

医药行业资产整合狂想曲

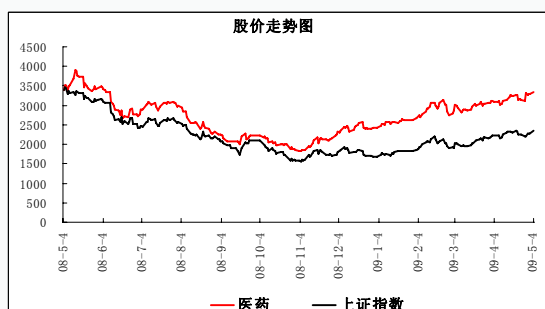
医药行业

报告日期：2009 年 10 月 16 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
天相行业指数	3322.57	7.62
天相流通指数	2946.88	7.19
上证指数	2567.34	6.1

行业指数近一年走势图



相关报告：

《疫苗行业：经济效益、技术革新将推动疫苗行业长足发展》 2009 年 10 月 10 日

《血液制品：规模定雌雄》

2009 年 10 月 10 日

《原料药如期回暖——医药工业企业 2009 年 1-8 月份效益数据解读》

2009 年 9 月 30 日

联系人—天相医药组 胡祚杰

010-66045728 huzj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 医药行业可能发生的资产整合情况；

投资要点：

- 多个因素促使医药行业资产整合加速进行。1) 国资委持续推动的央企层面整合；2) 部分地方国资委对旗下资产的不断整合；3) 新医改的不断推进，基本药物目录制度等政策的逐步实施，有利于行业龙头继续做大做强；4) 国药控股香港上市刺激医药流通行业不断整合。
- 国药集团重组中生集团，或将上海医工院收入麾下。9 月 16 日，国资委对外宣布，经国务院批准，中国医药集团总公司（国药集团）与中国生物技术集团公司（中生集团）实行联合重组。考虑到多家科研央企被整合入大型央企，我们认为上海医工院并入国药集团将是顺势所趋。
- 上实集团重组上药集团，上海医药成为综合性医药巨头。交易分为三个部分：1) 上海医药以换股方式吸收合并上实医药和中西药业；2) 上海医药向上药集团发行股份购买上药集团医药资产；3) 上海医药向上海上实发行股份募集资金、并以该等资金向上实控股购买其医药资产。
- 北药集团和华润系医药资产重组不确定性较大。华润医药央企平台的建设并不尽如人意，之前丢失了对上药集团的控制权，而北药集团的控制权也并未握在手中。若北药集团的控制权得到明确，那么旗下多家公司发展速度都有望获得大股东更多的支持，接下来整合重组也将是顺理成章的事情了。
- 新华医疗、鲁抗制药之前整合未果，未来再续前缘不是没有可能。1998 年鲁抗和新华集团合并为新华鲁抗集团，但是未达到强强联合的效果，只是名义上的合并。2006 年 9 月，二者双双入赘华鲁控股。我们认为两个集团之前整合未果，未来再续前缘不是没有可能。
- 强势地方国资委以及担保压力或将推动太极系整合。重庆市国资委明确国有企业集团整体上市战略，考虑到太极系公司关联交易较多以及相互担保问题较多等因素，我们认为未来重庆国资委可能会将医药资产整合至一个上市公司或者两个上市公司，而剩余上市公司则有可能成为壳资源。
- 华立系：青蒿素资产或将注入昆明制药。公司基本完成了对下属青蒿素企业的整合，形成了以北京科泰为核心的青蒿素产业运行平台，未来可能会将青蒿素资产注入昆明制药。

正文目录

1. 国药集团重组中生集团，或将上海医工院收入麾下	4
2. 上实集团整合上药集团蒂熟瓜落	7
3. 北药集团和华润系医药资产重组不确定性较大	13
4. 山东地区医药资产整合可能情况	15
5. 太极系医药资产整合可能情况	17
6. 华立系医药资产整合可能情况	19

图表目录

图表 1：国药集团未来医药版图	5
图表 2：上实集团整合上药集团	8
图表 4：上药集团股权结构以及旗下医药资产	10
图表 5：上实集团股权结构图	12
图表 6：北药集团和华润系医药资产整合不确定性较大	14
图表 7：山东地区医药资产可能整合情况	16
图表 8：太极系资产整合可能情况	18
图表 9：华立系医药资产整合可能	19



前言

多个因素促使医药行业资产整合加速进行

- 1) 国资委持续推动的央企层面整合;
- 2) 部分地方国资委对旗下资产的不整合;
- 3) 新医改的不断推进, 基本药物目录制度等政策的逐步实施, 有利于行业龙头继续做大做强;
- 4) 国药控股香港上市刺激医药流通行业不断整合。

正是考虑到近期多个触发行业整合的因素出现, 我们才撰写这份报告, 以期对整个医药上市公司的资产整合可能情况做一个概述, 以便投资者鸟瞰全局。



1. 国药集团重组中生集团，或将上海医工院收入麾下

国药集团重组中生集团，弥补生物制药业务短板

9月16日，国资委对外宣布，经国务院批准，中国医药集团总公司（国药集团）与中国生物技术集团公司（中生集团）实行联合重组。在此前我们发布报告《国药控股全球发行在即，料业内并购将更加活跃》中，我们曾经预计国药集团重组中生集团步伐有所加快，因此这次重组方案获批在我们预期之中。

中国医药集团总公司是中国最大的医药企业集团，2008年实现年销售收入430亿元，其主要优势集中于医药流通领域，这部分收入占国药集团收入80%以上，而医药工业方面涉及一致药业的抗生素、川抗万乐的抗肿瘤和国药顺义的麻药等领域，但是在生物制药方面却一直没有血液、疫苗等生物制剂。而生生集团为中国最大的生物技术企业集团，也是最大的疫苗和血制品生产供应商，中国90%的计划疫苗出自中生集团，其2008年营业收入49亿元，净资产38亿元。此次国药集团重组中生集团获批，我们认为将使得国药集团获得在生物制药领域强大的话语权，弥补在生物制药业务方面的短板。

天坛生物改名中国生物，暗示或将成为中生集团资产整合平台

9月26日，即在国资委宣布国药集团和中生集团实行联合重组后不久，天坛生物发布公告称，控股股东中生集团收到国务院国有资产监督管理委员会《关于中国医药集团总公司与中国生物技术集团公司重组的通知》，相关内容披露如下：“国药集团与中国生物实行联合重组，新公司名称仍为‘中国医药集团总公司’，中国生物依法注销。同意将现中国生物控股的重要子企业北京天坛生物制品股份有限公司更名为中国生物技术股份有限公司。”

中生集团2006年曾对旗下6大所进行改制，并准备上市，但是由于多种原因上市未果，而此次国药集团和中生集团联合重组获批，也许将一了此前夙愿。而之前成都蓉生并入天坛生物以及天坛生物更名为中国生物的事件，更是暗示了天坛生物未来作为中生集团生物制药资源整合平台的可能性在逐渐加大。

上海医工院并入国药集团大势所趋，现代制药或将收益匪浅

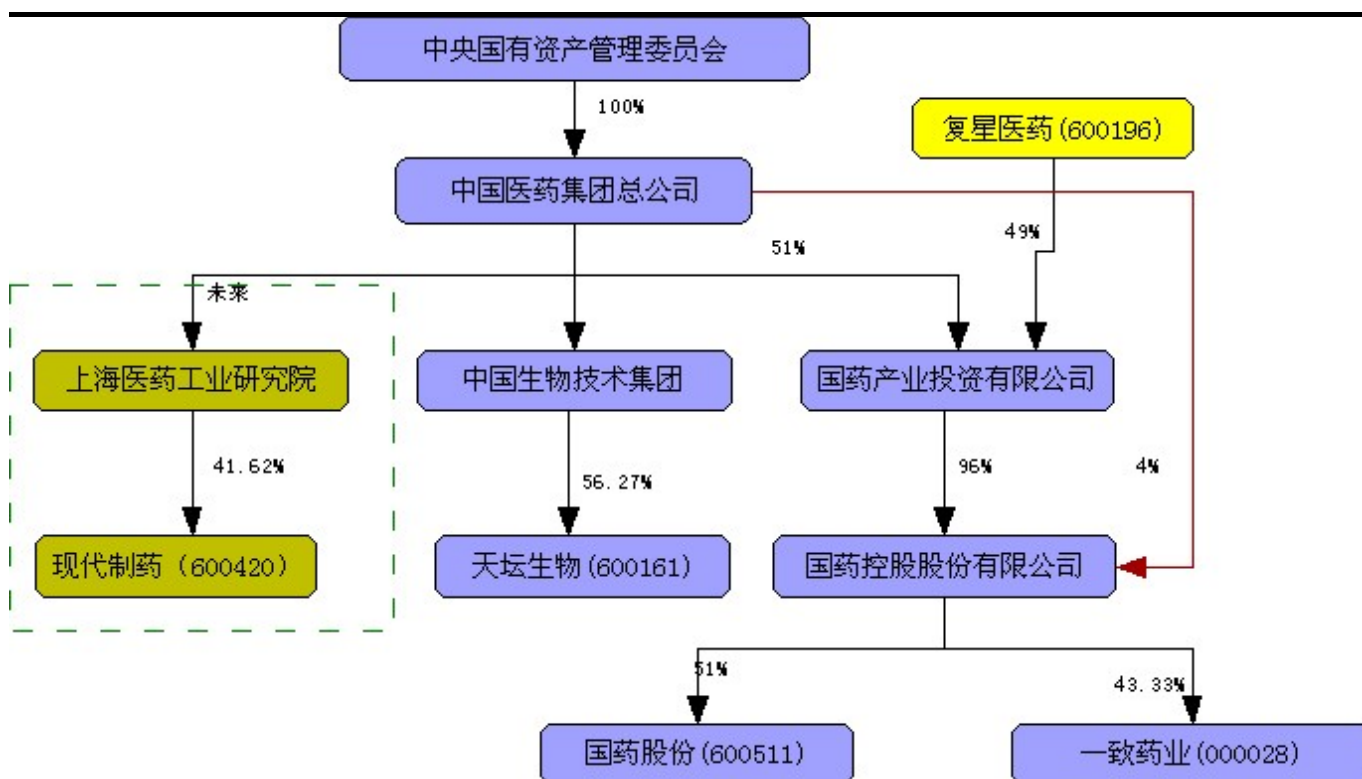
据国资委网站报道，2009年7月8日中国纺织科学研究院并入中国通用技术（集团）控股有限责任公司成为其全资子公司，中国农业机械化科学研究院并入中国机械工业集团有限公司成为其全资子公司。因此我们的观点是上海医工院并入国药集团将是大势所趋，不过并入时间还不得而知。

现代制药是上海医工院旗下唯一上市公司，目前经营情况一般，主要是受制于营销能力薄弱，我们认为公司背靠上海医工院强大的研发实力，进入国药集团后，营销短板将会迅速消失，由此公司将迎来快速增长。此外还可以考虑上海医工院旗下制剂中心注入现代制药的情景。

国药集团资产整合蓝图日渐清晰

我们一直都关注医药央企整合事件，在生物制品方面，我们认为未来国药集团可能以天坛生物为整合平台，将中生集团资产注入，打造以疫苗和血制品为核心业务的生物制药航母。此外，国药集团还可能收购上海医工院并以现代制药为平台在化药领域拓展。等到上海医工院整合完毕，国药集团旗下将拥有国药控股（01099，HK）、国药股份（600511）、一致药业（000028）、天坛生物（600161）和现代制药（600420）五家上市公司。

图表 1：国药集团未来医药版图



资料来源：天相投顾

国药控股香港上市，获得 27 倍超额认购

国药控股 2008 年销售规模 381 亿元，归属于母公司净利润 5.86 亿元，据公司预计 2009 年归属于母公司净利润将达到 8.4 亿元。国药控股此次的募集资金中，最多 45%将用于扩展及改善分销网络的覆盖，最多 10%将用于提升及集成信息系统，最多 10%用于华东及华南开设直营店或收购零售药店，最多 25%用于购买进口药品。据中证报报道，截止 9 月 9 日，国药控股已获得 280 亿美元（约 2184 亿港元）的认购，相当于超额认购 27 倍。

医药流通行业集中度或将加速提高，料业内并购活动将更加活跃

我们认为国药控股在香港上市后，国药控股将加速扩张，未来将成为中国医药流



通业航母。从国外的情况来看，美国 1995 年前三家医药流通企业 (Mckesson , Cardinal Health, Amerinet Bergen) 占整个市场 31% 的份额，到了 2005 年这三家公司占到市场 96% 的份额，日本 1995 年前三家医药流通企业占整个市场 21% 的份额，到了 2005 年这三家公司占到市场 67% 的份额。从中国自身的发展情况来看，行业的集中度从 2001 年的 12.5% 提高到 2007 年的 19.2%。有权威机构预测，在 2020 年，我国前三大医药分销企业将占市场份额的 70%。因此根据美日的历史经验、国内产业政策和上下游对行业的挤压，我们认为行业集中度提高是大势所趋。短期来看，由于集中采购的行政性命令实施将促使区域内行业集中度加速提高。此外国药控股香港上市后，必将加快攻城拔寨的步伐，这势必引起其他区域性医药流通龙头企业的警惕，因此我们判断在接下来的时间里，并购活动将更加活跃，医药流通行业将进入战国时代。

国药股份、一致药业和复星医药将受益国药控股快速发展

国药控股持有国药股份 51% 的股份，同时还持有一致药业 43.33% 的股份。对于国药股份来说，公司承担着国药控股北方战略平台的职能，从短期来看，公司的麻药一级批发的垄断地位难以被撼动，并且国控北京站可能被注入公司。从中期来看，中国北方地区缺乏大型的医药流通企业，公司有可能填补这个空白。从长期来看，公司背靠中国医药集团总公司，可能是未来行业集中度提高的主要受益者。对于一致药业来说，公司承担着国药控股南方战略平台的职能，公司医药分销业务今后将继续向华南地区二线城市扩展，仍然存在资产整合可能。在无行使超额配股权的情况下内资股占到全球发行后的 72.5%，而在全面行使超额配股权的情况下内资股占到全球发行后的 69.52%，而复星医药此前持有国药控股 47% 的股份，据此计算复星医药的股份将被稀释到 32.67%-34.08% 之间。虽然股权有所稀释，但是考虑到国药控股的快速发展，我们认为其将为复星医药贡献更多的投资收益。



2. 上实集团整合上药集团蒂熟瓜落

本次重大资产重组包括三项交易：

一、上海医药拟以换股方式吸收合并上实医药和中西药业；二、上海医药向上药集团发行股份购买上药集团医药资产；三、上海医药向上海上实发行股份募集资金、并以该等资金向上实控股购买其医药资产。

第一部分：以换股方式吸收合并上实医药和中西药业

换股价格及换股比例

上海医药的换股价格为 20 个交易日的均价，即 11.83 元/股；上实医药的换股价格 19.07 元/股；中西药业的换股价格 11.36 元/股。根据上述换股价格，上实医药与上海医药的换股比例确定为 1:1.61，即每股上实医药股份可转换为 1.61 股上海医药的股份；中西药业与上海医药的换股比例确定为 1:0.96，即每股中西药业股份可转换为 0.96 股上海医药的股份。

第二部分：向上药集团发行股份购买上药集团医药资产

发行的对象为上药集团，上药集团以其持有的信谊药厂 100%股权、第一生化 100%股权、三维有限 100%股权、三维制药 48%股权、药材公司 100%股权、中华药业 100%股权、青岛国风 63.93%股权、上海施贵宝 30%股权、上海味之素 38%股权、信谊黄河 36%股权、信谊天一 41.43%股权、物资供销公司 100%股权、进出口公司 100%股权及部分实物资产（以下简称“标的资产”）评估作价认购发行股份。发行数量：公司拟向上药集团发行股份 45,521.37 万股。发行价格：本次发行的发行价格为上海医药 20 个交易日均价，即 11.83 元/股。

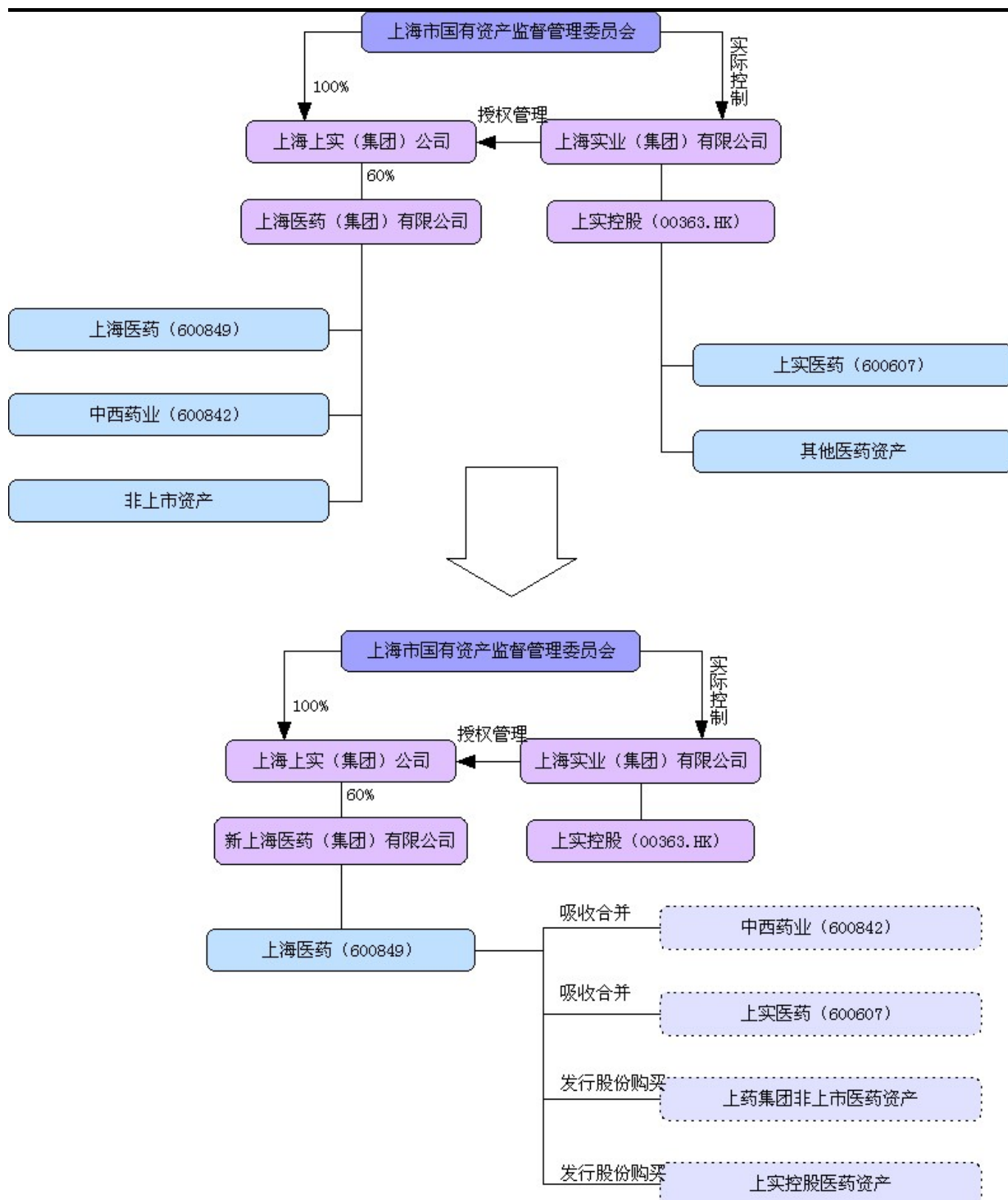
第二部分：向上海上实发行股份募集资金、并以该等资金向上实控股购买医药资产

上海上实以现金认购上海医药发行的股份。发行的发行价格为上海医药 20 个交易日的交易均价，即 11.83 元/股根据拟购买上实控股资产的交易定价及发行价格，上海医药拟向上海上实发行股份 16,902.82 万股。购买的资产为包括上实医药科技 100%股权、MERGEN70.41%股权和复旦张江 9.28%股权。

由于存在诸多的历史遗留问题，上药集团下属上海新先锋、上海新亚和上海华康及新华联制药厂未能纳入本次重组范围。上药集团承诺将在本次重大资产重组完成后的 24 个月以内，上药集团会将持有的上海新先锋、上海新亚、上海华康以及新华联制药厂的全部股权或资产以适当方式注入上海医药。

我们认为 1) 此次整合将上实集团和上药集团旗下几乎所有医药资产一网打尽，打造了有一综合性医药巨头，这将进一步刺激医药行业的资产整合；2) 市场普遍认为此次整合涉及资产良莠不齐，政府这种行政命令式的整合带来的协同效应有待检验，但是我们认为此次整合后，上药集团股权更加明晰，整合后的新上药有望实现内部顺利的整合，并最终快速增长。

图表 2：上实集团整合上药集团



资料来源：天相投顾

上药集团资产概况

上海医药（集团）有限公司（以下简称上药集团）的前身是上海医药（集团）总公司，1996 年 10 月由原上海医药管理局下属企业改制组建而成，2002 年 9 月进一步改制成为多元投资的上海医药（集团）有限公司。2008 年 7 月，上海市国有资产监督管理委员会调整上药集团股权，将上海华谊（集团）公司、上海工业投资（集团）有限公司各持有的上海医药（集团）有限公司 30%股权调整给上海上实（集团）有限公司。

上药集团旗下拥有上海信谊药厂有限公司、上海新先锋药业有限公司、上海市药材有限公司、上药集团新华联制药厂、上海三维制药有限公司、上海中华药业有限公司、上海市医药股份有限公司（600849. SH）、上海中西药业股份有限公司（600842. SH）等控股公司，主营业务涵盖化学药、生物药、中药和医药流通等诸多领域。

The organizational chart illustrates the corporate structure of Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (SIPG). At the top, the Shanghai Municipal State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC) holds 100% ownership and has actual control over SIPG. SIPG is the parent company, holding 60% of Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (SIPG Co., Ltd.) and having actual control over it. SIPG Co., Ltd. is the main operating entity, which is listed on the Shanghai Stock Exchange (600849). The chart then branches into various business departments and subsidiaries, including Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849), Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600842), and Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849). The subsidiaries are organized into several categories: 1. Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849) includes subsidiaries like Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849), Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849), and Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849). 2. Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600842) includes subsidiaries like Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600842), Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600842), and Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600842). 3. Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849) includes subsidiaries like Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849), Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849), and Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849). The chart also shows the ownership structure of various subsidiaries, including Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849), Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600842), and Shanghai United Pharmaceutical Group Co., Ltd. (600849).

资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理

上实集团医药资产概况

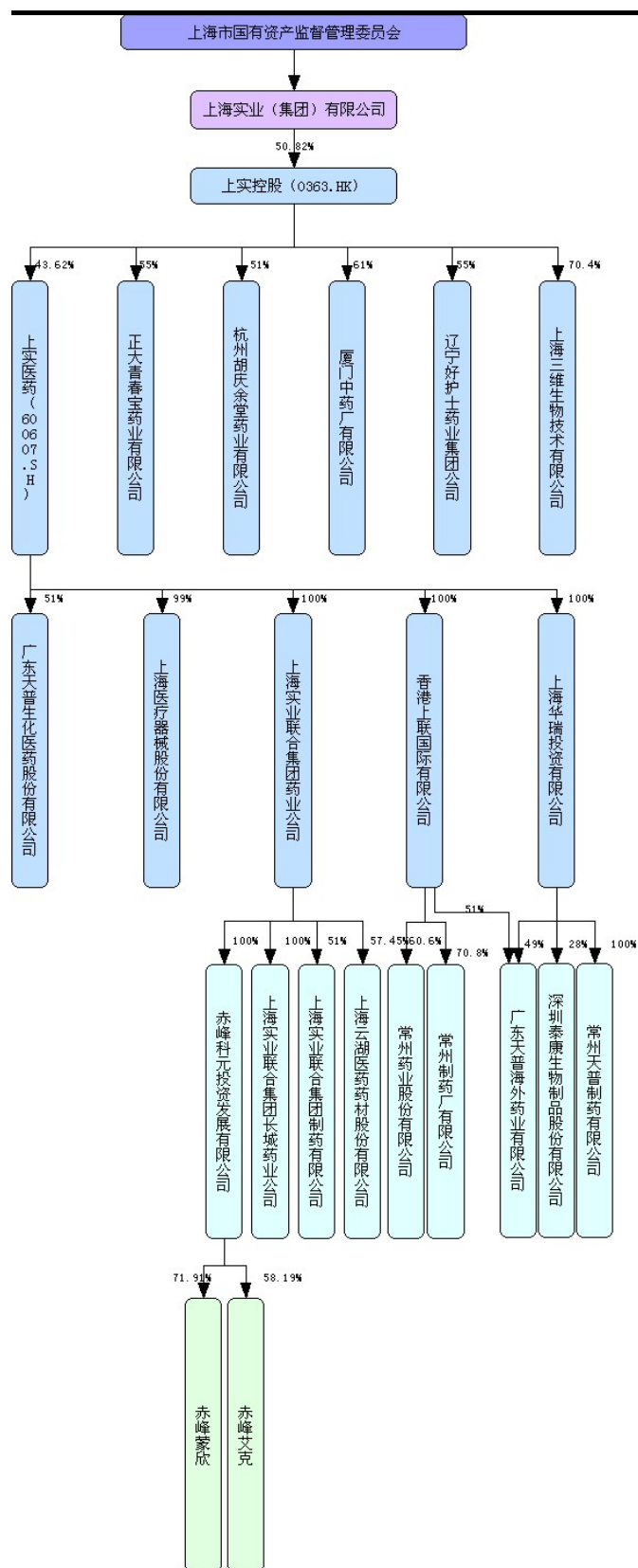
上海实业(集团)有限公司于 1981 年 7 月在香港注册成立，是上海市政府全资拥有的综合性企业集团。在境内外拥有多家上市公司和直属企业集团；在北美、日本、欧洲、独联体、大洋洲、南非、东南亚、南美、中东等地建有 9 个海外地区总部，已形成全球性跨国经营网络。

1995 年 12 月，上实集团出资 1000 万美元合资组建三维制药，标志着上实集团正式进入医药产业。1997 年 6 月，上实集团控股收购国内 A 股上市公司上实联合(600607.SH)，通过资产重组，上实联合实现向医药业务的转型。1999 年 12 月，上实控股将旗下正大青春宝等医药资产分拆在香港创业板上市。自此，初步形成海内外两个医药业务发展平台。

2003 年 5 月上实集团决定启动医药产业重组，统一投资平台，通过私有化上实医药科技(8018.HK)、收购上实联合股权、成立医药事业部；2005 年 2 月上实集团医药产业板块宣告形成，进而构建了统一的医药投资、经营与管控平台，实行相应的资产与业务整合。2006 年 11 月，上实联合更名为上实医药(600607.SH)。



图表 4：上实集团股权结构图



资料来源：公司收购报告书、天相投顾整理



3. 北药集团和华润系医药资产重组不确定性较大

华润医药资产来源于央企整合

华润医药资产主要来源于重组央企华源集团、三九集团医药资源。华润医药总资产约 260 亿，年营业额逾 270 亿元。旗下拥有北京医药集团有限公司、三九医药股份有限公司、华润东阿阿胶有限公司、上海医药器械集团有限公司、上海长征富民金山药业有限公司、上海华源大药房有限公司等国内知名医药企业。直接或间接控股三九医药（000999）、东阿阿胶（000423）、双鹤药业（600062）、万东医疗（600055）等多家医药上市公司。

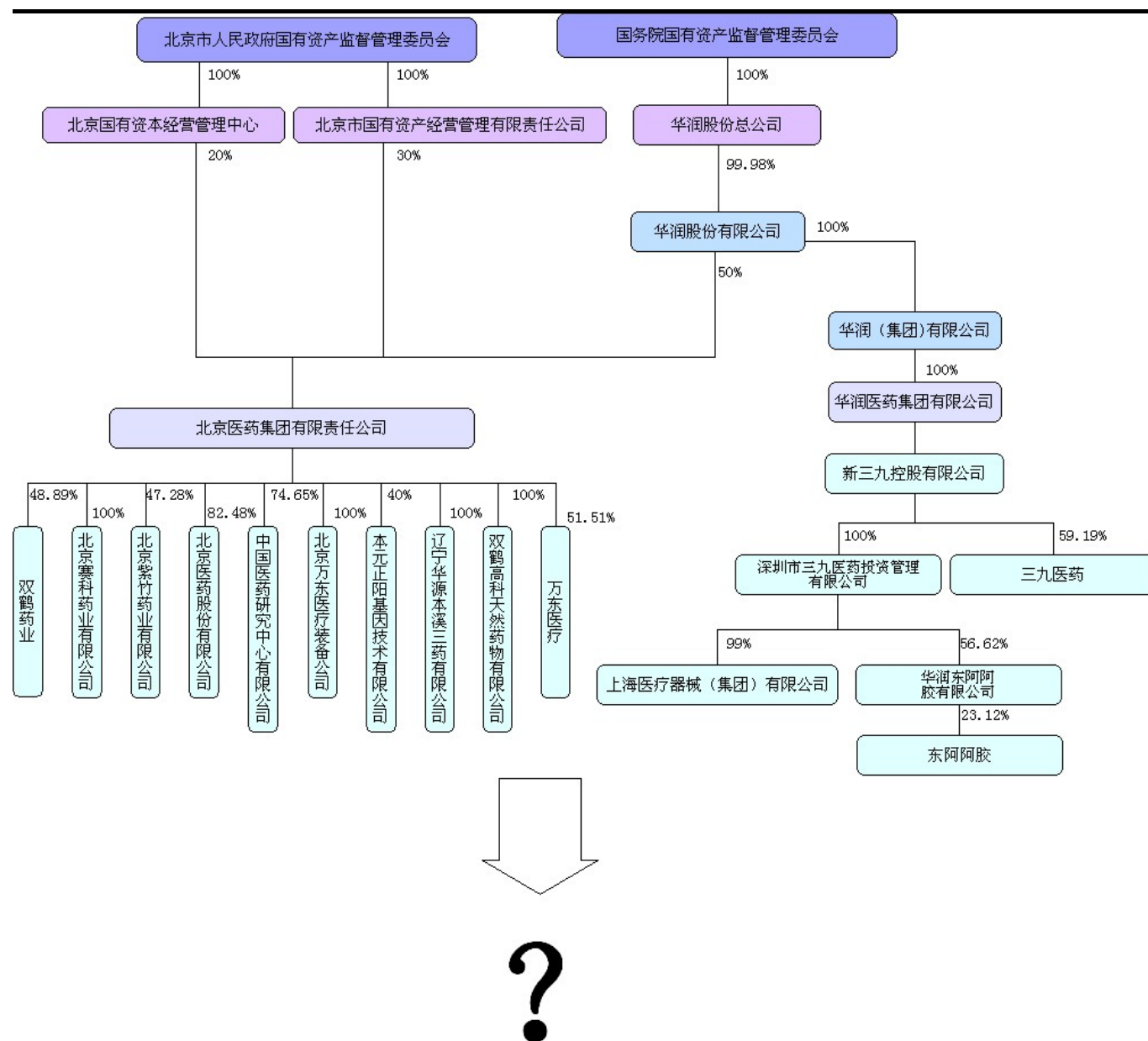
北药集团拥有众多医药资产

北京医药集团有限责任公司旗下拥有众多医药资产，不仅持有上市公司双鹤药业 48.89% 的股权以及万东医疗 51.51% 的股份，还持有北京赛科药业、北京紫竹药业、北医股份、中国医药研究中心、北京万东医疗装备公司、本元正阳基因技术、辽宁华源本溪制药、双鹤高科天然药物等公司。

待到北药集团控制权明晰，合并重组将逐渐展开

华润医药央企平台的建设并不尽如人意，之前丢失了对上药集团的控制权，而北药集团的控制权也并未握在手中。我们认为待上海国资委将旗下医药资产整合完毕后，北药集团也有可能上演类似整合路径，即地方国资委强势介入，华润丧失控制权。当然也不排除，华润进一步增持，并获得控制权的可能性。但是，只要是北药集团的控制权得到明确，那么旗下多家公司发展速度都有望获得大股东更多的支持，接下来整合重组也将是顺理成章的事情了。

图表 5：北药集团和华润系医药资产整合不确定性较大



资料来源：天相投顾

4. 山东地区医药资产整合可能情况

鲁抗医药，国内四大抗生素生产基地之一

山东鲁抗医药股份有限公司，由山东鲁抗医药集团有限公司（原济宁抗生素厂）发起并采取定向募集方式设立，于 1997 年上市。公司行业归属抗生素类药品制造业，目前是国内四大抗生素生产基地之一，主要生产经营抗生素原料药、半合成抗生素原料药及相关制剂产品、医药中间体等，现已形成了以 6-APA、7-ACA、7-ADCA 为母核的三大系列产品链。

新华制药，最大的解热镇痛类药物生产与出口基地

山东新华制药股份有限公司，于 1993 年由山东新华制药厂改制设立。1996 年 12 月在香港上市。1997 年 7 月公司在深圳上市。公司是中国及亚洲地区最大的解热镇痛类药物生产与出口基地，也是国内抗感染类、心脑血管类、中枢神经类等多类药物重要生产企业。

之前整合未果，未来再续前缘不是没有可能

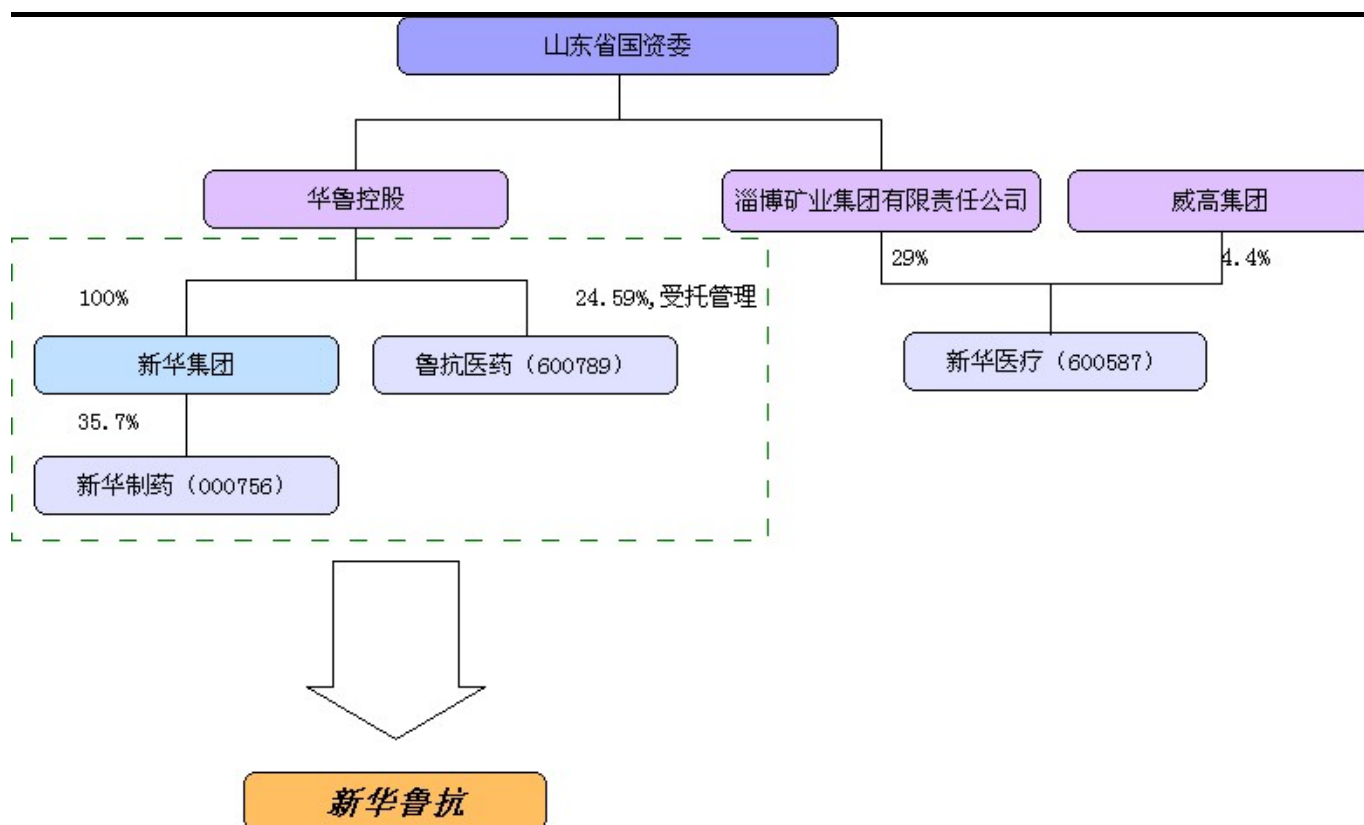
1998 年鲁抗和新华集团合并为新华鲁抗集团，但是未达到强强联合 1+1>2 的效果，只是名义上的合并，实质上二者之间依然保持着相对高度的独立，新华鲁抗集团仅持有新华集团 100% 的股权，而与鲁抗集团却没有任何股权关系，并且两大集团人事权都是独立运作的，所以使得整合难度加大，最后无果而终。2004 年 4 月和 10 月，鲁抗集团、新华集团分别与华源旗下的上海医药集团签订了战略合作框架协议，但是令人意想不到的 2005 年上海医药集团的大股东华源集团的崩塌，使得他们和上海医药集团的重组流产。2006 年 9 月，二者双双入赘华鲁控股，成为华鲁控股旗下的两个集团公司。

可以想象，二者如果能够再度联手，将与 10 年之前的情况大不相同。同时，二者的合并也符合山东省政府打造医药航母的战略构想。因此我们认为在国药集团和中生集团的联合重组以及上海国资委对旗下医药资产的整合的刺激下，山东地区医药资产的整合可能性在进一步加大。

淄博矿业将新华医疗纳入旗下，威高集团屈居第二大股东

之前曾有人揣测威高集团可能会收购新华医疗，但后来新华医疗被淄博矿业集团收购。威高集团成为了它第二大股东。威高集团主营医疗器械，其旗下子公司为高股份在香港上市。我们认为未来威高集团和新华医疗产业资本之间的整合也许还存在一定的想象空间。

图表 6：山东地区医药资产可能整合情况



资料来源：天相投顾

5. 太极系医药资产整合可能情况

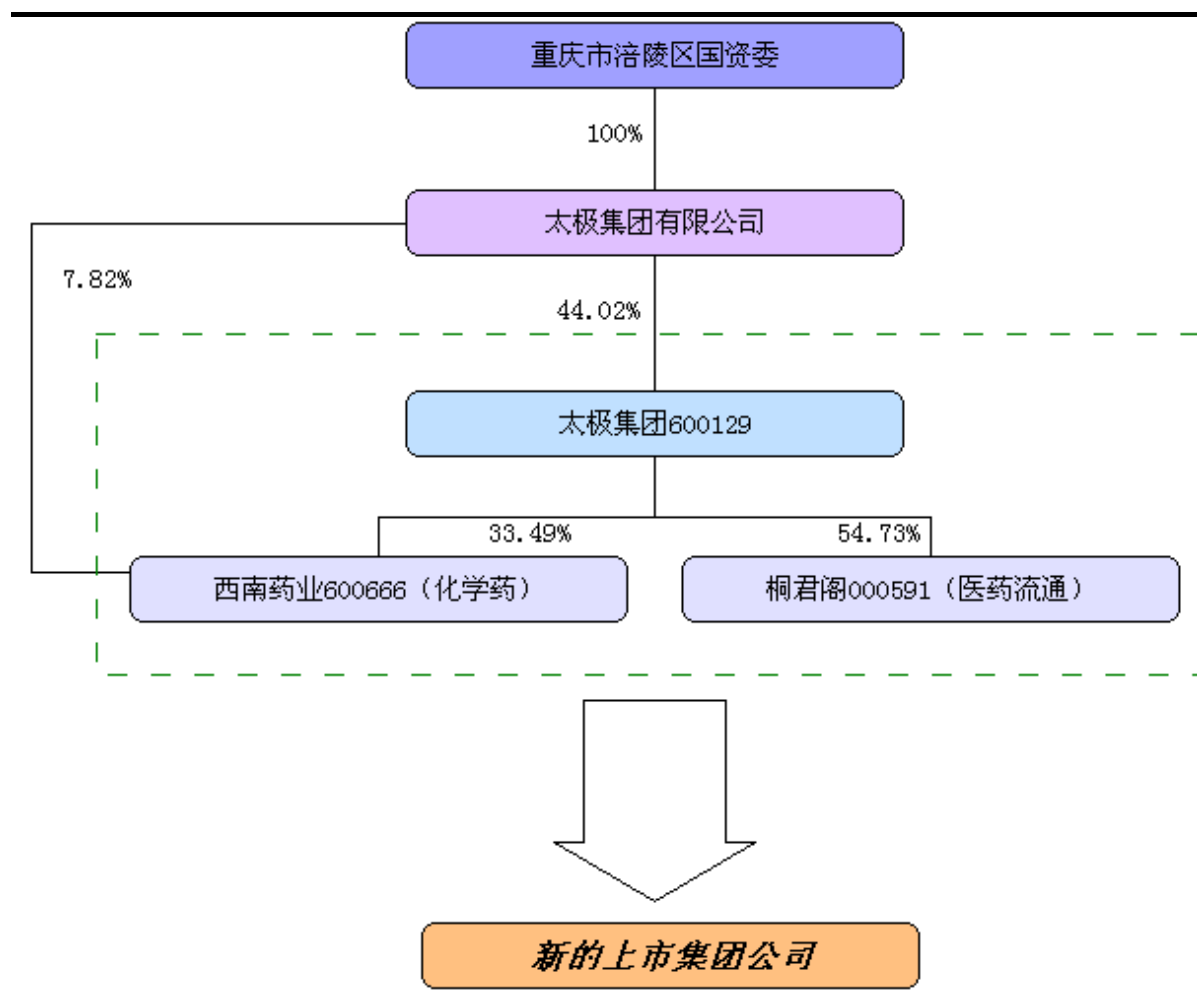
强势地方国资委，国有企业集团陆续整体上市

重庆市国资委有关人员表示重庆国资改革已经完成前第一阶段的重组工作，即以债务重组和组织机构重组为切入点，化解国企历史包袱，获得重生；下一阶段，重庆国资系统将按照重庆市政府日前正式发布的《关于进一步推进市属国有重点企业整体上市工作的指导意见》，推动重庆国企整体上市工作。重庆市确定的十大国有集团整体上市目标，已经有重庆钢铁成功发行 A 股，实现了 A+H 股上市；重庆机电股份实现在香港上市，西南证券也通过借壳 ST 长运上市，剩下七家分别是重庆银行、重庆水务、商社集团、四联集团、重庆建工集团、重庆国信和重庆能源集团。

由于自身上市公司数量不多，重庆国资委更倾向于 IPO 上市，但是由于 IPO 上市面临着国有股权划转至社保基金的问题，因此通过借壳来规避股权划转将会成为国资整合上市的重要途径。

此外考虑到太极系公司关联交易较多以及和大股东的相互担保问题较多等因素，我们认为未来重庆国资委可能会将医药资产整合至一个上市公司或者两个上市公司，而剩余上市公司则有可能成为壳资源。

图表 7：太极系资产整合可能情况



资料来源：天相投顾

6. 华立系医药资产整合可能情况

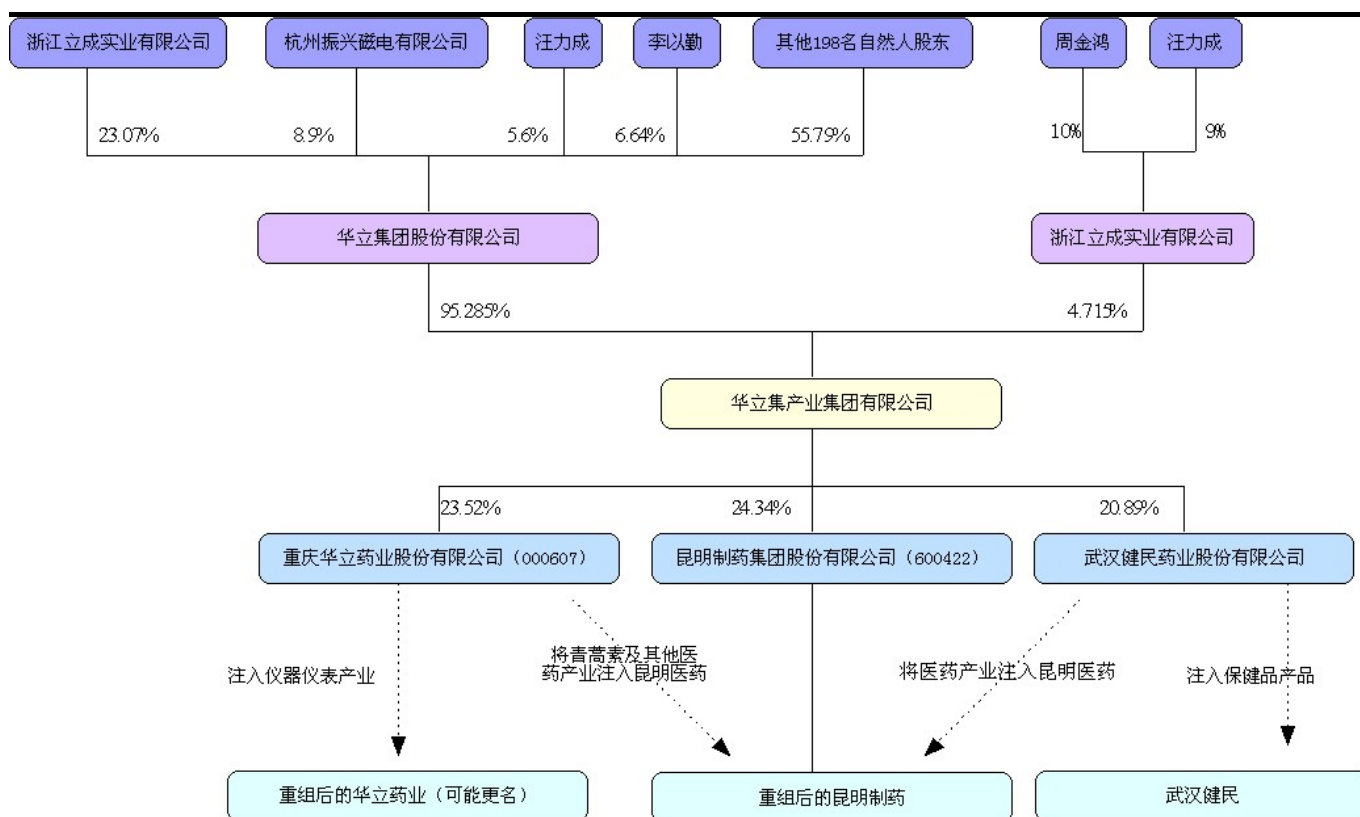
青蒿素资产或将注入昆明制药

重庆华立药业股份有限公司，其前身为重庆川仪股份有限公司，公司第一大股东为华立产业集团有限公司，其控股比例为 23.52%。仪器仪表产业领域，子公司华立仪表集团进行了深度的产权改革，公司向高级管理人员和部分核心员工增发新股，通过管理层持股，有效提升了工作积极性，提高了企业运行效率。2009 年中报显示，公司基本完成了对下属青蒿素企业的整合，形成了以北京科泰为核心的青蒿素产业运行平台。我们认为公司将继续对青蒿素产业的生产流程和管理模式进行调整，可能会将青蒿素资产注入昆明制药。

昆明制药集团股份有限公司的前身是 1995 年 12 月经云南省人民政府批准，在原昆明制药厂基础上整体改制而成的昆明制药股份有限公司。公司独家生产的国家一类抗疟疾新药——蒿甲醚系列产品，得到世界卫生组织的高度重视和大力推荐，已列入世界卫生组织的基本药物目录。

武汉健民药业集团股份有限公司是 1993 年 3 月由武汉市健民制药厂、中国药材公司、中国医药公司三家单位作为发起人，以定向募集方式设立的股份有限公司。

图表 8：华立系医药资产整合可能



资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014