

主业增长较快, 预计下半年更好

事件

复星医药 2011 年上半年实现营业总收入 31.03 亿元, 同比增长 41.35%; 主营业务利润 10.49 亿元, 同比增长 44.80%; 营业利润 11.27 亿元, 同比增长 45.77%; 归属于母公司所有者的净利润为 8.67 亿元, 同比增长 57.17%, 每股收益 0.46 元; 扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润 2.91 亿元, 同比增长 13.14%。

研究结论

● **上半年业务发展略超预期, 预计下半年会更好:** 公司本期收入同比增长 41.35%, 高于过去几年增速。1) 自身制药业务收入约 17.7 亿元: 我们认为公司核心企业重庆药友、江苏万邦、湖北新生源、桂林南药等业务快速增长以及沈阳红旗开始并表, 导致工业同比增长约 28.73%; 2) 医疗器械约 3.8 亿: 公司与美中互利合作医疗器械平台, 将双方相关业务整合在一起。上半年医疗器械收入约 3.8 亿, 同比增长近 90%, 但是公司原医疗器械完全控股, 目前仅占该平台 51% 的股份, 所以业绩增长对于净利润的影响不明显; 3) 医药商业: 公司主营业务里剩余的医药商业主要是零售业务, 同比增长达 34.71%; 4) 预计公司下半年主业会更好: 我们预计上述业务增速在下半年仍将维持, 此外雅立峰预计将并表 (2010 年雅立峰的收入超过 1 亿、净利润超过 5000 万), 而且我们预计公司还会有较大体量的收购, 所以我们认为全年来看公司主业会有更好表现。

● **期间费用和减值准备仍较大:** 上半年国药控股配售 H 股摊薄公司股权, 导致公司一次性产生约 5.04 亿的视同处置收益, 进一步增厚公司本年业绩。但是公司期间费用率同比增长 2.5 个百分点, 另外为持有待售股权计提的减值准备达到 8600 万, 几乎抵消了前述投资收益的影响, 所以公司营业利润同比增长 45.77%, 仅略高于收入增长率。

● **公司价值一直被低估:** 公司持有国药控股 7.7 亿股, 按照国控最新收盘价再打八八折, 对应 100 亿市值; 公司今年工业净利润预计有 4 亿, 按照 25 倍市盈率对应 100 亿市值; 公司 PE 投资中已上市部分按市价、未上市部分用成本价, 对应市值约 35 亿。按照如此保守的估算, 公司市值都应该有 235 亿元, 而目前只有 204 亿元, 我们认为公司价值一直被低估。

● **盈利预测:** 公司上半年利润 8.67 亿, 其中因股权摊薄获得的 5.04 亿投资收益下半年预计不会再有, 则差额为 3.63 亿, 如果下半年仍为 3.63 亿, 则全年的利润为 $3.63 \times 2 + 5.04 = 12.30$ 亿, 而考虑到下半年业绩会进一步增长, 而且很可能雅立峰并表、以及收购新的工业公司等, 预计今年净利润可能达到 14—15 亿。因此我们维持 2011—2013 年每股收益为 0.78 元, 0.72 元、0.88 元的盈利预测, 维持公司买入的投资评级。

● **风险因素:** 雅立峰并表时间的不确定性, 下半年医药工业收购时点的不确定性。

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申明。



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

宋敏

8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 29 日) 10.71 元

目标价格 16.69 元

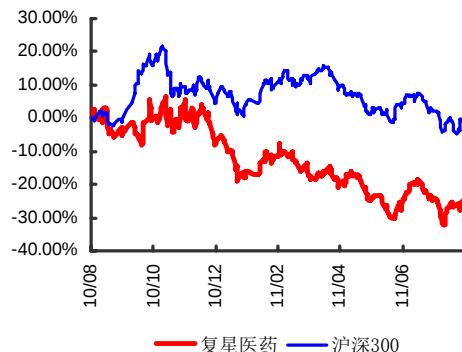
总股本/A 股 (亿股) 19.04/19.04

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 8 月 30 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,555	5,986	7,464	9,632
同比(%)	18%	31%	25%	29%
归属母公司净利润	864	1,491	1,374	1,670
同比(%)	-65%	73%	-8%	22%
毛利率(%)	34.5%	33.3%	34.3%	35.4%
ROE(%)	10.3%	15.3%	12.5%	13.4%
每股收益(元)	0.45	0.78	0.72	0.88
P/E (倍)	23.62	13.67	14.85	12.21
P/B (倍)	2.42	2.09	1.86	1.64

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

公司 2011 年上半年归属于母公司所有者的净利润同比增长 57.17%

公司 2011 年上半年实现营业总收入 31.03 亿元，同比增长 41.35%；主营业务利润 10.49 亿元，同比增长 44.80%；营业利润 11.27 亿元，同比增长 45.77%；归属于母公司所有者的净利润为 8.67 亿元，同比增长 57.17%，每股收益 0.46 元；扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润 2.91 亿元，同比增长 13.14%。

上半年国药控股配售 H 股摊薄公司股权，导致公司一次性产生约 5.04 亿的视同处置收益，进一步增厚公司本年业绩。公司毛利率虽同比增长 1.0 个百分点，但是期间费用率同比增长了 2.5 个百分点，另外为持有待售股权计提的减值准备达到 8600 万，这些因素几乎抵消了前述投资收益对利润的增厚，所以公司营业利润同比增长 45.77%，与收入增长率相差不大。

收入增长略超预期

公司本期实现收入 31.03 亿元，同比增长 41.35%，其中制药工业收入约 17.7 亿元，同比增长 28.73%；医疗器械和医学诊断收入约 5.2 亿元，同比增长约 136%；医药商业收入约 7.2 亿元，同比增长 34.71%。

公司大力发展医药工业，其核心企业重庆药友、江苏万邦、湖北新生源和桂林南药等合计收入增速约为 18.27%，而收购的沈阳红旗上半年已经并表，合并范围扩大使公司工业收入进一步提高。公司上半年还以约 6.75 亿的代价收购大连雅立峰 75% 的股权，预计下半年即可并表，届时将进一步提高公司全年业绩。

大连雅立峰 2009 年收入为 6678 万元，净利润 2654 万元；到 2010 年 11 月收购基准日，公司已经实现收入 9871 万元，净利润 5089 万元。大连雅立峰是国内 11 家流感疫苗生产企业之一和 9 家甲型 H1N1 流感疫苗生产企业之一，已投入生产的产品有流感病毒裂解疫苗、甲型 H1N1 流感疫苗等；其在流感及狂犬疫苗领域的技术居于领先地位。

另外公司去年发行 10 亿票据，本期又发行 16 亿中票，我们认为如此大的资金量是用于收购新的工业公司。由于公司战略规划到 2012 年工业收入达到 60 亿，所以我们认为在其内生增长保持 20% 左右的水平上，今年和明年公司收购的企业年收入应达到 20 亿。

所以我们认为到下半年雅立峰并表、新公司收购完成，公司今年主业业绩会更好。

期间费用和减值准备抵消股权摊销带来的投资收益

上半年国药控股配售 H 股，公司持股数不变仍为 7.7 亿股，但股权比例从 34% 摊薄到 32.05%，产生约 5.04 亿的视同处置的收益，原本会大幅提升公司业绩。

另一方面，公司在收入大幅增加的基础上毛利率增长了 1.0 个百分点，但是期间费用率同比增长 2.5 个百分点，此外公司为持有待售股权继续计提 8600 万减值准备，几乎抵消了前述投资收益对业绩的影响。

所以公司营业利润同比增长 45.77%，仅略高于收入同比增长率。

公司价值一直被低估

我们一直强调公司价值被低估，对于我们目标价的计算请参见我们此前发布的报告，在这里我们用非常保守地方法估算一下公司市值。

- 1) 国药控股今日收盘价 18.08 港元（汇率 0.82），公司持有 7.7 亿股，对应人民币市值 114.16 亿元，即使考虑打一定折扣如八八折，则市值应有 100 亿元；
- 2) 公司上半年工业收入约 17.7 亿元，预计全年能达到 40 亿元，若按照 10% 的净利率，则能实现约 4 亿的净利润。即使按照 25 倍市盈率，也能对应 100 亿市值。（甚至未考虑医疗器械、医学诊断、医药零售等对业绩的增厚）
- 3) PE 投资中，已上市按照市价，未上市按照成本价，对应约 35 亿市值。（事实上对未上市部分仅用成本是极端保守的，按照复星投资能力往往每达成一个项目就有近 10 倍的盈利）

综合上述三部分非常保守的估算，公司市值已经达到 235 亿，而目前公司市值仅有 203 亿。

投资建议

公司上半年利润 8.67 亿，其中因股权摊薄获得的 5.04 亿投资收益下半年预计不会再有，则差额为 3.63 亿，如果下半年仍为 3.63 亿，则全年的利润为 $3.63 \times 2 + 5.04 = 12.30$ 亿，对应每股收益 0.64 元，对应 PE 为 16.20 倍。

而考虑到下半年业绩会进一步增长，而且很可能雅立峰并表、以及收购新的工业公司等，我们预计今年净利润可能达到 14-15 亿。因此我们维持 2011-2013 年每股收益为 0.78 元、0.72 元、0.88 元的盈利预测，维持公司买入的投资评级。

表 1：公司报表分析

百万元	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	1-4Q2010	1Q2011	1-2Q2011	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业总收入	1073.3	2194.9	3328.6	4555.4	1454.6	3102.5	1073.3	1121.7	1133.7	1226.8	1454.6	1647.9
营业收入	1073.3	2194.9	3328.6	4555.4	1454.6	3102.5	1073.3	1121.7	1133.7	1226.8	1454.6	1647.9
同比增长率	27.4%	22.3%	19.2%	17.6%	35.5%	41.35%	27.4%	17.9%	13.5%	13.7%	35.5%	46.9%
营业总成本	1063.9	2170.0	3290.9	4642.2	1457.4	3119.3	1063.9	1106.1	1120.9	1351.3	1457.4	1661.9
营业成本	730.8	1458.1	2189.3	2984.6	950.8	2030.5	730.8	727.3	731.2	795.3	950.8	1079.7
成本率	68.1%	66.4%	65.8%	65.5%	65.4%	65.4%	68.1%	64.8%	64.5%	64.8%	65.4%	65.5%
主营业务利润	336.8	724.6	1119.4	1544.2	493.3	1049.1	336.8	387.7	394.8	424.8	493.3	555.9
毛利率	31.9%	33.6%	34.2%	34.5%	34.6%	34.6%	31.9%	35.2%	35.5%	35.2%	34.6%	34.5%
同比增长率	23.8%	22.4%	22.0%	24.6%	46.4%	44.80%	23.8%	21.2%	21.3%	31.8%	46.4%	43.4%
营业税金及附加	5.6	12.2	19.9	26.6	10.5	22.8	5.6	6.6	7.7	6.7	10.5	12.3
销售费用	176.8	365.4	560.5	798.3	249.8	533.1	176.8	188.6	195.1	237.8	249.8	283.3
营业费用率	16.5%	16.6%	16.8%	17.5%	17.2%	17.2%	16.5%	16.8%	17.2%	19.4%	17.2%	17.2%
管理费用	111.5	255.4	404.0	569.6	183.7	386.1	111.5	143.9	148.6	165.6	183.7	202.3
管理费用率	10.4%	11.6%	12.1%	12.5%	12.6%	12.4%	10.4%	12.8%	13.1%	13.5%	12.6%	12.3%
财务费用	38.6	78.3	110.1	162.6	61.3	146.8	38.6	39.8	31.8	52.5	61.3	85.5
期间费用率	30.5%	31.9%	32.3%	33.6%	34.0%	34.4%	30.5%	33.2%	33.1%	37.2%	34.0%	34.7%
资产减值损失	0.5	0.5	7.1	100.5	1.2	88.4	0.5	0.0	6.6	93.5	1.2	87.2
其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	45.4	24.8	26.6	0.0	0.0	0.0	45.4	24.8	1.8
投资净收益	464.2	748.3	951.3	1181.8	298.5	1259.0	464.2	284.2	203.0	230.5	298.5	960.5
其中：对联营企业和合营企业的	123.2	276.2	404.2	552.3	163.8	323.0	123.2	153.1	128.0	148.1	163.8	159.3
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	473.5	773.2	989.0	1140.4	320.5	1127.2	473.5	299.7	215.8	151.4	320.5	806.6
营业利润率	44.1%	35.2%	29.7%	25.0%	22.0%	36.3%	44.1%	26.7%	19.0%	12.3%	22.0%	48.9%
同比增长率	169.2%	106.8%	-65.3%	-64.5%	-32.3%	45.77%	169.2%	51.4%	-91.3%	-58.1%	-32.3%	169.1%
加：营业外收入	13.6	23.3	41.5	69.5	8.1	117.6	13.6	9.7	18.2	28.0	8.1	109.6
减：营业外支出	0.3	1.4	3.1	8.0	0.5	1.8	0.3	1.1	1.6	4.9	0.5	1.3
其中：非流动资产处置净损失	0.1	0.2	0.1	0.6	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.5	0.1	0.1
利润总额	486.8	795.1	1027.5	1201.9	328.1	1243.0	486.8	308.3	232.3	174.5	328.1	914.9
税前利润率	45.4%	36.2%	30.9%	26.4%	22.6%	40.1%	45.4%	27.5%	20.5%	14.2%	22.6%	55.5%
同比增长率	147.6%	98.2%	-64.4%	-63.2%	-32.6%	56.3%	147.6%	50.8%	-90.7%	-53.7%	-32.6%	196.7%
减：所得税	132.2	163.7	186.8	201.6	42.5	255.7	132.2	31.5	23.1	14.9	42.5	213.2
有效税率	27.1%	20.6%	18.2%	16.8%	13.0%	20.6%	27.1%	10.2%	9.9%	8.5%	13.0%	23.3%
净利润	354.7	631.5	840.7	1000.3	285.6	987.2	354.7	276.8	209.2	159.6	285.6	701.7
减：少数股东损益	24.3	80.0	102.7	136.7	33.1	120.5	24.3	55.7	22.7	34.0	33.1	87.5
归属于母公司所有者的净利润	330.3	551.4	738.0	863.7	252.5	866.7	330.3	221.1	186.6	125.6	252.5	614.2
净利率	30.8%	25.1%	22.2%	19.0%	17.4%	27.9%	30.8%	19.7%	16.5%	10.2%	17.4%	37.3%
同比增长率	91.3%	60.8%	-66.7%	-65.4%	-23.6%	57.17%	91.3%	29.8%	-90.0%	-55.3%	-23.6%	177.8%
每股收益	0.27	0.43	0.39	0.45	0.13	0.46	0.27	0.17	0.10	0.07	0.13	0.32

资料来源：公司公告、东方证券研究所

附表：财务预测表

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	5,938	7,531	9,731	12,262	营业收入	4,555	5,986	7,464	9,632
现金	3,344	4,541	5,780	7,410	营业成本	2,985	3,994	4,906	6,224
应收账款	837	985	1,300	1,631	营业税金及附加	27	32	40	53
其它应收款	200	185	279	328	营业费用	798	940	1,172	1,512
预付账款	149	305	377	489	管理费用	570	688	858	1,108
存货	934	1,083	1,433	1,753	财务费用	163	195	185	178
其他	474	432	562	651	资产减值损失	101	81	98	96
非流动资产	10,882	10,649	10,644	10,263	公允价值变动收益	45	26	36	31
长期投资	6,804	6,817	6,810	6,814	投资净收益	1,182	1,910	1,610	1,771
固定资产	1,313	1,541	1,520	1,376	营业利润	1,140	1,992	1,850	2,262
无形资产	527	510	494	479	营业外收入	69	69	69	69
其他	2,239	1,782	1,819	1,596	营业外支出	8	8	8	8
资产总计	16,820	18,180	20,375	22,525	利润总额	1,202	2,053	1,912	2,324
流动负债	3,704	3,432	4,199	4,630	所得税	202	386	321	390
短期借款	1,774	1,428	1,601	1,515	净利润	1,000	1,667	1,591	1,934
应付账款	727	838	1,112	1,358	少数股东损益	137	176	217	264
其他	1,202	1,166	1,485	1,757	归属于母公司净利润	864	1,491	1,374	1,670
非流动负债	3,723	3,849	3,851	3,850	EBITDA	1,459	2,395	2,284	2,707
长期借款	1,772	1,908	1,908	1,908	EPS（元）	0.45	0.78	0.72	0.88
其他	1,951	1,941	1,943	1,942	主要财务比率				
负债合计	7,427	7,281	8,050	8,481	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	970	1,146	1,363	1,627	成长能力				
股本	1,904	1,904	1,904	1,904	营业收入	17.6%	31.4%	24.7%	29.0%
资本公积	1,829	1,829	1,829	1,829	营业利润	-64.5%	74.7%	-7.1%	22.3%
留存收益	4,693	5,994	7,166	8,592	归属于母公司净利润	-65.4%	72.7%	-7.9%	21.5%
归属母公司股东权益合计	8,423	9,753	10,961	12,417	获利能力				
负债和股东权益	16,820	18,180	20,375	22,525	毛利率	34.5%	33.3%	34.3%	35.4%
现金流量表					净利率	8.4%	8.4%	19.0%	24.9%
单位:百万元					ROE	10.3%	15.3%	12.5%	13.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	8.8%	12.5%	10.9%	11.8%
经营活动现金流	203	(111)	94	245	偿债能力				
净利润	1,000	1,667	1,591	1,934	资产负债率	44.2%	40.0%	39.5%	37.6%
折旧摊销	156	209	248	267	净负债比率				
财务费用	162	195	185	178	流动比率	1.60	2.19	2.32	2.65
投资损失	(1,182)	(1,910)	(1,610)	(1,771)	速动比率	1.35	1.88	1.97	2.27
营运资金变动	(124)	(342)	(343)	(406)	营运能力				
其它	190	71	22	44	总资产周转率	0.32	0.34	0.39	0.45
投资活动现金流	(264)	1,985	1,346	1,899	应收账款周转率	6.48	6.53	6.50	6.53
资本支出	(339)	(448)	(3)	(3)	应付账款周转率	5.03	5.10	5.03	5.04
长期投资	(262)	419	(210)	105	每股指标（元）				
其他	337	2,014	1,558	1,797	每股收益	0.45	0.78	0.72	0.88
筹资活动现金流	1,822	(676)	(201)	(515)	每股经营现金流	0.11	(0.06)	0.05	0.13
短期借款	692	(346)	173	(87)	每股净资产	4.42	5.12	5.76	6.52
长期借款	488	136	-	-	估值比率				
普通股增加	667	-	-	-	P/E	23.6	13.7	14.8	12.2
资本公积增加	674	-	-	-	P/B	2.4	2.1	1.9	1.6
其他	(698)	(466)	(374)	(428)	EV/EBITDA	14.7	8.9	9.4	7.9
现金净增加额	1,758	1,198	1,239	1,630					

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

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