

瑞普生物 (300119.SZ)

生物技术行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

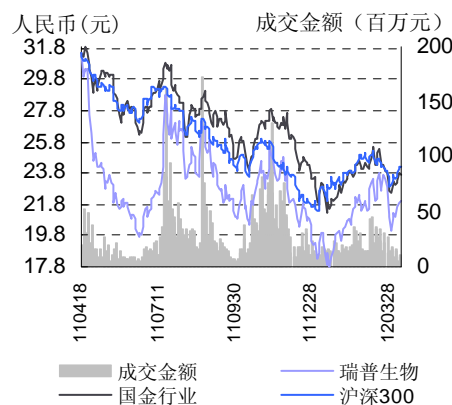
市价(人民币): 21.97元
 目标(人民币): 25.30-30.30元

专注于疫苗和兽药的稳健成长者

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	56.69
总市值(百万元)	3,258.06
年内股价最高最低(元)	31.55/17.80
沪深 300 指数	2901.22



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.113	0.769	1.010	1.349	1.822
每股净资产(元)	18.25	9.39	9.40	9.58	10.40
每股经营性现金流(元)	1.52	0.61	1.19	0.90	1.19
市盈率(倍)	63.36	25.10	20.79	15.57	11.52
行业优化市盈率(倍)	91.72	69.28	69.28	69.28	69.28
净利润增长率(%)	34.21%	38.23%	31.30%	33.54%	35.09%
净资产收益率(%)	6.10%	8.19%	10.74%	14.08%	17.51%
总股本(百万股)	74.15	148.30	148.30	148.30	148.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 我们强调动物保健品行业(含疫苗与兽药)与印象中不一样的地方,也是瑞普生物得以快速发展的重要背景:

- 与饲料不一样,防疫用药所占养殖成本不足 5%,养殖户更注重其质量和防疫效果,并需要专业化服务。这也是高价营销成功的重要原因。
- 制剂与原料药的行业规模比疫苗大 3 倍以上,集中度低。随着 GMP 等系列规范措施,兽药龙头的增长速度更快,发展空间更大。
- 与强免疫苗不同,市场化疫苗品种的增长更灵活更快:随着养殖集中度提升、疫病层出不穷、疫苗产品升级,市场化疫苗的空间较大。而强免疫苗面临单价下跌、品种增加缓慢的局面。

■ 公司是稳健增长的疫苗和兽药提供商。

- 从长期来看,公司专注于动物保健的疫苗和兽药行业:(1)疫苗方面,公司在保证禽用疫苗优势的同时重点发展兽用疫苗;(2)制剂方面,公司侧重发展中药及新工艺高端产品;(3)原料药主要与制剂协同发展。
- 近年来,公司在三大环节均有扩产,部分投产,其余在 2012-13 年陆续投产。并积极储备新产品,其中鸡马立克疫苗、转移因子、头孢喹肟和沃尼妙林将成为主要增长点

投资建议

- 我们维持之前的预测,预计公司 2012-2014 年的收入分别为 7.88、10.72、14.79 亿元,同比增长 34.1%、36.0%和 37.9%。2012 年的盈利影响因素包括瑞普保定持股增加 21.8%、吸收合并瑞普高科、利息收入及股权激励费用支出。EPS 分别为 1.01、1.35 和 1.82 元,同比增长 31.2、33.5%和 35.1%。
- 投资建议。我们给予公司 25-30 × 12PE 的估值水平,目标价 25.3-30.3 元,维持“买入”的投资评级。

风险

- 公司储备的猪圆环、猪蓝耳活疫苗不能获得生产批文的风险;政府招标机制发生变化;发生大规模养殖疫苗的风险。

相关报告

- 1.《非招标疫苗增长快,收购股权调结构》, 2012.3.30
- 2.《股权收购提升业绩,资源整合提高效率》, 2012.3.8
- 3.《定位高端不断推新,服务统领产业链》, 2012.2.21

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027
 (8621)61038213
 chenzzh@gjzq.com.cn

虞秀兰 联系人
 (8621)61038294
 yuxl@gjzq.com.cn

内容目录

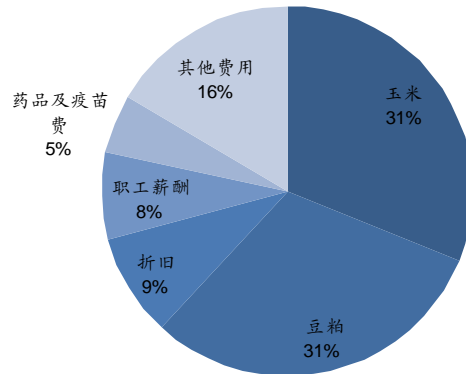
动物保健品行业：与印象中的不一样	3
兽药重质不重价，与饲料不一样	3
兽药空间比疫苗更大，龙头增速更快	3
非招标疫苗比招标部分更灵活，空间更大	4
公司：稳健增长的疫苗及兽药提供商	5
长期战略：专注动物保健全产业链	5
近期增长：新品较多，新建产能释放	6
盈利预测：EPS 分别为 1.01、1.35 和 1.82 元	6
风险提示	8
附录：三张报表预测摘要	8

动物保健品行业：与印象中的不一样

兽药重质不重价，与饲料不一样

- 疫苗成本与收益不成比例，养户更重视防疫效果。
 - 目前防疫费用占养殖费用比例低于 5%，养殖户对该部分的敏感性较低，注重疫苗品牌的长期口碑，更关注有效性和产品不同批次之间的稳定性。
- 兽药的质还体现在专业化技术服务。
 - 对于养殖户，防疫比饲料更需要专业化知识和服务。目前疫病新病增加，旧病不断，中小型养殖户需要兽药企业的专业化技术指导，否则使用不当带来严重的价值毁灭。

图表1：圣农发展兽药费用仅占养殖成本的5%，饲料占成本60%以上

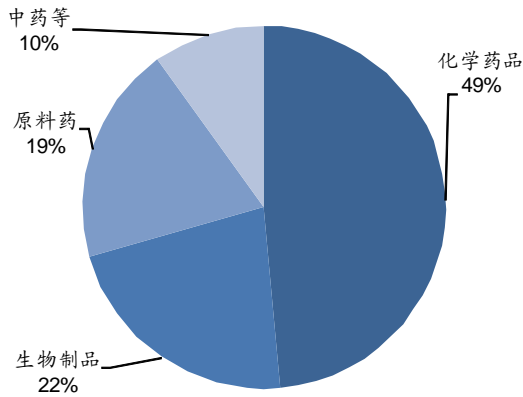


来源：圣农发展招股说明书、国金证券研究所

兽药空间比疫苗更大，龙头增速更快

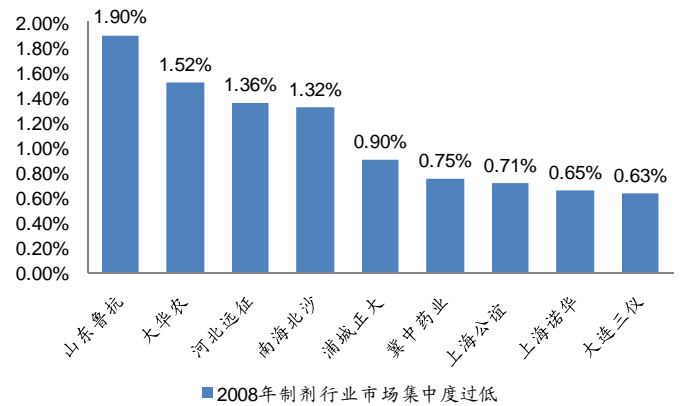
- 制剂及原料药规模比疫苗更大。目前国产疫苗约 60 亿左右，进口规模约 10 亿元。据不完全统计，排名靠前的制剂及原料药企业总规模约 200 亿元，而一千六百多家企业总规模我们预计约为 400 亿元。
- 制剂行业面临集中度提升，龙头空间更大：制剂及原料药企业共有近两千家，存在大量不规范公司。龙头市占率不及 3%，目前随着国家 GMP 等整治举措，小型公司逐步退出，目前龙头年增长率达 40%以上。
 - 疫苗行业的竞争格局相对稳定，强制性疫苗在总收入占比超过 70%。在八十多家企业中，CR5 约为 50%。

图表2: 兽药行业组成

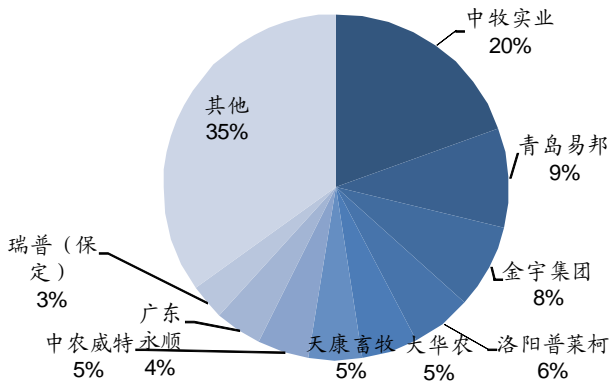


来源: 中国动物保健品协会、国金证券研究所

图表3: 制剂行业集中度较低

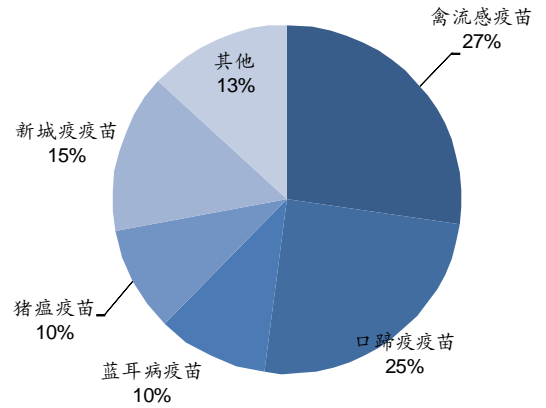


图表4: 2008年动物疫苗行业竞争格局, CR5 高达 48%



来源: 中国动物保健品协会、国金证券研究所

图表5: 动物疫苗中强制性疫苗品种目前约占 72%



非招标疫苗比招标部分更灵活, 空间更大

■ 我们判断, 招标疫苗规模快速发展为小概率事件。

- 从价来看, 猪瘟与猪蓝耳疫苗受定点招标厂家过多, 单价有所下降。我们判断已有单品的市场总规模将随着竞争厂家和技术成熟而缓慢下滑。
- 从量上来看, 未来新品种加入强免范围的进程相对较慢。
- 从机制上来看, 目前部分招标疫苗质量不佳, 受大型规模养户闲置。我们认为该问题的彻底解决需要较长的时间。

■ 非招标品种缺口多, 可发展空间大。目前疫苗的发展驱动因素主要有:

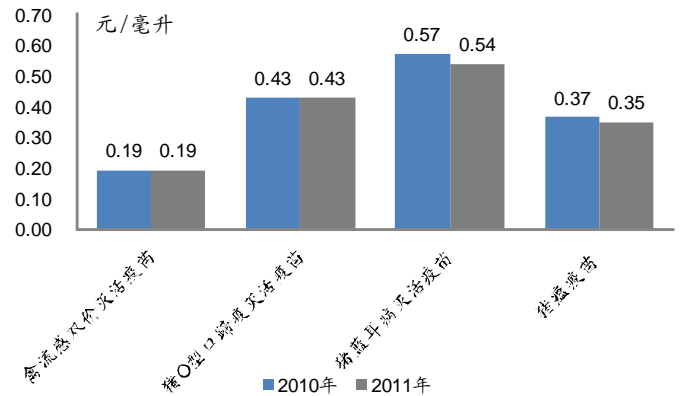
- 养殖集中度提升。随着养殖集中度提升, 规模养殖户重视防疫用药。
- 目前我国动物疫病正面临“老病不去, 新病不断”的情况, 但疫苗品种尚不齐全, 需要更多的疫苗。
- 新工艺对产品升级的提升, 例如耐热疫苗价格比普通疫苗约贵一倍。

图表6: 强免疫苗生产厂家数

强制性免疫品种	定点生产企业家数
H5N1禽流感疫苗	9家
口蹄疫疫苗	6家
猪蓝耳活疫苗	14家
猪瘟活疫苗	26家

来源: 农业部、国金证券研究所。强免疫苗生产厂家数为不完全统计。

图表7: 河北省政府招标疫苗单价, 猪蓝耳病和猪瘟由于竞标企业过多导致单价下滑

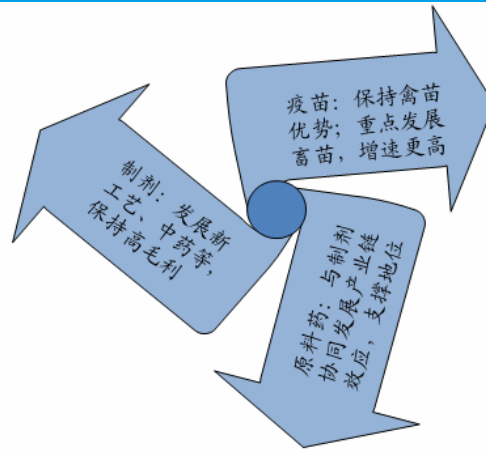


公司: 稳健增长的疫苗及兽药提供商

长期战略: 专注动物保健全产业链

- **疫苗: 保持禽类疫苗优势, 加速发展家畜。**
 - 公司在禽类疫苗方面, 特别是新城疫方面处于国内龙头地位。在北方地区业务开展相对成熟。
 - 公司在家畜疫苗方面相对薄弱。通过合资湖南中岸等战略部署, 积极发展南方地区业务, 未来家畜业务增速将超过家禽。
- **制剂: 重点发展新型、高效复方制剂等, 保持制剂的高毛利率。**
 - 公司在天津瑞普募投生产转移因子、紫花诃子散、翘叶清瘀散等产品, 竞争厂家较少反映出公司在制剂发展的方向, 避免了大量发展同质化西药导致盈利水平过低。
- **原料药处于支撑地位, 与制剂协同发展。**湖北龙翔新建沃尼妙林原料药项目, 与制剂协同发挥产业链效应和成本优势, 提升盈利能力。
- **宠物兽药任重道远。**
 - 宠物疫苗与兽药的临床试验等方面比家畜家禽困难, 需要时间较长。我们判断近期难以快速壮大。
 - 公司已开始涉足该领域。2010年2月瑞普保定等7家单位联合研发的狂犬病灭活疫苗(Flury LEP株)获得二类《新兽药注册证书》。

图表8: 兽药全产业链三大环节: 公司各环节发展定位



来源: 国金证券研究所

近期增长: 新品较多, 新建产能释放

- 新品增加是推动公司增长的主要动力之一。
 - 在疫苗方面, 鸡马立克氏病二价活疫苗和猪细小病毒疫苗计划于下半年上市。猪圆环病毒2型灭活疫苗正在进行新兽药注册申报。
 - 制剂方面, 转移因子、头孢喹肟和沃尼妙林将成为主要增长点。天津瑞普推出倍诺林, 为第4代头孢类抗生素, 主要用于敏感菌感染性疾病的预防与治疗。内蒙古大地子公司推出大地产康与乳房炎英花散。
- 募投产能部分投产, 其余将在近两年逐步释放。
 - 保定募投项目已基本投产, 瑞普高科部分灭活疫苗已开始生产。瑞普天津将于今年8月投产, 产品现在已经上市。
 - 湖南中岸与湖北龙翔已新增投资, 积极部署畜用疫苗和兽药扩产。

图表9: 新建产能的投产情况

	新增产能	投产时间
瑞普保定	募投: 禽用灭活和畜用活疫苗	已投产
瑞普天津	募投: 头孢喹肟注射液等	2012年8月
瑞普高科	募投: 禽用灭活疫苗	部分灭活疫苗达产, 2013年6月全部投产
空港	募投: 研发中心项目	2012年10月
湖北龙翔	年产5吨沃尼妙林、20吨氟苯尼考	
湖南中岸	疫苗车间改扩建: 畜用灭活疫苗3亿毫升, 活疫苗增产600万瓶	猪瘟活疫苗(兔源)车间通过GMP认证
赛瑞科技	公司持股33.33%, 2011年新成立	

来源: 公司公告、国金证券研究所

盈利预测: EPS 分别为 1.01、1.35 和 1.82 元

- 盈利预测。我们维持之前的预测, 预计公司 2012-2014 年的收入分别为 7.88、10.72、14.79 亿元, 同比增长 34.1%、36.0%和 37.9%。2012 年的盈利影响因素包括瑞普保定持股增加 21.8%、吸收合并瑞普高科、利息

收入及股权激励费用支出。EPS 分别为 1.01、1.35 和 1.82 元，同比增长 31.2、33.5%和 35.1%。

- **投资建议。**我们给予公司 25-30 × 12PE 的估值水平，目标价 25.3-30.3 元，给予“买入”的投资评级。

图表10: 主营产品盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
禽用活疫苗								
平均售价 (万元/百万羽份)	0.68	0.77	0.85	0.88	0.90	0.97	1.05	1.13
增长率 (YOY)		14%	10%	14%	6%	8%	8%	8%
销售数量 (百万羽份)	6528	6847	8377	8858	11072	13287	15944	19133
增长率 (YOY)		5%	22%	29%	25%	20%	20%	20%
销售收入 (万元)	4446	5293	7104	7795	9965	12915	16738	21692
增长率 (YOY)		19%	34%	47%	40%	30%	30%	30%
毛利率	79.15%	84.79%	84.99%	80.9%	77.0%	77%	77%	77%
毛利润 (万元)	3519	4488	6037	6302	7673	9944	12888	16703
禽用灭活疫苗								
平均售价 (万元/万毫升)	0.15	0.14	0.17	0.19	0.21	0.23	0.25	0.28
增长率 (YOY)		-6%	15%	15%	10%	10%	10%	10%
销售数量 (万毫升)	14308	18457	19444	21225	24409	30511	36613	43936
增长率 (YOY)		29%	5%	15%	15%	25%	20%	20%
销售收入 (万元)	2189	2658	3228	4052	5126	7048	9303	12280
增长率 (YOY)		21%	30%	52%	59%	38%	32%	32%
毛利率	62.0%	67.7%	69.7%	64.2%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
毛利润 (万元)	1357	1798	2250	2600	3229	4440	5861	7736
畜用活疫苗								
平均售价 (万元/万头)	0.364	0.284	0.317	0.340	0.35	0.373	0.392	0.411
增长率 (YOY)		-22%	12%	20%	10%	7%	5%	5%
销售数量 (万头)	6,260	9,505	12,517	20869	28174	38034	51347	69318
增长率 (YOY)		52%	32%	120%	35%	35%	35%	35%
销售收入 (万元)	2279	2699	3968	7,096	9824	14191	20116	28514
增长率 (YOY)		18%	6%	163%	148%	44%	42%	42%
毛利率	67.1%	71.6%	75.4%	72.3%	68.0%	66.0%	64.0%	62.0%
毛利润 (万元)	1528	1931	2990	5128	6680	9366	12874	17679
畜用灭活疫苗								
平均售价 (万元/升)	0.0755	0.0651	0.0765	0.059	0.056	0.050	0.045	0.041
增长率 (YOY)		-13.77%	17.51%	-10.00%	-5.00%	-10%	-10%	-10%
销售数量 (升)	6378	78278	90689	90020	104599	88909	71127	56902
增长率 (YOY)		1127.29%	15.85%	15.00%	16.20%	-15%	-20%	-20%
销售收入 (万元)	482	5096	6938	5274	5822	4,454	3,207	2,309
增长率 (YOY)		958%	36%	3%	-16%	-24%	-28%	-28%
毛利率	77.6%	82.8%	86.0%	82.5%	74.1%	72.0%	70.0%	65.0%
毛利润 (万元)	374	4218	5968	4352	4314	3207	2245	1501
兽用生物制品收入合计	9395	15746	21237	24217	30737	38607	49363	64795
占总收入之比	41.9%	55.2%	74.1%	70.1%	52.6%	49.0%	46.0%	43.8%
毛利合计	6778	12436	17245	17836	21897	26957	33868	43619
占总毛利之比	41.1%	56.4%	78.2%	72.8%	71.2%	63.3%	59.9%	56.9%
兽用制剂及其他								
销售收入 (万元)	13018	12790	7430	10228	13444	19091	26727	37418
增长率 (YOY)		-2%	-42%	-20%	31%	42%	40%	40%
毛利率	74.8%	75.2%	64.6%	64.2%	68.8%	70.0%	71.0%	72.0%
毛利润 (万元)	9734	9617	4797	6566	9247	13363	18976	26941
原料药								
销售收入 (万元)				10467	15438	22384	32457	47063
增长率 (YOY)					47%	45%	45%	45%
毛利率				12.0%	8.5%	10.0%	11.5%	13.0%
毛利润 (万元)				1256	1317	2238	3733	6118

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 公司储备的猪圆环、猪蓝耳活疫苗不能获得生产批文的风险。
- 政府招标机制发生变化。
- 发生大规模养殖疫苗的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	285	346	588	788	1,072	1,479	货币资金	118	1,182	897	918	678	761
增长率		21.1%	70.0%	34.1%	36.0%	37.9%	应收款项	81	89	126	163	221	305
主营业务成本	-65	-101	-260	-362	-506	-712	存货	37	65	112	119	166	234
%销售收入	22.7%	29.2%	44.3%	46.0%	47.2%	48.1%	其他流动资产	19	32	174	183	255	358
毛利	221	245	327	426	566	767	流动资产	255	1,368	1,309	1,383	1,320	1,657
%销售收入	77.3%	70.8%	55.7%	54.0%	52.8%	51.9%	%总资产	61.4%	84.3%	78.3%	76.2%	68.8%	69.9%
营业税金及附加	-1	-1	-4	-6	-8	-11	长期投资	16	39	20	21	90	90
%销售收入	0.4%	0.3%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	115	181	221	306	399	508
营业费用	-93	-100	-139	-165	-214	-281	%总资产	27.8%	11.1%	13.2%	16.9%	20.8%	21.4%
%销售收入	32.7%	29.0%	23.6%	21.0%	20.0%	19.0%	无形资产	27	34	116	103	109	114
管理费用	-25	-39	-62	-87	-113	-148	非流动资产	160	254	362	432	600	715
%销售收入	8.7%	11.1%	10.6%	11.0%	10.5%	10.0%	%总资产	38.6%	15.7%	21.7%	23.8%	31.2%	30.1%
息税前利润 (EBIT)	101	105	122	167	231	327	资产总计	415	1,622	1,671	1,815	1,920	2,372
%销售收入	35.5%	30.3%	20.7%	21.3%	21.5%	22.1%	短期借款	35	82	35	0	0	222
财务费用	1	2	25	18	17	8	应付款项	87	95	104	135	187	261
%销售收入	-0.2%	-0.5%	-4.20%	-2.24%	-1.5%	-0.5%	其他流动负债	29	7	14	167	174	184
资产减值损失	-2	-2	-4	0	0	0	流动负债	150	184	153	302	361	667
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	1	2	2	2	其他长期负债	12	12	22	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	负债	163	196	175	302	361	667
营业利润	100	104	144	187	249	336	普通股股东权益	206	1,353	1,393	1,394	1,421	1,543
营业利润率	35.0%	30.0%	24.4%	23.7%	23.2%	22.8%	少数股东权益	46	74	103	119	138	162
营业外收支	1	15	6	7	7	8	负债股东权益合计	415	1,622	1,671	1,815	1,920	2,372
税前利润	101	119	150	193	256	344	比率分析						
利润率	35.5%	34.5%	25.5%	24.5%	23.9%	23.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-13	-19	-22	-28	-37	-50	每股指标						
所得税率	12.8%	15.7%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	每股收益	1.107	1.113	0.769	1.010	1.349	1.822
净利润	88	100	128	165	219	294	每股净资产	3.716	18.249	9.393	9.403	9.582	10.405
少数股东损益	27	18	14	15	19	24	每股经营现金净流	1.163	1.521	0.609	1.187	0.896	1.194
归属于母公司的净利润	62	83	114.095	150	200	270	每股股利	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
净利率	21.6%	23.9%	19.4%	19.0%	18.7%	18.3%	回报率						
					75.3%	136.9%	净资产收益率	29.80%	6.10%	8.19%	10.74%	14.08%	17.51%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.82%	5.09%	6.83%	8.25%	10.42%	11.39%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	30.68%	5.86%	6.81%	9.47%	12.67%	14.52%
净利润	88	100	128	165	219	294	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	27.31%	21.12%	70.05%	34.09%	36.04%	37.93%
非现金支出	10	12	26	30	42	55	EBIT增长率	38.75%	3.61%	16.25%	37.44%	37.76%	41.66%
非经营收益	0	4	-2	-4	-9	-2	净利润增长率	41.96%	34.21%	38.23%	31.30%	33.54%	35.09%
营运资金变动	-34	-4	-62	-16	-119	-170	总资产增长率	23.86%	290.84%	3.01%	8.63%	5.77%	23.54%
经营活动现金净流	65	113	90	176	133	177	资产管理能力						
资本开支	-31	-48	-185	-97	-132	-163	应收账款周转天数	77.8	80.7	56.8	60.0	60.0	60.0
投资	-5	-73	-18	-1	-70	0	存货周转天数	172.8	185.5	124.1	120.0	120.0	120.0
其他	0	0	0	2	2	2	应付账款周转天数	135.5	144.3	80.0	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-36	-121	-203	-97	-200	-161	固定资产周转天数	118.5	145.4	132.0	132.6	125.6	115.6
股权募资	0	1,065	0	0	-25	0	偿债能力						
债权募资	25	29	-64	-57	0	222	净负债/股东权益	-33.02%	-77.11%	-57.60%	-60.68%	-43.46%	-31.59%
其他	-50	-21	-109	-1	-148	-156	EBIT利息保障倍数	-202.3	-55.2	-4.9	-9.5	-14.0	-43.1
筹资活动现金净流	-25	1,072	-173	-58	-173	66	资产负债率	39.18%	12.06%	10.48%	16.66%	18.81%	28.13%
现金净流量	4	1,064	-286	21	-241	83							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	9	9	12
买入	1	4	8	9	16
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.56	1.50	1.50	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-02-21	买入	21.62	25.40 ~ 30.50
2 2012-03-08	买入	22.78	N/A
3 2012-03-30	买入	20.10	25.30 ~ 30.30

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

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作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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B