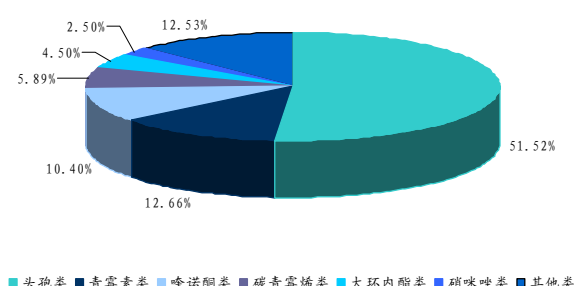
公司的主营业务属于头孢类医药中间体行业。其上游是基础化工原料，且大部分为石油化工产品；下游是头孢类抗生素的原料药及制剂。目前我国大多数基础化工原料能够满足国内生产需求，为头孢类医药中间体提供了充足的原料保障。

2009 年，世界抗感染药物市场销售额约为 800 亿美元，约占全球治疗性药物市场的 10%，头孢类抗生素的销售额约占抗感染药销售额的 40%。美国的抗生素销售额约为 45 亿美元，占美国药品市场的 3.0%。其中，头孢抗生素市场份额占据抗生素市场首位，达 46%。

从 2005 年至 2009 年，国内头孢类抗生素市场呈现出快速增长的势头。2009 年，我国头孢类抗生素市场规模约为 280 亿元，已达国内抗感染药市场份额的 50%以上。

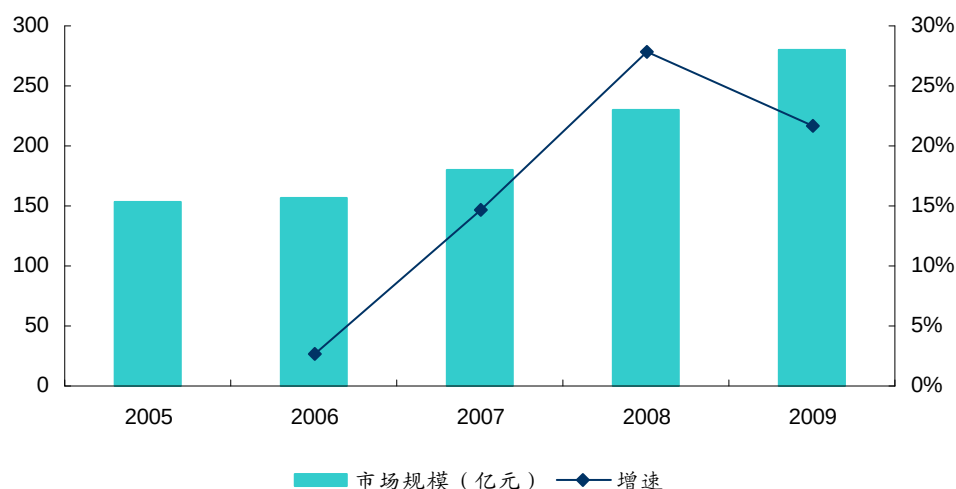
图 6：美国头孢类抗生素市场份额居首


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 7：我国抽样医院抗感染药大类份额构成


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 8: 国内头孢类抗生素市场规模快速增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

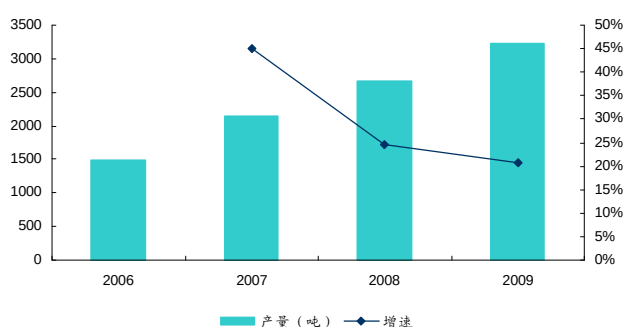
主营产品应用广泛，下游主要头孢品种稳定增长

头孢类医药中间体可分为头孢母核中间体和头孢侧链中间体两类。头孢母核中间体与不同的头孢侧链中间体相结合形成不同的头孢抗生素，从而具有不同的抗菌谱。公司目前的主要产品均属于头孢侧链中间体。

AE-活性酯的生产主要集中在我国，占全球总产能的约 95%。2006 年至 2009 年我国 AE-活性酯产量年均增长率约 30%，至 2009 年我国 AE-活性酯产量达 3230 吨。

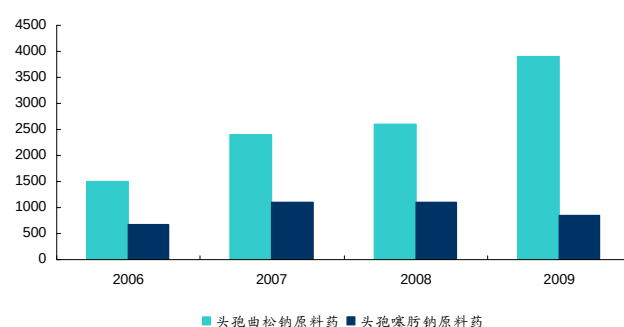
AE-活性酯是生产头孢曲松钠、头孢噻肟钠、头孢泊肟酯、头孢吡肟、头孢他美酯、头孢地嗪等抗生素的重要中间体。据统计，其对应的下游头孢类抗生素品种合计可占头孢类抗生素全球市场总规模的近 30%。我国约 80% 的 AE-活性酯产量用于生产头孢曲松钠和头孢噻肟钠原料药，2006-2009 年两者产量的年均增长率分别达到了 39.8% 和 13.2%，可以有效拉动 AE-活性酯的市场需求。同时，头孢曲松钠已被列入国家基药目录（2009 版），市场需求或将得到进一步释放。

图 9: 我国 AE-活性酯产量稳步上升



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 10: 下游主要产品产量稳定增长（单位：吨）



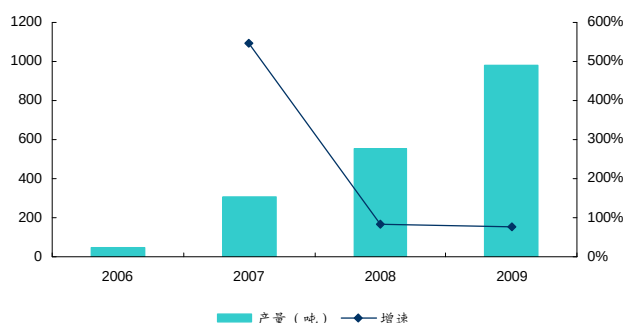
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2006 年至 2009 年我国头孢克肟侧链酸活性酯产量呈现成倍增长态势，年均增长率高达 235% 以上，2009 年我国该产

品产量达 980 吨。

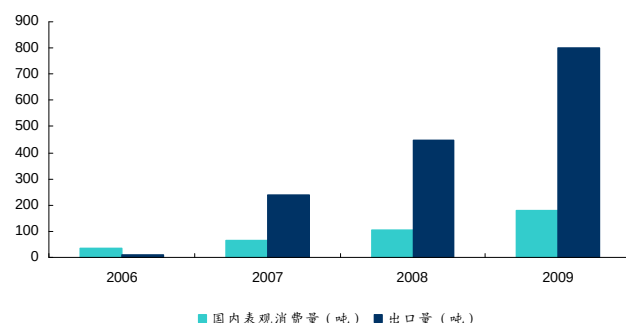
头孢克肟侧链酸活性酯用于合成头孢克肟原料药，该药是头孢抗生素中少数可以制成口服剂的品种，用药便利性较为明显。头孢克肟侧链酸活性酯具有较好的发展前景：一方面，头孢克肟属于头孢抗生素药物中的高端产品，随着头孢克肟合成技术的逐渐成熟，国内头孢克肟将迅速增长；另一方面，头孢克肟是目前市场最被看好的头孢抗生素之一，国外市场对其需求量不断增加，我国作为全球头孢克肟侧链酸活性酯的主要生产国，也将受惠于不断扩大的出口市场。

图 11：我国头孢克肟侧链酸活性酯产量迅速增加



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 12：出口需求逐年上升

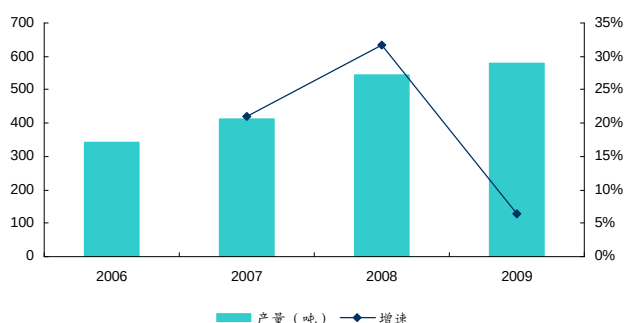


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

我国是全球头孢他啶侧链酸活性酯的主要生产国，占全球总产能的约 90%。2006-2009 年我国头孢他啶侧链酸活性酯产量年均增长率约为 19.71%，至 2009 年我国头孢他啶侧链酸活性酯产量达 580 吨。

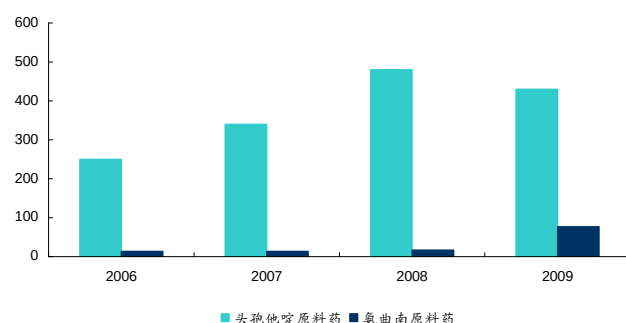
头孢他啶侧链酸活性酯主要用于合成头孢他啶、氨曲南等。头孢他啶是头孢类抗生素中的重要品种，其 2008 年销售额占国内头孢抗生素市场总规模的 3.37%；氨曲南是单环内酰胺类抗菌素的重点品种，近几年的市场规模增长迅速。头孢他啶具有良好的临床疗效，其消费量市场份额仍受制于制剂相对较高的价格。随着未来医改的深入，终端市场价格的进一步下降，其消费量有望进一步释放。

图 13：我国头孢他啶侧链酸活性酯产量稳步上升



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 14：氨曲南原料药产量增长迅速（单位：吨）



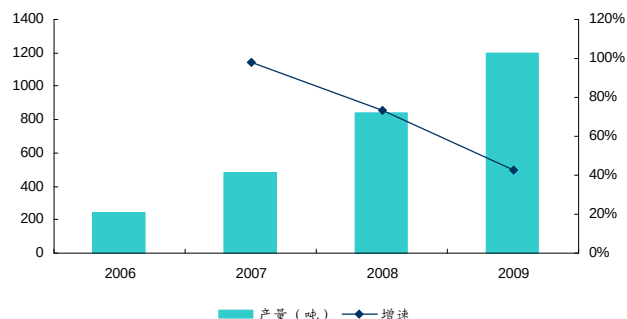
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2006 年至 2009 年我国呋喃铵盐产量持续增长，至 2009 年产量达到 1200 吨，年均增长率达 71.36%。

呋喃铵盐主要用于合成头孢呋辛原料药，按应用形式不同可分为头孢呋辛钠和头孢呋辛酯两部分。头孢呋辛是目前已开发的头孢抗生素中为数不多的既可口服又可注射的品种，且已被列入国家基药目录，预计未来头孢呋辛的市场需求

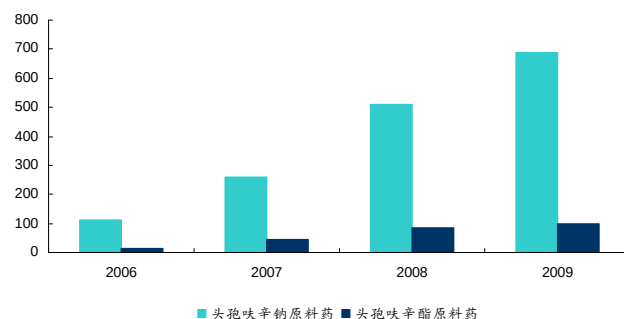
将得到进一步的释放。

图 15: 我国呋喃铵盐产量逐年上升



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 16: 头孢呋辛原料药产量稳步增长（单位：吨）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

受惠于国际化分工，出口业务增添亮点

在全球化分工的大背景下，头孢类医药中间体的生产能力已经基本完成了从发达国家向发展中国家的转移。

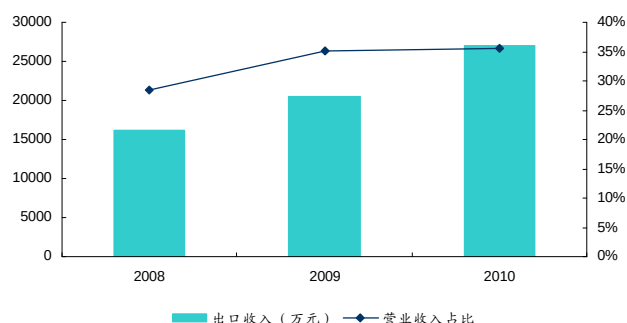
表 2: 我国头孢类医药中间体的生产能力全球领先（单位：亿元）

分类	国外产值规模	国外产值占比	国内产值规模	国内产值占比
头孢母核中间体	113.7	38.71%	180.0	61.29%
头孢侧链中间体	11.5	22.77%	39.0	77.23%
头孢类医药中间体	125.2	36.37%	219.0	63.63%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

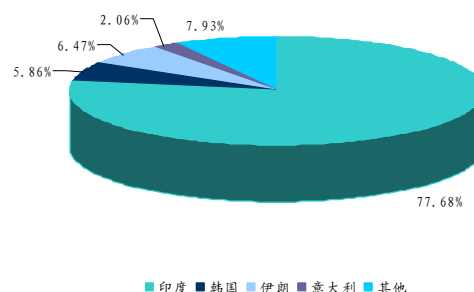
公司的出口业务的金额和比例呈逐年增加趋势。印度是公司产品的主要出口国，出口到印度的产品营业收入占公司营业收入的比重近 30% 左右。

图 17: 公司出口业务规模逐年增加



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 18: 印度是公司产品的主要出口国



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

细分市场份额第一，毛利率领先于相近行业上市公司

目前，公司占据着细分市场份额第一的位置。其四种主要产品，除呋喃铵盐外，在 2009 年于细分市场均排名第一。

表 3：2009 年头孢类医药中间体细分市场排名

产品	细分市场排名	企业名称
AE-活性酯	1	金城医药（市场占有率 48.62%）
	2	浙江普洛化学有限公司
	3	石家庄合佳保健品有限公司
头孢克肟侧链酸活性酯	1	金城医药（市场占有率 52.95%）
	2	浙江普洛化学有限公司
	3	江苏奥耐斯特医药化工有限公司
头孢他啶侧链酸活性酯	1	金城医药（市场占有率 51.70%）
	2	浙江普洛化学有限公司
	3	华北制药集团嘉华化工有限公司
呋喃铵盐	1	浙江台州清泉医药化工有限公司
	2	金城医药（市场占有率 27.23%）
	3	石家庄柏奇化工有限公司

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司是首家上市的头孢类医药中间体生产公司。与生产医药中间体的普洛股份、九九久相比，毛利率高于该两家上市公司；与主要生产原料药的海正药业和海翔药业相比，毛利率也具备竞争优势。

表 4：募投项目情况

上市公司	股票代码	2009 年度	2008 年度
普罗股份	000739	21.85%	19.11%
九九久	002411	16.03%	17.67%
海正药业	600267	27.76%	28.22%
海翔药业	002099	18.71%	13.05%
金城医药		30.90%	23.87%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

重视技术研发，研发模式内外兼修

公司及汇海公司目前拥有 9 项发明的专利权，期限为 20 年；另有 7 项发明专利申请已经进入国家知识产权局实质审查。同时，公司每年的研发投入的费用和占比也在相近行业上市公司中位于中上游水平，且呈逐年增长态势。

表 5：研发费用支出情况（单位：万元）

上市公司	2009 年		2008 年		2007 年	
	研发费用	占营业收入比重	研发费用	占营业收入比重	研发费用	占营业收入比重
海翔药业	3243.02	3.77%	3186.50	3%		
海正药业	14900	8.7%	13776.68	4.46%	13467.84	4.84%
九九久	1844.73	2.72%	1946.76	2.66%	1164.54	2.62%
金城医药	2532.92	4.33%	2161.57	3.79%		

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

目前，公司实行以自主研发为主、外部合作研发为辅的研发模式。公司的核心工艺技术均通过自主研发取得；对外，

公司与济南大学、天津大学、大连理工大学等高等院校和重庆医药工业研究院有限责任公司等研究机构建立了长期稳定的合作关系，共同致力于头孢类医药中间体和原料药产品的研发。

募投项目扩大产能，延伸公司产业链条

公司本次公开发行 3100 万股，募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

表 6：募投项目情况

序号	项目名称	总投资	募集资金使用金额	建设期
1	3000 吨/年 AE-活性酯新工艺产业化项目	7,900.96	7,900.96	1 年
2	800 吨/年头孢克肟侧链酸活性酯产业化项目	7,742.38	7,742.38	1 年
3	500 吨/年呋喃铵盐产业化项目	4,159.42	4,159.42	1 年
4	50 吨/年 7-AVCA 产业化项目	6,479.31	6,479.31	1 年
5	其他与主营业务相关的营运资金项目			

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

此次募集资金投资项目将带来公司现有核心业务产能的扩大。同时，借由“50 吨/年 7-AVCA 产业化项目”的启动，公司旨在以此产品为契机，拓展头孢抗生素母核中间体产品市场。目前，受限于生产技术瓶颈的约束，国内只有为数不多的几家医药化工公司进行 7-AVCA 的小批量生产。2009 年国内该产品的总产量约为 100 吨，而同期国内需求量达到 175 吨左右。因此，国内 7-AVCA 市场孕育着巨大的发展空间。

表 7：募投项目新增产能情况（单位：吨）

	AE-活性酯	氯噻肟酸	促进剂 M	磷酸三乙酯	头孢克肟侧链酸活性酯	呋喃铵盐	7-AVCA
项目年产能	3000	1770	750	1455	800	500	50
目前年产能	1800	970	0	0	300	350	0
项目达产后公司总产能	3000	1770	750	1455	1100	850	50

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

除募投项目外，公司 09 年设立的全资子公司山东金城钟化生物药业有限公司还负责实施“30 吨/年谷胱甘肽原料项目”。该项目的实施是公司向生物制药领域的一次有益拓展。使公司的产业价值链条得以延伸。

盈利预测

核心假设

- 1、新产能释放符合预期，新产品顺利上市；
- 2、主要产品毛利率基本稳定。

表 8：分产品销售假设

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
AE-活性酯	21,720.22	21,270.64	25,347.57	31,684.46	34,852.91	37,292.61
增长率	na	-2.07%	19.17%	25.00%	10.00%	7.00%
毛利率	21.43%	32.76%	28.80%	28.00%	28.00%	28.00%
头孢克肟甲基侧链酸活性酯	8,069.80	11,718.52	17,938.26	18,476.41	21,247.87	25,497.44
增长率	na	45.21%	53.08%	3.00%	15.00%	20.00%

毛利率	24.77%	31.89%	34.27%	33.00%	30.00%	30.00%
头孢他啶侧链	10,479.32	7,109.75	9,840.64	9,240.36	12,012.47	13,453.96
酸活性脂						
增长率	na	-32.15%	38.41%	-6.10%	30.00%	12.00%
毛利率	28.29%	34.00%	27.37%	27.00%	27.00%	27.00%
呋喃铵盐	5,847.40	5,340.34	5,351.85	5,405.37	7,297.25	10,581.02
增长率	na	-8.67%	0.22%	1.00%	35.00%	45.00%
毛利率	24.32%	24.70%	18.13%	19.00%	21.00%	21.00%
其他中间体	9,364.70	11,881.18	16,199.21	49,407.58	91,898.10	142,442.05
增长率	na	26.87%	36.34%	205.00%	86.00%	55.00%
毛利率	26.58%	30.05%	29.24%	29.00%	25.00%	25.00%
其他业务	1,511.45	1,140.48	1,260.97	1,828.40	2,651.19	3,579.10
增长率	na	-24.54%	10.56%	45.00%	45.00%	35.00%
毛利率	5.07%	4.68%	3.07%	3.00%	3.00%	3.00%
总计	56,992.89	58,460.90	75,938.49	116,042.58	169,959.78	232,846.18
增长率		2.58%	29.90%	52.81%	46.46%	37.00%
综合毛利率	23.87%	30.90%	28.82%	28.33%	25.87%	25.62%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	759	1160	1700	2328	货币资金	156	1100	997	983
营业成本	541	832	1260	1732	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	219	329	440	597	应收账款	195	291	426	584
% 营业收入	28.8%	28.3%	25.9%	25.6%	存货	80	79	120	165
营业税金及附加	4	6	9	13	预付账款	33	12	19	26
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	16	29	42	47	流动资产合计	494	1529	1630	1851
% 营业收入	2.0%	2.5%	2.5%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	62	104	136	186	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.1%	9.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	21	8	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	0.7%	-0.1%	0.0%	固定资产合计	370	319	553	753
资产减值损失	1	5	7	8	无形资产	80	76	72	69
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	1	1	1
营业利润	115	176	246	344	其他非流动资产	10	10	10	10
% 营业收入	15.2%	15.2%	14.5%	14.8%	资产总计	958	1934	2265	2683
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	325	0	0	0
利润总额	122	176	246	344	应付款项	188	263	399	549
% 营业收入	16.0%	15.2%	14.5%	14.8%	预收账款	3	8	12	16
所得税费用	17	26	37	52	应付职工薪酬	14	21	31	43
净利润	105	150	209	292	应交税费	4	6	8	11
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	2	3	4
的净利润	104.6	149.6	209.1	292.2	流动负债合计	536	300	453	623
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	47	47	47	47
EPS (元/股)	0.86	1.24	1.73	2.41	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	109	226	244	352	负债合计	583	347	500	670
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	375	1588	1765	2014
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	375	1588	1765	2014
固定资产投资	-133	-12	-317	-323	负债及股东权益	958	1934	2265	2683
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-133	-12	-317	-323		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.865	1.237	1.728	2.415
股权融资	0	1085	0	0	BVPS	4.17	17.64	19.61	22.37
银行贷款增加 (减少)	75	-325	0	0	PE	40.48	28.30	20.26	14.50
筹资成本	29	-30	-30	-43	PEG	0.99	0.69	0.50	0.36
其他	-58	0	0	0	PB	8.39	1.98	1.78	1.56
筹资活动现金流净额	46	730	-30	-43	EV/EBITDA	27.38	12.69	9.90	7.03
现金净流量	21	944	-103	-14	ROE	27.9%	9.4%	11.8%	14.5%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事医药生物行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。