

医药行业专题分析报告

医药生物行业

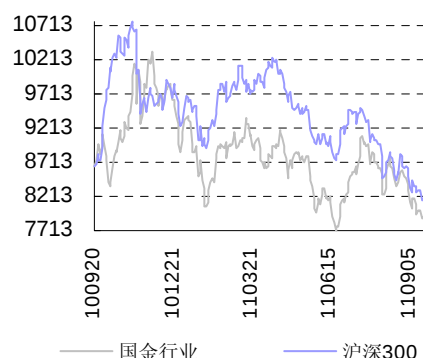
专题报告

长期竞争力评级：高于行业均值

日本研究（上篇）降价背景药企生存之路；

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	62.54
市场优化平均市盈率	22.26
国金医药生物指数	7897.01
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	6099.06



相关报告

1. 《医药行业专题报告之一：投资核心要素》，2011.9.13
2. 《2011 年中报业绩总结》，2011.9.1
3. 《回归成长,继续看好》，2011.8.11
4. 《2011 年医药行业中期业绩前瞻》，2011.7.5

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号：S1130511030032
(8621)61038315
lijl@gjzq.com.cn

基本结论

- **上集回顾：**在我们上一篇《医药行业专题报告之一：投资核心要素》中，我们开创先河，从美欧日三国不同的医药指数走势出发，探讨了两个有趣的问题：为什么日本医药行业需求大增但股指表现不佳？为什么美国医药行业需求平淡但股指表现优异？从中我们引出了降价和创新两个话题。详细内容可见我们的报告。
- **本集提示：**研究过程中我们发现，日本从人口结构、医保政策、药价政策等各方面都与我国具有惊人的相似性。本篇报告我们聚焦日本，希望通过研究日本，寻找适合中国当前医药行业发展阶段的投资逻辑。这是日本研究系列（上篇），侧重于日本医药行业基本面研究，探讨降价背景下日本医药企业的生存之道。
- **日本医药行业特点：**1988 年开始，日本通过严格的药品降价获得了巨大的民生成就（药品支出下降，公费医疗提升），但降价却牺牲了医药行业增长：日本医药行业经历了近 10 年的增速下滑，直到 2000 年后需求增长才抵消了降价的影响，重回增长轨道。这个过程导致的是惨烈的淘汰整合，行业集中度大幅提升。
- **降价背景下日本医药企业生存之道：**创新药和普药企业的发展差异明显。
 - **创新药企业能够战胜降价因素压制，海外扩张突围是另一出路：**（1）虽然降价同样压制了创新药企业的收入增速（1988-2000），但是凭借不断推出高毛利新产品，企业的利润率逐步攀升。当利润率提高完全抵消了降价影响之后（1996 年），创新药股票有明显超额收益；（2）降价也促使了创新药企业走向国际化道路（2000 年至今），外延式的扩张给企业带来量的成长性，相应的股价走势持续向上。
 - **普药企业经历降价阵痛，最终政策红包触发黄金十年：**（1）普药企业的收入增速和利润率都受到药品降价的严重负面影响（1988-2000），普药板块表现不但大幅落后于医药指数，也落后于综合指数；（2）降价一定程度之后，2000 年价格低廉的普药等来政策红包，普药板块开始爆发，收入大增，利润率回升。相应的股价走势有明显超额收益。
- **我们得出结论：降价导致药企发展分化。**要想生存，创新药通过新药努力提升利润率，通过国际化获得市场增量；普药等待政策红利！
 - 在降价的背景下，具有研发实力并成功国际化的制药企业同时具备较好的弹性和成长性（弹性来自新药的刺激带来利润率提升，成长性来自于海外业务扩张带来量的增长），是值得坚守的板块。
 - 普药会因为政策导致的降价倍受煎熬，但是生存下来的企业能够分享降价另一面带来的政策红包：放量的机遇，是可能超预期的板块。
- **下集展望：**在本文基本面研究基础上，我们会侧重日本二级市场研究，寻找降价背景下股价强势的企业，从而获得对 A 股医药个股投资的经验。

内容目录

日本医药行业发展情况（1988-2010）：降价 PK 红利	4
需求释放和药品降价共同作用	4
降价力量超过需求增长压制行业规模增长	5
政策目标达成，药价管理卓有成效	5
降价政策对行业的影响：集中度快速提升	6
日本降价政策背景下医药企业的生存之路	8
创新药：能够战胜降价因素压制，海外扩张突围是另一出路	8
普药：降价初期倍受煎熬，后来受益政策利好，迎来黄金十年	12
结论：降价不可怕，创新药努力提升利润率，普药等待政策红利！	17

图表目录

图表 1：日本人口老龄化进程	4
图表 2：NHI 历年药品降价平均降幅统计	4
图表 3：日本医药行业市场规模（十亿日元）	5
图表 4：日本药品支出占医疗总支出的比重	6
图表 5：各国公费医疗支出占比	6
图表 6：日本制药企业数量	7
图表 7：日本制药企业联盟和并购	7
图表 8：平均营业利润率（按销售规模分类）	8
图表 9：制药企业市场份额（按销售规模分类）	8
图表 10：日本新药定价程序示意图（加价率引用 2008 年政策）	9
图表 11：OECD 各国专利药价格比较（以日本为基数）	9
图表 12：日本创新药企业销售收入增速统计	10
图表 13：创新药企业与普药企业销售收入增速比较	10
图表 14：日本创新药企业净利润率统计	11
图表 15：创新药企业的海外并购案总结	11
图表 16：13 家创新药企业销售收入合计分类	12
图表 17：13 家创新药企业海外销售占比（2010 年）	12
图表 18：日本创新药上市公司股价走势与医药指数走势比较	12
图表 19：世界各国普药价格对比	13
图表 20：日本普药企业销售收入增速统计	13
图表 21：日本普药企业利润率统计	14

图表 22: 日本 2000 年普药使用比例（按数量计算）	14
图表 23: 普药企业 2000 年后销售开始放量	16
图表 24: 普药企业 2005 年后利润率开始提升	16
图表 25: 日本普药行业上市公司市值增速统计	17

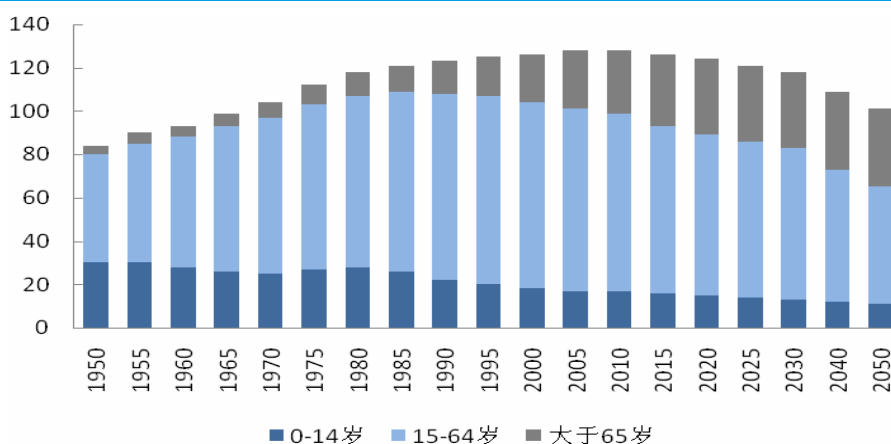
上一篇专题报告《医药行业投资核心要素》中，我们以日本和美国为例，阐述了医药行业的核心投资逻辑是：市场规模=需求量*药价+研发创新增量。本篇报告我们重点研究日本，是日本研究系列（上篇）。主要研究日本医药行业发展过程中降价政策的影响，以及降价背景下日本医药企业如何破解生存之道。

日本医药行业发展情况（1988-2010）：降价 PK 红利

需求释放和药品降价共同作用

- 日本是世界上老龄化程度最高、老龄化进程最快的国家。日本加速老龄化的时期出现在 1990-2010 的二十年间，日本 65 岁以上老年人口占比从不到 9% 上升至超过 21%，老年人口数量从 1400 万人上升到 2700 万人。（这种情况是不是与中国未来的情况类似？）

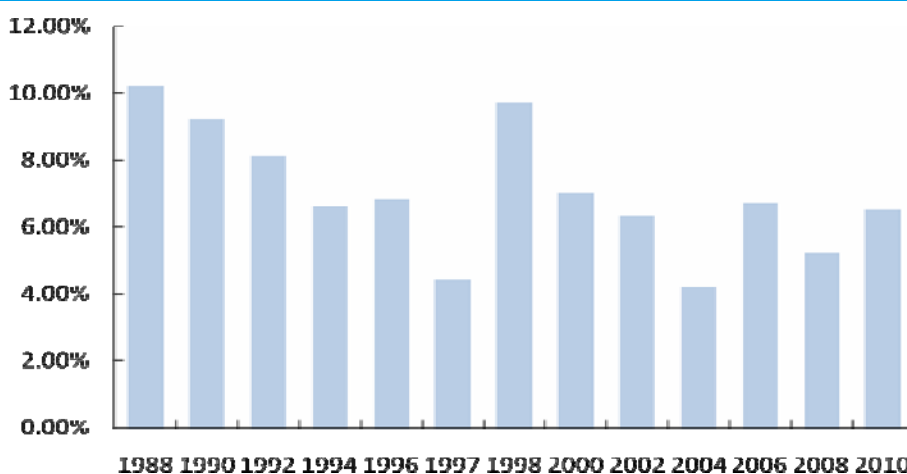
图表1：日本人口老龄化进程



来源：OECD、国金证券研究所

- 由于老年人口是医疗卫生需求的主力，老年人口的增加势必导致医疗需求的增加。而对于实行全民医保的日本政府而言，医疗财政支出的压力也势必要增加。在这样的背景下，日本政府从 1988 年开始每两年进行一次针对医保目录品种的价格调整。涉及 13000 多种药物，次平均降幅超过 6%。（这种情况是不是与中国 1997 年开始的降价非常类似？）

图表2：NHI 历年药品降价平均降幅统计



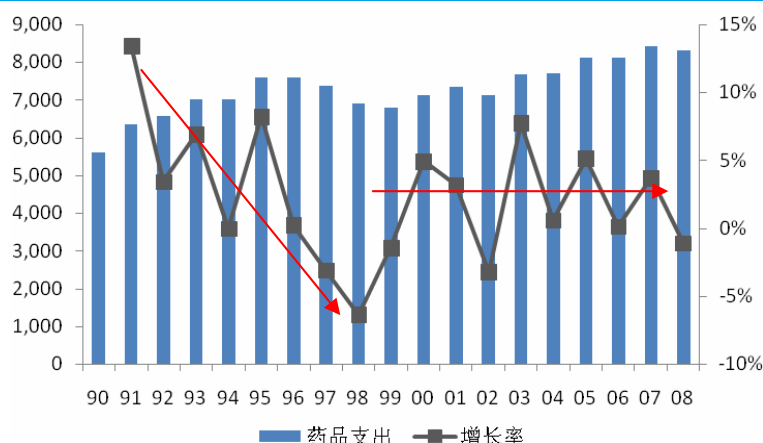
来源：日本厚生劳务省、国金证券研究所

- 我们上一篇报告提出了量、价共同决定了医药市场规模及增速，对于日本市场而言，这两个因素刚好起了一正一反两种作用力，那么结果如何呢？

降价力量超过需求增长压制行业规模增长

- 在严厉的降价措施下，日本的医药行业偏离了原本有人口老龄化推动的高成长轨道，市场规模徘徊不前。
- 在降价开始的头十年，1990-2000 年市场规模增速逐年下降，并且出现了负增长。直到 2000 年以后，需求的拉动才抵消了降价的影响，行业重回增长态势。

图表3：日本医药行业市场规模（十亿日元）

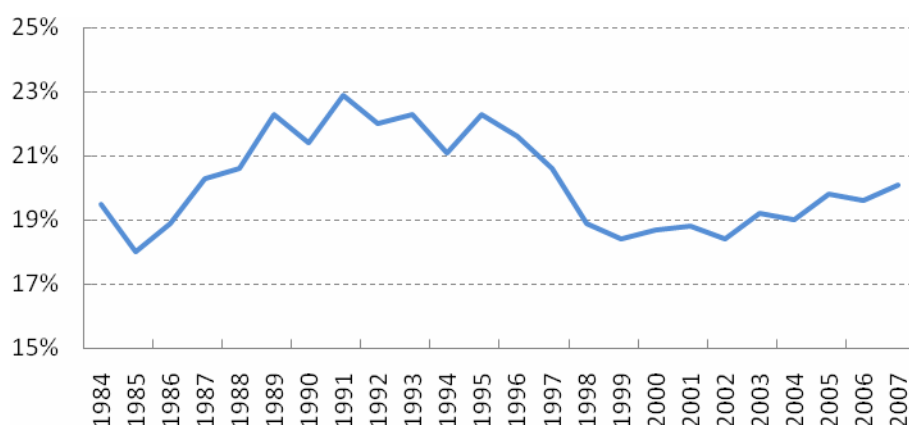


来源：日本厚生劳务省、国金证券研究所

政策目标达成，药价管理卓有成效

- 通过药价管理（至于是如何操作的请见上一篇专题报告），日本医药行业在流通环节的泡沫被有效挤压。1986 年，日本医疗用药的平均进销差价率为 23%，到 2004 年进销差价率已经下降到 6.3%。（这点是我们政策希望达到的）
- 药品支出占医疗总支出的占比也由 90 年初最高峰的 23%，下降到 2000 前后的最低点 18%。（这点也是我们政策希望达到的）

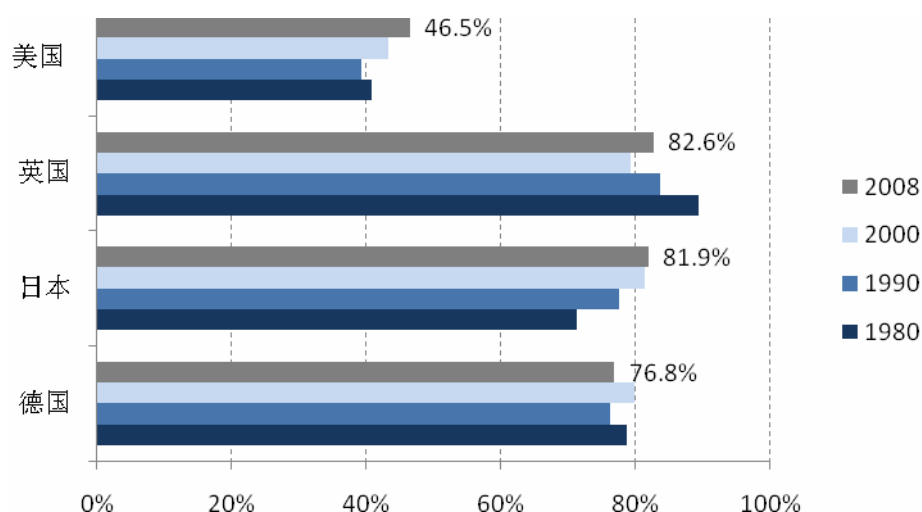
图表4：日本药品支出占医疗总支出的比重



来源：OECD、国金证券研究所

- 由于日本政府成功的控制了药品支出的增长，使得其有能力提高公费医疗支出比例。18 年间，日本将公费医疗支出比例由原来的 71.3% 提升到 81.9%，使民生得到了持续改善。（这点也是我们正在做的）

图表5：各国公费医疗支出占比

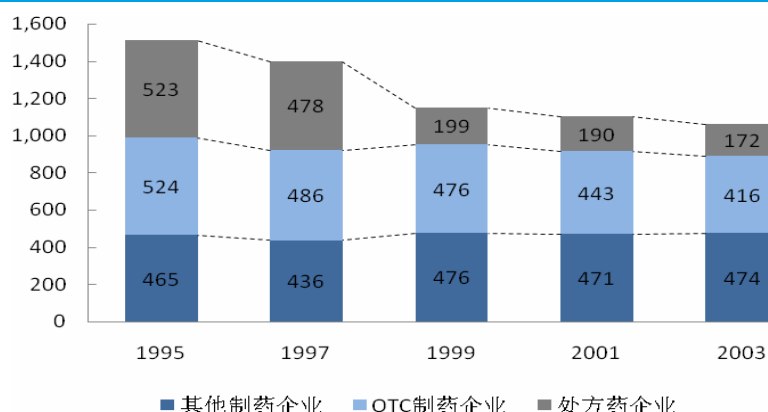


来源：OECD、国金证券研究所

降价政策对行业的影响：集中度快速提升

- 但持续的降价给制药企业的经营环境产生了压力，小企业尤为严重。经营环境的每况愈下导致小规模制药企业不得不退出市场，制药企业之间则掀起了并购风潮。
- 1995 年到 2003 年期间，日本制药企业从 1512 家下降到 1062 家，其中受到药品价格严格管制的处方药企业从 523 家锐减到 172 家，淘汰幅度近 70%。

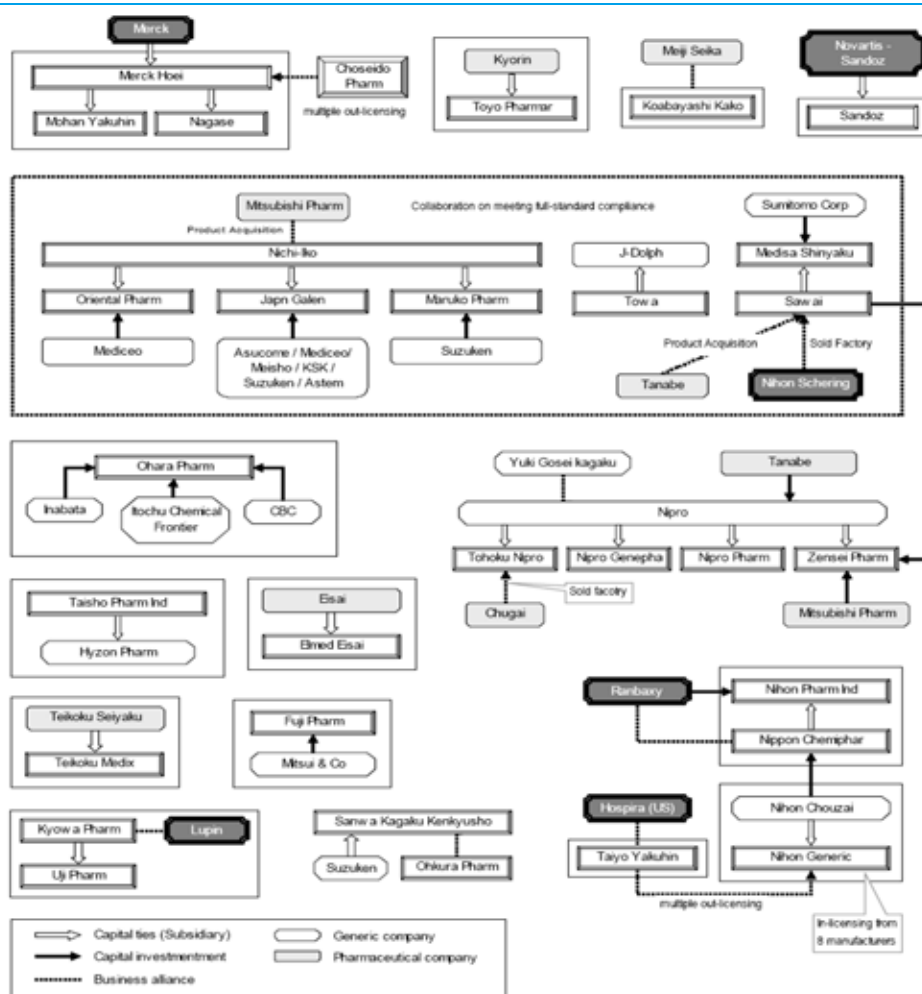
图表6：日本制药企业数量



来源：JPMA、国金证券研究所

- 同时，在巨大的生存压力下，大型制药企业之间也开始出现并购潮，众多企业纷纷通过合并、联盟等多种方式抱团取暖，从而获得规模效应。
- 下图为日本制药企业的关联图，空心箭头表示控股，实心箭头表示股权投资，虚线框表示商业联盟。可以看到，日本制药企业无论是创新药企业、普药企业还是外资企业，都以各种方式连接在一起，组成了几个界限分明的商业系，这种市场格局在其他国家极为罕见。

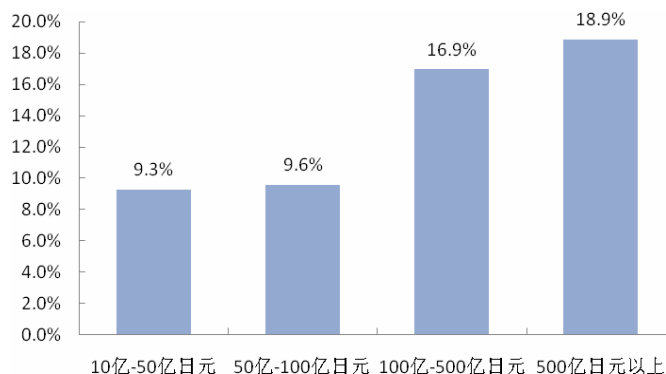
图表7：日本制药企业联盟和并购



来源：JPMA、国金证券研究所

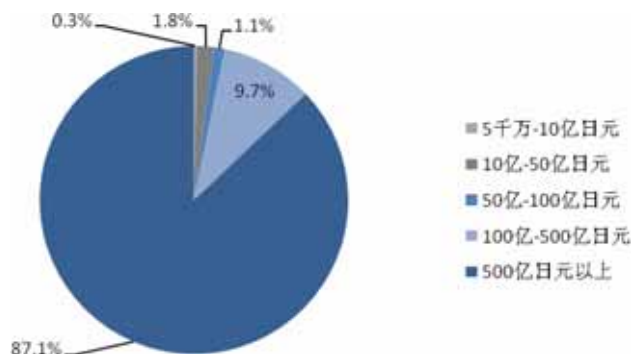
- 到了 2007 年，日本医药市场的集中度已经非常高，大小企业之间的分化也非常明显。（这也是中国医药工业十二五规划的目标）
- 2007 年，日本销售收入 500 亿日元以上制药企业占据日本 87.1% 的药品市场，体现出日本医药行业较高的市场集中度。
- 2007 年，销售收入 500 亿日元以上制药企业的经营利润率为 18.9%，而中小企业经营利润率仅为 9.3%-9.6%。

图表8：平均营业利润率（按销售规模分类）



来源：日本厚生劳务省、国金证券研究所

图表9：制药企业市场份额（按销售规模分类）

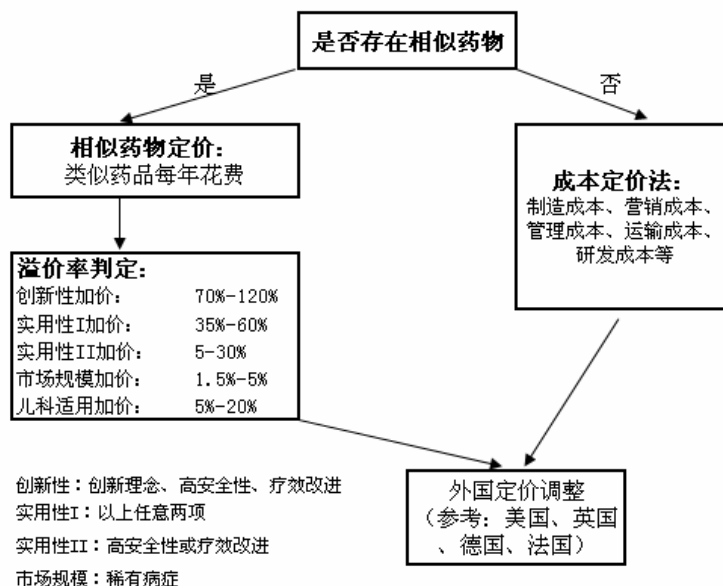


日本降价政策背景下医药企业的生存之路

创新药：能够战胜降价因素压制，海外扩张突围是另一出路

- 日本创新药物定价规则：药品定价委员会首先确定新药是否存在相似药物。如果存在相似药物，采用相似药品定价法；如果不存在相似药品，采用成本法定价。
- 所谓相似药品定价法即将新药的每日开支定价为与相似药品的开支一致，并在此基础上按照创新性、实用性、市场规模以及儿科适用方面给予溢价。
- 所谓成本定价法，则综合考虑新药研发成本，市场推广成本，管理成本等多方面要素，这里面企业的自主决定性更强，企业利润也更为丰厚。
- 但由于新世纪以来研发出突破性新药的难度越来越大，在日本获得成本法定价的新药少之又少。1998 年到 2003 年，日本总共获批 237 种新药，其中 203 采用相似药品定价法，只有 34 种采用成本定价法。

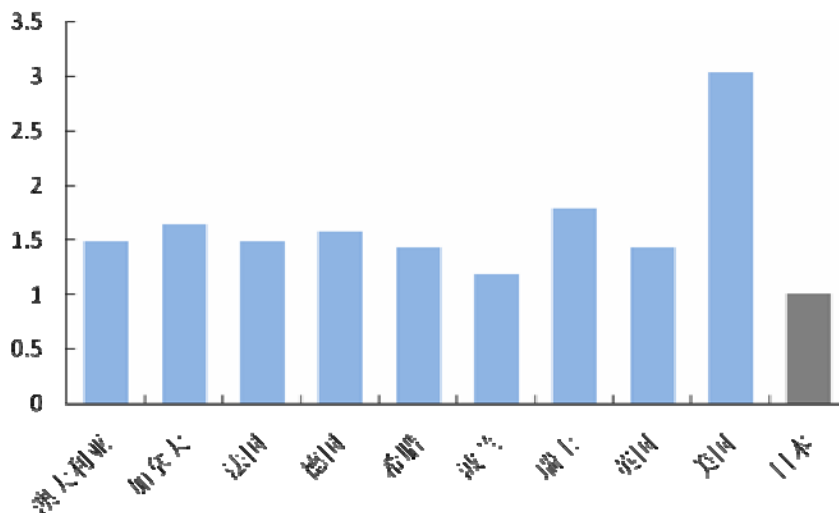
图表10：日本新药定价程序示意图（加价率引用 2008 年政策）



来源：国金证券研究所

- 从上述定价政策可以看出，即便对于创新药，日本仍然采取了相对保守的定价策略。受此影响，日本创新药的价格大幅低于美欧。世界主要发达国家的专利药平均是日本的 1.5 倍。

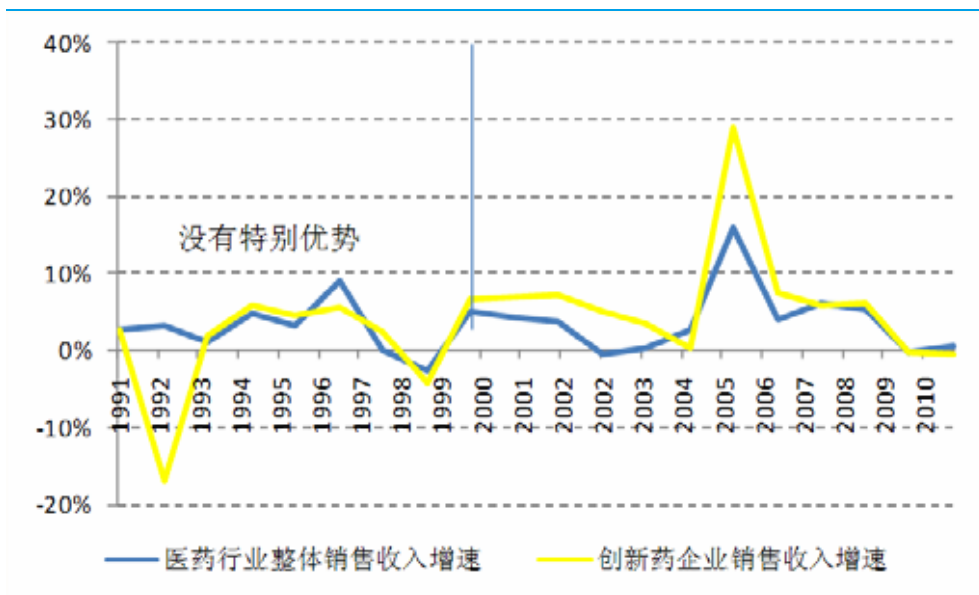
图表11：OECD 各国专利药价格比较（以日本为基数）



来源：OECD、国金证券研究所

- 降价背景下，创新药企业的生存如何演进？我们三个发现！
- **第一个发现：收入增速受到降价压制（1988-2000）。**创新药价格的下降，抵消了需求的增长。因此创新药企业在降价的压力下，销售收入的增速并没有走出独立走势。

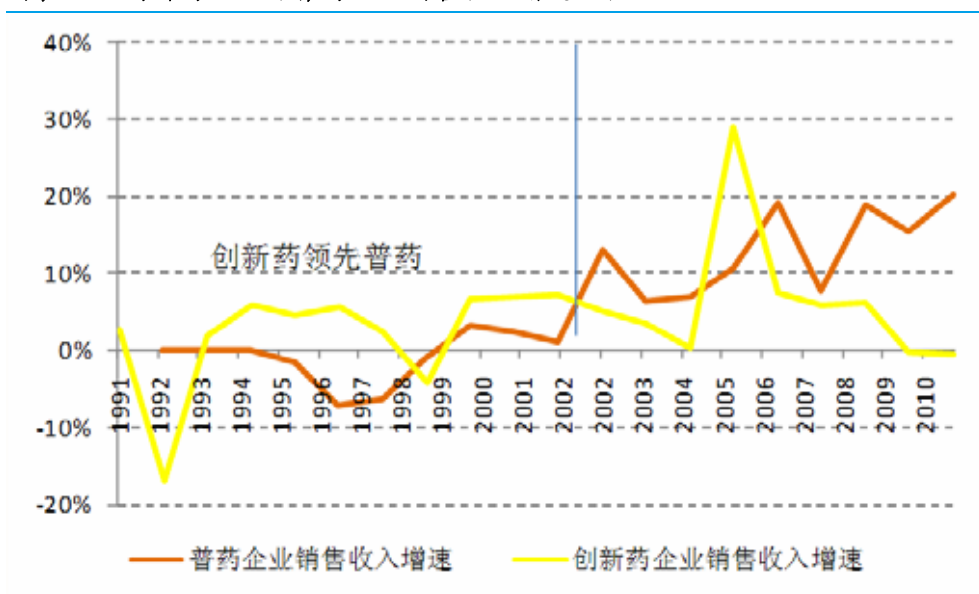
图表12：日本创新药企业销售收入增速统计



来源：Bloomberg、公司年报、国金证券研究所

- 但是相比较与医药板块内的其他公司，比如普药，创新药企业收入的增速还是有优势的。尤其是 1990-2000 年间的停滞期，创新药企业的收入增速基本一直是快于普药企业。

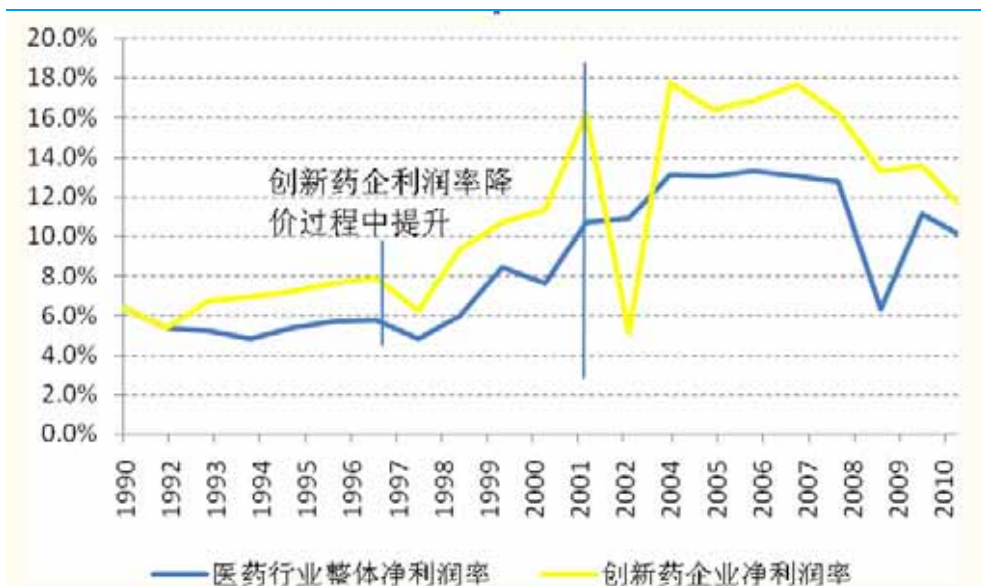
图表13：创新药企业与普药企业销售收入增速比较



来源：Bloomberg、公司年报、国金证券研究所

- 第二个发现：收入虽然没有增长，创新的力量带来利润率的攀升（1988-2001）。降价过程中创新药企业收入增长虽然受到影响，但从利润角度看优势就体现出来了。由于创新企业能够持续推出新产品，虽然老产品价格向下，但是相对高毛利品种的补充，导致企业的利润率逐步提升，从 1997 年开始这种迹象更加明显。我们发现，创新药企业的净利润率，要比行业平均高出 2 到 3 个百分点，比普药企业要高 8-10 个百分点。

图表14：日本创新药企业净利润率统计



来源：Bloomberg、公司年报、国金证券研究所

- **第三个发现：利润率攀升到位后，国际化打开第二春（2001-至今）。**创新型医药企业通过高毛利新药策略，躲过了降价的压力。但是当利润率提高到一定层次后，也遭遇了利润提升的天花板。但日本创新药企业适时冲到海外市场，找到了增长的第二条路。也有可能是，由于国内严格的新药定价政策，迫使部分日本制药企业开始走出国门，寻找更加丰厚利润的市场。从 1995 年开始，日本创新企业以自身的专利产品为依托，逐步打开了北美、欧洲等主流市场，并通过大举并购巩固在当地的 market 地位。

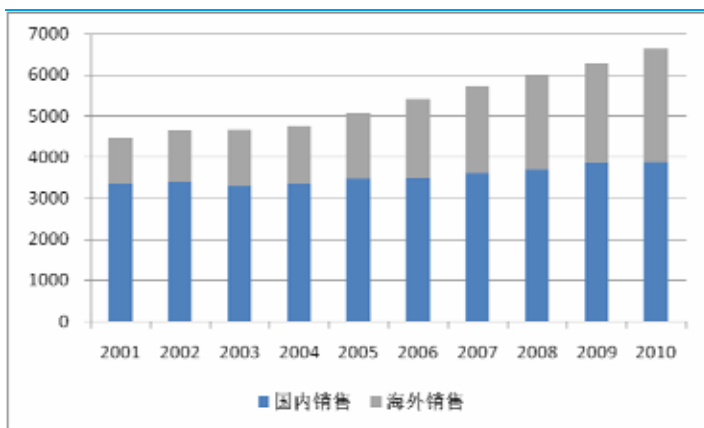
图表15：创新药企业的海外并购案总结

	1995年	1996年	1997年	1998年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
Takeda			收购Takeda Italia Farmaceutici S.p.A. (意大利) 在美国、欧洲、日本、Takeda Pharma America (美国)、Takeda Pharm AG (瑞士)、 Takeda Europe R & D Centre (英国)		Takeda Ventures (美国)	收购Takeda Pharma GmbH (德国) 或立Takeda Center 尔里公司	在美国或 立R&D Center		收购Syrinx (英国)	收购Daiva Estate (日本) 或立Takeda Pharma Europe (美国)	收购Paradigm Therapeutics (新加坡) 或立Takeda San Francisco	收购Amgen K.K. (日本)、 Millennium Pharmaceuticals (美国)	IDM Pharma (美国)		Fate Therapeutics (美国)
Astellas				Fujisawa Healthcare (美国)	Yamanouchi Pharma America (美国)				收购 Fujisawa Pharma (日本)		Agensys (美国)		收购CV Therapeutics (美国)、 EpiZyme (美国)；或立OSI Pharma 立药企业Perseid Therapeutics		
Eisai	在美国 设立销售 公司	设立销售公司 (法国) 或立KAN Res Institute (日本)、 Eisai (日本) 销售公司 (韩国)			设立销售公司 (西班牙)	设立临床研 究公司 (美国)		在美国 设立控股 公司	设立销售公 司 (意大利、 瑞士、 瑞典)	设立销售公 司 (葡萄牙)	收购Morphotek (美国) 、Sanko Junyaku (日本) ；或立医药制造 (美国) 、销售 (比利时)、 研文 (印度) 公司；收购 Bioventure Morphotek (美国)	收购MGI Pharma (美国)	成立销售公司 (奥地利)、 European Knowledge Centre (英国)、办事处 (日本)、 Eisai Knowledge Centre (印度)		
Daiichi Sankyo		成立Sankyo Pharma (美国)、 Sankyo Parke Davis (美国)		Sankyo Pharma Res Institute (美国)								收购U3 Pharma AG (德国)； Ranbaxy Lab (印度)	收购PharmaForce(美国)	收购Zenotech Lab (印度)、 Roaro Pharma (美国)； Plexicon (美国)	成立销售公司Kitsato Daiichi Sankyo Vaccine；收购 Plexicon (美国)

来源：公司公告，国金证券研究所

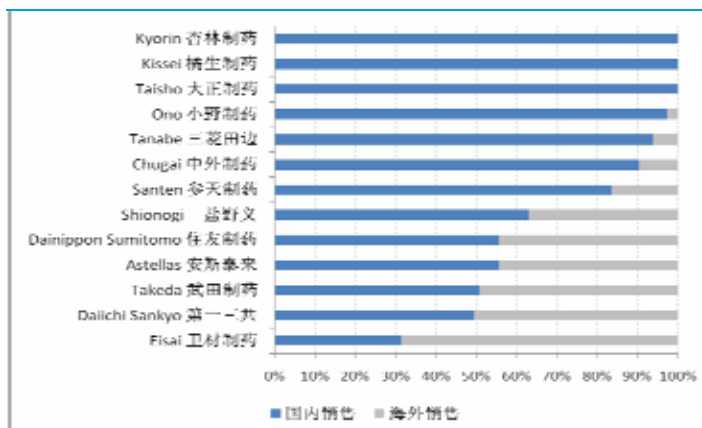
- 海外业务成为日本创新药企业的主要增长点。2005-2010 年，日本 13 家创新药上市公司海外销售总的复合增速为 11.6%，而同期国内销售收入复合增速仅为 2.2%。
- 目前，武田、安斯泰来、卫材、第一三共等多家制药企业已经成为名副其实的国际制药企业，已经形成了国内和海外销售等强的销售结构。

图表16: 13家创新药企业销售收入合计分类



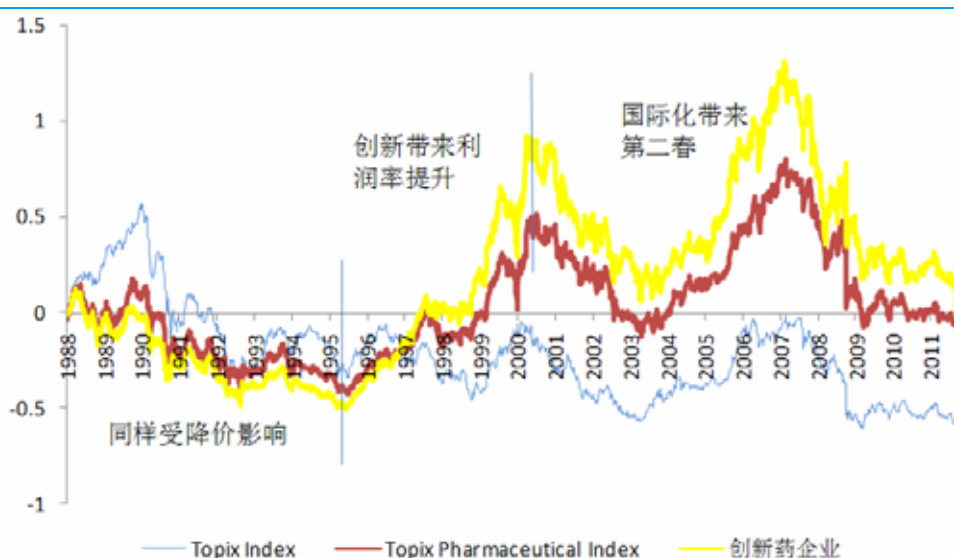
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表17: 13家创新药企业海外销售占比(2010年)



- 我们把上述三个发现, 与日本创新药板块指数走势做了比较, 发现了完美的对应关系。(1) 降价政策执行后, 收入增速放缓, 创新药股票并没有独立走势(1988-1995); (2) 随着时间推移, 创新成果逐步会击败降价力量, 带来企业利润率攀升, 此时创新药股票有明显超额收益(1995-2001); (3) 国际化是进行外延式扩张的手段, 量的增长同样能刺激股价持续向上(2001至今)。不得不感慨, 股市是基本面的反应。(详细的投资方面的数据请见我们日本系列报告的下篇)

图表18: 日本创新药上市公司股价走势与医药指数走势比较



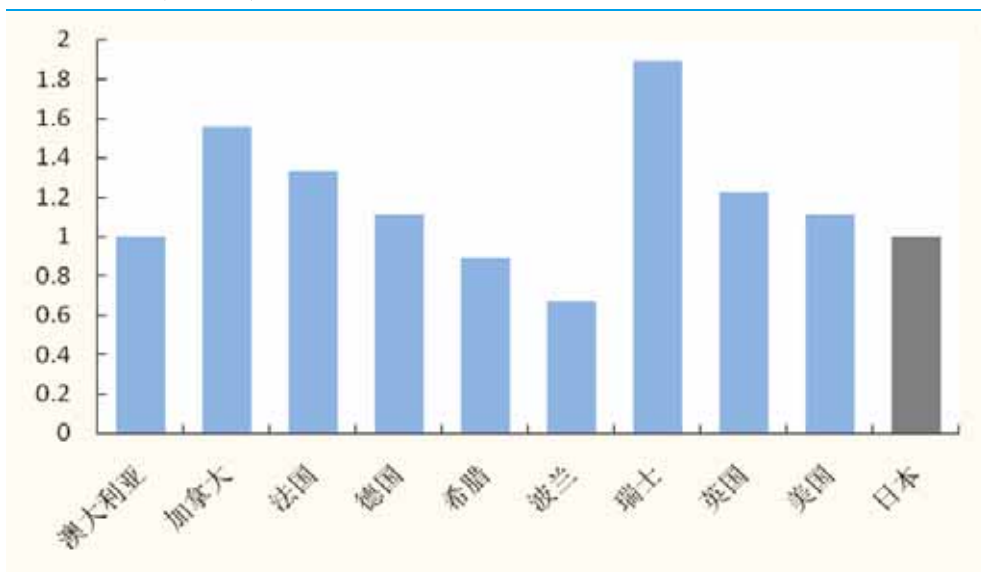
来源: Bloomberg、国金证券研究所

- 结论: 在降价的背景下, 创新是值得坚守的板块。从日本经验看, 具有研发实力并成功国际化的制药企业同时具备较好的弹性和成长性(弹性来自新药刺激带来利润率提升, 成长性来自于海外业务扩张带来量的增长), 是医药股投资的最佳选择之一。

普药: 降价初期倍受煎熬, 后来受益政策利好, 迎来黄金十年

- 日本仿制药定价规则: 日本对仿制药品实施“边际递减定价法”, 严格控制仿制药的重复研发。首仿药物按照原研药价格的 80% 定价, 再次申请进入目录, 按照同类仿制药品的最低价格定价。仿制药超过 20 个, 按照最低价的 0.92 确定价格。并在随后按照每两年 4%-6% 的价格进行降价。

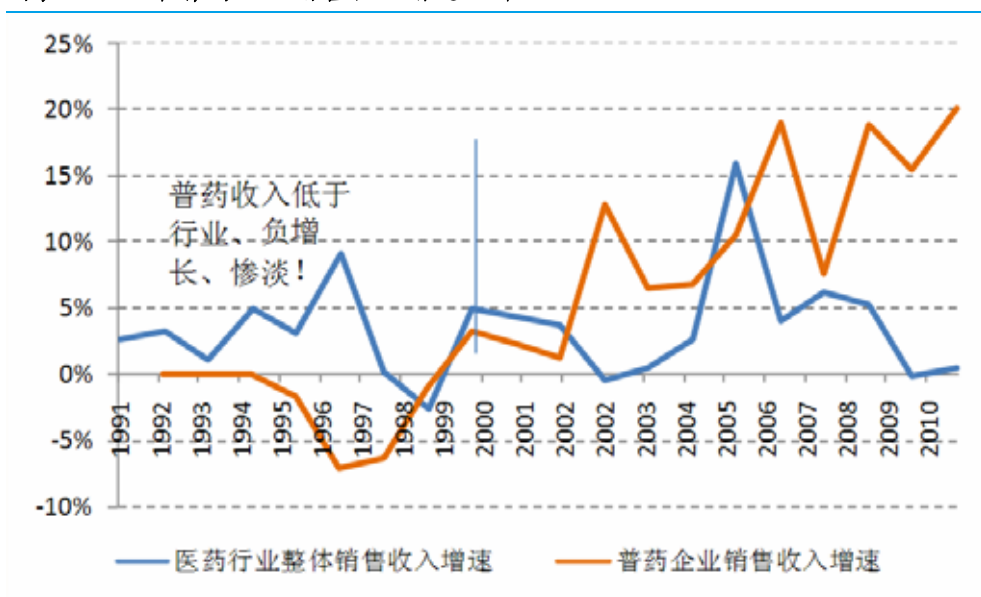
图表19：世界各国普药价格对比



来源：OECD、国金证券研究所

- 降价背景下，创新药企业的生存如何演进？我们也有三个发现！
- 发现一：降价极大压制了普药企业收入增速，甚至出现多年的负增长（1988-2000）。由于持续的降价，普药企业毫无还手之力，远远落后于行平均的收入增速就是最好的说明。

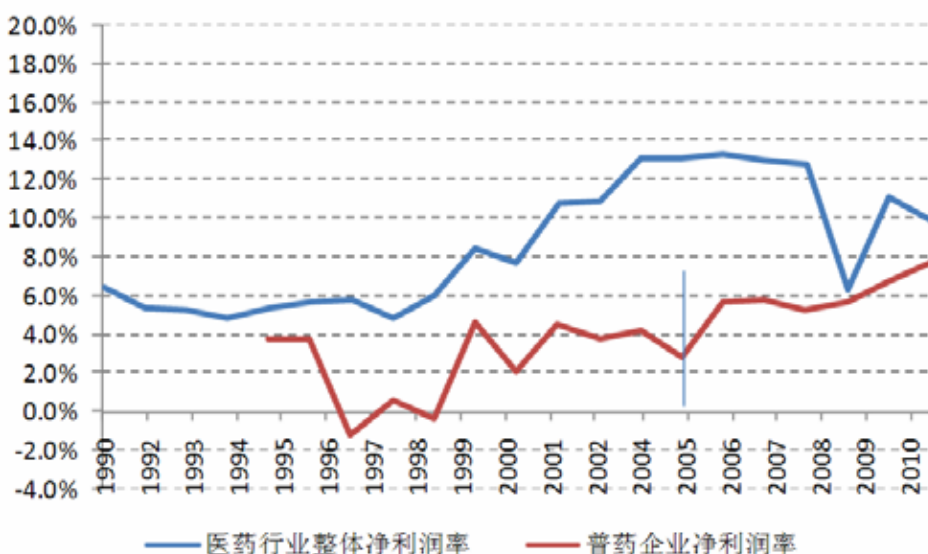
图表20：日本普药企业销售收入增速统计



来源：Bloomberg、公司年报、国金证券研究所

- 发现二：普药企业盈利能力不容乐观，利润率下滑是常态，维稳算乐观。（1988-2005）。没有新产品的刺激，普药企业利润率也没有提升。

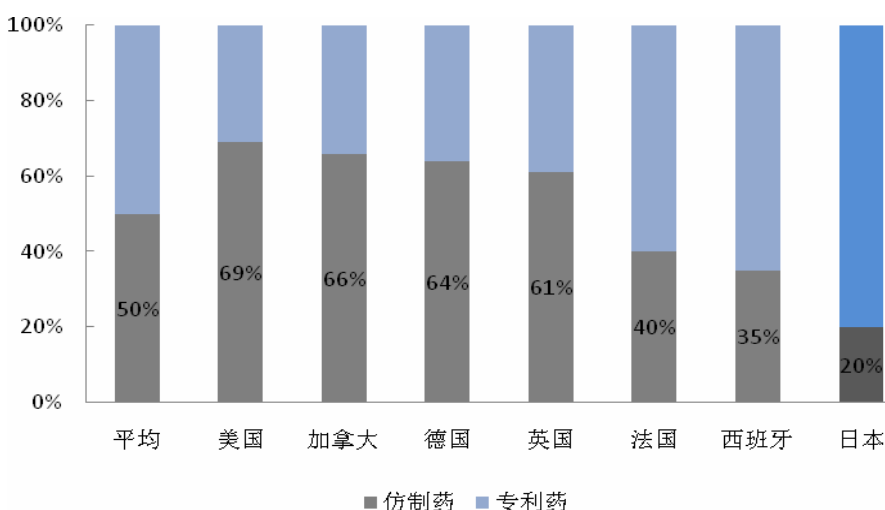
图表21：日本普药企业利润率统计



来源：Bloomberg、公司年报，国金证券研究所

- **发现三：普药价格得以下降，最终触发政策红包，普药企业实现完美救赎（2000-至今）。**由于持续的降价，普药价格非常低廉，但是在 2000 年之前，日本是一个普药使用率很低的国家，2000 年初按数量计算的医疗机构普药使用率仅为 20%，按照金额计算的市场占比只有 5%-6%。

图表22：日本 2000 年普药使用比例（按数量计算）

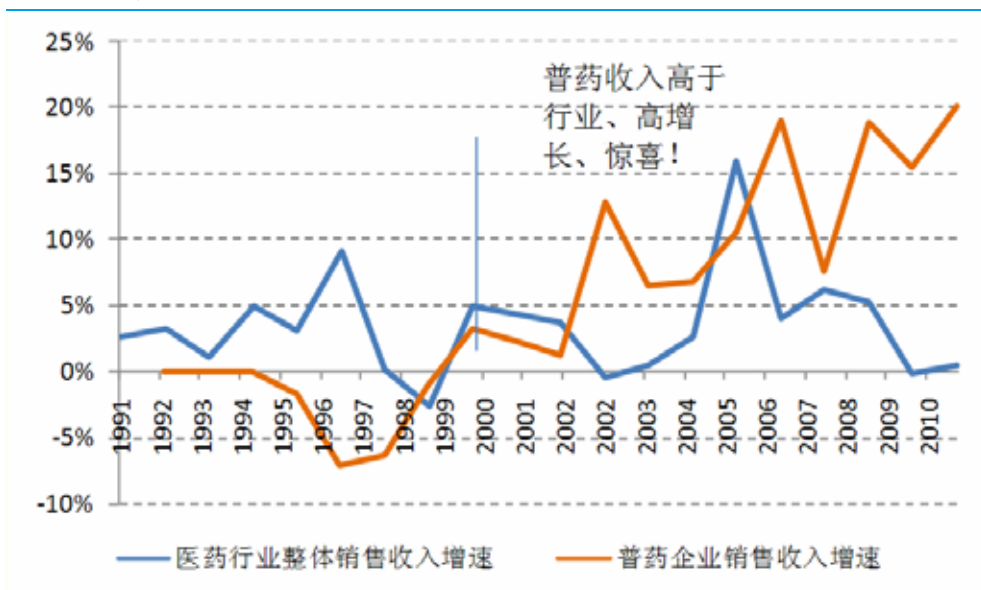


来源：OECD、国金证券研究所

- 由于普药价格低廉，日本政府把使用普药替代昂贵的创新药作为控制药品支出的有效手段。因此，日本政府规划，要在 2012 年将普药使用率提升到 30%，并用几年的时间将普药使用率提升至 60%。为了达到这个目的，政府对仿制药的使用采取了鼓励政策。政府对于使用仿制药比例超过 20% 的药房，给予 60 日元/处方的补贴；对于比例超过 30% 的药房给予 170 日元/处方的补贴。
- 2002 年 6 月，日本厚生劳务省发文要求医疗机构要尽量使用普药产品。厚生劳务省同时制定了一项新的医疗费用支付政策即按诊断症候群分类综合评价“Diagnosis Procedure Combination”

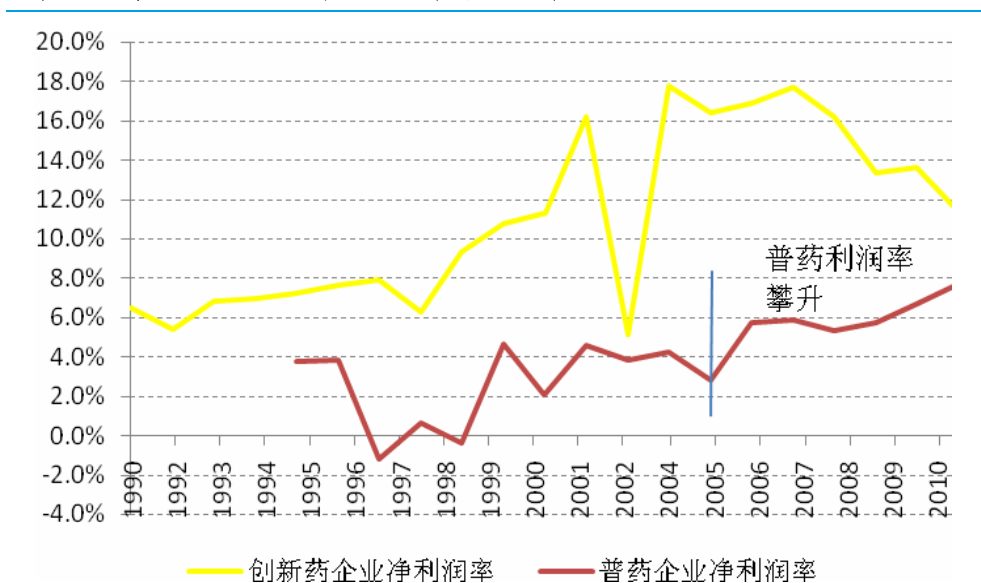
- 该制度最早是在 1983 年由美国的 65 岁以上医疗保险制度 (Medicare) 所引入，名为“诊断相关组预期支付系统” (DRGs/PPSs)。
- 政府根据 (1) 投入最多医疗资源的适应症；(2) 手术和治疗方式的选择；(3) 并发症或疾病严重程度等三个层次的分类标准，将病种划成 2658 种，根据不同的病种制定固定的报销金额和临床路径。
- 因此，如果医院使用价格便宜且疗效相当的普药产品，相当于为自己节省了成本，赚取了利润。
- 2003 年首批进入 DPC 支付制度试点的公立医院有 82 家，其余医院可自行斟酌是否加入 DPC 支付制度，2009 年日本已经有 1557 家医院加入了这一制度，约占到日本全国医院总数的 17%，所占床位数已超过 50%。
- **政策结果：量利齐升。**上述政策的实施，刺激了 2000 年以后日本普药市场的放量。销售收入增速超越行业平均增速、也超越了创新药。随着规模的扩大，企业的利润率也开始攀升。

图表23：普药企业2000年后销售开始放量



来源：Bloomberg、国金证券研究所

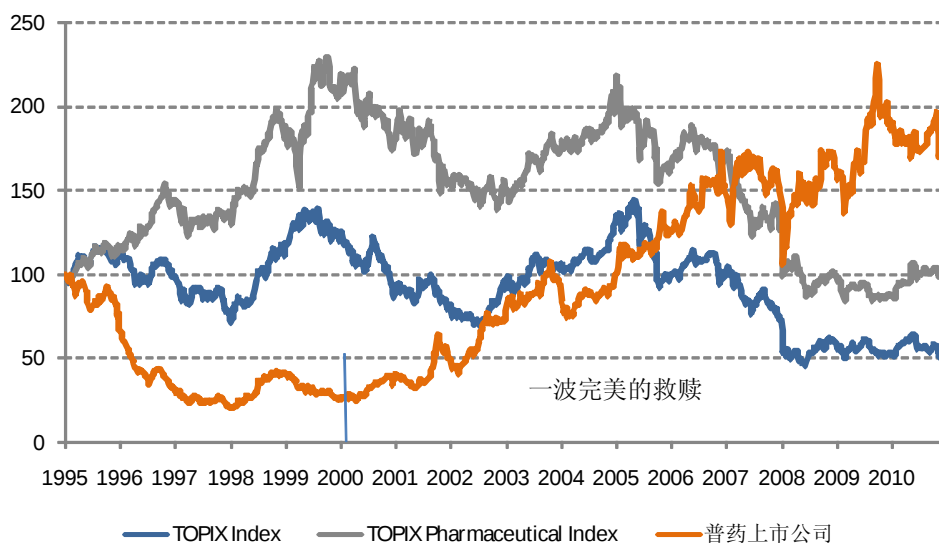
图表24：普药企业2005年后利润率开始提升



来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 我们把上述三个发现，与普药板块指数走势做了比较，也发现了完美的对应关系。（1）2000年以前，由于收入利润率下降，普药板块表现不但大幅落后于医药指数，也落后于综合指数；（2）2000年以后，普药板块开始爆发，收入增速加快，利润率提升，2005年后股价表现甚至绝对领先。再次感慨，股市是基本面的反应。（详细的投资方面的数据请见我们日本系列报告的下篇）

图表25：日本普药行业上市公司市值增速统计



来源： Bloomberg、国金证券研究所

- 结论：普药是受降价政策影响比较大的一个行业（1988-2000 年，收入、利润都没有增长），但是因为低价又给了普药放量的机遇（2000 年以后，量、利齐升）。

结论：降价不可怕，创新药努力提升利润率，普药等待政策红利！

- 降价背景下企业生存压力很大，无论是创新药还是普药，但都有解决办法。
- 创新药：通过持续研发新药，提升利润率抵抗降价压力，收入增长慢但是利润率能够持续提升（1988-2000）；国际化是另外的出路，否则会面临新药瓶颈（2000 以后），国际化带来量的成长性；
- 普药：受降价影响非常大，收入利润都没有增长（1988-2000），但降价之后生存下来的企业能获得政策红利（2000 年以后），此时企业面临的机遇远好于创新药，量利齐升。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B