

上游降本，下游提效

——原料药及仿制药2022&2023Q1总结

行业评级：看好

2023年5月1日

分析师	孙建	分析师：	毛雅婷
邮箱	sunjian@stocke.com.cn	邮箱	maoyating@stocke.com.cn
电话	17521256261	电话	15038304564
证书编号	S1230520080006	证书编号	S1230522090002

摘要

1、股价复盘：仿制药跑赢，上游有所调整

- 分板块看2022年以来累计超额涨幅：仿制药（20%）> API公司（-2.2%）> 制药装备及仪器（-13.7%）> 疫苗（-14.9%）> 偏CDMO拓展公司（-15%）> 包材（-18.5%）> 科研试剂及耗材（-21.2%）> CXO（-22%）。

2、上下游对比：上游投资加速，下游利润率提升

- 成长能力：供应链放缓，下游稳健增长；盈利能力：原料药拐点，制剂环节持续提升；营运效率：回款放缓，上游仍加速投资。

3、原料药：持续看好盈利拐点、产能释放的弹性

- 成长能力看，2022年特色原料药公司销售稳健增长，2023Q1收入增速显著分化，抗生素相关产品增长更快；盈利能力看，我们认为成本下行有望带动2023H2毛利率同比提升，但汇兑等因素可能拖累利润率提升幅度，国内收入占比高的公司利润率可能提升更明显。
- 2022年CDMO拓展和抗生素上游的公司固定资产周转率提升明显，从在建工程占比看，普洛药业、博瑞医药、天宇股份等陆续进入产能释放期，我们看好产出期公司的收入增长弹性和未来周转率提升空间。
- 投资建议：成本下行、制剂弹性角度看，推荐普洛药业、仙琚制药等；品种梯队角度看，看好基于合成、技术平台优势的特色API放量成长性，看好奥锐特、博瑞医药、奥翔药业等。

4、仿制药：迎接后集采时代的高质量增长

- 成长能力看，集采对大部分公司存量产品影响减弱，2023Q2起国内制剂销售基数下降，预计院内制剂销售逐季加速。
- 营运效率看，2022年应收账款周转率提升最明显的公司包括仙琚制药、福元医药、苑东生物、石四药集团、信立泰。
- 投资建议：从集采影响、新药研发、壁垒制剂立项、国际化潜力等角度看，推荐仙琚制药、科伦药业、华东医药、苑东生物、健友股份、普利制药等公司，建议关注信立泰、石药集团等。

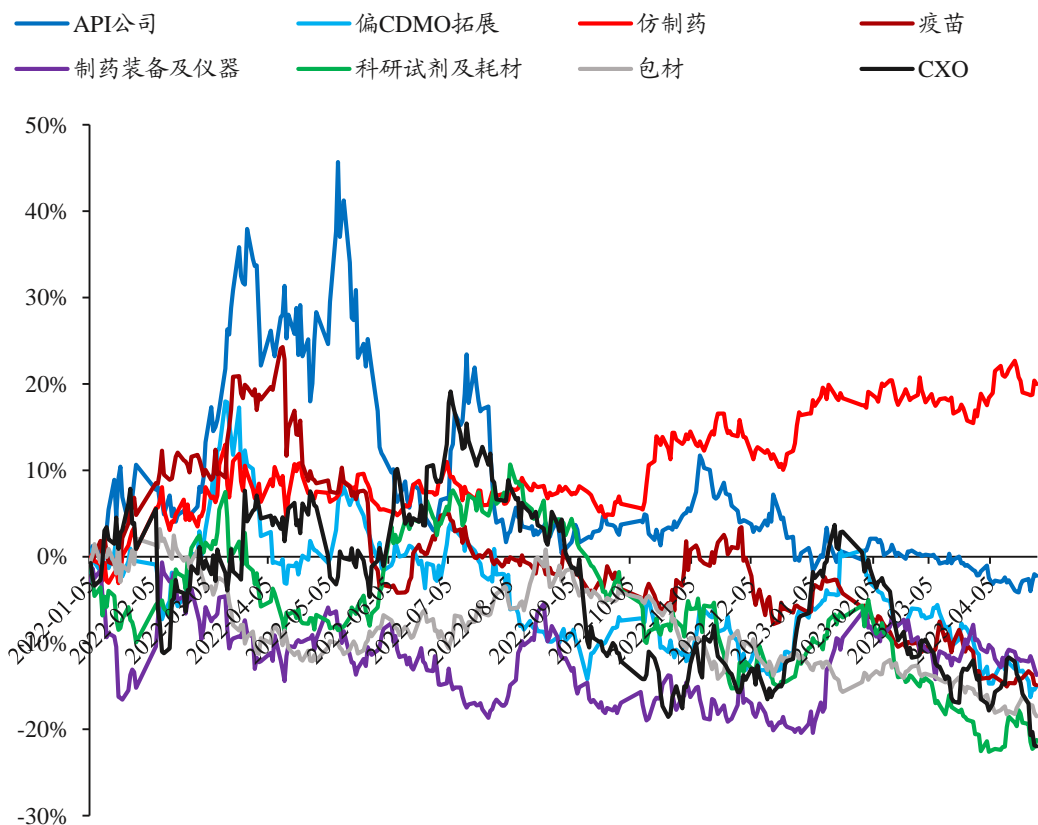
5、风险提示：

- 生产安全事故及质量风险；核心制剂品种流标或销售额不及预期风险；汇率波动风险；订单交付波动性风险；临床或药品申报进度不及预期风险。

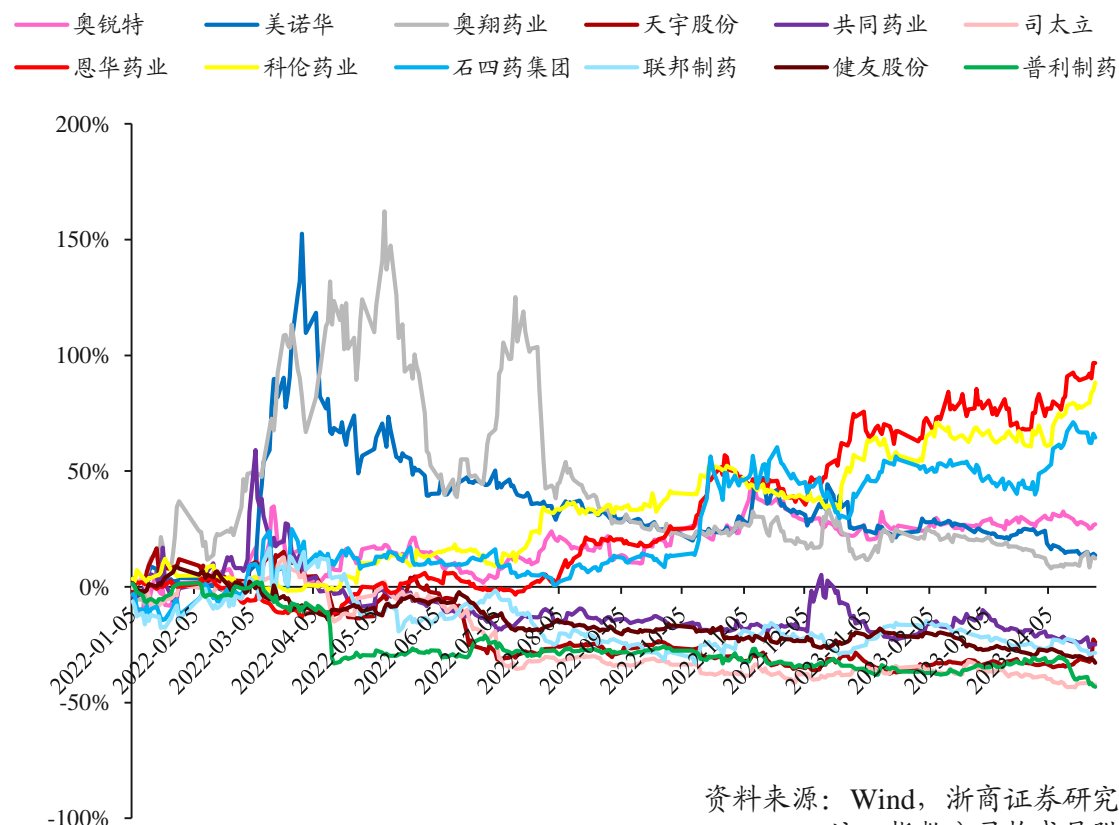
①分版块看2022年以来累计超额涨幅：仿制药（20%）> API公司（-2.2%）> 制药装备及仪器（-13.7%）> 疫苗（-14.9%）> 偏CDMO拓展公司（-15%）> 包材（-18.5%）> 科研试剂及耗材（-21.2%）> CXO（-22%）。

②API及仿制药：仿制药从2022Q3起明显跑赢其他环节，其中院内制剂需求修复（如恩华药业等）、创新升级（科伦药业等）公司涨幅更好，制剂出口公司相对跑输，原料药公司中特色、高壁垒原料药公司涨幅相对较好，成本端受损的公司调整更明显。

产业链上下游公司2022年以来累计涨幅



原料药累计及涨幅前三后三、仿制药累计涨幅前三后三公司



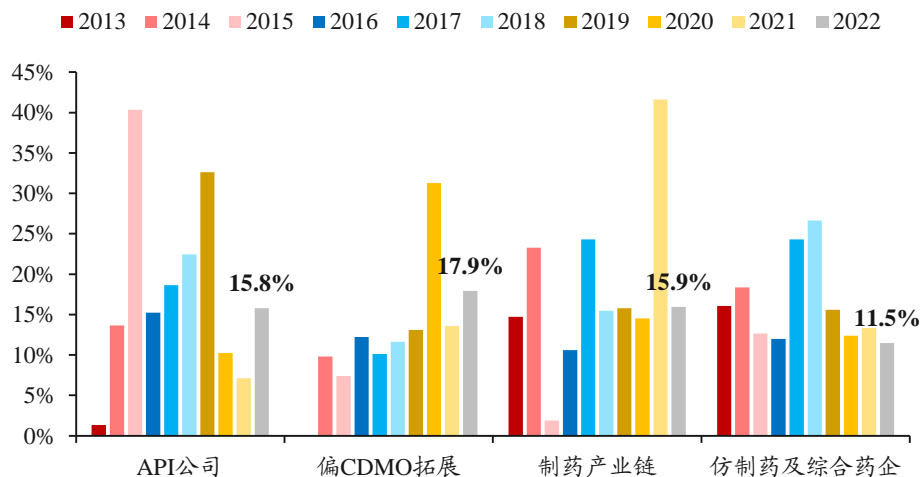
01

上下游对比

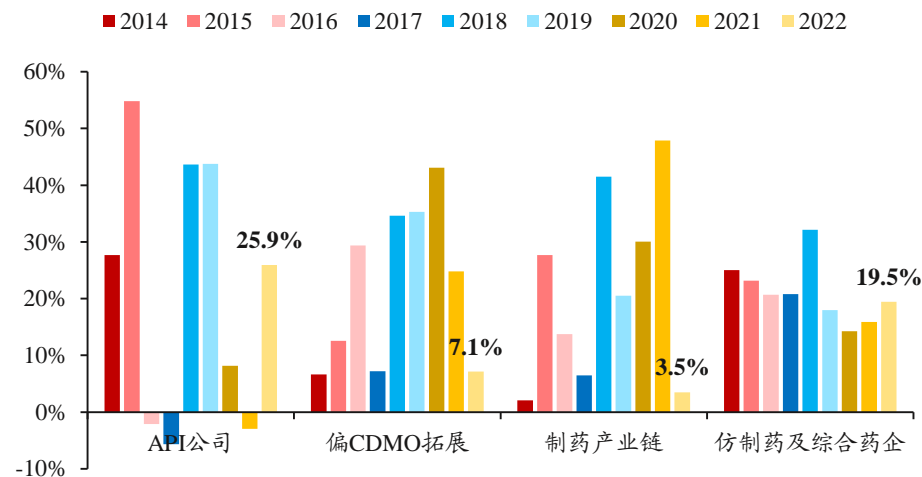
成长能力：供应链放缓，下游稳健增长

- 2022年：上下游稳健增长，传统药企收入增速中枢持续提升，制药产业链公司利润增速放缓（新冠基数拖累）。
- 2023Q1：原料药收入增速更快，其中CDMO拓展型公司增速显著更高。

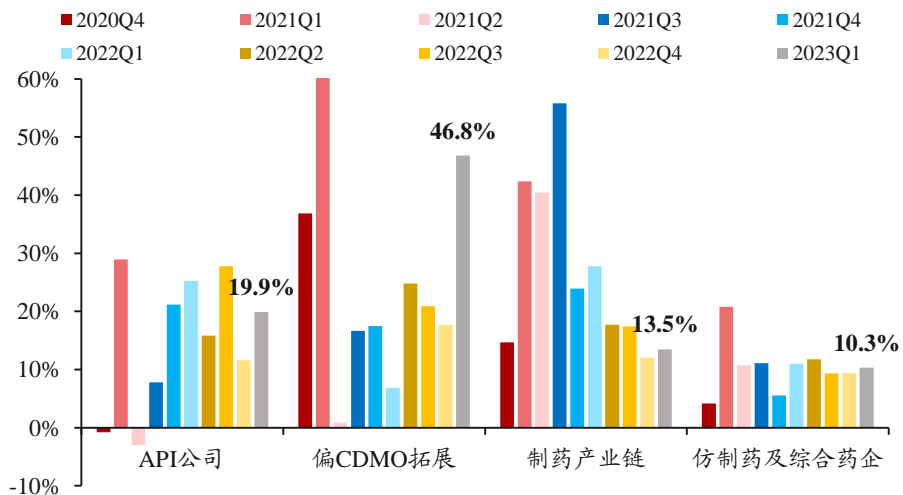
上下游公司全年收入增速中位数



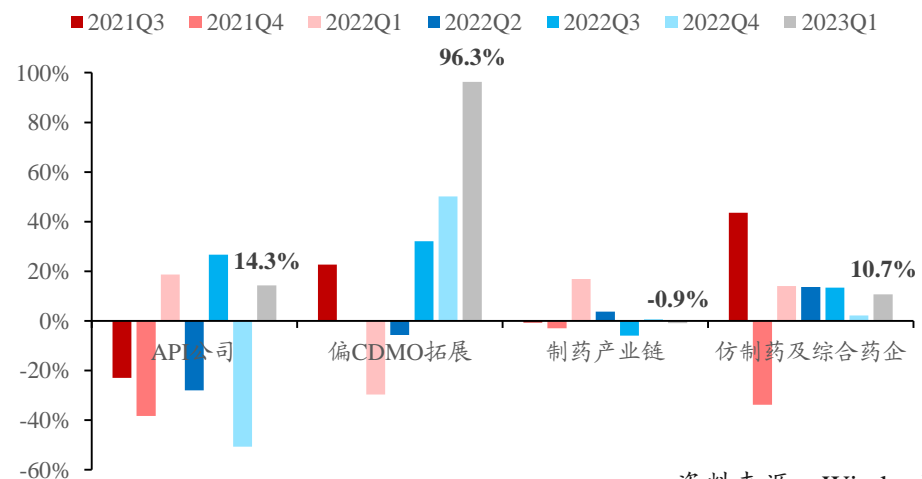
上下游公司全年经营利润（不扣税）增速中位数



上下游公司单季度收入增速中位数



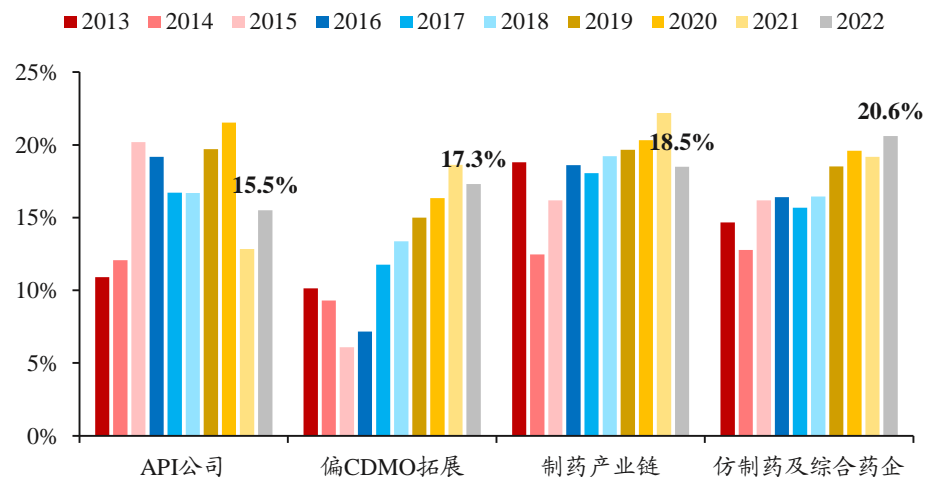
上下游公司单季度经营利润（不扣税）增速中位数



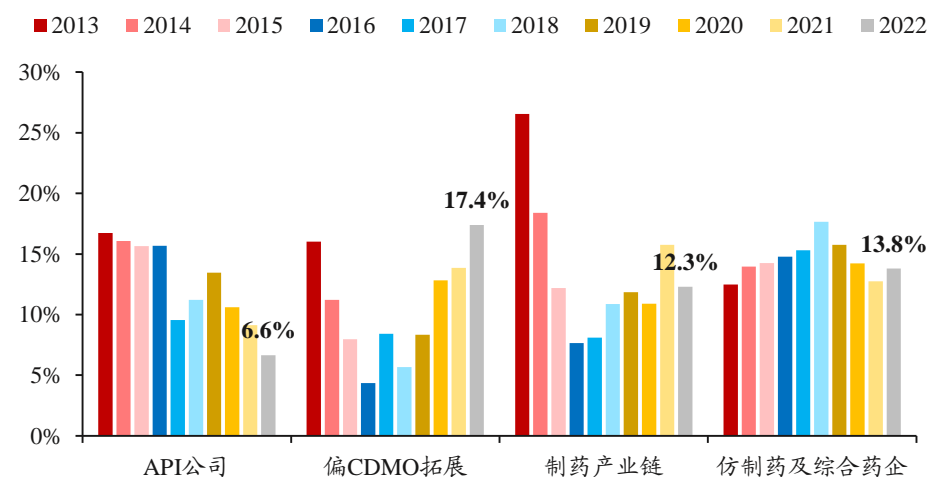
盈利能力：原料药拐点，制剂环节持续提升

- 2022年：传统药企经营利润率持续提升，CDMO拓展型公司ROE持续提升，产业链公司盈利能力整体下行。
- 2023Q1：原料药公司从2022Q3起迎来经营利润率拐点，2023Q1毛利率环比提升（但同比仍有所下降）。

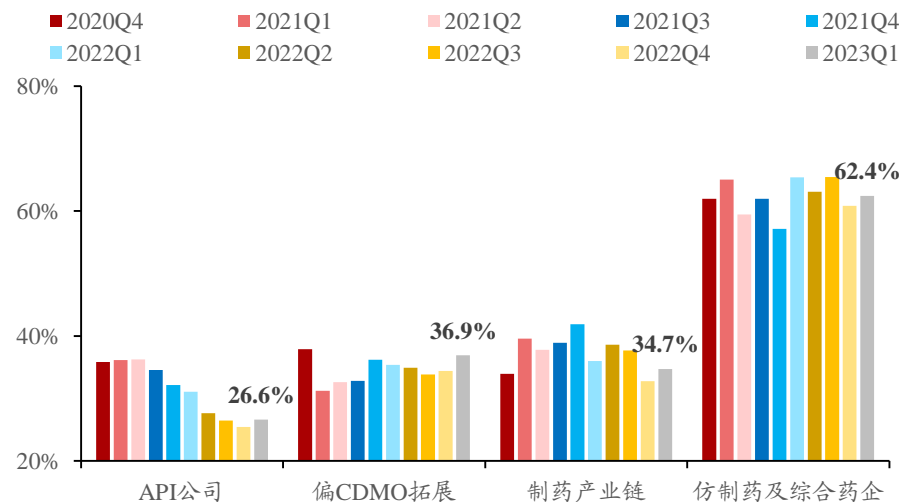
上下游公司全年经营利润率中位数



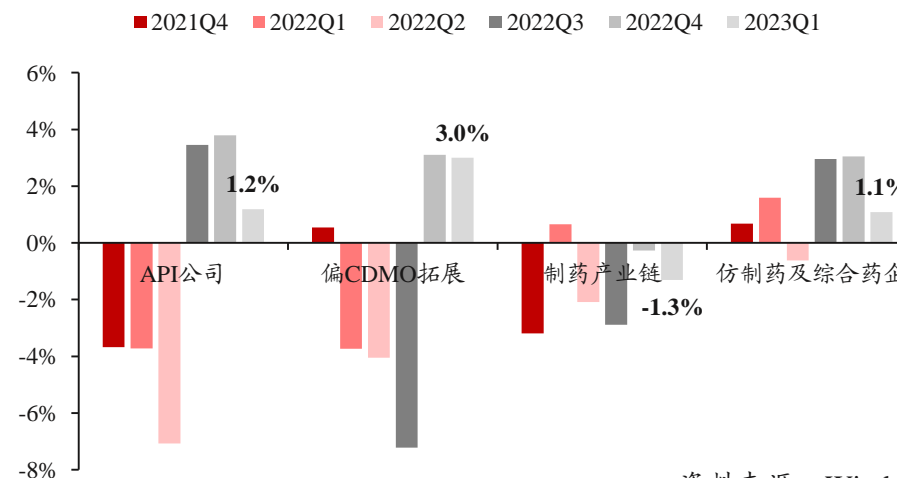
上下游公司ROE中位数



上下游公司单季度毛利率中位数



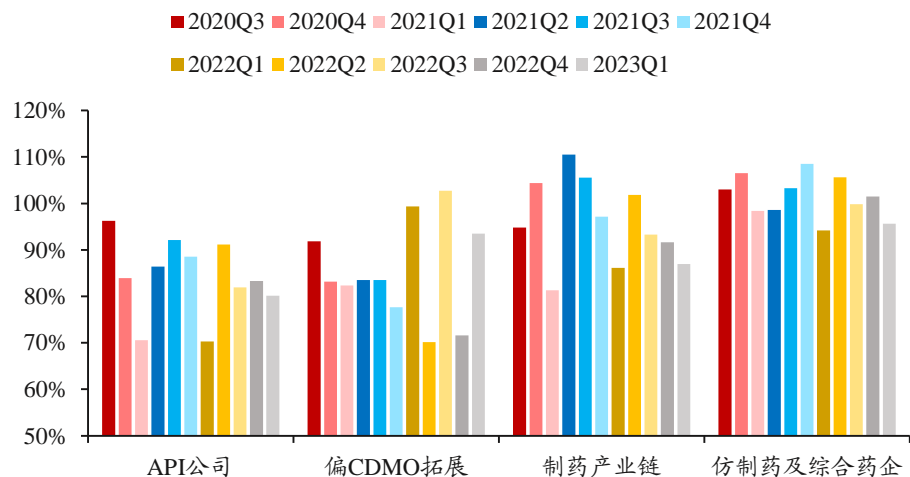
上下游公司单季度经营利润率同比变动中位数



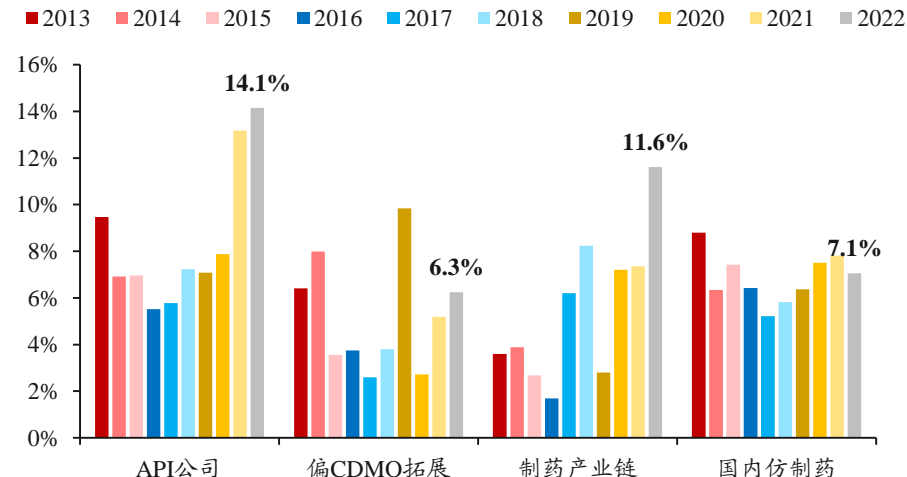
营运效率：回款放缓，上游仍加速投资

- **现金流**：疫情影响下2022年上下游公司收入回款季度放缓，但上游（原料药&供应链公司）仍在加强产能建设。
- **营运效率**：CDMO拓展型公司营运效率提升最显著（固定资产周转率持续提升），综合药企营运效率基本持平。

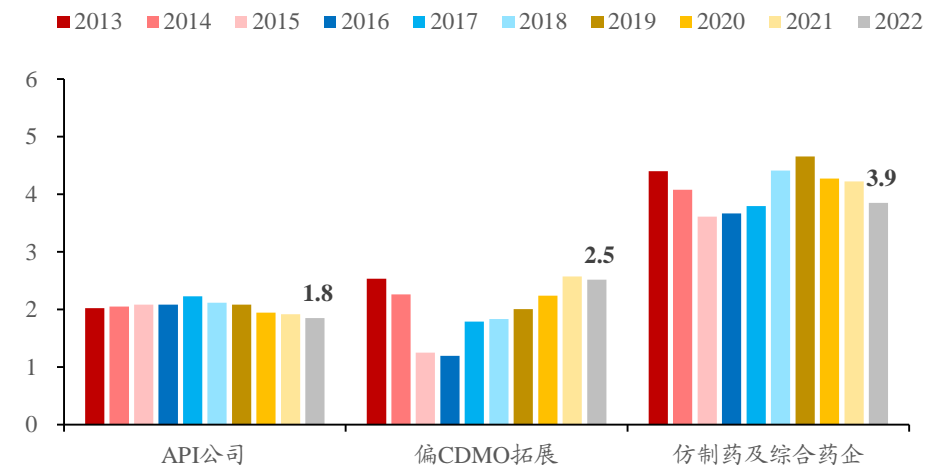
单季度销售商品提供劳务收到的现金/收入中位数



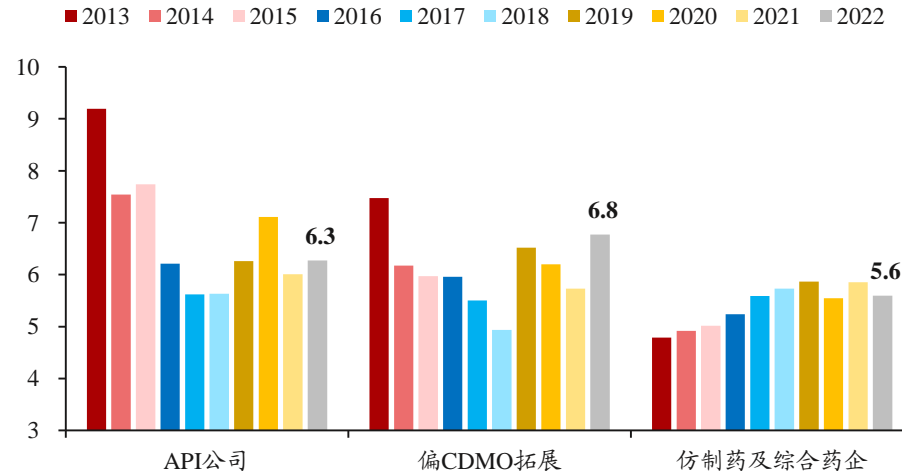
在建工程/总资产中位数



固定资产周转率中位数



应收账款周转率中位数



02

原料药

①**成长能力**：2022年特色原料药公司销售稳健增长，2023Q1收入增速显著分化，抗生素相关产品增长更快。

②**盈利能力**：2022年板块盈利能力下降，毛利率影响最大（成本上涨影响），财务费用约贡献1pct净利润率提升，与销售费用率提升抵消（我们认为和主要公司制剂收入占比提升有关）。2023Q1毛利率仍同比拖累净利润率，但差额明显缩窄，财务费用（多为汇兑影响）开始同比拖累净利润率（2023Q1约同比影响0.8pct经营利润率）。

原料药板块公司财务数据中位数

	2018	2019	2020	2021	2022		2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
收入增速	17.7%	26.3%	13.2%	12.4%	16.9%	收入增速	26.6%	12.2%	30.9%	21.4%	22.8%
经营利润增速	36.5%	39.7%	18.7%	5.0%	22.9%	经营利润增速	94.2%	29.9%	31.1%	21.7%	13.5%
毛利率	35.3%	40.5%	39.0%	35.0%	27.1%	毛利率	38.0%	41.8%	35.6%	31.2%	29.7%
期间费用率	19.8%	20.7%	21.2%	18.6%	17.0%	期间费用率	21.6%	22.5%	17.9%	16.1%	17.9%
其中：销售费用率	2.2%	2.1%	1.5%	1.3%	2.3%	其中：销售费用率	1.9%	2.1%	1.5%	1.3%	2.0%
其中：研发费用率	4.6%	5.2%	5.3%	6.4%	6.5%	其中：研发费用率	4.6%	5.0%	5.1%	5.3%	6.4%
其中：财务费用率	0.2%	0.4%	1.9%	0.8%	-0.2%	其中：财务费用率	2.2%	-0.1%	0.2%	0.9%	1.7%
经营利润率	15.5%	19.8%	17.7%	16.4%	10.0%	经营利润率	16.5%	19.4%	17.7%	15.1%	11.8%
净利润率	13.8%	14.8%	17.3%	13.5%	12.4%						
ROE	10.8%	12.8%	11.1%	9.4%	7.2%						
经营活动产生的现金流净额/收入	15.4%	18.9%	19.1%	16.7%	14%						
固定资产周转率	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5						
资本开支/固定资产	24.0%	30.3%	25.7%	37.9%	32.4%						

注：此处的“原料药板块”包含了上文所分析的“API公司”、“偏CDMO拓展”等公司。

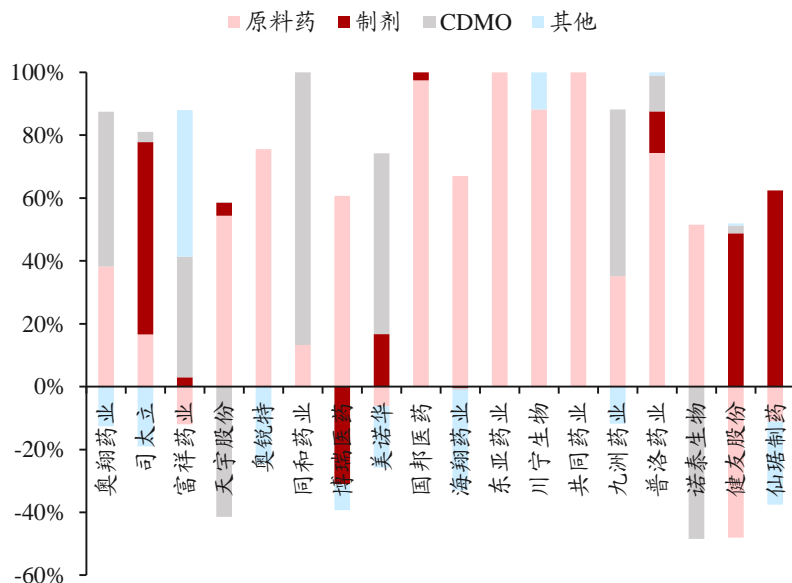
资料来源：Wind，浙商证券研究所

①2022年收入增速前五的公司：东亚药业（yoy+65.5%，产能释放下抗生素产品销量增长）、奥翔药业（yoy+34.2%，CDMO项目增长带动多）、九洲药业（yoy+34%，CDMO增长带动）、国邦医药（yoy+27%，动保原料药新品种商业化）、奥锐特（yoy+25.5%，地屈孕酮等高壁垒产品商业化）。

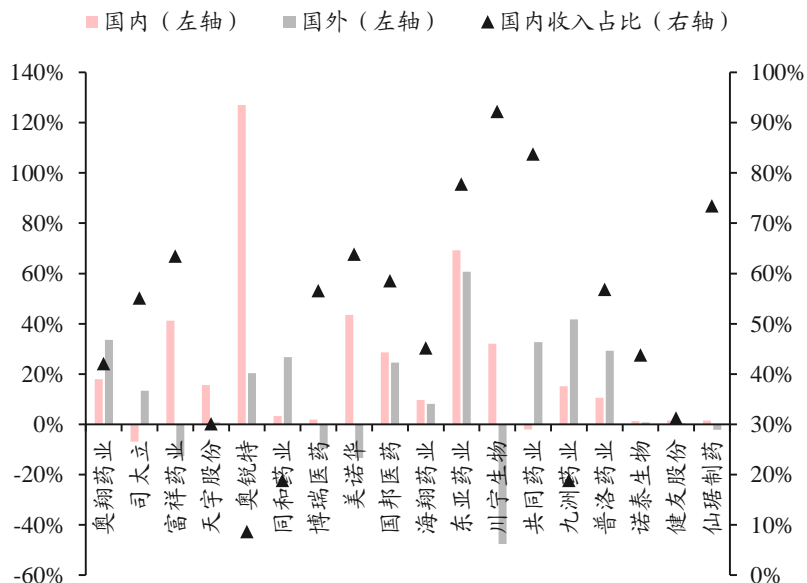
②2023Q1收入增速前五的公司：诺泰生物（yoy+55%）、普洛药业、（yoy+46.8%）、东亚药业（yoy+45%）、奥锐特（yoy+38%）、奥翔药业（yoy+28%）。

③2022年增长边际变化：制剂贡献增量更多，随着制剂集采推进，国内原料药销售市场有望逐渐增加。2023年看，预计产能释放有望持续支撑增长。

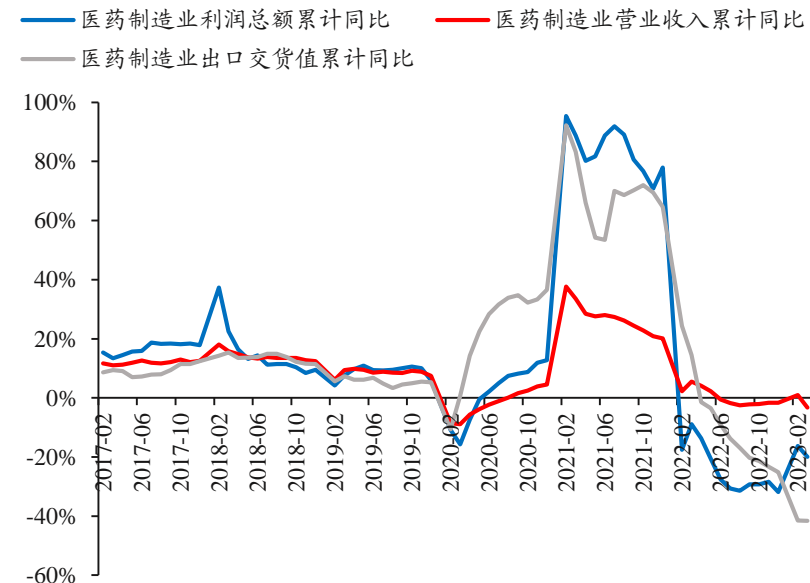
主要原料药及制剂出口公司2022年收入增量构成



主要原料药及制剂出口公司国内&国外收入增速



医药制造业整体收入、利润、出口交货值累计增速



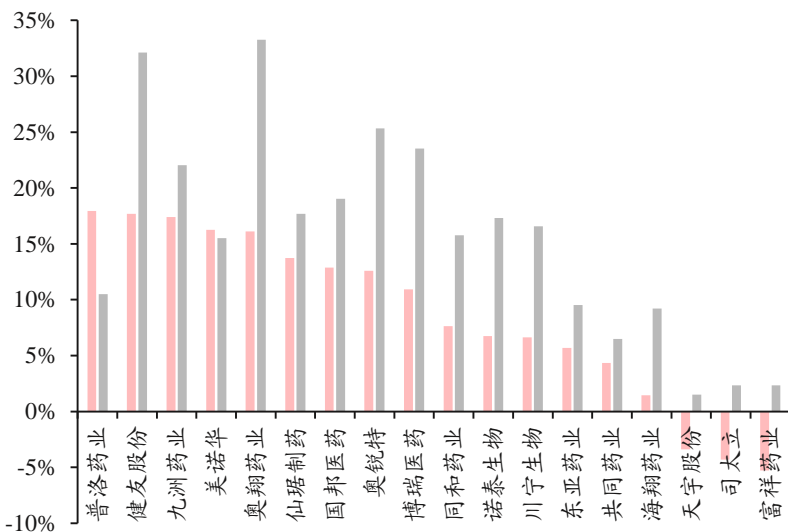
①**2022年经营利润率提升前五的公司**：川宁生物（+8.3pct，抗生素中间体量价齐升）、奥翔药业（+5.8pct，产品结构变化）、九洲药业（+3.4pct，CDMO带动）、海翔药业（+3.4pct，前年由于激励费用等利润率为低基数）、美诺华（+2.7pct）。

②**2023Q1经营利润率提升前五的公司**：川宁生物（+5.9pct，抗生素类带动）、天宇股份（+5.6pct，订单交付结构变化）、普洛药业（+4pct，成本下行导致毛利率提升+抗生素类带动）、九洲药业（+4pct，CDMO带动）、诺泰生物（+3pct，订单交付结构变化）。

③**2023年边际变化**：Q1部分公司毛利率和经营利润率双升，我们认为，成本下行有望带动2023H2毛利率同比提升；但同时我们也预计汇兑等因素可能拖累利润率提升幅度，国内收入占比高的公司利润率可能提升更明显。

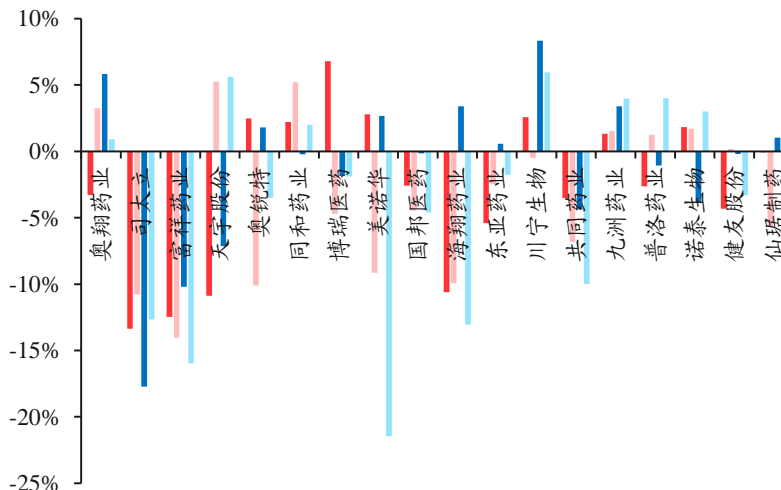
2022年原料药及制剂出口公司ROE&经营利润率

■ ROE ■ 经营利润率



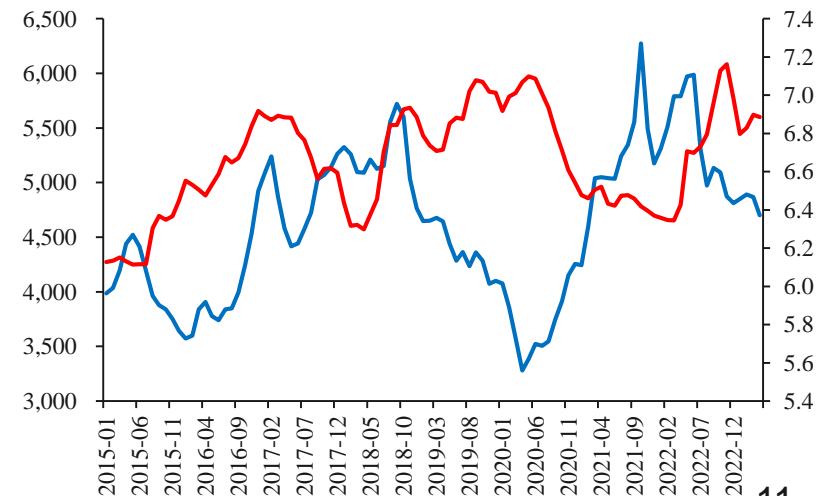
原料药及制剂出口公司毛利率及经营利润率变动

■ 2022年毛利率变动 ■ 2023Q1毛利率变动
 ■ 2022年经营利润率变动 ■ 2023Q1经营利润率变动



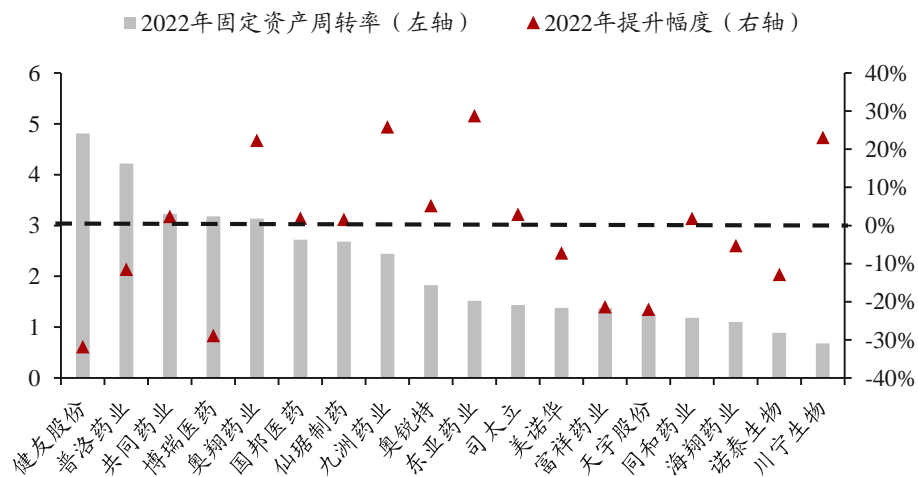
化工价格指数及汇率变动趋势：成本已到历史平均

— 中国化工产品价格指数（左轴）
 — 美元兑人民币中间价（右轴）

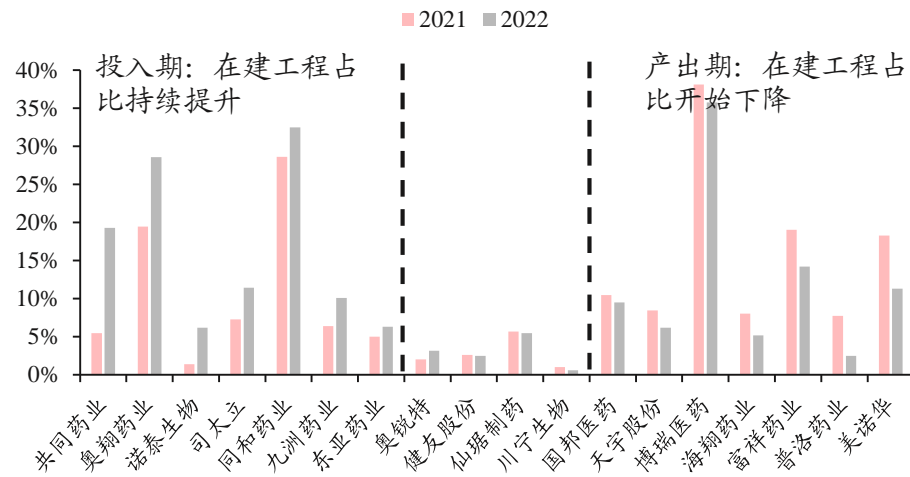


- 2022年CDMO拓展和抗生素上游的公司固定资产周转率提升明显，从在建工程占比看，普洛药业、博瑞医药、天宇股份等陆续进入产能释放期，我们看好产出期公司的收入增长弹性和未来周转率提升空间。

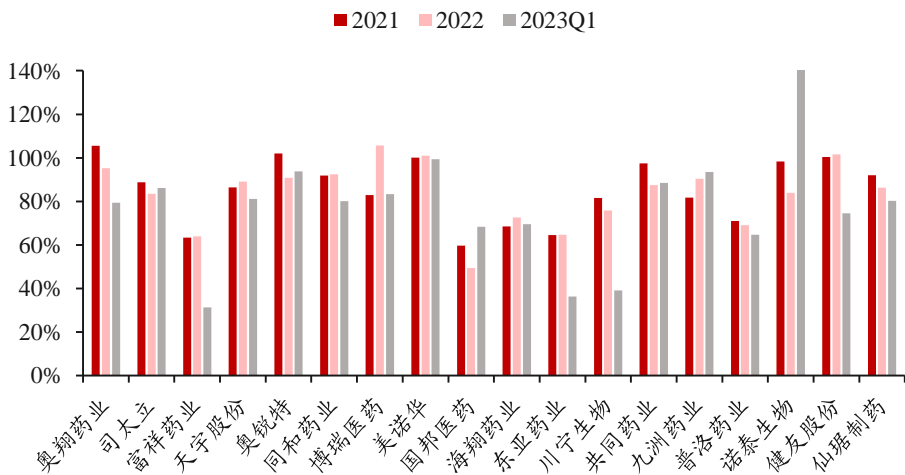
原料药及制剂出口公司固定资产周转率&提升度



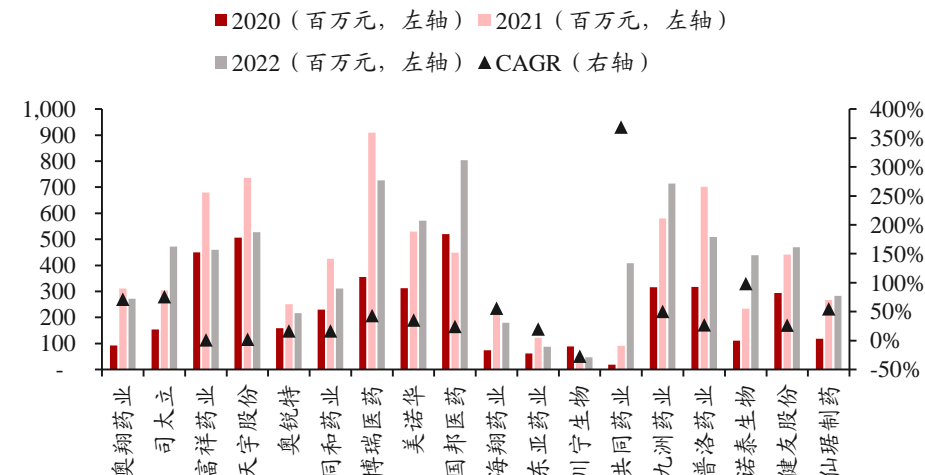
原料药及制剂出口公司在建工程/总资产



销售商品提供劳务收到的现金/收入



资本开支投入强度及CAGR



- 成本下行、制剂弹性：推荐普洛药业、仙琚制药等。
- 品种梯队：看好基于合成、技术平台优势的特色API放量成长性，看好奥锐特、博瑞医药、奥翔药业等。
- 产业升级：推荐九洲药业（CDMO升级持续带动营运效率提升）、健友股份（制剂国际化价值兑现）等。

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2023/4/28	2022A	2023E	2024E	TTM	2023E	2024E	
000739.SZ	普洛药业	20.7	0.84	1.04	1.29	22.6	19.8	16.0	买入
603456.SH	九洲药业	32.1	1.02	1.40	1.84	29.0	22.9	17.4	买入
002332.SZ	仙琚制药	14.9	0.76	0.74	0.92	19.6	20.1	16.3	买入
603707.SH	健友股份	14.5	0.67	0.89	1.11	21.5	16.2	13.0	买入
300702.SZ	天宇股份	28.2	-0.34	1.00	1.27	-	28.2	22.3	增持
603229.SH	奥翔药业	22.9	0.56	0.75	1.07	37.5	30.5	21.4	增持
688166.SH	博瑞医药	24.0	0.57	0.70	0.86	40.7	34.3	27.8	增持
603520.SH	司太立	17.3	-0.22	0.70	1.17	-	24.6	14.7	增持
688076.SH	诺泰生物	30.8	0.61	0.73	0.98	49.0	42.0	31.6	增持
605116.SH	奥锐特	26.0	0.52	0.72	0.95	50.1	36.2	27.5	增持
605507.SH	国邦医药	23.2	1.65	1.97	2.38	14.1	11.7	9.7	增持
002099.SZ	海翔药业	7.7	0.05	0.24	0.33	289.6	32.2	23.5	增持
603538.SH	美诺华	23.2	1.59	1.35	1.75	14.6	17.2	13.3	未评级
300636.SZ	同和药业	13.5	0.29	0.47	0.70	44.3	28.6	19.2	未评级
605177.SH	东亚药业	24.9	0.92	1.23	1.67	27.1	20.3	14.9	未评级
301301.SZ	川宁生物	9.6	0.19	0.24	0.30	43.7	40.3	31.8	未评级
平均						50.2	26.6	20.0	

03

仿制药

①**成长能力**：整体平稳增长，疫情影响下2022Q2至Q4收入增速有所放缓，第七批集采开始影响2023Q1增速。

②**盈利能力**：经营利润率整体提升，而毛利率和研发费用率基本稳定，利润率提升多由销售费用率下降贡献（我们认为既有集采对销售策略调整的影响，也有部分疫情影响）。

仿制药板块公司财务数据中位数

	2018	2019	2020	2021	2022		2019Q1	2020Q1	2021Q1	2022Q1	2023Q1
收入增速	27.0%	13.3%	1.1%	11.8%	10.2%	收入增速	12.2%	-11.0%	20.8%	11.0%	10.3%
经营利润增速	32.1%	17.9%	14.2%	15.9%	19.5%	经营利润增速		-3.0%	24.1%	14.0%	10.7%
毛利率	62.2%	64.1%	64.5%	64.4%	64.1%	毛利率	59.1%	62.8%	65.1%	65.4%	62.4%
期间费用率	44.6%	45.2%	43.7%	44.5%	41.7%	期间费用率	44.8%	41.7%	43.8%	43.1%	36.6%
其中：销售费用率	30.9%	32.5%	29.6%	31.4%	28.9%	其中：销售费用率	30.8%	28.2%	27.1%	26.9%	23.1%
其中：研发费用率	6.1%	7.0%	7.9%	9.2%	9.6%	其中：研发费用率	5.2%	5.9%	7.0%	8.3%	8.6%
其中：财务费用率	0.4%	0.5%	0.6%	0.1%	-0.1%	其中：财务费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.0%	-0.2%
经营利润率	17.6%	18.9%	20.8%	19.9%	22.4%	经营利润率	14.3%	21.1%	21.3%	22.3%	25.8%
净利润率	13.2%	14.8%	16.7%	16.3%	17.0%						
ROE	17.6%	15.7%	14.2%	12.8%	13.8%						
经营活动产生的现金流净额/收入	15.7%	16.0%	18.3%	15.7%	19.0%						
应收账款周转率	5.7	5.9	5.5	5.9	5.6						
人均创收（万元/人）	106.1	104.4	103.0	109.7	115.9						

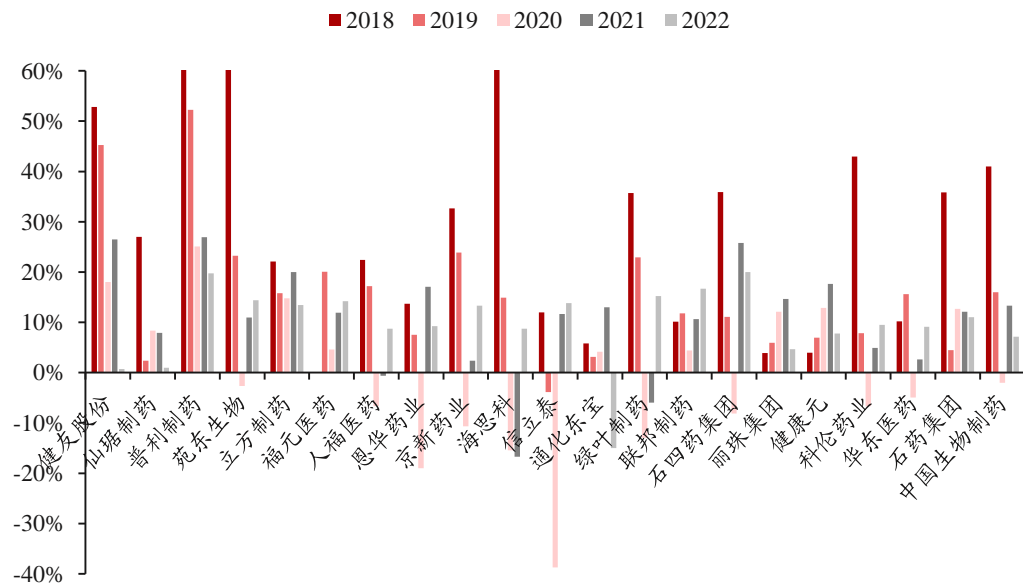
注：考虑到港股公司没有一季报数据，右表数据中不包含港股公司统计。

①**2022年收入增速前五的公司**：石四药集团（yoy+20%，原料药增长带动+聚丙烯塑料瓶用药增长）、普利制药（yoy+19.7%，制剂出口带动+国内制剂市占率提升）、联邦制药（yoy+16.7%，抗生素原料药量价齐升+抗生素及胰岛素制剂销售量增加）、绿叶制药（yoy+15.2%，抗肿瘤用药销售大幅增长）、苑东生物（yoy+14.4%，集采新中标增量+心血管用药市占率提升）。

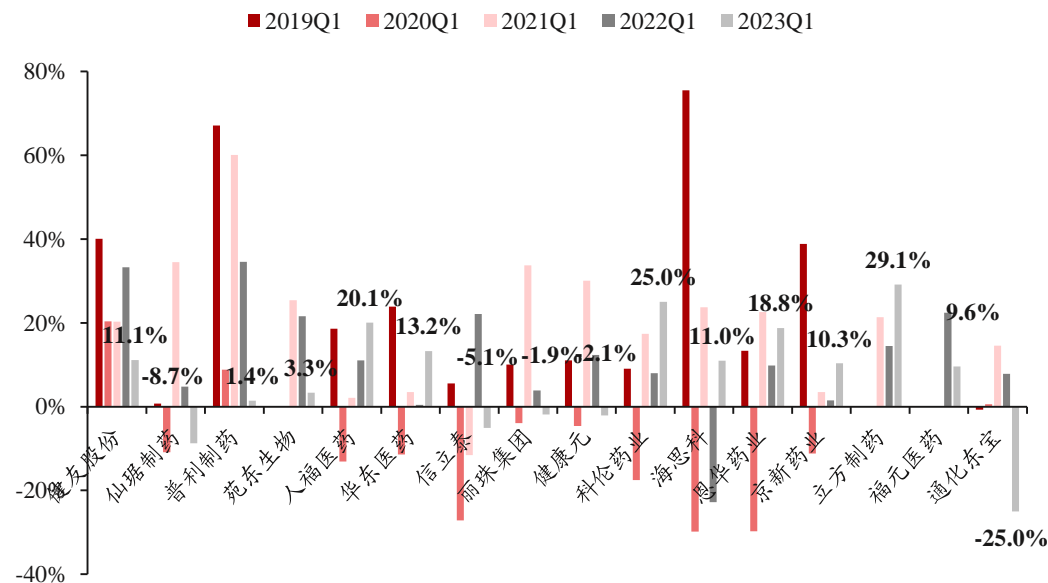
②**2023Q1收入增速前五的公司**：立方制药（yoy+29.1%）、科伦药业（yoy+25%，MSD合作首付款+大输液销售量恢复增长）、人福医药（yoy+20.1%，麻醉用药销售量增长）、恩华药业（yoy+18.8%，麻醉用药销售量增长）、华东医药（yoy+13.2%，医药商业增速恢复+国内外医美销售增长）。

③**边际变化与展望**：集采对大部分公司存量产品影响减弱（第八批集采可能影响肝素制剂销售），但增量品种中标额相对较低，壁垒立项、学术推广越来越重要，2023Q2起国内制剂销售基数下降，预计院内制剂销售逐季加速。

各公司年度收入增速



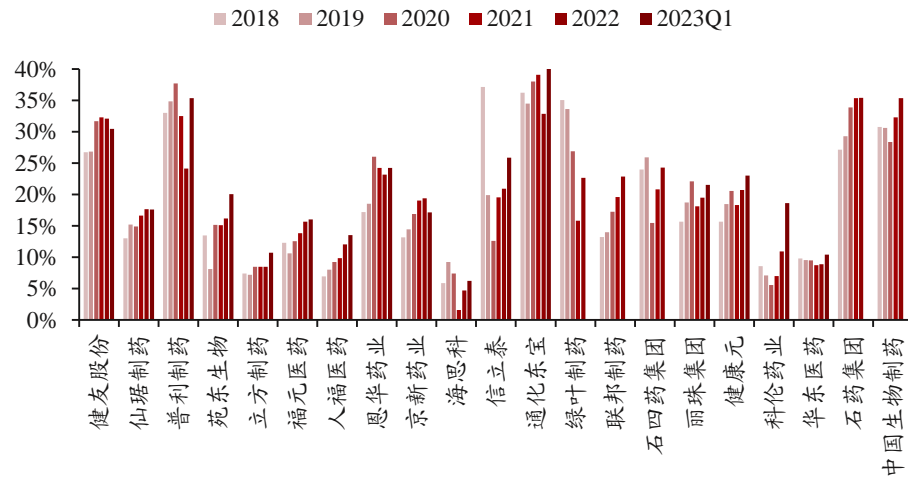
各公司Q1收入增速



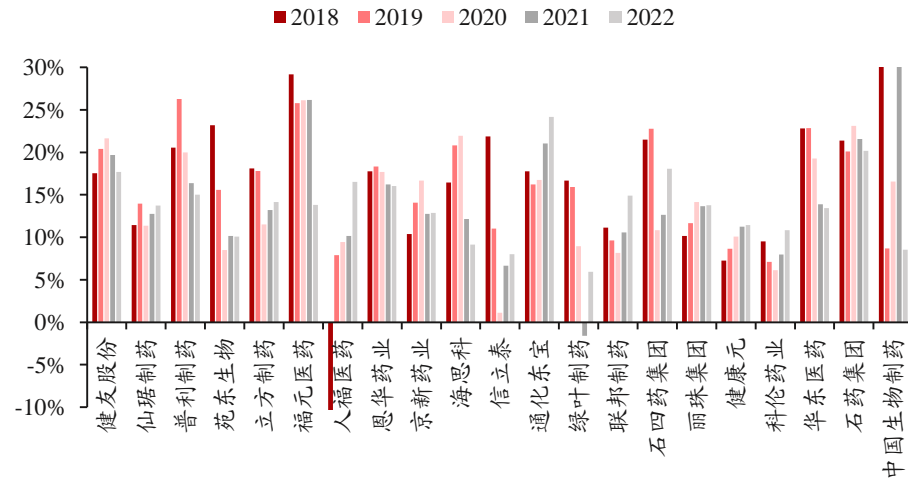
盈利能力：后集采时代，利润率提升

- 2022年毛利率下降幅度小于销售费用率下降幅度，大部分公司研发费用率有所下降，带动利润率提升。
- 人均创利看，2022年人福医药、科伦药业、联邦制药等公司提升较快，可能与产品结构（如原料药业务等）有关。

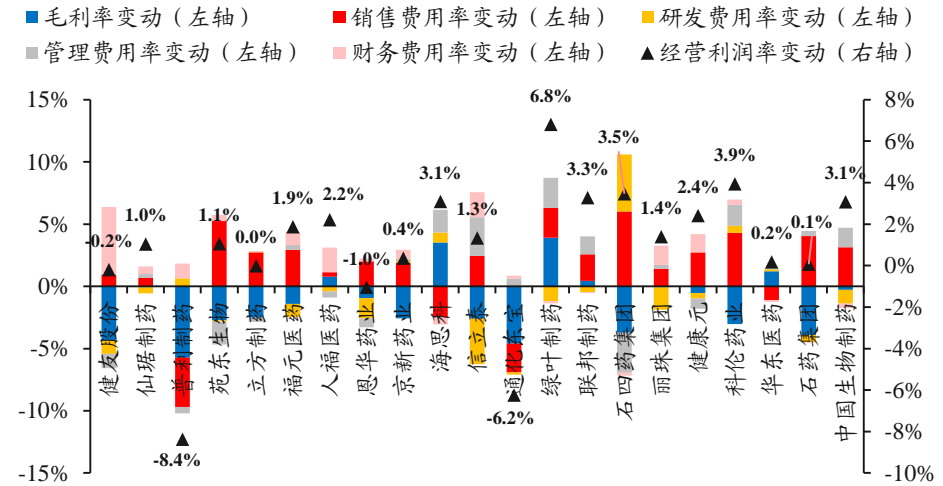
经营利润率（不扣税）变化



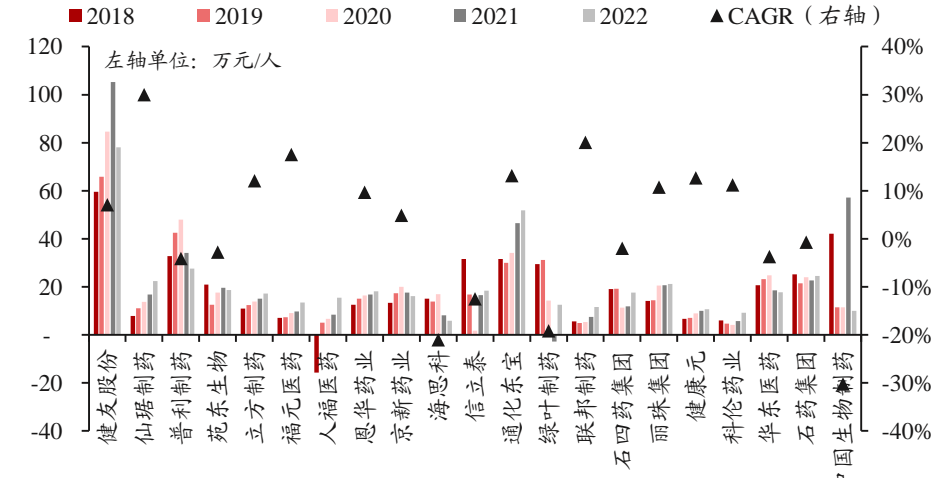
各公司ROE变化



各公司2022年经营利润率变化拆分



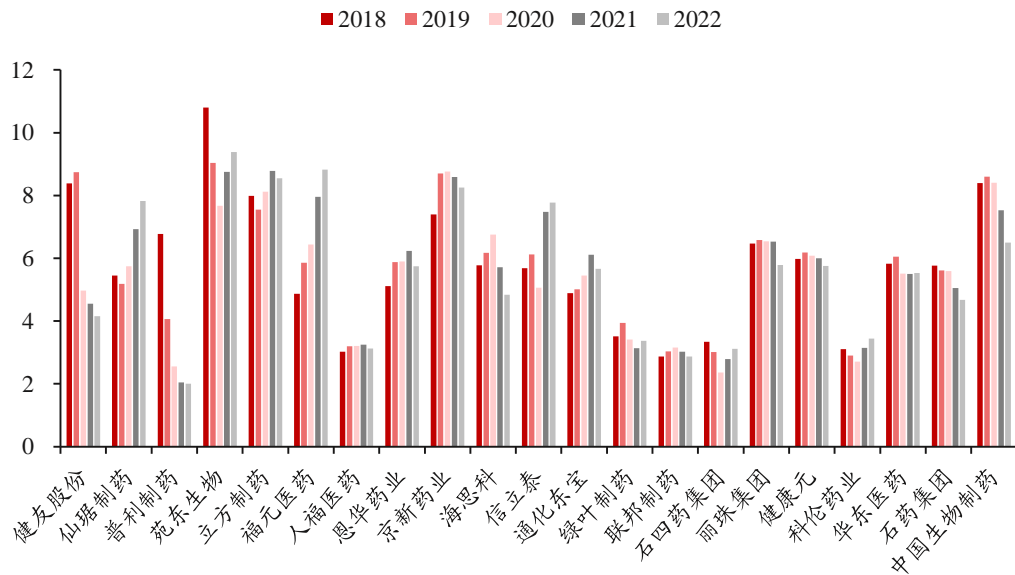
各公司人均创利及CAGR



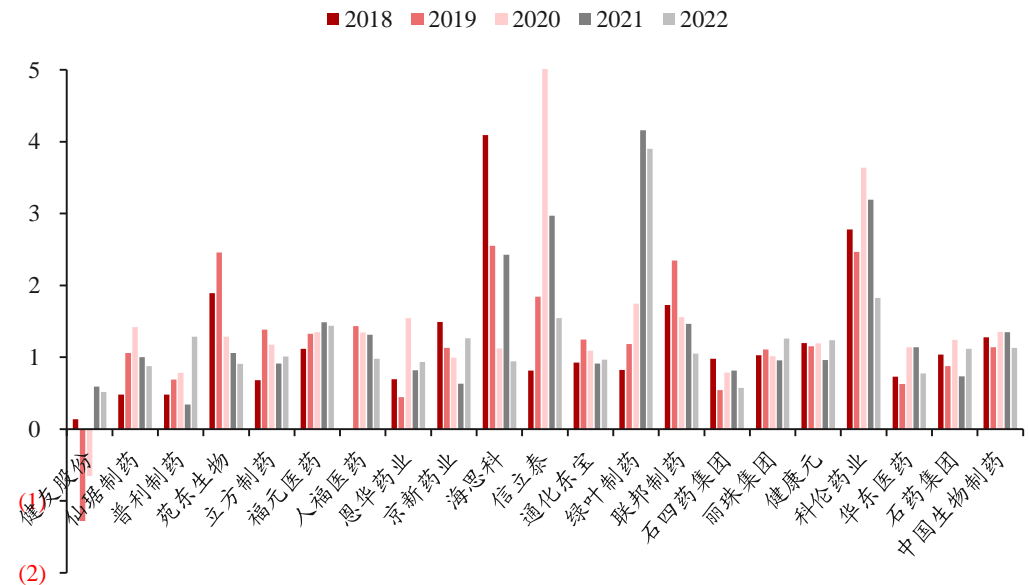
①**应收账款周转率**：2022年样本公司中提升最明显的公司包括仙琚制药、福元医药、苑东生物、石四药集团、信立泰等公司，我们认为，集采对各公司存量制剂销售的影响节奏可能影响各公司渠道库存、销售团队管理等，进而影响应收账款周转率。我们看好应收账款周转率提升背后各公司国内制剂销售团队优化、壁垒品种放量带来的增长持续性。

②**现金流**：2022年样本公司中“销售商品提供劳务收到的现金/收入”提升最明显的公司包括通化东宝、京新药业、立方制药、健康元、普利制药等，“经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益”提升最明显的公司包括普利制药、京新药业、石药集团、丽珠集团、健康元，反映出各公司在制剂收入结构调整下销售回款有所改善。我们认为疫情可能部分影响现金回款效率，我们建议关注2023年各公司现金回款变化趋势。

各公司应收账款周转率变化



各公司经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益变化



- 从集采影响、新药研发、壁垒制剂立项、国际化潜力等角度看，推荐仙琚制药、科伦药业、华东医药、苑东生物、健友股份、普利制药等公司，建议关注信立泰、石药集团等。

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2023/4/28	2022A	2023E	2024E	TTM	2023E	2024E	
603707.SH	健友股份	14.5	0.67	0.89	1.11	21.5	16.2	13.0	买入
002332.SZ	仙琚制药	14.9	0.76	0.74	0.92	19.6	20.1	16.3	买入
002422.SZ	科伦药业	31.8	1.16	1.44	1.54	21.0	22.1	20.6	增持
000963.SZ	华东医药	41.5	1.42	1.73	2.09	28.5	24.0	19.8	增持
300630.SZ	普利制药	21.1	0.96	1.13	1.31	23.2	18.7	16.2	增持
688513.SH	苑东生物	57.0	2.05	2.20	2.77	27.0	26.0	20.6	增持
003020.SZ	立方制药	48.3	1.71	2.33	2.99	25.9	20.8	16.1	未评级
601089.SH	福元医药	18.7	0.91	1.06	1.22	20.5	17.7	15.4	未评级
600079.SH	人福医药	27.0	1.52	1.36	1.60	19.7	19.8	16.8	未评级
002262.SZ	恩华药业	28.4	0.89	1.10	1.35	30.5	25.9	21.1	未评级
002020.SZ	京新药业	14.8	0.77	0.93	1.11	18.9	16.0	13.4	未评级
002653.SZ	海思科	26.3	0.25	0.37	0.49	104.9	71.2	53.4	未评级
002294.SZ	信立泰	35.9	0.57	0.69	0.85	65.6	52.3	42.2	未评级
600867.SH	通化东宝	11.9	0.79	0.57	0.68	23.7	20.9	17.6	未评级
000513.SZ	丽珠集团	35.8	2.04	2.39	2.76	17.3	15.0	13.0	未评级
600380.SH	健康元	13.0	0.78	0.90	1.07	16.6	14.3	12.1	未评级
2005.HK	石四药集团	5.5	0.38	0.49	0.61	14.5	11.1	9.0	未评级
2186.HK	绿叶制药	3.9	0.16	0.22	0.27	21.4	17.6	14.4	未评级
3933.HK	联邦制药	6.3	0.87	0.91	0.97	6.5	6.9	6.6	未评级
1093.HK	石药集团	8.0	0.51	0.55	0.63	13.9	14.4	12.8	未评级
1177.HK	中国生物制药	4.3	0.14	0.20	0.23	28.7	21.7	19.1	未评级
平均						27.1	22.5	18.5	

- **生产安全事故及质量风险：**生产安全事故可能导致生产交付拖延、重要客户丢失风险等，也可能触发监管部门的重新审查、罚款等措施，对公司经营、企业形象产生负面影响。
- **核心制剂品种流标或销售额不及预期风险：**如果公司不能及时参与集采或流标，可能导致存量制剂品种销售额下滑。
- **汇率波动风险：**对于主要销售客户在海外的公司，人民币快速、大幅升值可能对公司报表利润产生明显的负面影响。
- **订单交付波动性风险：**无论对于CDMO/CMO业务还是对于API销售业务而言，订单交付受到客户销售、合同规定的影响，一般而言不是按月度平均交付，可能带来季度业绩波动性。
- **临床或药品申报进度不及预期风险：**对于药品公司而言，如果在研管线进展或申报进度低于预期，可能导致该品种上市时间推迟，进而影响该产品未来潜在市场销售额。

- 原料药公司：奥翔药业、司太立、富祥药业、天宇股份、奥锐特、同和药业、博瑞医药、美诺华、国邦医药、共同药业、东亚药业
- 偏CDMO拓展：九洲药业、普洛药业、诺泰生物
- 仿制药：健友股份、普利制药、仙琚制药、人福医药、华东医药、信立泰、丽珠集团、健康元、科伦药业、海思科、苑东生物、恩华药业、立方制药、通化东宝、石四药集团、绿叶制药、联邦制药、石药集团、中国生物制药、京新药业
- 疫苗：智飞生物、康泰生物、沃森生物、万泰生物、康希诺、百克生物、欧林生物、康华生物、金迪克
- 制药装备及仪器：聚光科技、海尔生物、奥星生命科技、森松国际、东富龙、楚天科技、泰林生物
- 科研试剂及耗材：优宁维、泰坦科技、阿拉丁、皓元医药、诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、药康生物、南模生物、键凯科技、皓元医药、纳微科技、金斯瑞生命科技
- 包材：山东药玻、正川股份、拱东医疗、昌红科技、采纳股份、洁特生物、康德莱
- CXO：药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成、药明生物、泰格医药、美迪西、昭衍新药、药石科技

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>