

医药生物

轻度滞涨下低估值医药股或是投资首选

 评级: **增持**

 前次: **增持**

联系人

分析师

胡德军

谢刚

消费品小组

S0740510120005

021-20315083

021-20315178

hudj@qlzq.com.cn

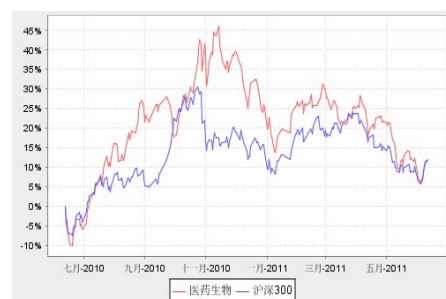
xiegang@qlzq.com.cn

2011 年 6 月 27 日

基本状况

上市公司数	146
行业总市值(百万元)	1027664.06
行业流通市值(百万元)	821881.51

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
理邦仪器	股价(元)	28.90	39.00	39.00
	摊薄每股收益(元)	0.88	0.96	1.52
	总股本(亿股)	1.00	1.00	1.00
	总市值(亿元)	28.90	39.00	39.00
振东制药	股价(元)	30.30	36.00	36.00
	摊薄每股收益(元)	0.64	1.09	1.64
	总股本(亿股)	1.44	1.44	1.44
	总市值(亿元)	43.63	51.84	51.84
科伦药业	股价(元)	57.60	177.00	177.00
	摊薄每股收益(元)	2.76	2.15	2.96
	总股本(亿股)	4.80	4.80	4.80
	总市值(亿元)	276.48	849.60	849.60

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 结合我们宏观、金融工程部观点以及目前经济形势,我们认为目前我国经济已经处于轻度滞涨期,短期虽通胀有见顶可能,但整体经济放缓迹象依然明显,按照对历史行业轮动的分析我们认为目前是增长稳健的医药板块投资的最佳时期;
- 行业低估值是介入的最佳时期:按照 wind 整体法 TTM 估值目前医药板块市盈率为 35.72 倍 PE,扣除金融板块整个上市 A 股的平均估值为 22.56 倍 PE,溢价率为 58.33%,根据我们 2004 年以来的统计数表明医药相对 A 股(扣除金融板块)的平均溢价为 50%左右,因此目前溢价率接近整个历史平均水平,而医药板块目前 $35.7 \times PE$ 的估值已经低于 $37 \times PE$ 的历史平均水平,行业低估值优势非常明显;
- 在子行业方面,我们看好中药以及医疗器械,建议短期规避抗生素,短期可参与维生素价格上涨带来的交易性机会:中药材方面,我们认为如果通胀见顶,那么未来农产品价格上涨的动力将会减弱,但中药材的稀缺性依然存在,我们短期依然看好中药材价格的上涨空间,长期持谨慎态度;
- 医疗器械是我们长期看好的子行业,我们主要推荐的理由为:1、高人口基数和老龄化带来的慢性病的大幅增加;2、消费水平提高带来的个人医疗保健意识和支出的提高;3、国家的政策行倾斜为未来市场放量提供了基础,因此我们建议长期关注医疗器械类相关上市公司;
- 同时我们建议关注维生素价格上涨带来的交易性机会,我们对价格未来上涨的预期主要基于:1、日本地震导致的上游中间体供给不足;2、畜禽行业高景气带来的饲料需求的大幅增加;3、夏季公司厂房检修带来短期产品供给下降;另外我们对未来泛酸钙价格的提升也持乐观态度;
- 投资建议:我们建议关注中药企业有康美药业、同仁堂、云南白药以及振东制药;医疗器械方面建议关注鱼跃医疗、理邦仪器、千山药机以及东富龙;维生素方面建议关注细分产品龙头新和成、浙江医疗以及鑫富药业;化药建议关注山大华特、人福医药、海正药业、恒瑞医药和科伦药业;

内容目录

轻度滞涨期医药股是最重要的投资标的	- 3 -
轻度滞涨下是投资医药股的最佳良机	- 3 -
滞涨解析：长期宽松的货币政策是轻度滞涨的主要原因	- 4 -
紧缩政策下经济增长放缓，稳健增长的医药行业是最佳防御性品种之一 ...	- 6 -
医药行业毛利率和利润率依然稳定	- 8 -
子行业方面，关注中药和医疗器械，规避抗生素	- 8 -
子行业：价格因素依然是中药主要看点	- 8 -
原料药：政策性压制短期不会结束，关注维生素价格反弹	- 10 -
医疗器械市场扩容依然明显，建议长期关注	- 12 -
投资建议	- 13 -

图表目录

图表 1：美林投资时钟的行业轮动图	- 3 -
图表 2：医药板块估计以及溢价情况	- 4 -
图表 3：2004-至今行业平均估值水平情况	- 4 -
图表 4：我国 GDP 累计同比依然处于下降通道	- 5 -
图表 5：积极的财政政策	- 5 -
图表 6：积极财政政策伴随着的货币大量投放是通胀的主要推动力	- 6 -
图表 7：产出的波动周期明显缩短	- 7 -
图表 8：历次人口普查我国人口金字塔演变图	- 7 -
图表 9：医药制造业单季度收入增速情况	- 8 -
图表 10：医药制造业单季度利润增速情况	- 8 -
图表 11：行业毛利率企稳，净利率保持高位	- 8 -
图表 12：中药材市场价格指数一直处于上升通道	- 9 -
图表 13：医药各子行业收入累计同比增速情况	- 9 -
图表 14：医药各子行业利润累计同比增速情况	- 10 -
图表 15：主要维生素产品供需情况	- 11 -
图表 16：维生素 E 价格开始反弹，目前为 260 元/kg	- 11 -
图表 17：泛酸钙触底反弹，目前价格为 65 元/kg	- 11 -
图表 18：2000-2009 年中国医疗器械市场容量情况	- 12 -
图表 19：全球医疗器械和药品市场占比情况	- 12 -
图表 20：中国医疗器械和药品市场占比情况	- 12 -
图表 21：我国医疗机构数目 2008 年后逐年增加	- 13 -
图表 22：医院数目和卫生服务中心数目增长明显	- 13 -

轻度滞涨期医药股是最重要的投资标的

轻度滞涨下是投资医药股的最佳良机

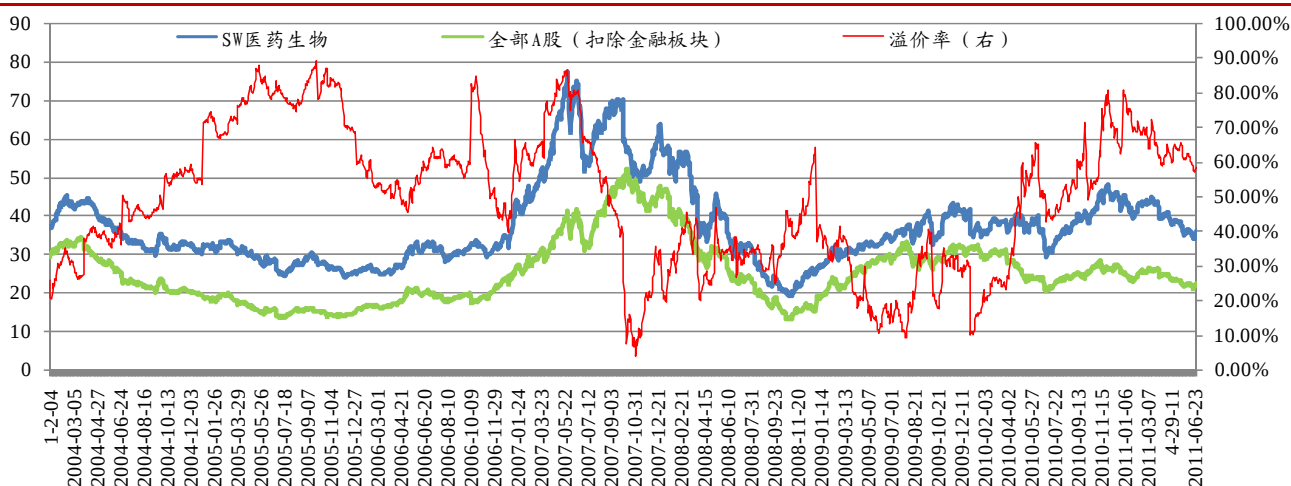
- 结合我们宏观、金融工程部观点以及历史经验，我们认为在不同经济周期中不同行业表现出一定的轮动效应，而医药生物行业在不同时期表现迥异，其中：
 - 经济复苏期：房地产和汽车是国民经济的先导性行业，此时医药生物行业由于缺乏爆发力往往收益率偏低，股票投资将偏重于消费和信息技术等新兴产业；
 - 经济过热期：煤炭和有色将受益于经济快速增长和通货膨胀，大宗商品随着价格攀升具有较高收益率，此时医药生物也具有正收益，但个股机会大于行业机会；
 - 经济滞涨期：医药生物和零售增长稳健，属于抗通胀行业，是投资股票的最好标的，此时需要把握介入的最佳时机；
 - 经济衰退期：选择现金流稳定的债券型股票，如金融等，医药生物此时也可以作为防御性的重要品种，重在选择个股；
- 我们认为，在目前经济处于轻度滞涨的假设前提下，医药生物是股票的首选之一，其中对滞涨判断是基于我们对宏观经济的判断，依据见后文；

图表 1：美林投资时钟的行业轮动图

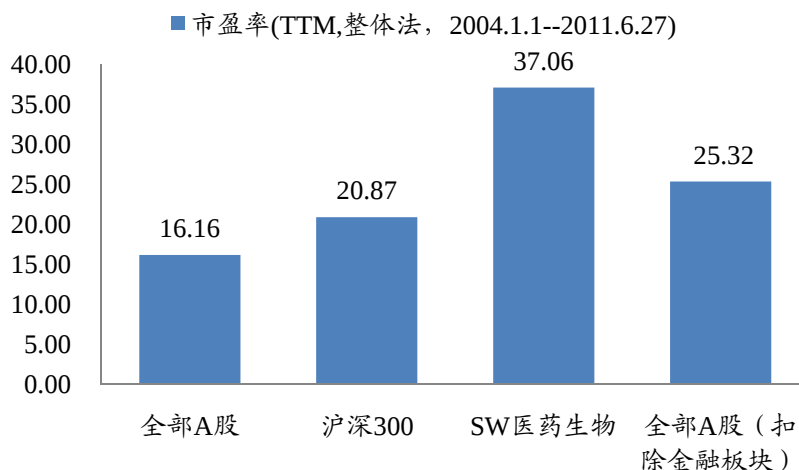


来源：齐鲁证券研究所

- 同时我们认为目前行业的低估值也为介入提供了一个良好契机，前期的超跌已经消耗了市场对医药股的超额预期；
- 按照 wind 整体法 TTM 估值目前医药板块市盈率为 35.72 倍 PE，扣除金融板块整个上市 A 股的平均估值为 22.56 倍 PE，溢价率为 58.33%，根据我们 2004 年以来的统计数表明医药相对 A 股（扣除金融板块）的平均溢价为 50% 左右，因此目前溢价率接近整个历史平均水平，而医药板块目前 $35.7 \times PE$ 的估值已经低于 $37 \times PE$ 的平均水平；
- 我们认为目前估值已具备诱惑力，未来如果经济继续下行，医药板块的防御性价值将更加明显；

图表 2：医药板块估计以及溢价情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 3：2004-至今行业平均估值水平情况


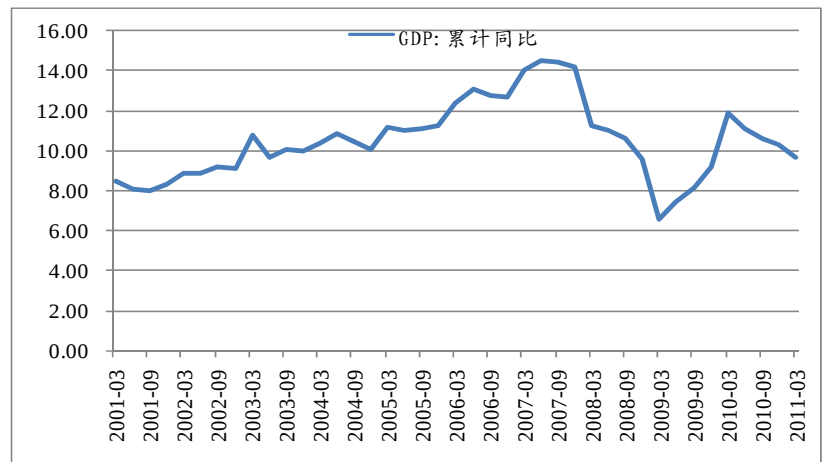
来源：齐鲁证券研究所

滞涨解析：长期宽松的货币政策是轻度滞涨的主要原因

- 滞涨的概念：全称为停滞性通货膨胀，特指经济停滞和高通货膨胀，失

业以及不景气同时存在的经济现象；最主要变是 GDP 的下滑；

图表 4：我国 GDP 累计同比依然处于下降通道



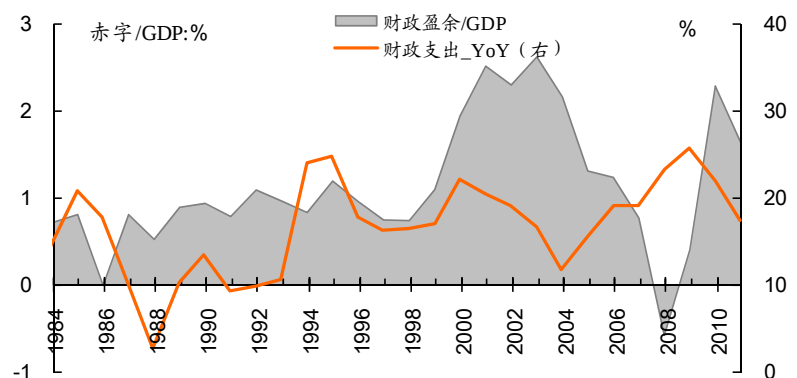
来源：齐鲁证券研究所

■ 结合我们研究所宏观研究员刘启元的滞涨分析报告《不一样的时代》，我们归纳目前滞涨产生的原因为：

■ 原因 1：长期的积极财政政策以刺激经济增长

- 第一阶段：1988~1993 年，中国的财政支出增速在 10% 左右徘徊。1994 年开始，财政支出增速迅速上升到 24%，并在 1995 年得到了延续。两年的财政刺激迅速见到了效果，中国的经济增速也在这两年取得了高速的增长，但也付出了高通胀的代价。政策重新转向紧缩，而“亚洲金融危机”的爆发延缓了中国经济复苏的步伐；
- 第二阶段为 1998 年以后，财政刺激的力度逐渐增加，财政支出同比逐年走高，财政赤字占 GDP 的比重也大幅提升，中国经济在 2000 年正式摆脱“亚洲金融危机”的阴影；
- 第三阶段为“次贷危机”后，中国再次祭出财政刺激的大旗，2008 年财政支出同比增长 25.7%，2009 年也增长高达 21.9%；

图表 5：积极的财政政策



来源：齐鲁证券研究所

■ 原因 2：宽松的货币政策导致流动性泛滥

- 1999~2003 年的积极财政政策让中国摆脱亚洲金融危机的阴影，但货币供应量也达到阶段性的新高，2003 年的货币供应量增长 19.6%。

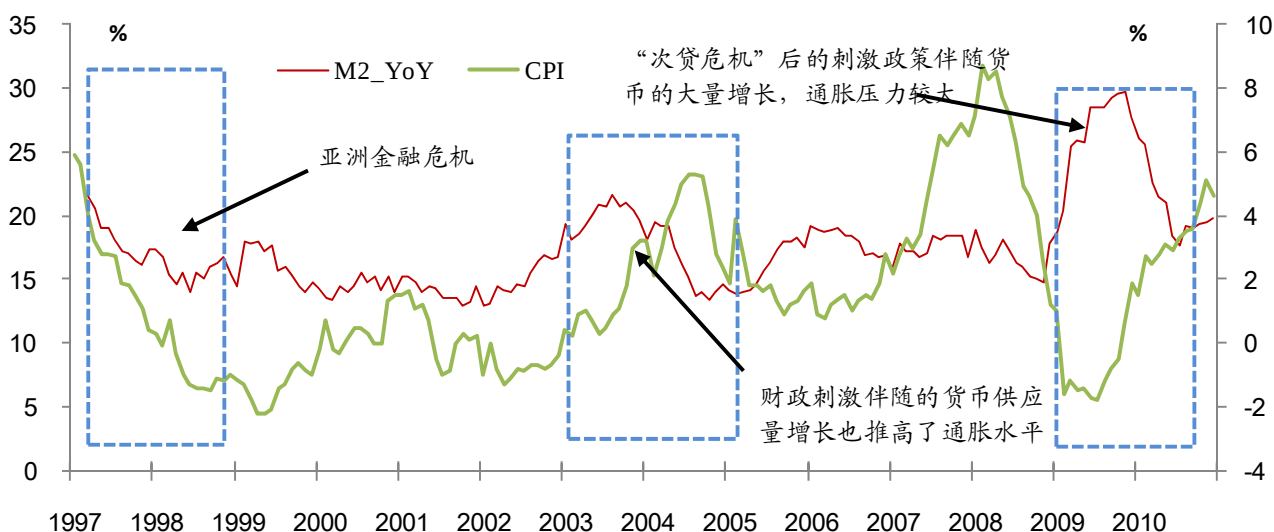
2005~2007 年的货币供应量增速虽然低于 2003 年,但均接近 18%,仍然不低;

- 货币扩张是通胀的主要推动力。2002 年开始的货币扩张带来了通胀压力的上升,2004 年的通胀率(CPI)超过了 5%。2006~2008 年接近 18%的 M2 增速也带来了 8%的通胀率;

■ 原因 3: 超量货币投放带来的长期通胀压力是轻度滞胀期的主要特征

- 根据日美的经历,大量的信贷投放之后,由于迅速上升的通胀压力常伴随需求恢复,因此此后的经济会出现的频繁的宏观调控与波动,这也是“轻度滞胀期”的主要特点;
- 反观我们“次贷危机”之后的经济运行特点,频繁的调控和经济波动正是目前我国经济的主要特点;

图表 6: 积极财政政策伴随着的货币大量投放是通胀的主要推动力

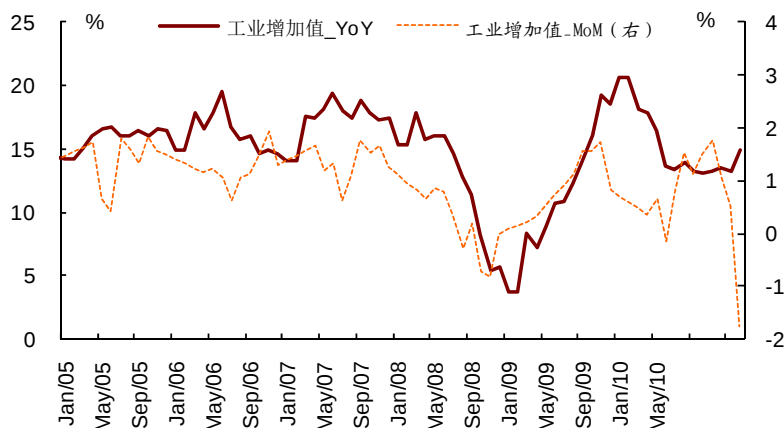


来源: 齐鲁证券研究所

紧缩政策下经济增长放缓, 稳健增长的医药行业是最佳防御性品种之一

- 首先轻度滞胀期货币政策以紧缩为主, 短期仍将维持
 - 为了防止经济陷入“严重滞胀”, 过量信贷投放之后的货币政策必须以紧缩为主, 任何形式的导致货币供应量增速变快的行为都会带来需求的扩张和通胀压力的迅速回升;
 - 因此, 在经济增长消化掉 2009~2010 年过量的货币投放之前, 政策组合都是以偏紧的货币政策和中性偏积极的财政政策为主;
- 其次在紧缩政策下经济将以波动为主, 滞胀趋势将会维系一段时间; 根据我们宏观策略的预期, 消化 2009—2010 年超量货币发行需要大概 3 年左右的时间, 在这三年里, 经济仍将延续之前频繁波动的特点, 而波动周期可能仍然会是 1 年左右。

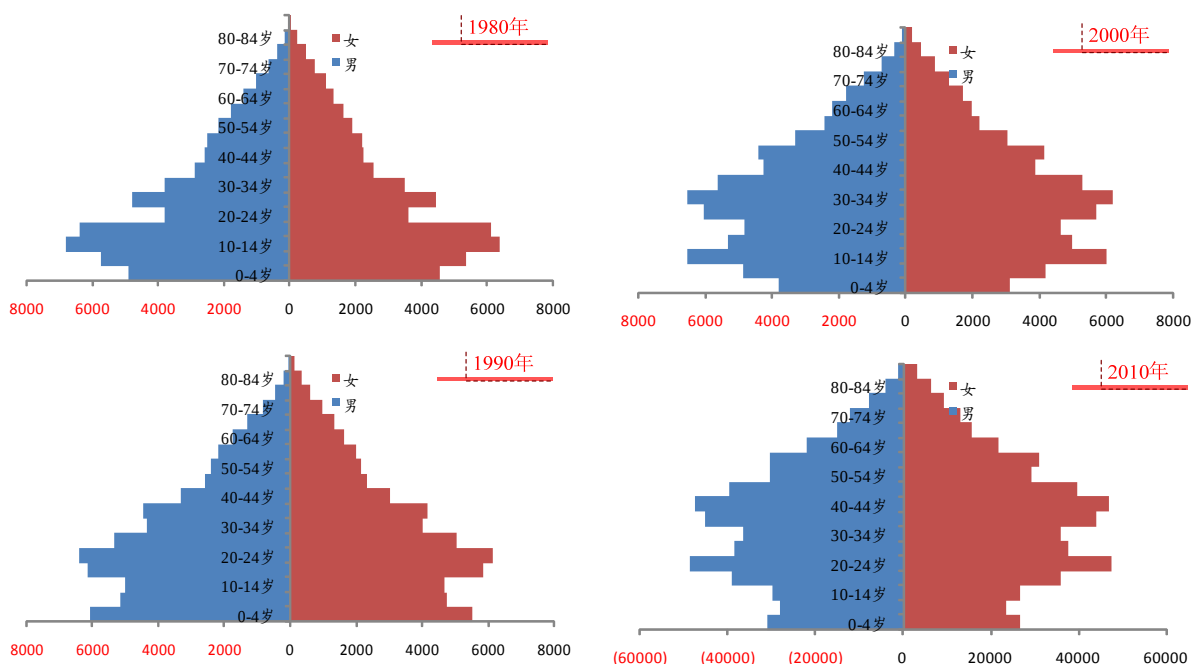
图表 7：产出的波动周期明显缩短



来源：齐鲁证券研究所

- 我们认为，在人口年龄结构的制约下，未来医药行业稳健增长的趋势不会改变，且整体受经济波动影响也将最小，因此是轻度滞涨期投资的最佳选择之一；

图表 8：历次人口普查我国人口金字塔演变图



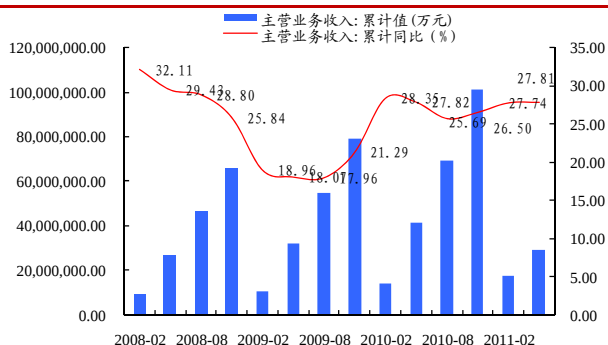
来源：齐鲁证券研究所

- 而根据目前经济情况，我们判断未来医药行业利润增速还有望小幅上升，理由依然是我们前期一直强调的观点：
 - 首先，短期随着通胀受到压制，原材料价格有望部分回落，特别是以石油衍生品为原料的化工类企业表现的更为明显，因此行业成本有望下降；
 - 其次，国家产业政策对部分产业结构性调整将使得原来过剩产能逐步淘汰，未来价格回升的可能性不断增加，利润率水平有望恢复；
 - 再次，目前部分稀缺产品依然处于供不应求状态，未来价格调整的

可能依然存在，因此也会部分带动行业增速；

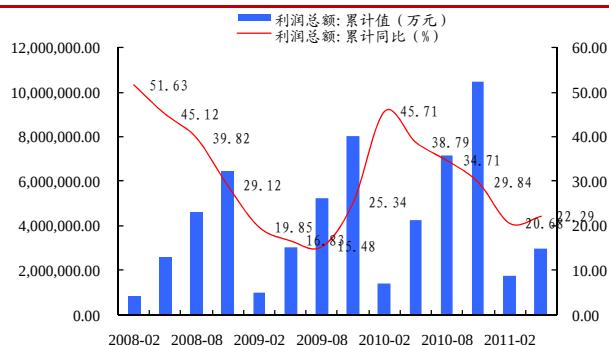
- 因此我们认为行业增速在整体稳定的情况下未来会有小幅上升的可能，特别在利润增速上可能表现的更为明显；

图表 9：医药制造业单季度收入增速情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 10：医药制造业单季度利润增速情况

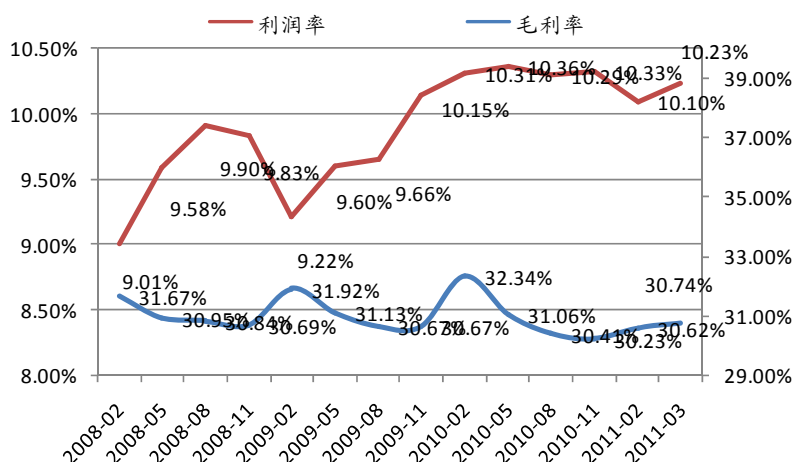


来源：齐鲁证券研究所

医药行业毛利率和利润率依然稳定

- 从行业净利率和毛利率来看，2011 年一季度分别为 10.23% 和 30.74%，相比于前三个季度波动不大，短期医药毛利率和净利率基本稳定，行业基本面不会出现大的波动；

图表 11：行业毛利率企稳，净利率保持高位



来源：齐鲁证券研究所

子行业方面，关注中药和医疗器械，规避抗生素

子行业：价格因素依然是中药主要看点

- 我们看到 2011 年一季度中药饮片收入和利润增速分别达到 55% 和 65%，远高于其他子行业。从整个行业来看医药制造业连续六个季度增速保持在 27% 上下的增速，因此行业方面非常稳健；
- 但从子行业来看，中药行业呈现的是增速逐季增加的趋势，目前已超过医疗器械 38% 的增速，我们认为短期价格上涨趋势不会改变，但长期中

药价格趋势还不明朗:

- 一方面面临种植面积的不断减少和需求不断扩大的矛盾,未来这种趋势在未来极有可能愈演愈烈;
- 价格的大幅攀升将使得需求难以维持高增长,中药的调理性功能将使其逐渐转变为保健类产品,未来将和药品逐渐区分开来;
- 同时我们认为如果通胀见顶,那么未来农产品价格上涨的动力将会减弱,中药材作为农产品属性也会随着整个农产价格的下降而有所回调,因此我们建议密切跟踪未来价格走势,但短期交易性机会尚存;

图表 12: 中药材市场价格指数一直处于上升通道



来源: 齐鲁证券研究所

- 总而言之,我们对中药行业整体上的判断是:短期在价格上中药持续增长的动力依然存在,但未来产品的差异化也许越来越大,价格主导因素将主要局限于稀缺类资源,如人参、三七等少数稀缺和常用品种;

图表 13: 医药各子行业收入累计同比增速情况

指标名称	医药制造业:	化学药品原药制造	化学药品制剂制造	中药饮片加工	中成药制造	兽用药品制造	生物、生化制品的制造	卫生材料及医药用品制造
2009-05	18.07	8.30	19.93	27.39	19.44	24.64	21.46	28.06
2009-08	17.96	8.51	19.31	24.79	18.12	24.35	24.97	29.66
2009-11	21.29	15.04	20.66	25.57	22.89	25.39	26.93	28.95
2010-02	28.35	28.17	23.25	31.60	30.12	35.40	37.80	30.32
2010-05	27.82	26.45	21.97	38.51	29.03	33.35	37.35	31.41
2010-08	25.69	22.46	22.81	36.75	26.53	30.10	30.73	28.05
2010-11	26.50	23.45	24.59	40.44	25.47	31.09	30.55	27.83
2011-02	27.74	22.63	23.81	47.52	30.59	35.48	27.55	37.18

2011-03	27.81	22.30	23.34	54.95	32.71	35.28	21.71	38.26
---------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

来源：齐鲁证券研究所

图表 14：医药各子行业利润累计同比增速情况

指标名称	医药制造业	化学药品原药制造	化学药品制剂制造	中药饮片加工	中成药制造	兽用药品制造	生物、生化制品的制造	卫生材料及医药用品制造
2009-05	16.83	-4.13	16.83	30.59	27.93	18.23	20.69	52.22
2009-08	15.48	-5.32	17.62	35.92	19.48	20.04	26.59	39.17
2009-11	25.34	14.18	23.22	39.38	25.44	22.89	44.10	37.19
2010-02	45.71	62.84	39.47	37.09	52.66	71.97	29.57	42.27
2010-05	38.79	50.43	30.03	57.49	27.82	44.77	63.36	31.19
2010-08	34.71	32.86	26.07	64.72	33.76	47.10	50.46	34.38
2010-11	29.84	16.45	27.79	56.53	29.02	40.12	41.50	37.84
2011-02	20.68	10.94	15.48	55.99	29.93	36.14	17.06	31.50
2011-03	22.29	12.00	19.55	65.42	37.05	29.96	5.72	33.50

来源：齐鲁证券研究所

原料药：政策性压制短期不会结束，关注维生素价格反弹

- 虽然蜀中制药事件给低价药政策一定启示和反思，但由于药价虚高的现实并没有改变，因此短期对依然可以采取观望态度，等到政策明朗后再介入；
- 抗生素国内使用依然泛滥，一份调查显示，从近五年的不完全统计，像上海、武汉、杭州、重庆、成都这些大城市每年的药物使用的总费用当中，抗菌素约占了 30%到 40%，一直是居所有药物的首位，目前上海人群感染的叫金黄色葡萄球的菌中，有 80%已经产生了对青霉素 G 的耐药性，抗菌素的品种的选用也是非常的明显；
- 据称卫生部 2011 年下发的全国抗菌药物临床应用专项整治的活动方案目前也已经下发，除了品种数量减少以外，在药物的强度上也有所限制，住院患者抗生素使用率不能超过 60%，门诊不能超过 20%，目前上海市已经开始试行，我们预计对于 50 种的抗菌素来讲，临床应用基本能够满足，因此在品种和使用量上均会有所下降；
- 我们预计如果抗菌药物使用分级管理目录真正实施，未来中端抗生素的使用量影响最大，主要为三、四代头孢类产品，但目前由于存在品种会有医院选择的说法，因此短期还无法判断未来对那些品种影响最大，我们会及时跟踪政策的相关进度；

- 同时我们建议关注维生素价格的反弹，主要为 VE 和泛酸钙，其中 VE 价格上涨的主要原因为：
- 日本地震后对上游中间体间甲酚造成的供给不足；
 - 我国下游畜禽养殖的高景气，特别是目前生猪价格的高位导致未来生猪补栏大幅增加，根据我们农业组近期调研结果表明部分地区猪饲料 5 月份环比销量增长 20-30%，因此我们预测未来饲料需求在一定程度上将拉动 VE 粉的市场需求；
 - 同时随着夏季到来，未来各厂家也分别进入检修期，因此存在短期产品供应不足的可能；
 - 因此我们预计未来价格依然有一定的上涨空间，短期预计可以达到 200 元/kg 左右；建议关注新和成和浙江医药以及近期对泛酸钙提价的鑫富药业；

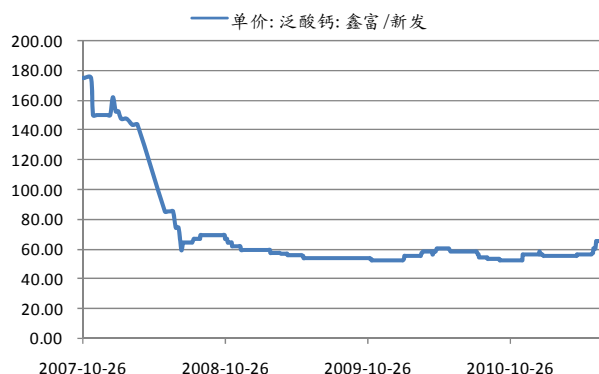
图表 15：主要维生素产品供需情况

维生素类别	主要生产厂家	全球产能（万吨）	全球需求量（万吨）
VC	第一梯队：华北制药、石药集团、江山制药、鲁维制药 合计产能为 12.7 万 t； 第二梯队：泰格生物、郑州拓洋、江苏森达、河南华星；进入 VC 产业的还有牡丹江高科生化、山东天力、山东润鑫等；	18	12
VE	全球 VE 产能主要集中在四家企业：帝斯曼、巴斯夫、浙江医药和浙江新和成；	6.7	6-7
VA	VA 主要生产商有帝斯曼、巴斯夫和安迪苏，以及国内的浙江新和成、厦门金达威和浙江医药；	1.4	1-1.2
B2	广济药业、DSM 和 BASF；	0.6	0.3-0.5
B5	鑫富药业、山东新发	1.2	0.5-0.7

来源：齐鲁证券研究所

图表 16：维生素 E 价格开始反弹，目前为 260 元/kg


来源：齐鲁证券研究所

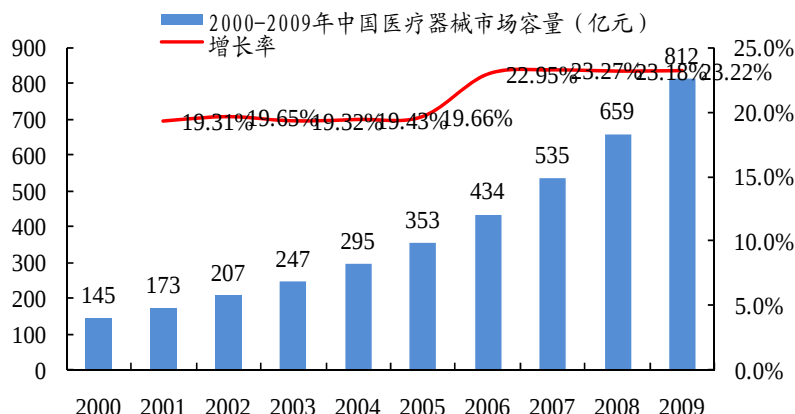
图表 17：泛酸钙触底反弹，目前价格为 65 元/kg


来源：齐鲁证券研究所

医疗器械市场扩容依然明显，建议长期关注

- 改革开放以来，中国医疗器械产业高速发展。2000 年至 2009 年，中国医疗器械产业整体规模增长 460%，年复合增长率为 21.06%，工业增加值在全国 GDP 中所占比重稳步上升；
- 与全球医疗器械占医药总市场规模的 42%相比，我国医疗器械市场规模仅占医药总市场规模的 14%，存在较大发展空间；
- 目前在国家大力推进医改，发展基础医疗保障的大环境下，医疗器械的刚性需求正不断增长，县城、乡镇的基层医疗机构将是医疗器械市场的重中之重。目前全国县级医院和乡镇卫生院达到 8 万多家，其设备添置、改造、更新换代的需求缺口庞大；

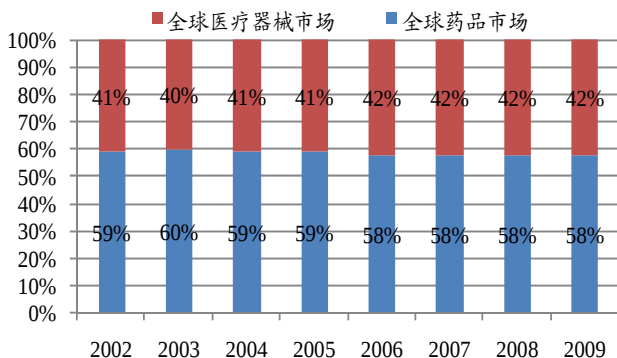
图表 18：2000-2009 年中国医疗器械市场容量情况



来源：齐鲁证券研究所

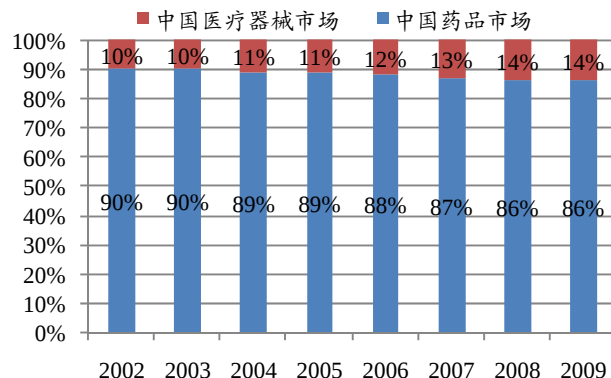
- 我国人口数量庞大且医疗系统正处于完善过程中，预计年复合增长率将维持在 20%~30%。Frost .Sullivan 则预测，从现在到 2015 年，中国整个医疗仪器与设备市场将翻一番左右，达到 537 亿美元；
- 目前，我国整个医疗卫生服务开支占总的 GDP 比重为 4.7%左右，而发达国家一般在 10%左右，其中美国达到 16%；我国医疗器械与药品的消费比例仅为 1:10，而发达国家该比例已经达到 1:1，我们认为我国医疗器械产业还存在较大缺口，市场发展空间广阔，目前还处在产品替代和低端产品消费的初级阶段；

图表 19：全球医疗器械和药品市场占比情况



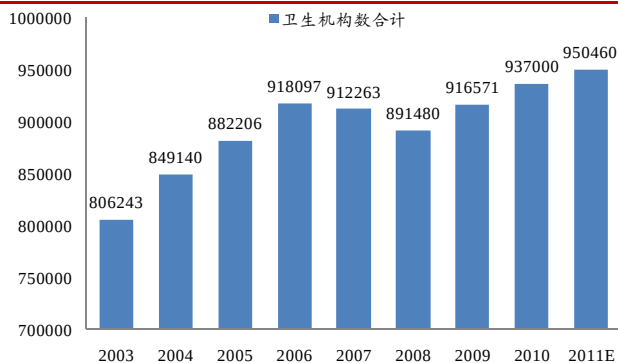
来源：齐鲁证券研究所

图表 20：中国医疗器械和药品市场占比情况

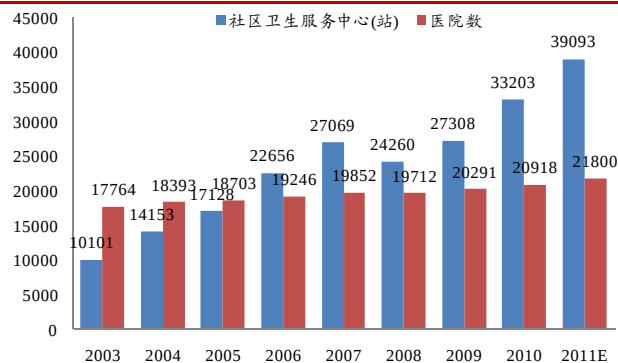


来源：齐鲁证券研究所

- 在医疗器械子行业中，我们认为目前机会最大的是受益政策的医疗器械器械，主要为受益新版 GMP 的新华医疗、千山药机以及东富龙，以及和受益医改带来基层医疗机构建设带来的政府采购量增加，相关上市公司为新华医疗、理邦仪器、阳普医疗和尚荣医疗，同时随着消费水平的提高，便携式电子医疗设备进入黄金时代，相关受益公司主要为鱼跃医疗和九安医疗；

图表 21：我国医疗机构数目 2008 年后逐年增加


来源：齐鲁证券研究所

图表 22：医院数目和卫生服务中心数目增长明显


来源：齐鲁证券研究所

投资建议

- 在中药方面，我们建议关注具有资源优势的相关龙头上市公司，主要包括东阿阿胶、康美药业、同仁堂、云南白药以及振东制药；
- 医疗器械方面我们建议采取三条路线进行选股，分别为消费类、制药器械以及医院用医疗器械三快，我们建议关注的重点公司包括鱼跃医疗、理邦仪器、千山药机以及东富龙；
- 维生素方面我们认为短期交易性机会较大，未来价格上涨预期依然强烈，建议关注细分产品龙头新和成、浙江医疗以及鑫富药业；
- 化药我们建议规避抗生素类相关上市公司，关注行业龙头类企业，主要包括山大华特、双鹤药业、海正药业、恒瑞医药、人福医药、恩华药业和科伦药业；

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308