

盘活土地资产 & 主业将快速增长

买入

——太极集团（600129）调研报告——

内容摘要:

- **盘活土地资产，将净利润增长率将超过营业收入增速。**全资子公司重庆涪陵制药厂部分土地纳入政府储备，公司将获得补偿安置费和土地出让金等货币补偿。首批出让土地78亩多，政府总包干价为7824万元，每亩折合100万元；2011年年报称，太极集团位于重庆市涪陵区四环路约1100亩的南湖土地拆迁补偿工作也将于今年内启动；剩余土地将在未来3年逐步由政府纳入土地储备。11年财务费用为2.4亿，如果土地资产盘活后，财务费用的大幅降低从而使净利润出现快速增长。
- **12年核心看点：成熟产品寻找新卖点与新产品上市将增厚业绩。**通天口服液11年底取得中风后遗症适应症批准文号，12年有望出现二次增长；藿香正气口服液将快速加大其它省、国外市场的推广力度（11年藿香正气液在印度尼西亚注册成功），近2年藿香正气液有望维持高增长；初步开展糖尿病新药“太罗”的上市后临床再评价工作，太罗有望实现恢复性增长；太极天胶、番茄红素胶囊、美美、丹参口服液、太极牌虫草、太极乌发露、太极凉茶等新产品上市，将增厚公司业绩。
- **估值分析与投资策略。**据核心产品预测：2011年、2012年、2013年的EPS分别为0.08元、0.23元、0.35元，对应PE分别为92X、32X、21X。我们认为：公司前几年的困难期已经过去，12年看点主要有以下两点：土地资产盘活，从而实现降低财务费用目的；成熟产品寻找新卖点、新产品天胶等上市，有利于增厚业绩（我们认为：12年公司业绩可能是前低后高）。首次覆盖，给予“买入”评级。

	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入(百万)	5275	5986	6386	3255	3744
增长率(%)	10	14	7	18	15
净利润(百万)	30	-172	21	100	150
增长率(%)	---	---	---	370%	50%
每股收益(元)	---	---	0.08	0.23	0.35
市盈率	---	---	92	32	21

*股价以4月27日收盘价为基准

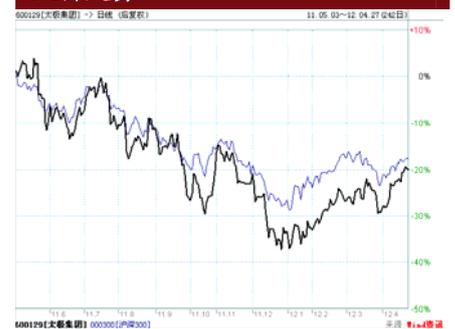
分析师

梁从勇
执业证号: S1250511110003
电话: 010-57631180
邮箱: lcyong@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(亿股)	4.27
流通A股(亿股)	4.27
52周内股价区间(元)	5.68-12.58
总市值(亿元)	31.60
总资产(亿元)	80.75
每股净资产(元)	2.70
当前价(元)	7.40
目标价	6个月: 10 12个月: 12

正文目录

一、公司概况	1
1.1 公司控股股东情况.....	1
1.2 公司具备五大战略优势.....	2
1.3 主营业务概况.....	2
二、公司战略结构清晰，积极布局“朝阳子产业”	3
2.1 坚决做好传统中药，“天胶”快速上马.....	3
2.1.1 公司现有产品线概况.....	3
2.1.2 5月新产品“天胶”上市，前景分析.....	4
2.2 积极进军功能性保健食品与功能性日化食品.....	5
2.3 战略布局养老养生产品.....	6
三、公司冬虫夏草培植技术成熟，即将创造业绩	6
四、公司增收不增利原因探索与12年增长点分析	7
4.1 财务费用居高不下，造成增收不增利.....	7
4.2 12年核心业绩增长点丰富.....	8
4.2.1 成熟产品寻找新卖点与新产品上市将增厚业绩.....	8
4.2.2 土地资产“活起来”，净利润增速将远超过营业收入增速.....	8
五、公司储备产品丰富 & 集团整合构思清晰	9
5.1 在研产品丰富，不乏创新.....	9
5.2 集团医药工业可能“整体上市”.....	9
六、公司估值与风险提示	10

图表目录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 11 年分产品收入分布.....	2
图 3: 11 年分产品毛利润分布.....	2
图 4: 11 年分产业收入分布.....	2
图 5: 11 年分行业毛利润分布.....	2
图 6: 用波士顿矩阵分析公司产品所处阶段.....	4
图 7: 公司净利润历史分布.....	4
图 8: 王老吉历史销售额分布.....	6
图 9: 国内虫草历史价格走势.....	7
图 10: 公司营业收入增长率与营业利润增长率比较.....	8
图 11: 公司营业收入增长率与财务费用增长率比较.....	8
图 12: 公司 PE-Band.....	11
图 13: 公司 PB-Band.....	11
表 1: 公司战略优势.....	2
表 2: 2011 年公司核心产品状况.....	3
表 3: 公司核心产品增速预测.....	3

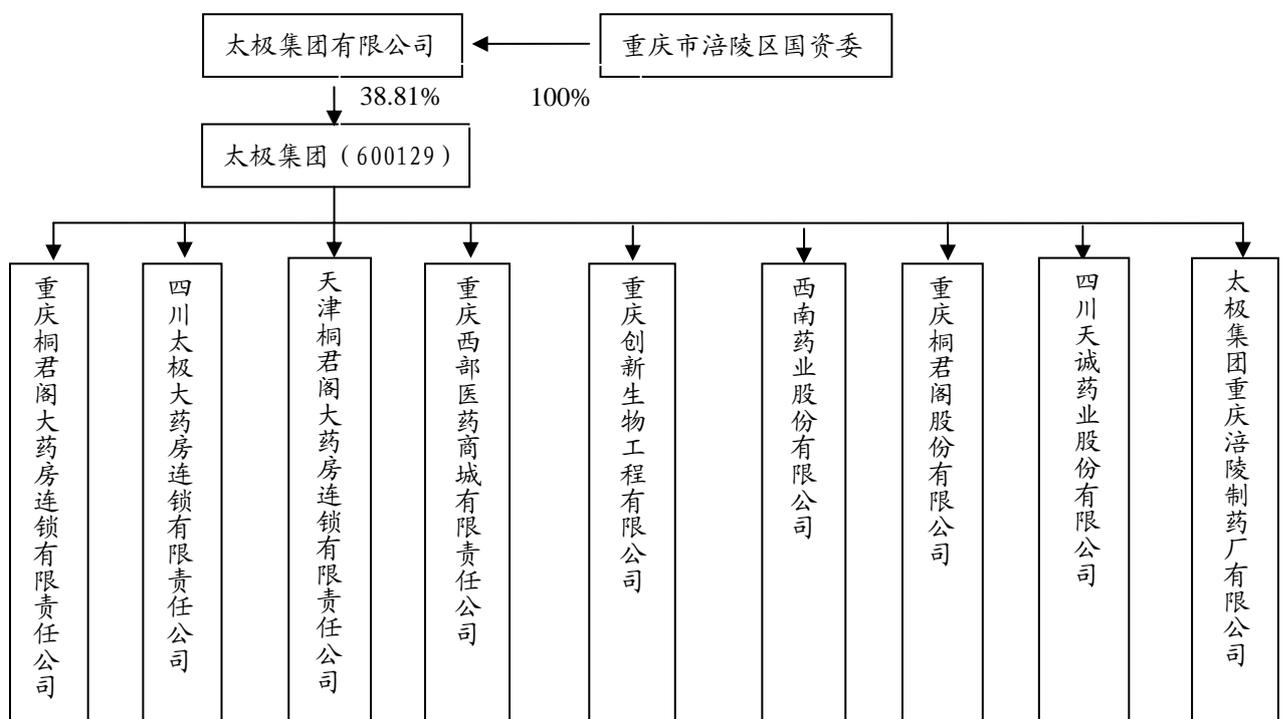
一、公司概况

公司位于重庆市涪陵区，主要产品包括急支糖浆、藿香正气口服液、补肾益寿胶囊、儿童宁、通天口服液、紫杉醇、盐酸格拉斯琼、太罗等，公司拥有员工11407人。控股股东为太极集团有限公司，最终实际控制人为重庆市涪陵区国资委。

1.1 公司控股股东情况

公司控股股东及实际控制人为重庆市涪陵区国资委，持有公司股权为44.02%。

图 1: 公司股权结构



数据来源：公告、西南证券研究发展中心

太极集团有限公司是中国企业500强之一，中国医药工业10强，资产200亿元，拥有“太极集团”（重庆太极实业（集团）股份有限公司）、“西南药业”（西南药业股份有限公司）、“桐君阁”（重庆桐君阁股份有限公司）三家上市公司。“太极”（TAIJI）为中国驰名商标，2011年集团销售总额达165亿元，未来十年太极集团将跨越千亿大关。

1.2 公司具备五大战略优势

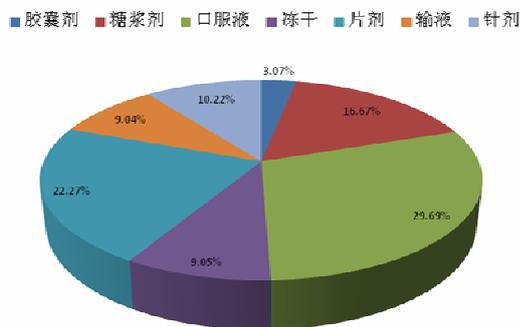
表 1: 公司战略优势

序号	优势种类	优势详细介绍
1	品牌优势	太极获改革三十年中国医药产业品牌大奖（仅有太极、同仁堂、云南白药、东阿阿胶），被行业公认为 OTC 品牌药企第一名。（扬子江被公认为医院销售药企第一名）
2	产品优势	太极列入基药目录的有 207 个，国家中药保护品种 36 个，太罗与藿香正气液获国家专利奖；拥有药品批准文号：1500 个；单产品过亿的有 6 个（藿香正气液、益保世灵、急支糖浆、补肾益寿胶囊、散列通、通天口服液）；独家产品品种 55 个。
3	员工及管理优势	具有中国医药市场一流员工队伍，营销管理 2000 年获国家管理成果一等奖。
4	成本优势	原料较早实现订单式种植与战略采购，加上集约化生产管理。
5	资本与资产优势	在过去 30 年中，因为低成本扩张和各级政府支持，积累土地近 3 万亩，可为公司实现收入 50 亿元（包括桐君阁与西南药业拥有的土地）。

数据来源：公告、西南证券研究发展中心

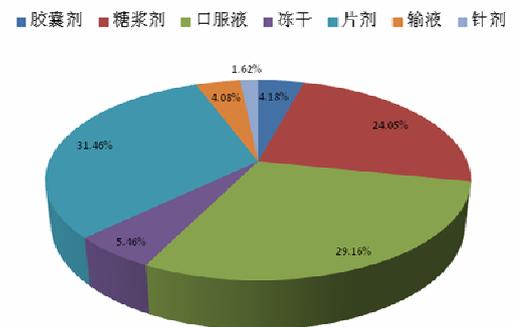
1.3 主营业务概况

图 2: 11 年分产品收入分布



数据来源：公告、西南证券研究发展中心

图 3: 11 年分产品毛利润分布



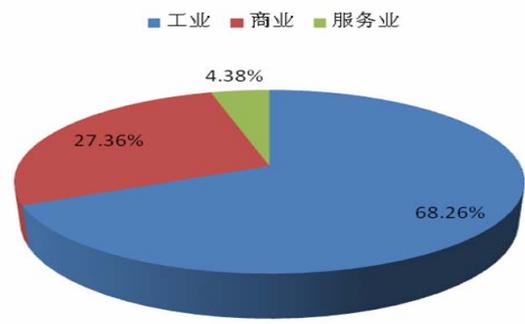
数据来源：公告、西南证券研究发展中心

图 4: 11 年分产业收入分布



数据来源：公告、西南证券研究发展中心

图 5: 11 年分行业毛利润分布



数据来源：公告、西南证券研究发展中心

二、公司战略结构清晰，积极布局“朝阳子产业”

公司所处行业为 OTC 与保健品行业，被行业公认为 OTC 品牌药企第一名。现公司战略主要围绕以下 3 点展开：首先，公司坚决做好传统中医；其次，涉足日化产品；最后，大力推进中药养生产业。

2.1 坚决做好传统中药，“天胶”快速上马

2.1.1 公司现有产品线概况

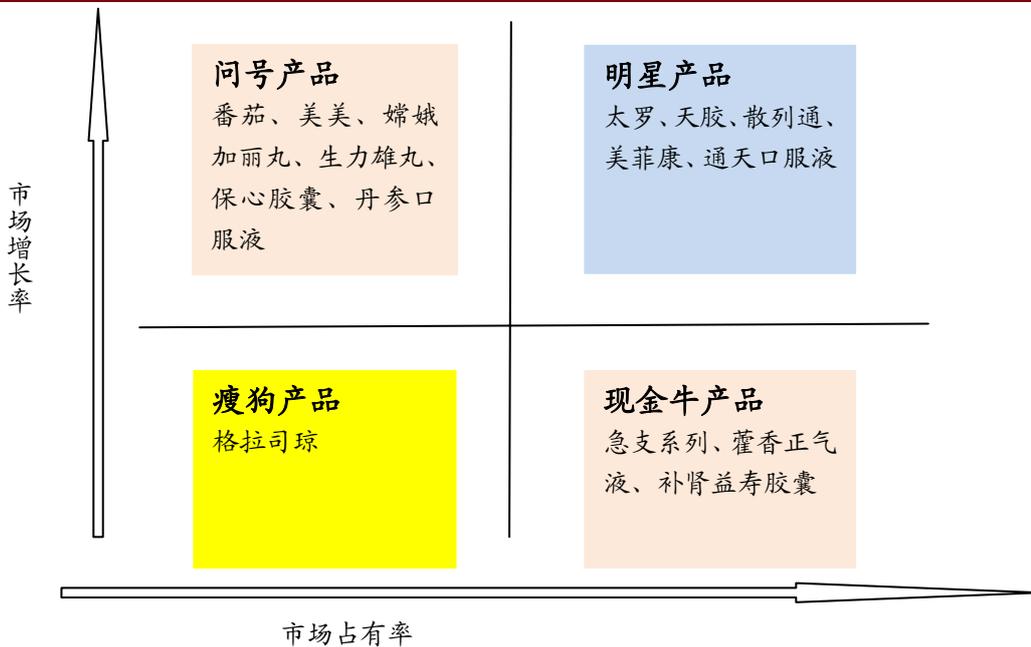
表 2：2011 年公司核心产品状况

序号	药品名称	适应症	市场地位	2011 年销售额 (亿)
1	藿香正气液	适用于发热重,恶寒轻,外感风寒引起的感冒,胸闷呕吐,腹泻便溏。	独家	4.42
2	益保世灵	主要用于敏感细菌所致败血症,呼吸系统感染、泌尿及生殖系统感染、胸膜炎、腹膜炎、胆囊炎、宫腔感染、附件炎、脑膜炎、创伤和烧伤等继发感染。	仿制(单独定价)	1.3
3	急支糖浆	抗炎,镇咳,祛痰作用。	独家	2.2
4	补肾益寿胶囊	补肾益气,能调节老年人免疫功能趋于正常。用于失眠,耳鸣,腰酸,健忘,倦怠,胸闷气短,夜尿频数。	独家	---
5	散列通	用于普通感冒或流行性感引起的发热。	仿制	1.29
6	通天口服液	活血化痰,祛风止痛。用于瘀血阻滞、风邪上扰所致的偏头痛发作期。	独家	0.8

数据来源：公告、西南证券研究发展中心

太极产品主要是 OTC 产品，截止 11 年过亿产品有 6 个，即藿香正气液、益保世灵、急支糖浆、补肾益寿胶囊、散列通、通天口服液。

图 6: 用波士顿矩阵分析公司产品所处阶段



数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

图 7: 公司净利润历史分布



数据来源: 公告、西南证券研究发展中心

根据公司公告：太极集团有限责任公司实施“千亿太极”战略，即到 2020 年太极工业年销售过 500 亿，太极商业年销售达 500 亿元，全集团年销售额过 1000 亿，年利税过 50 亿元。

2.1.2 5 月新产品“天胶”上市，前景分析

目前阿胶市场相对比较成熟、市场规模大，仅东阿阿胶的阿胶系列 11 年销售额高达 23 亿；阿胶行业规范逐渐完善，从而有利于阿胶产业的发展。我们认为：对于阿胶行业（尤其是阿胶块）的竞争，主要是原材料驴皮的竞争。根据现市场状况，驴皮数量有限、驴皮质量更是参差不齐。恰是这方面严重制约阿胶块的放量。我们从以下几个方面分析太极天胶进入市场优势：

- **原材料驴皮资源优势。**公司现在重庆市长寿区太极岛储备 100 多头种驴，为后期驴皮资源做准备。公司通过控股子公司太极集团甘肃天水羲皇阿胶有限公司实现“天胶”生产上市，公司驴皮主要来源关中驴，关中驴相对其它区域的驴较为优质。公司为了保证产品质量，对每张驴皮设有编号，使最终生产出来的每块天胶对应驴皮编号。
- **销售渠道优势。**太极集团控制桐君阁，现桐君阁拥有 7810 家药房终端（其中自营 810 家，加盟药店 7000 家），在全国拥有最多药房资源。桐君阁药房主要集中在川渝地区，占川渝药房总量约 60% 以上。天胶为 O T C 产品，天胶能够依靠得天独厚的桐君阁药房快速上市销售。
- **天胶战略定位清晰。**公司对天胶定价低于东阿阿胶的阿胶块价格，从价格上看出公司紧跟东阿阿胶开拓市场。东阿阿胶定位于高端市场，市场份额主要集中在华东、华南、华北等，在西南区域的销售额为 2.2 亿，同比下降 16%。我们认为：由于东阿阿胶在西南地区市场份额的下降（这种份额的下降可能是公司主动放弃的，也可能是竞争原因造成的），再加上桐君阁的药房主要集中在川渝地区，所以天胶的上市将水到渠成。

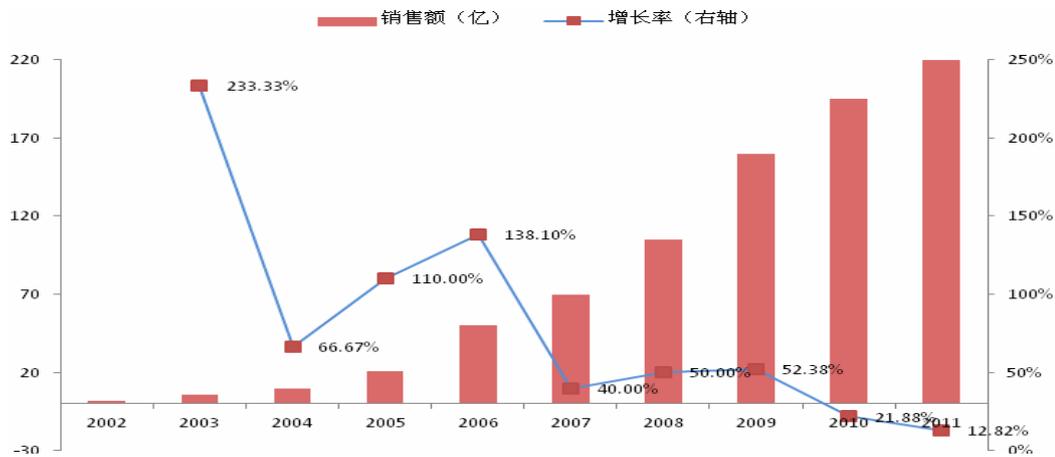
总结。公司对天胶的战略规划为：估计 5 月天胶上市，12 年天胶销售额为 5000 万、13 年销售额 1 亿、15 年销售额 5 亿，从而进一步增厚公司收益。

2.2 积极进军功能性保健食品与功能性日化食品

据不完全统计，目前我国健康产业年产值 5600 亿元左右，生产企业共约 1700 家，销售企业约 2.5 万家，销售规模达 900 亿元，2011 年全年销售规模估计超过千亿元。截至 2011 年底，我国已审批保健食品 11862 个，其中国产 11197 个，进口 665 个。同时，保健用品和保健服务业也迅速崛起，产值达 3000 亿元左右。我国已成为世界保健(功能)食品产业重要的原料供应和委托生产国。预计到 2015 年整个市场的规模将超过美国成为全球第一，而到 2020 年，市场总量将突破 4500 亿元。

很多公司已经走在行业的前列。如云南白药的牙膏，在市场的怀疑中成长起来的、江中药业的参灵草等等。随着国民购买能力的不断上升、保健意识的增强，该产业必将是未来发展方向之一。公司积极进军养生食品业，重点是功能性保健食品与功能性日化食品。目前拥有太极凉茶、太极乌发露、太极营养早餐欲重点推广该产品。我们认为：太极凉茶、太极乌发露、太极营养早餐能否成功，除了产品本身品质（效果）之外，更重要的是产品销售模式。王老吉之所以能够取得成功，除了跟广药关系之外，更重要的是与加多宝销售模式的关系更甚密切；换句话说，公司的太极凉茶、太极乌发露、太极营养早餐能否取得成功，主要取决于公司能否一个契合公司文化的、优秀的全国代理商。根据公司战略规划：太极凉茶 15 年销售额 10 亿、太极乌发露 15 年销售额 5 亿、太极营养早餐 15 年销售额 3 亿。

图 8: 王老吉历史销售额分布



数据来源: Wind, 西南证券研究发展中心

2.3 战略布局养老养生产品

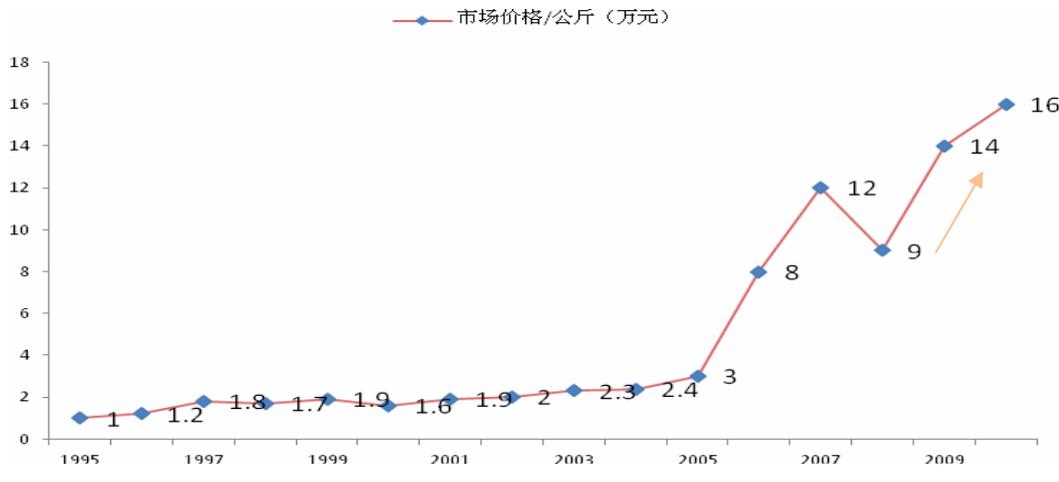
公司养老养生产业主要包括旅游服务业、健康管理与健康传媒业、养生房地产业等，以丰富的自有土地资源为载体打造高水准森林养老院和健康养生房地产。

在武陵山打造全国最大的集养生养老、旅游休闲、纳凉避暑、药材种植于一身的大型原生态休闲公园“太极森林养老院”；在康定虫草基地开展高原观光和采挖虫草相结合的“体验式销售旅游”新养生模式；积极开拓以健康管理为核心的养生服务业，大力发展健康咨询、健康传媒等新兴产业；阶段性进入养生房地产业，以丰富的自有土地资源为载体，打造高水准健康养生地产。规格到 2020 年养老养生产业年销售额达 10 亿元，是集团的资产资金转行中心和集团业绩增长引擎。

三、公司冬虫夏草培植技术成熟，即将创造业绩

冬虫夏草是蝙蝠蛾幼虫被虫草菌感染，死后尸体、组织与菌丝结成坚硬的假菌核，在冬季低温干燥土壤内保持虫形不变达数月之久(冬虫)，待夏季温湿适宜时从菌核长出棒状子实体(子囊座)并露出地面(夏草)，是一种传统的名贵滋补中药材，有调节免疫系统功能、抗肿瘤、抗疲劳等多种功效，称为“百药之王”。主要分布在：中国、尼泊尔、不丹，大都分布在海拔 4000 米以上。在我国，北齐祁连山，南至滇西北，东至川西北。截止到 2011 年，我国已经下降 120 吨，所以价格出现爆炸式上涨。

图 9: 国内虫草历史价格走势



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

由于虫草供需存在巨大缺口，人工培植是解决缺口的唯一途径。重庆市中药研究院的培植虫草技术走在全国的最前沿，现在技术已经成熟。太极集团与重庆中药研究院在康定成立公司共同开发。公司项目基地在四川省康定县，海拔 4000 多米以上。公司虫草培植方面取得技术成果如下：

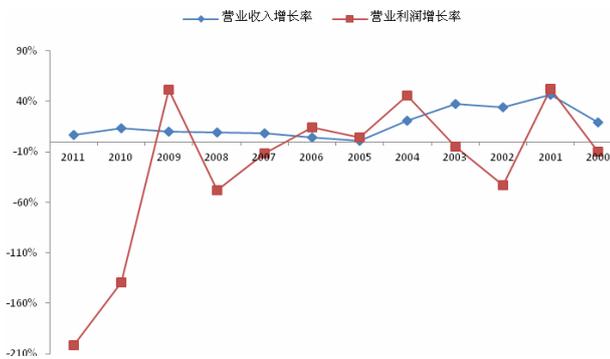
- 公司积累了在高原 4000 米以上工作的五十年经验；
- 冬虫夏草野生繁育技术领先全世界任何单位 30 年；
- 冬虫夏草野生繁育技术列为国家保密技术；
- 和广大藏区政府与藏族同胞建有数十年协作关系；
- 即将开展 3 年的冬虫夏草千户养殖中试方案，此后即可启动万户冬虫夏草规模化养殖项目，计划年产虫草 20 吨；
- 国家发改委、国家技术部、国家中药局、太极集团先后拨款 5000 万元用于虫草产业化研究。

我们认为：公司现虫草培植技术已经成熟，今年即将开始千户中试工作；3 年后将进行冬虫夏草规模化养殖，计划产虫草 20 吨、2020 年公司计划虫草销售额 50 亿。从而实现公司基本面“质”的飞跃。

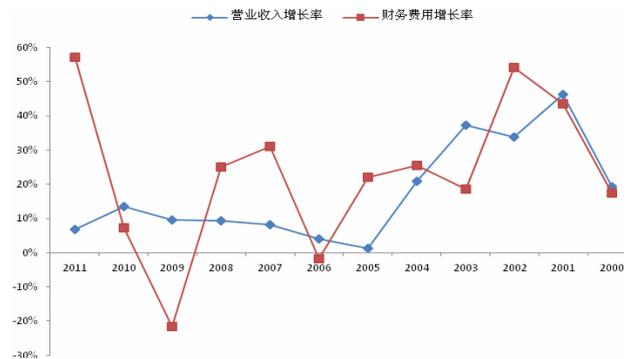
四、公司增收不增利原因探索与 12 年增长点分析

4.1 财务费用居高不下，造成增收不增利

从下图中可以发现：一方面是净利润增长率远远低于营业收入增长率，另外一方面是财务费用增长率远远超过营业收入增长率。截止到 11 年公司财务费用为 2.4 亿，营业利润为 -0.92 亿，可见公司利润基本都被财务费用吞噬。

图 10: 公司营业收入增长率与营业利润增长率比较


数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 11: 公司营业收入增长率与财务费用增长率比较


数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

4.2 12 年核心业绩增长点丰富

4.2.1 成熟产品寻找新卖点与新产品上市将增厚业绩

- 通天口服液将出现二次增长。2000 年销售额约 2 亿，当时由于该药从“地药标准”转化“国药标准”时，中风后遗症适应症被取消，医院销售渠道被终止（以前主要通过医院销售），11 年销售额只有 8000 万；11 年年底取得中风后遗症适应症批准文号，12 年有望实现快速二次增长。
- 藿香正气口服液将维持快速增长。11 年销售额为 4.42 亿，同比增长 34%，川渝地区占销售额的 50% 左右。将快速加大其它省的推广力度与国外市场的销售（11 年藿香正气液在印度尼西亚注册成功），我们认为：近 2 年藿香正气液有望维持高增长。
- 太罗有望出现恢复性增长。10 年下半年 GSK 的罗格列酮可能增加心脏病的发病率后，在欧洲退市，在美国限制性销售。由于太罗与罗格列酮的成分具有相似性，太罗也在中国限制性销售。但公司初步确定了开展糖尿病新药“太罗”的上市后临床再评价工作，如果出现好的结果，太罗有望实现恢复性增长。
- 新产品快速上市，将增厚业绩。加大新产品推出力度，实现太极天胶、番茄红素胶囊（前列腺保护神）、美美（中药美容新药）、丹参口服液、太极牌虫草、太极乌发露、太极凉茶等新产品上市工作；用创新营销模式开展天胶上市销售，天胶进入全国千家定点药房销售，实行会员直销、网上直销模式，创造更大的利润，力争 2012 年实现 5000 万元的销售目标。

4.2.2 土地资产“活起来”，净利润增速将远超过营业收入增速

公司共拥有超过 5000 亩土地，按照现市场价，价值高达 60 多亿。如何盘活这些无形资产，把这些资产流动起来是公司的当务之急。最近，关于土地资产的处置有新进展，公司在涪陵 1500 亩地，地方政府愿意用 15 亿拆迁回购，没有相关其它费用。计划 2-3 年资金全部到位。这部分资金到位后，公司首先还银行贷款，公司财务费用将会大幅降低（11 年公司财务费用约 2.4 亿）。从而实现净利润增速将超过营业收入增速。

土地资产处置最新进展：太极集团近日公告显示，公司全资子公司重庆涪陵制药厂部分土地纳入政府储备，公司将获得补偿安置费和土地出让金等货币补偿。首批出让土地 78 亩多，政府总包干价为 7824 万元，每亩折合 100 万元。剩余土地将在未来 3 年逐步由政府纳入土地储备。2011 年年报称，太极集团位于重庆市涪陵区四环路约 1100 亩的南湖土地拆迁补偿工作也将于今年内启动。

五、公司储备产品丰富 & 集团整合构思清晰

5.1 在研产品丰富，不乏创新

公司具有战略眼光，研发产品主要集中在大病种，如糖尿病、心脑血管疾病等。糖尿病、心脑血管疾病是常见病、多发病，这类药物市场容量巨大。公司在研“重磅”产品如下：

- 芪灯明目胶囊，主要用于糖尿病视网膜并发症。治疗糖尿病视网膜病（DR）的现代中成药芪灯明目胶囊已 II 期临床研究进展顺利，该项目曾获国家“863”、国家“十一五”、“十二五”重大新药创制立项支助，将为解决目前困扰医学界 DR 的防治难题提供一个有效药物，此外，我司正在与英国剑桥大学合作进行包括血管新生及微血管保护在内的相关机理研究，并拟与 GSK 商谈合作开发该项目的国际市场。
- 丹气通脉片，主要适应症是冠心病、心绞痛。该产品是中国上海药物研究所果德安教授研制，拟今年开展 II 期临床，已经获得两项发明专利。复方丹参滴丸的冰片长期使用对身体是有危害的（如降低病人血管韧性等），但现很多病人多是无奈之举。该项目的研曾获科技部“十一五”重大新药创制及重庆太极实业（集团）股份有限公司国际示范化合作立项支助；
- 多西他赛聚合物胶束，是多西他赛的新剂型。多西他赛是抗肿瘤的常规用药，主要治疗晚期乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌。胶束相对于其它剂型的优势：胶束作为给药系统，很大程度上提高稳定性、延缓释放、靶向性。该剂型是国内外首创抗肿瘤药物新剂型已完成工艺研究及初步药效学及毒理学研究，该项目已列入国家“十二五”重大新药创制专项支助，该产品的研究将给广大肿瘤患者带来极大的临床受益，具有重要的临床应用价值。

5.2 集团医药工业可能“整体上市”

太极集团有限公司下面有 3 家上市公司：太极集团、桐君阁、西南药业。太极集团与西南药业以医药工业为主，桐君阁以药房终端为主。这 3 家上市公司的整合是他们的长期看点。具体公司战略规划如下：

- 桐君阁做全球最大的药房，截止到 11 年，现有药店 7810 家，其中直营药店 810 家，加盟药店 7000 家。公司目标是：15 年拥有 16500 家药店，其中直营药店 1500 家，加盟药店 15000 家；20 年药店总数达到 50000 家，其中直营药店 3000 家，加盟药店 47000 家，商业销售达 500 亿。

- 太极集团（600129）为医药工业的平台，西南药业工业装入太极集团，同时集团旅游资产装入西南药业。我们认为：由于太极集团拥有著名“太极”品牌，西南药业的资产注入太极集团后，将有利于提升资产价值。据规划：20年太极工业销售额达500亿，其中中成药达250亿，西药达100亿，中药日化产品达100亿，中药珍稀药材达50亿。

六、公司估值与风险提示

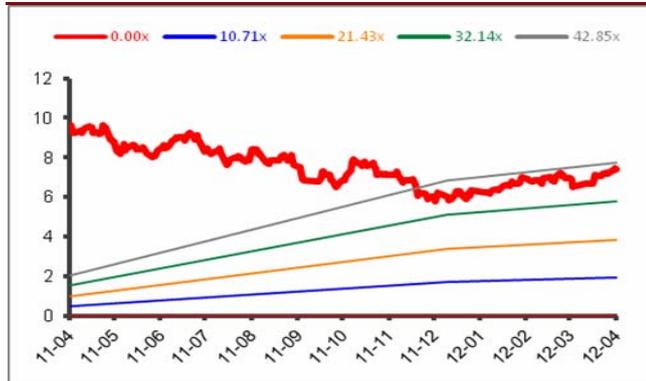
据核心产品预测：2011年、2012年、2013年的EPS分别为0.08元、0.23元、0.35元，对应PE分别为92X、32X、21X。我们认为：公司前几年的困难期已经过去，12年看点主要有以下两点：土地资产盘活，从而实现降低财务费用目的；成熟产品寻找新卖点、新产品天胶等上市，有利于增厚业绩（我们认为：12年公司业绩可能是前低后高）。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1)由于最近阿胶事件频出，对此时天胶推出可能增加难度，以至于不利产品的推广；2)尽管公司与涪陵市政府初步谈好土地资产的拆迁回购，时间可能低于预期；3)药品最高零售价降价的风险。

表3：公司核心产品增速预测

产品名称		2011	2012	2013
藿香正气口服液	销售额（百万）	442	592	760
	增长率	34%	34%	28%
太极急支糖浆	销售额（百万）	220	231	243
	增长率	5%	5%	5%
通天口服液	销售额（百万）	80	120	180
	增长率	---	50%	50%
太罗	销售额（百万）	100	110	121
	增长率	2%	10%	10%
补肾益寿胶囊	销售额（百万）	---	---	---
	增长率	---	---	---
天胶	销售额（百万）	---	50	100
	增长率	---	---	50%
益保世灵(属于西南药业)	销售额（百万）	130	143	157
	增长率	10%	10%	10%
散列通(属于西南药业)	销售额（百万）	129	142	156
	增长率	10%	10%	10%

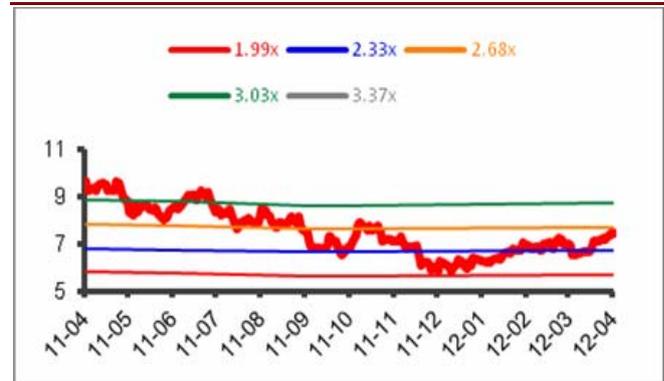
数据来源：Wind、西南证券研究发展中心

图 12: 公司 PE-Band



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

图 13: 公司 PB-Band



数据来源: Wind、西南证券研究发展中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>