

专业胶原生产商，谋求大健康转型

事件：东宝生物首次发行 1900 万股。

研究结论

● 合理股价区间为 10.00–12.00 元

根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益分别为 0.40 元、0.56 元、0.72 元，以 2011 年的预测市盈率 25–30 倍计，对应合理股价区间为 10.00–12.00 元。

● 实际控制人为王军先生

公司控股股东、实际控制人为自然人王军先生，其持有发行人股份比例为 50.34%。王军先生控制的包头东宝实业（集团）有限公司持有公司 2868 万股股份，占公司总股本的 50.34%。发行后，王军先生的持股比例将下降为 37.75%，实际控制地位不变。

● 公司是领先的明胶生产企业

公司目前主营明胶系列产品以及小分子量胶原蛋白的研发、生产、销售。公司是中国领先的明胶生产企业，同时，也是真正掌握小分子量胶原蛋白制备技术并能够稳定实现规模化工业生产的少数企业之一。

● 明胶制胜于规模优势

由于明胶行业的进入壁垒较低，成本的竞争成为关键，规模化竞争优势成为公司在这个行业成功的关键，公司现有明胶产能产量均达到 4000 吨，2010 年内资企业中排名第一，本次募投 2500 吨项目在 2012 年达产后，公司规模将达到 6500 吨，预计将提升公司的竞争力。

● 国产胶原蛋白满足普通消费者需求

公司生产的小分子量胶原蛋白以自产双 90 优质骨明胶为原料，通过技术进步，使得公司产品的价值得到成倍增长。按照 1 吨双 90 优质骨明胶生产 0.85 吨小分子量胶原蛋白估算，1 吨小分子量胶原蛋白的售价为 21 万元左右，而市场目前销售的罗塞洛公司生产的小分子量胶原蛋白的售价估算在每吨 100 万元以上，东宝生物未来具有明显的价格优势。

● 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行 1900 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25%，募投项目主要用于扩大明胶和胶原蛋白产能。

● 风险提示

新产品市场开发风险、原材料波动风险



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	10.00 - 12.00 元
发行后总股本（万股）	7598
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 6 月 22 日

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	192	231	287	353	
同比(%)	24%	20%	24%	23%	
归属母公司净利润	22	30	42	55	
同比(%)	90%	41%	39%	29%	
毛利率(%)	24.3%	25.2%	26.5%	27.3%	
ROE(%)	17.7%	8.9%	11.0%	12.7%	
每股收益(元)	0.28	0.40	0.56	0.72	

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 10.00-12.00 元	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	6
3.1 公司是领先的明胶生产企业	6
3.2 公司实际控制人为王军先生	6
4 业务分析	7
4.1 公司主营业绩保持平稳增长	8
4.2 主要客户为胶囊生产企业	8
4.3 毛利率未来预计呈上升趋势	9
5 产品竞争力分析	10
5.1 明胶制胜于规模优势	10
5.2 国产胶原蛋白满足普通消费者需求	11
6 募集资金项目分析	12
7 风险提示	13

图表目录

图：公司 IPO 后股权结构图	6
图：公司主要产品的示意图	7
图：公司近三年销售收入及增速	8
图：公司近三年净利润及增速	8
图：公司净利润变化分析	10
图：明胶应用示意图	10
图：2010 年我国前六名骨明胶生产企业实际产量（吨）	11
图：胶原蛋白应用示意图	11
图：世界各地胶原蛋白市场份额示意图	12
图：2001—2015 年我国胶原蛋白消费量增长情况（万吨）	12
表：公司销售收入分产品预测表(单位:万元)	4
表：公司盈利预测表	5
表：公司 IPO 前后股本变化	7
表：公司近三年分产品收入构成	8
表：2008-2010 年公司前五大客户收入占比	9
表：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 10.00-12.00 元

根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.40 元、0.56 元、0.72 元，以 2011 年的预测市盈率 25-30 倍计，对应合理价格区间为 10.00-12.00 元。

2 盈利预测

主要假设：

- 公司胶原蛋白加大市场开拓力度，未来有望保持 100% 的增速；
- 公司产品价格保持稳定，原材料、技术、工艺以及产品品质与安全性继续保持目前的优势；

表：公司销售收入分产品预测表(单位:万元)

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
明胶系列产品	收入	15502.88	18441.65	21539.28	25488.15	30489.24
	增速		18.96%	16.80%	18.33%	19.62%
	毛利率	18.96%	22.96%	23.00%	23.00%	23.00%
其中： 照明明胶	收入	264.36	294.24	323.66	356.03	391.63
	增速		11.30%	10.00%	10.00%	10.00%
药用明胶	收入	9413.39	13013.99	16267.49	20334.36	25417.95
	增速		38.25%	25.00%	25.00%	25.00%
食用明胶	收入	3784.17	2946.45	2651.81	2386.62	2147.96
	增速		-22.14%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
磷酸氢钙	收入	2040.96	2186.97	2296.32	2411.13	2531.69
	增速		7.15%	5.00%	5.00%	5.00%
胶原蛋白	收入		795.04	1590.08	3180.16	4770.24
	增速			100.00%	100.00%	50.00%
	毛利率		55.89%	55.00%	55.00%	55.00%
营业总收入	收入	15502.88	19236.69	23129.36	28668.31	35259.48
	增速		24.08%	20.24%	23.95%	22.99%
	毛利率	18.96%	24.32%	25.20%	26.55%	27.33%

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 2011-2013 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 0.30 亿元、0.42 亿元、0.55 亿元，同比增长 41.0%、39.2%、29.2%，实现摊薄后每股收益为 0.40 元、0.56 元、0.72 元。

表：公司盈利预测表

利润表				单位:百万元
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	192	231	287	353
营业成本	146	173	211	256
营业税金及附加	1	1	2	2
营业费用	5	6	8	11
管理费用	11	13	16	19
财务费用	5	1	-0	-1
资产减值损失	0	0	0	0
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	24	36	50	65
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	26	36	50	65
所得税	4	6	8	10
净利润	22	30	42	55
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	22	30	42	55
EBITDA	29	46	61	77
EPS (元)	0.28	0.40	0.56	0.72

资料来源：东方证券研究所

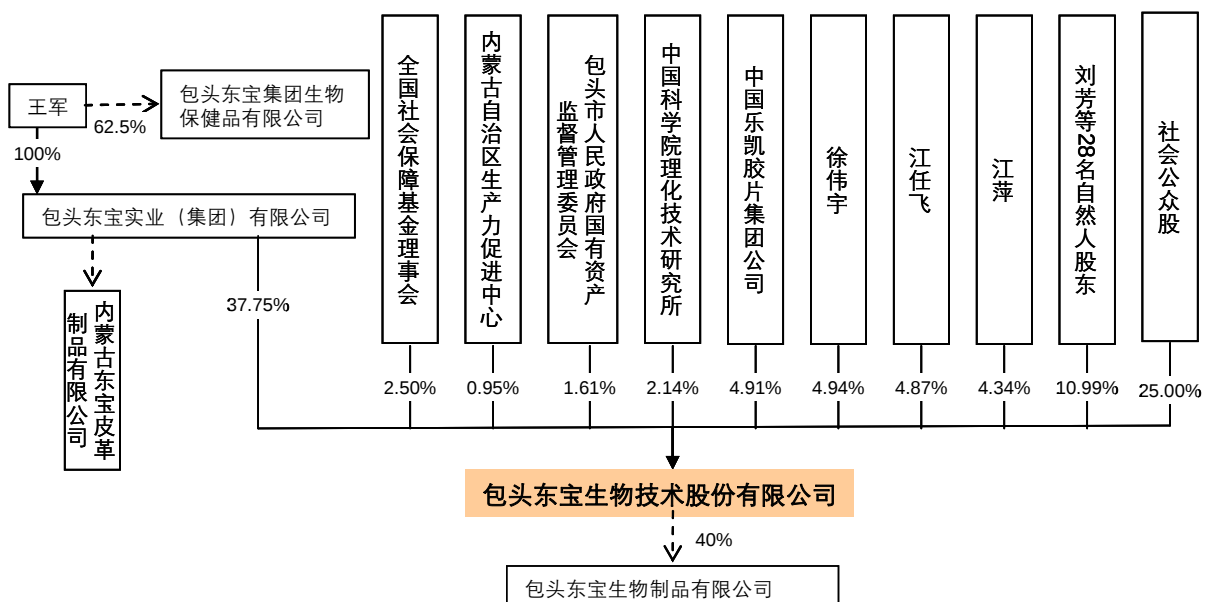
3 公司简介

3.1 公司是领先的明胶生产企业

公司成立于 1997 年 3 月 27 日，注册资本 300 万元，法定代表人为王军先生。

公司目前主营明胶系列产品以及小分子量胶原蛋白的研发、生产、销售。公司是中国领先的明胶生产企业，同时，也是真正掌握小分子量胶原蛋白制备技术并能够稳定实现规模化工业生产的少数企业之一。截止 2009 年底，公司拥有 4,000 吨/年骨明胶的生产能力，为国内最大的骨明胶生产厂商之一，本次募集资金投资项目完成后，公司将形成年产 6,500 吨骨明胶的生产能力。

图：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 公司实际控制人为王军先生

公司控股股东、实际控制人为自然人王军先生，其持有发行人股份比例为 50.34%。王军先生控制的包头东宝实业（集团）有限公司持有公司 2868 万股股份，占公司总股本的 50.34%。发行后，王军先生的持股比例将下降为 37.75%，实际控制地位不变。

表：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（%）
东宝集团	2868	50.34%	2868	37.75%
乐凯集团（SS）	470	8.24%	373	4.91%
徐伟宇	375	6.58%	375	4.94%
江任飞	370	6.49%	370	4.87%
江萍	330	5.79%	330	4.34%
中科院理化所（SS）	205	3.60%	162	2.14%
包头市国资委（SS）	154	2.70%	122	1.61%
刘芳等 28 名自然人股东合计	835	14.66%	835	10.99%
内蒙古自治区生产力促进中心（SS）	91	1.60%	73	0.95%
全国社会保障基金理事会			190	2.50%
社会公众股	-	-	1900	25.00%
合计	5698	100.00%	7598	100.00%

资料来源：公司招股书

4 业务分析

公司产业链覆盖牛骨等原材料采购、骨明胶与胶原蛋白及其副产品磷酸氢钙的生产与销售，业务始于收购原材料牛骨等提炼骨制明胶即骨明胶，2010 年开始将明胶进一步酶解为胶原蛋白，面向工业和终端消费者，同时有副产品磷酸氢钙作为饲料添加剂销售。胶原蛋白是明胶产业链的高端化延伸，产品包括圆素胶原蛋白冲剂、圆素胶原蛋白纯棉面膜以及果汁饮料。

图：公司主要产品的示意图


明胶



磷酸氢钙



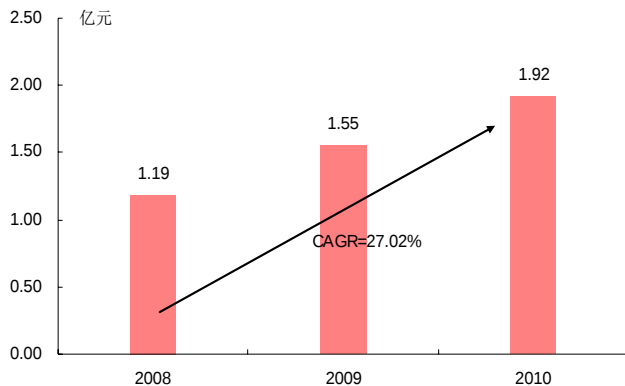
胶原蛋白

资料来源：公司网站

4.1 公司主营业绩保持平稳增长

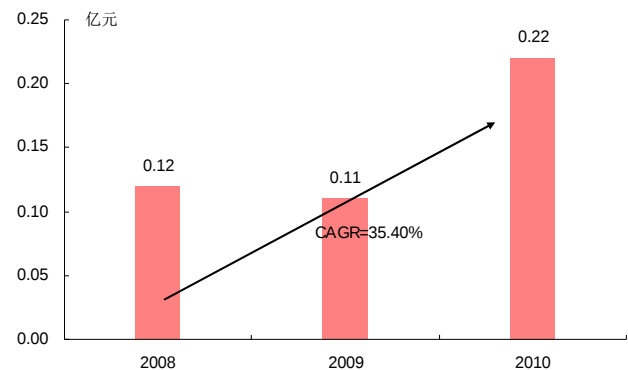
公司 2008 到 2010 年分别实现销售收入 1.19 亿元、1.55 亿元和 1.92 亿元，年复合增长率为 27.02%。实现归属于母公司的净利润 0.12 亿元、0.11 亿元和 0.22 亿元，年复合增长率为 35.40%

图：公司近三年销售收入及增速



资料来源：招股说明书

图：公司近三年净利润及增速



资料来源：招股说明书

公司的销售主要由明胶、磷酸氢钙及胶原蛋白组成，其中明胶产品的销售为公司最主要收入来源，2010 年明胶占销售收入的比重为 84.50%，主营业务十分突出。其中明胶和胶原蛋白属于公司的核心技术产品，2010 年核心技术产品占销售收入的比重为 88.63%。

表：公司近三年分产品收入构成

业务类别（单位：万元）	2010 年		2009 年		2008 年
	金额	增速	金额	增速	金额
照相明胶	294.24	11.30%	264.36	25.72%	210.27
药用明胶	13013.99	38.25%	9413.39	24.47%	7562.73
食用明胶	2946.45	-22.14%	3784.17	60.74%	2354.27
磷酸氢钙	2186.97	7.15%	2040.96	14.06%	1789.31
胶原蛋白	795.04				

资料来源：招股说明书

4.2 主要客户为胶囊生产企业

公司主要客户为规模较大的胶囊生产企业。胶囊行业属医药辅料行业，近年来随着国家医药产业的发展而快速成长，主要胶囊厂商的生产规模都持续扩大。2010 年，公司前五大客户占销售收入的比重达到 36.07%，其中山西广生胶囊有限公司采购额最大，占营业收入的比重达到 14.36%。另外前五大客户中除丹尼斯克中国有限公司为食品添加剂生产商外，其余均为胶囊生产企业。

表：2008-2010 年公司前五大客户收入占比

	客户名称	销售额（百万元）	占营业收入的比重%	是否关联方
2010 年	山西广生胶囊有限公司	27.62	14.36	否
	浙江宏辉胶丸有限公司	11.21	5.83	否
	安徽黄山胶囊股份有限公司	8.64	4.49	否
	九江昂泰胶囊有限公司	8.27	4.30	否
	丹尼斯克[中国]有限公司	8.06	4.19	否
2009 年	山西广生胶囊有限公司	24.12	15.56	否
	杭州群利明胶化工有限公司	9.14	5.90	是
	浙江宏辉胶丸有限公司	9.07	5.85	否
	新昌县沃洲胶丸有限公司	7.75	5.00	否
	奥德美生物科技（中山）有限公司	5.83	3.76	否
2008 年	山西广生胶囊有限公司	14.83	12.45	否
	安徽黄山胶囊股份有限公司	9.21	7.73	否
	广东开平金亿胶囊有限公司	4.29	3.60	否
	杭州群利明胶化工有限公司	4.13	3.47	是
	丹东市金丸药用胶囊有限公司	3.18	2.67	否

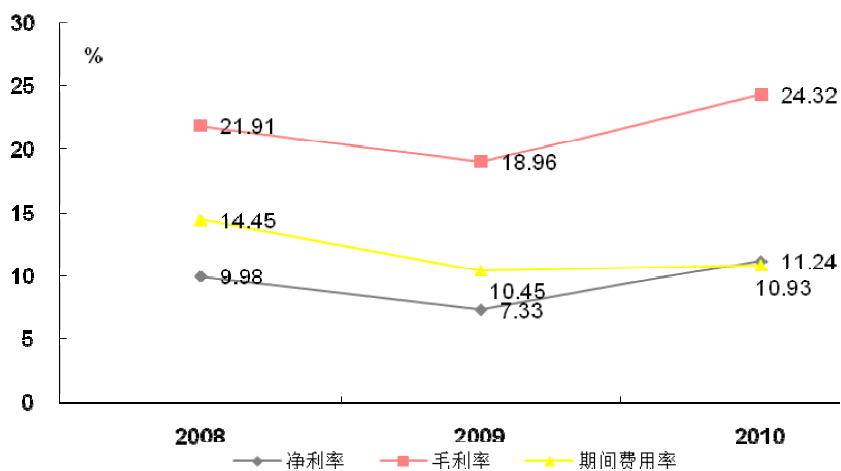
资料来源：招股说明书

4.3 毛利率未来预计呈上升趋势

公司明胶的生产成本主要由原材料、耗费能源及制造费用等构成，其中原材料骨料占生产成本的比例在 60%左右，2008-2010 年公司综合毛利率为 21.91%、18.96%和 24.32%，毛利率成上行走势的主要原因在于骨料价格从 2008 年的 3367 元/吨下降到 2717 元/吨，敏感性分析表明，骨料价格下降 10%，明胶售价不变，则毛利率可上升 4.58%。另外 2010 年公司胶原蛋白产品实现投产和销售，当年实现毛利 444.38 万元，毛利率高达 55.89%，未来有望对毛利率的继续提升形成有效的推动作用。

期间费用率控制较好，08-10 年分别为 14.45%、10.45%和 10.93%，保持下降趋势。其中 2009 年营业收入比 2008 年增长 30.10%，同期期间费用却下降 5.91%，期间费用的变化趋势与营业收入有较大差异，主要原因是期间费用中的管理费用大幅下降所致，2008 年公司将旧厂区整体资产出售后，固定资产折旧和无形资产摊销显著降低。

图：公司净利润变化分析



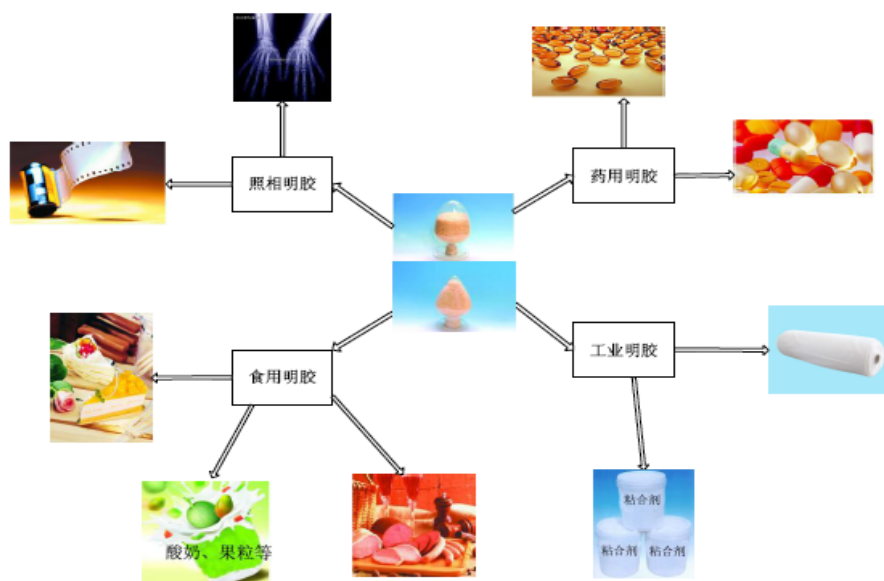
资料来源：招股说明书

5 产品竞争力分析

5.1 明胶制胜于规模优势

明胶是一种高分子蛋白质，被广泛用于医药、食品、照相等行业，用来制作如医用软硬胶囊、外科敷料、止血海绵、食品添加剂、悬浮剂、澄清剂等。

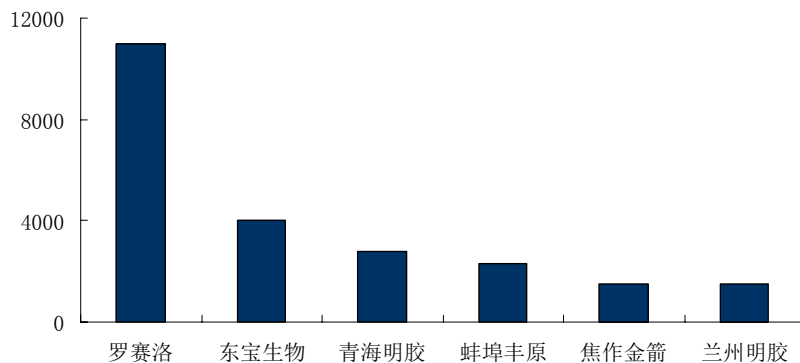
图：明胶应用示意图



资料来源：招股说明书

国外的明胶行业厂商数量稳定，产业集中度较高。目前世界明胶业的三大巨头罗赛洛集团、嘉利达公司、派宝公司的总产量达 22 万吨，占世界总产量的 3/4，而国内行业集中度较低，大多数企业只有年产几百吨的产能，年产 2,500 吨以上的大中型明胶民族企业仅有东宝生物、青海明胶等寥寥几家，竞争明显处于劣势。

图：2010 年我国前六名骨明胶生产企业实际产量（吨）



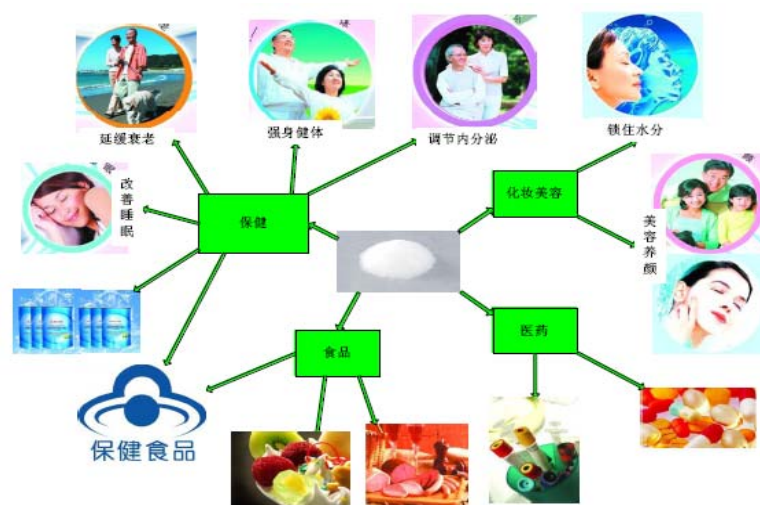
资料来源：招股说明书

由于明胶行业的进入壁垒较低，成本的竞争成为关键，规模化竞争优势成为公司在这个行业成功的关键，公司现有明胶产能产量均达到 4000 吨，2010 年内资企业中排名第一，本次募投 2500 吨项目在 2012 年达产后，公司规模将达到 6500 吨，预计将提升公司的竞争力。

5.2 国产胶原蛋白满足普通消费者需求

胶原蛋白是一种天然蛋白质，具有丰富的营养性、很强的生物活性、良好的生物相容性。同时还具有修复性、保湿性和细胞亲和性，被广泛用于保健、化妆、医药、食品等领域。

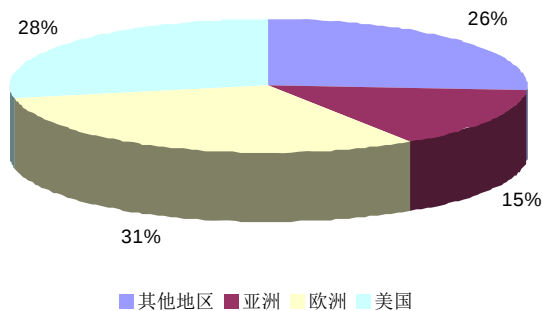
图：胶原蛋白应用示意图



资料来源：招股说明书

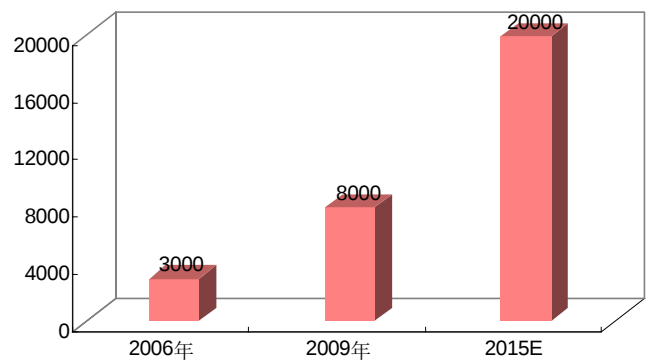
国内胶原蛋白市场是随着国外品牌的进入而逐渐形成的，经过多年发展，凭借先进技术、较高产品质量、良好口碑等因素，国外胶原蛋白企业在胶原蛋白市场上占据较大市场份额。受限于技术，国内能够生产出小分子量胶原蛋白的企业较少。由于原装进口或进口分装产品在国内市场占主导，导致胶原蛋白价格不菲，普通消费者难以承受。

图：世界各地胶原蛋白市场份额示意图



资料来源：招股说明书

图：2001—2015 年我国胶原蛋白消费量增长情况（万吨）



资料来源：招股说明书

公司生产的小分子量胶原蛋白以自产双 90 优质骨明胶为原料，通过技术进步，使得公司产品的价值得到成倍增长。按照 1 吨双 90 优质骨明胶生产 0.85 吨小分子量胶原蛋白估算，1 吨小分子量胶原蛋白的售价为 21 万元左右，而市场目前销售的罗塞洛公司生产的小分子量胶原蛋白的售价估算在每吨 100 万元以上，东宝生物未来具有明显的价格优势。

6 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行 1900 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25%。具体项目如下：

表：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	明胶 4000 吨/年增至 6500 吨/年扩建项目	10376.90
2	年产 1000 吨可溶性胶原蛋白项目	8010.50

资料来源：公司招股书

7 风险提示

新产品市场开发风险

公司与中科院理化所共同研发出以双 90 优质骨明胶为原料采用酶解法生产小分子量胶原蛋白的高新技术,并已经形成 200 吨/年的生产能力,待本次募集资金拟投资的项目完成后,公司将形成 1,200 吨/年小分子量胶原蛋白的生产能力。新产品的品牌建设和市场开拓需要一定时间的积累和大量人力、物力的投入,公司存在新产品的市场开发风险。

原材料价格波动的风险

公司的主要原材料为骨料、盐酸、石灰粉和氧化钙,报告期内公司原材料占同期营业成本的比例较高,2010 年、2009 年度、2008 年度分别为 75.15%、77.90%、81.69%,其中尤以骨料所占比重较大,原材料价格的波动将对公司的经营造成一定的影响。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	93	233	210	209	营业收入	192	231	287	353
现金	8	147	103	78	营业成本	146	173	211	256
应收账款	10	12	14	18	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	4	4	5	6	营业费用	5	6	8	11
预付账款	2	2	2	3	管理费用	11	13	16	19
存货	51	55	67	81	财务费用	5	1	-0	-1
其他	18	13	18	24	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	127	199	269	276	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	115	150	201	230	营业利润	24	36	50	65
无形资产	8	8	8	8	营业外收入	1	0	0	0
其他	3	42	60	39	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	220	433	479	485	利润总额	26	36	50	65
流动负债	79	90	94	53	所得税	4	6	8	10
短期借款	55	50	50	0	净利润	22	30	42	55
应付账款	15	31	33	40	少数股东损益	0	0	0	0
其他	9	9	10	13	归属于母公司净利润	22	30	42	55
非流动负债	19	0	0	0	EBITDA	29	46	61	77
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.28	0.40	0.56	0.72
其他	19	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	98	90	94	53	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	57	76	76	76	营业收入	24.1%	20.2%	23.9%	23.0%
资本公积	13	184	184	184	营业利润	98.4%	49.3%	39.2%	29.2%
留存收益	53	83	126	173	归属于母公司净利润	90.2%	41.0%	39.2%	29.2%
归属母公司股东权益合计	122	343	385	433	获利能力				
负债和股东权益	220	433	479	485	毛利率	24.3%	25.2%	26.5%	27.3%
现金流量表					净利率	11.2%	13.2%	14.8%	15.5%
单位:百万元					ROE	17.7%	8.9%	11.0%	12.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	16.2%	15.3%	15.1%	18.1%
经营活动现金流	12	36	37	52	偿债能力				
净利润	22	30	42	55	资产负债率	44.4%	20.7%	19.6%	10.9%
折旧摊销	0	8	11	13	净负债比率				
财务费用	5	1	-0	-1	流动比率	1.19	2.60	2.24	3.96
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.54	1.96	1.50	2.36
营运资金变动	0	2	-18	-17	营运能力				
其它	-15	-6	1	2	总资产周转率	0.90	0.71	0.63	0.73
投资活动现金流	-10	-81	-81	-21	应收账款周转率	16	16	16	16
资本支出	10	80	80	20	应付账款周转率	6.85	7.67	6.58	7.01
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-1	-1	-1	每股收益	0.28	0.40	0.56	0.72
筹资活动现金流	-1	184	0	-57	每股经营现金流	0.16	0.48	0.48	0.69
短期借款	-0	-5	0	-50	每股净资产	1.61	4.51	5.07	5.69
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	19	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	171	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0	-1	0	-7	EV/EBITDA	2	1	1	1
现金净增加额	2	139	-44	-25					

资料来源：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