

2023年08月16日

**买入（首次覆盖）**

报告原因：业绩点评

# 九洲药业（603456）：CDMO业务快速增长，原料药业务短期放缓

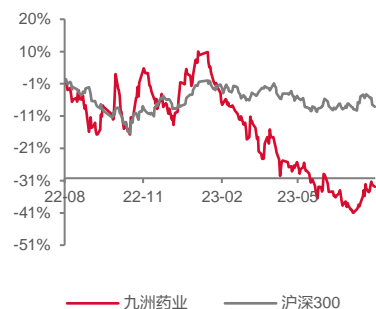
——公司简评报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

数据日期	2023/08/16
收盘价	26.82
总股本(万股)	89,949
流通A股/B股(万股)	89,757/0
资产负债率(%)	28.48%
市净率(倍)	2.98
净资产收益率(加权)	8.17
12个月内最高/最低价	48.16/24.67



## 相关研究

## 投资要点

- 利润端表现优秀，盈利能力提升。**2023年上半年，公司实现营业收入32.55亿元，同比增长10.16%；归母净利润6.22亿元，同比增长32.83%；扣非后归母净利润6.13亿元，同比增长30.78%。其中Q2单季实现营业收入15.03亿元，同比下降4.90%；归母净利润3.41亿元，同比增长31.04%；扣非后归母净利润3.39亿元，同比增长24.04%。报告期内，公司收入端单季短期放缓，利润端保持快速增长。2023年上半年，公司销售毛利率为38.40%，同比提升3.28pct；销售净利率为19.09%，同比提升3.25pct；其中Q2单季公司销售毛利率为40.16%，同比提升5.23pct；销售净利率为22.74%，同比提升6.24pct；盈利能力提升明显。
- CDMO业务快速增长，原料药业务短期放缓。（1）CDMO业务：**2023H1，公司CDMO业务实现收入24.82亿元，同比增长25.86%，CDMO业务占比76%，同比提升10pct。公司CDMO业务订单稳步增长，客户新药NDA项目数快速增加；2023H1，承接的CDMO项目中，已上市项目29个（YOY+26%），处于Ⅲ期临床的项目66个（YOY+20%），处于Ⅰ期和Ⅱ期临床试验的有839个（YOY+27%）。（2）**原料药业务：**2023H1，公司原料药业务实现收入6.93亿元，同比下降10.93%，预计与部分品种短期供需变化有关。报告期内，磷酸西格列汀原料药收到上市申请批，新品种有望带来业务增量。同时，公司加快原料药制剂一体化进程，目前已有18个仿制药制剂项目处于不同研发报批阶段。
- 国内业务快速发展，产能建设加快推进。**报告期内，公司积极拓展同本土研创药企的业务合作，2023H1，公司国内营收7.45亿元，同比增长41.10%，国内业务进入快速增长期。报告期内，瑞博台州（一期）生产车间及配套设施完成主体建设；浙江瑞博喷雾干燥生产车间下半年将投入使用；瑞博苏州中试车间合成反应区下半年将交付使用；药物科技车间完成升级改造并投入使用；瑞博美国已开展中试车间二期安装设计工作，将显著提升瑞博美国研发项目承接能力。
- 投资建议：**我们预计公司2023-2025年的营收分别66.82/83.36/101.78亿元，归母净利润为12.12/15.30/18.90亿元，对应EPS分别为1.35/1.70/2.10元，对应PE分别19.9/15.8/12.8倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**汇率波动风险；市场竞争风险；原料药价格下降风险等。

## 盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,647.28	4,063.18	5,445.11	6,682.26	8,335.60	10,178.04
增长率（%）	31.26%	53.48%	34.01%	22.72%	24.74%	22.10%
归母净利润（百万元）	380.58	633.90	920.92	1,212.28	1,529.73	1,889.88
增长率（%）	60.05%	66.56%	45.28%	31.64%	26.19%	23.54%
EPS（元/股）	0.47	0.77	1.11	1.35	1.70	2.10
市盈率（P/E）	76.17	73.06	38.23	19.90	15.77	12.77
市净率（P/B）	9.35	10.23	6.68	2.78	2.36	1.99

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至2023年8月16日收盘）

## 正文目录

1. 利润端快速增长，盈利能力提升.....	4
2. CDMO 业务快速增长，原料药业务短期放缓.....	5
2.1. CDMO 管线日益丰富，驱动业绩高增长 .....	5
2.2. 原料药业务短期放缓，制剂一体化进程加快.....	6
3. 国内业务快速发展，产能建设加快推进 .....	7
4. 盈利预测与估值分析 .....	8
4.1. 盈利预测 .....	8
4.2. 估值分析 .....	9
5. 投资建议 .....	10
6. 风险提示 .....	10

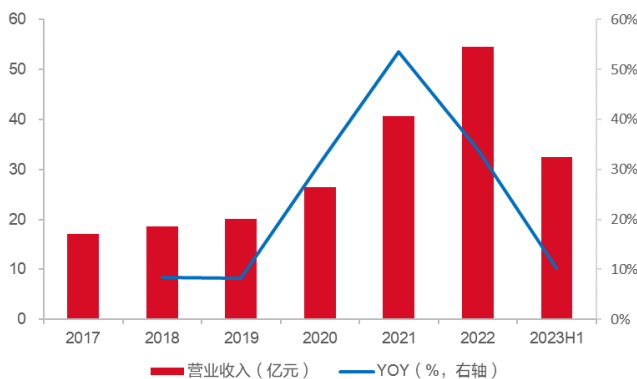
## 图表目录

图 1 公司营收及同比增速.....	4
图 2 公司单季度营收（亿元）.....	4
图 3 公司利润情况.....	4
图 4 经营性现金流净额及同比增速.....	4
图 5 公司毛利率与净利率（%）.....	5
图 6 公司四项费用率（%）.....	5
图 7 公司主营业务收入占比（%）.....	5
图 8 CDMO 业务营收及同比增速.....	5
图 9 原料药业务营收及同比增速.....	7
图 10 海外营收维持高增长.....	8
图 11 海外营收占比提升（%）.....	8
图 12 公司 PE-Bands.....	9
图 13 可比公司一览.....	9
表 1 CDMO 项目的数量.....	6
表 2 商业化原料药目录.....	6
表 3 盈利预测.....	8
附录：三大报表预测值.....	11

## 1. 利润端快速增长，盈利能力提升

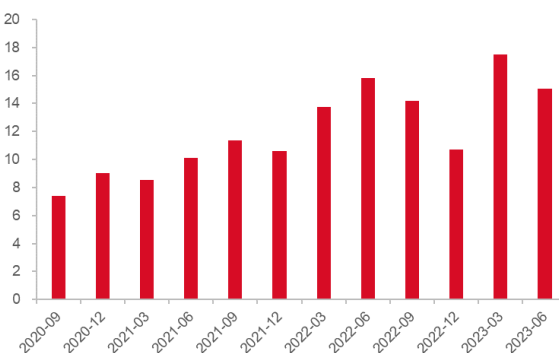
收入端短期放缓，利润端表现优秀。2023 年上半年，公司实现营业收入 32.55 亿元，同比增长 10.16%；归母净利润 6.22 亿元，同比增长 32.83%；扣非后归母净利润 6.13 亿元，同比增长 30.78%；经营性现金流净额 7.19 亿元，同比增长 28.85%。其中 Q2 单季实现营业收入 15.03 亿元，同比下降 4.90%；归母净利润 3.41 亿元，同比增长 31.04%；扣非后归母净利润 3.39 亿元，同比增长 24.04%。报告期内，公司收入端单季短期放缓，利润端保持快速增长。

图1 公司营收及同比增速



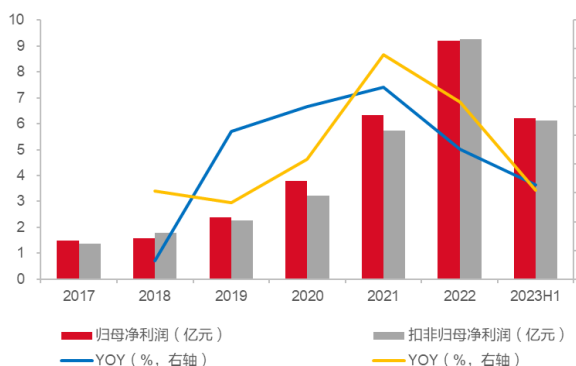
资料来源：Wind，东海证券研究所

图2 公司单季度营收（亿元）



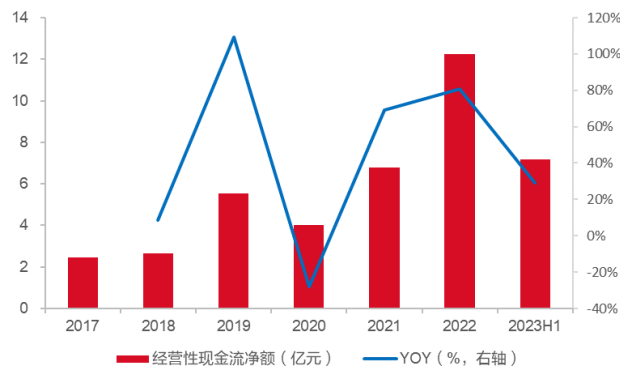
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 公司利润情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

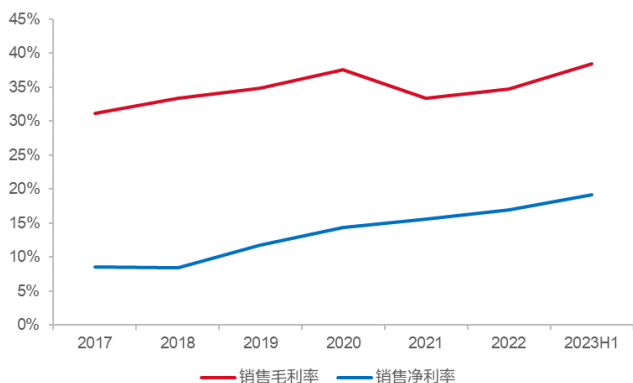
图4 经营性现金流净额及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

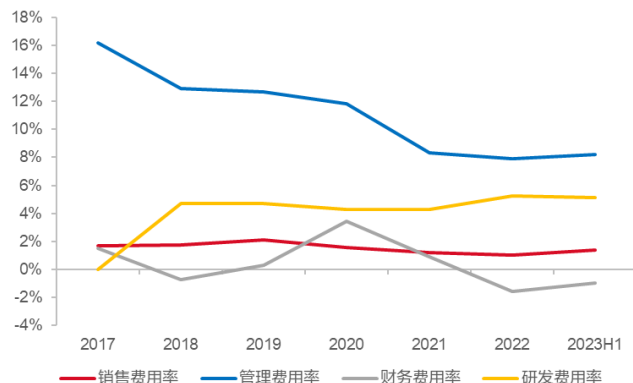
期间费用整体稳定，盈利能力显著提升。2023 年上半年，公司销售毛利率为 38.40%，同比提升 3.28pct；销售净利率为 19.09%，同比提升 3.25pct；其中 Q2 单季公司销售毛利率为 40.16%，同比提升 5.23pct；销售净利率为 22.74%，同比提升 6.24pct。从四项费用看，报告期内公司销售、管理、财务、研发费用率分别为 1.38%、8.21%、-0.97%、5.13%，同比分别+0.07%、-0.68%、+0.93%、-0.51%，公司期间费用整体稳定，控费能力良好。

图5 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 公司四项费用率 (%)



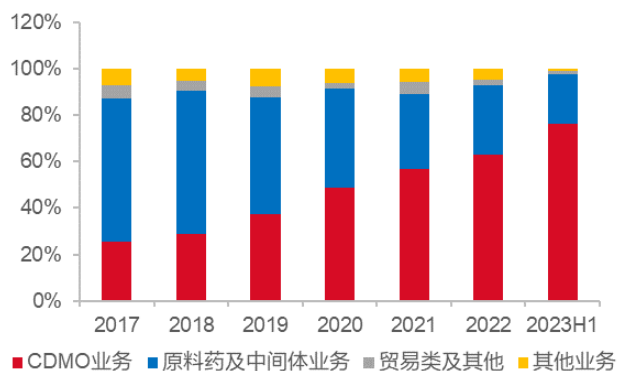
资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.CDMO 业务快速增长，原料药业务短期放缓

### 2.1.CDMO 管线日益丰富，驱动业绩高增长

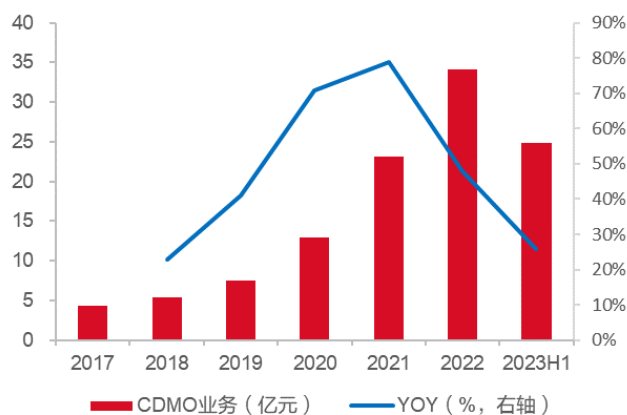
**CDMO 业务快速增长。**2023H1，公司 CDMO 业务实现收入 24.82 亿元，同比增长 25.86%，CDMO 业务占比 76%，同比提升 10pct。一方面，公司持续深化与合作伙伴关系，大力拓展 CDMO 业务布局，订单和项目稳步增长；另一方面，公司项目管线日益优化，公司同国内客户的合作广度和深度持续加强，客户新药 NDA 项目数快速增加。

图7 公司主营业务收入占比 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 CDMO 业务营收及同比增速



资料来源: Wind, 东海证券研究所

**丰富项目支撑 CDMO 业务强劲增长。**整体来看，2023H1，承接的 CDMO 项目中，已上市项目 29 个 (YOY+26%)，处于 III 期临床的项目 66 个 (YOY+20%)，处于 I 期和 II 期临床试验的有 839 个 (YOY+27%)。目前公司已形成漏斗型的项目结构，各阶段项目均呈快速增长的趋势。

表1 CDMO 项目的数量

CDMO 项目状态	2020	2021	2022	2023H1
已上市	16 个	20 个	26 个	29 个
III 期临床	40 个	49 个	61 个	66 个
II 期及 I 期临床	438 个	582 个	764 个	839 个

资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 2.2.原料药业务短期放缓，制剂一体化进程加快

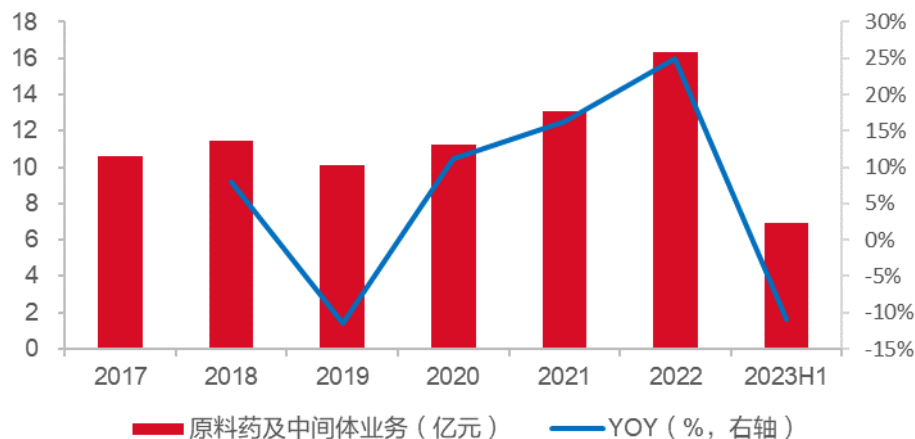
原料药品类丰富，新品种有望带来增量。原料药是公司的传统业务，目前在产及在研产品覆盖中枢神经类、磺胺类、非甾体类、心血管类、降血糖类等品类，产品管线不断丰富。2023H1，公司原料药业务实现收入 6.93 亿元，同比下降 10.93%，预计与部分品种短期供需变化有关。报告期内，磷酸西格列汀原料药收到上市申请批准，磷酸西格列汀属于降血糖类药物，主要用于 2 型糖尿病的治疗。根据米内网数据显示，终端磷酸西格列汀片销售额稳步攀升，2022 年已接近 20 亿元大关，同比增长 5.57%。

表2 商业化原料药目录

	产品名称	DMF/GMP
抗菌磺胺类	柳氮磺胺吡啶	CEP, Brazil, Korea
	磺胺间二甲氧嘧啶	CEP, Brazil, Korea
	磺胺间二甲氧嘧啶钠	USDMF, ASMF
抗生素类	美罗培南	JDMF
抗惊厥药类	卡马西平	USDMF, CEP, CADIFA, Korea, ANVISA, GMP
	奥卡西平	ASMF, NMPA, DMF, USDMF
	拉考沙胺	NMPA DMF
帕金森病	甲磺酸雷沙吉兰	NMPA DMF
抗糖尿病类	格列齐特	CEP, JDMF, Canada, India, CADIFA
	盐酸西格列汀	ASMF
	磷酸西格列汀	ASMF, USDMF, NMPA DMF
抗高血脂类	苯扎贝特	ASMF
非甾体抗炎类	右旋酮洛芬氨丁三醇	ASMF, EUGMP
	酮基布洛芬	CEP, JDMF, CADIFA, NMPA DMF, EUGMP
	酮基布洛芬赖氨酸盐	ASMF, EUGMP
抗癌类	甲磺酸伊马替尼	CEP, USDMF, ASMF, NMPA DMF
	阿西替尼	USDMF
	吉非替尼	CEP, USDMF, NMPA DMF
	盐酸厄洛替尼	NMPA DMF
抗病毒类	琥珀酸替诺福韦二吡呋酯	ASMF
	阿巴卡韦	ASMF
抗抑郁类	阿昔洛韦	USDMF, CEP
	盐酸文拉法辛	USDMF, CEP, NMPA DMF
ED	枸橼酸西地那非	USDMF, CEP, NMPA DMF
抗凝血酶类	西洛他唑	NMPA, DMF
抗高血压类	阿替洛尔	USDMF, CEP, JDMF
抗 SARS-CoV-2 类	奈玛特韦	MPP License, WHO GMP

资料来源：公司官网，东海证券研究所

图9 原料药业务营收及同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

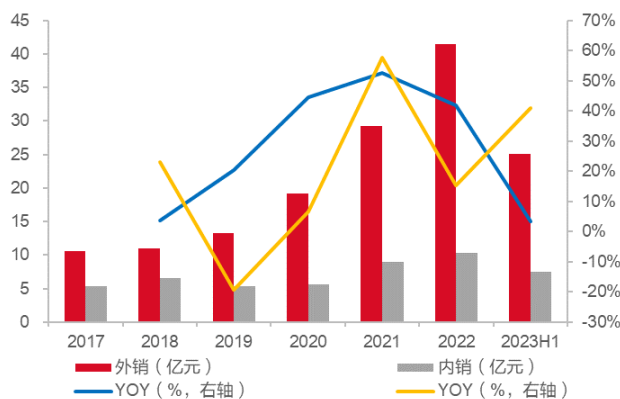
**原料药制剂一体化进程加快。**报告期内，公司进一步加快原料药制剂一体化进程，实现原料药及中间体产品价值新提升，稳步拓宽公司产品线。通过“自建+并购”的方式，公司已完成小分子制剂 CDMO 一站式服务平台的搭建，多款制剂产品进入上市申请阶段。报告期内，公司已有 18 个仿制药制剂项目处于不同研发报批阶段，其中 1 个项目已获得 ANDA 批文，3 个项目已视同通过一致性评价，1 个项目处于 FDA 审批中，4 个制剂项目目前分别处于 CDE 审评审批不同阶段。

**核心技术平台持续提升，订单量丰富。**在手性催化技术平台方面，报告期内，公司收到知名跨国药企 100 多个新型手性配体的路线开发和制备订单，已为客户完成了 30 多个新型手性配体路线自主开发和放大制备。在酶催化平台方面，报告期内，公司继续扩大酶库建设，开发 90 余个各类型酶，并在烯还原酶改造方面取得重大进展；NPA 水解酶工艺已完成吨级试产。

### 3.国内业务快速发展，产能建设加快推进

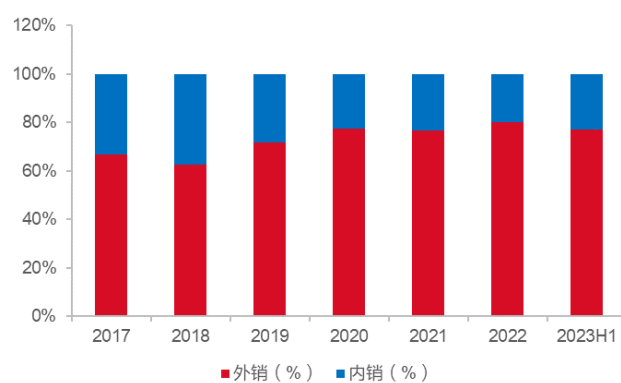
**海外市场贡献主要收入，国内业务快速发展。**九洲药业早期主要瞄准海外市场与多家国际知名药企建立了紧密的合作关系（Novartis、Roche、Zoetis、Gilead、第一三共等国际知名制药企业），海外业务营收占比从 2017 年的 10.63 亿元提升至 2022 年的 41.54 亿元，CAGR 为 31.34%；2023H1，公司海外营收 25.1 亿元，同比增长 3.42%，大体量维持高增长。同时，公司也积极拓展同本土研创药企的业务合作（贝达药业、和记黄埔、艾力斯、海和生物、绿叶制药、华领医药等国内知名研创药企），国内业务营收占比从 2017 年的 5.35 亿元提升至 2022 年的 10.27 亿元；2023H1，公司国内营收 7.45 亿元，同比增长 41.10%，公司同国内客户的合作广度和深度持续加强，国内业务进入快速增长期。

图10 海外营收维持高增长



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图11 海外营收占比提升 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

**产能释放节奏加快。**(1) 瑞博台州(一期)生产车间及配套设施完成主体建设,已逐步开始进入设备安装;(2) 浙江瑞博喷雾干燥生产车间完成车间改造及设备安装,下半年将投入使用;(3) 瑞博苏州中试车间合成反应区主体设备安装完成,下半年将交付使用;(4) 药物科技车间完成升级改造并投入使用,多个产品转移验证生产正在进行中;(5) 瑞博美国已开展中试车间二期安装设计工作,将显著提升瑞博美国研发项目承接能力。

## 4.盈利预测与估值分析

### 4.1.盈利预测

公司目前主要收入来源为 CDMO 和原料药业务,我们综合多因素研究分析后,分别对公司各业务做出以下假设和预测:

**CDMO 业务:** 公司 CDMO 项目管线日益丰富,已递交 NDA 的新药项目数明显增加,服务客户数量持续增加。随着 CDMO 在研项目往后推进及商业化产能的释放,CDMO 业务有望保持快速增长,我们假设 2023-2025 年 CDMO 业务的收入增速分别为 28.00%、30.00%、26.00%。

**原料药业务:** 公司利用自有原料药平台的优势,充分发挥上下游协同效应,构建仿制原料药和制剂一体化模式。一方面,公司继续拓展和布局临床细分领域产品线;另一方面,快速推进在研制剂项目的注册申报。公司原料药项目可分为中枢神经类、抗感染类、非甾体抗炎、降糖类。公司原料药制剂一体化进程加快,实现原料药及中间体产品价值新提升。我们假设 2023-2025 年原料药业务的收入增速分别为 15.46%、16.20%、14.13%。

表3 盈利预测

(百万元)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	2647	4063	5445	6682	8336	10178
yoy	31.26%	53.48%	34.01%	22.72%	24.74%	22.10%
毛利率	37.51%	33.33%	34.66%	35.45%	35.47%	35.37%
CDMO	1293	2311	3417	4373	5685	7163
yoy	70.82%	78.67%	47.84%	28.00%	30.00%	26.00%
毛利率	41.3%	38.6%	39.7%	40.5%	40.3%	40.1%
原料药项目	1127	1310	1637	1890	2196	2506
yoy	11.21%	16.30%	24.91%	15.46%	16.20%	14.13%



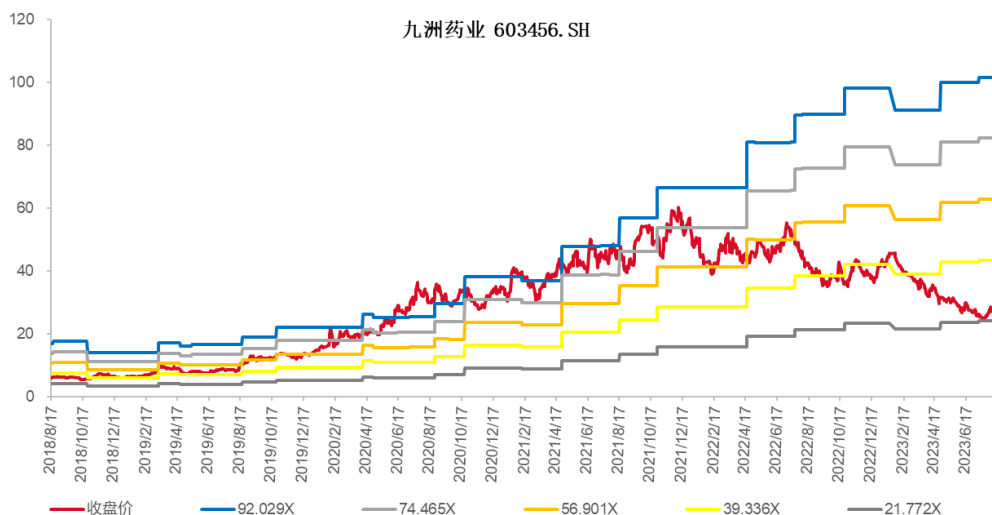
毛利率	38.0%	32.5%	30.5%	29.9%	28.7%	27.5%
其他业务	161	241	264	285	314	361
yoy	1.53%	49.63%	9.89%	8.00%	10.00%	15.00%
毛利率	2.8%	3.0%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
贸易类及其他	66	201	128	134	141	148
yoy	-24.70%	203.12%	-36.62%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	38.1%	14.5%	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 4.2. 估值分析

公司过去五年 PE 最高 131.40 倍，最低为 21.77 倍，均值为 60.96 倍。截至 2023 年 8 月 16 日收盘，公司 PE-TTM 为 22.45 倍。

图12 公司 PE-Bands



资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 16 日收盘）

我们选取 A 股 3 家企业进行比较分析，从估值比较来看，公司的市盈率略高于行业平均水平(2023E: 17.07 倍)。

图13 可比公司一览

可比公司	证券代码	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
普洛药业	000739.SZ	212.49	18.03	1.04	1.28	1.54	17.34	14.13	11.74
博腾股份	300363.SZ	148.16	27.13	1.75	1.83	2.35	15.47	14.84	11.56
凯莱英	002821.SZ	469.46	127.00	6.90	7.36	9.38	18.40	17.24	13.53
行业均值							17.07	15.40	12.28
九洲药业	603456.SH	233.96	26.01	1.35	1.70	2.10	19.90	15.77	12.77

资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 16 日收盘）

## 5.投资建议

我们预计公司 2023-2025 年的营收分别 66.82/83.36/101.78 亿元, 归母净利润为 12.12/15.30/18.90 亿元, 对应 EPS 分别为 1.35/1.70/2.10 元, 对应 PE 分别 19.9/15.8/12.8 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6.风险提示

汇率波动风险: 公司海外业务占比较高, 美元和欧元为主要结算货币, 部分合同涉及当地小币种结算, 面临较大的汇率波动风险。

市场竞争风险: 国内新的竞争者的不断加入, 公司 CDMO 项目订单具有不确定性, 公司面临市场竞争加剧的风险。

原料药价格下降风险: 原料药市场竞争激烈, 原料药销售价格下降, 对企业经营业绩造成不利影响。

## 附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,445	6,682	8,336	10,178	货币资金	1,095	4,180	5,324	6,903
%同比增速	34%	23%	25%	22%	交易性金融资产	0	0	0	0
营业成本	3,558	4,314	5,379	6,578	应收账款及应收票据	671	841	1,007	1,176
毛利	1,887	2,369	2,957	3,600	存货	2,021	2,398	2,973	3,604
%营业收入	35%	35%	35%	35%	预付账款	48	63	83	110
税金及附加	36	43	54	66	其他流动资产	158	175	201	224
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	3,993	7,657	9,589	12,017
销售费用	58	74	90	107	长期股权投资	63	68	73	78
%营业收入	1%	1%	1%	1%	投资性房地产	0	0	0	0
管理费用	429	515	634	753	固定资产合计	2,291	2,576	2,777	2,927
%营业收入	8%	8%	8%	7%	无形资产	454	498	545	593
研发费用	287	334	408	478	商誉	111	111	111	111
%营业收入	5%	5%	5%	5%	递延所得税资产	24	29	29	29
财务费用	-86	6	1	4	其他非流动资产	977	915	910	982
%营业收入	-2%	0%	0%	0%	资产总计	7,913	11,854	14,035	16,737
资产减值损失	-59	0	0	0	短期借款	50	162	298	456
信用减值损失	5	5	6	6	应付票据及应付账款	1,245	1,482	1,814	2,195
其他收益	36	41	49	58	预收账款	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	应付职工薪酬	177	211	251	298
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	106	128	156	186
公允价值变动收益	-35	0	0	0	其他流动负债	637	711	809	989
资产处置收益	-5	-5	-5	-5	流动负债合计	2,214	2,693	3,328	4,124
营业利润	1,108	1,441	1,821	2,252	长期借款	84	105	118	130
%营业收入	20%	22%	22%	22%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-4	-5	-5	-4	递延所得税负债	106	126	126	126
利润总额	1,104	1,436	1,816	2,248	其他非流动负债	138	176	180	184
%营业收入	20%	21%	22%	22%	负债合计	2,542	3,100	3,751	4,563
所得税费用	183	224	286	357	归属于母公司的所有者权益	5,297	8,679	10,209	12,098
净利润	921	1,212	1,530	1,890	少数股东权益	75	75	75	75
%营业收入	17%	18%	18%	19%	股东权益	5,371	8,754	10,283	12,174
归属于母公司的净利润	921	1,212	1,530	1,890	负债及股东权益	7,913	11,854	14,035	16,737
%同比增速	45%	32%	26%	24%					
少数股东损益	0	0	0	1	现金流量表				
EPS (元/股)	1.11	1.35	1.70	2.10	单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
					经营活动现金流净额	1,226	1,434	1,694	2,166
					投资	-27	-5	-5	-5
					资本性支出	-705	-658	-676	-729
					其他	-6	-15	-3	-3
					投资活动现金流净额	-738	-677	-684	-737
					债权融资	-362	153	150	173
					股权融资	42	2,497	0	0
					支付股利及利息	-235	-368	-16	-23
					其他	-54	27	0	0
					筹资活动现金流净额	-609	2,308	135	150
					现金净流量	-64	3,085	1,144	1,579

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 16 日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,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多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8621) 20333275  
 手机:18221959689  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机:(8610) 59707105  
 手机:18221959689  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089