

昆明制药 (600422.SH)

继续坚定看好昆明制药的成长

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **19.04-20.18**

联系人

分析师

袁倩倩 CFA
胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315202

生物医药小组

qiuqq@r.qlzq.com.cn

2012年5月24日

基本状况

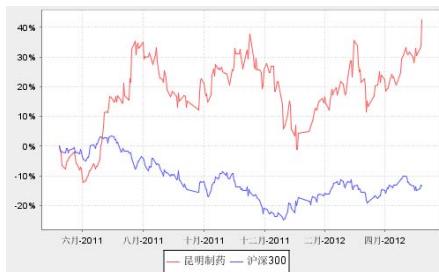
| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 314.18 |
| 流通股本(百万股) | 313.91 |
| 市价(元) | 16.32 |
| 市值(百万元) | 5127.35 |
| 流通市值(百万元) | 5122.94 |

业绩预测

| 指标 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1,817.2 | 2,434.0 | 3,051.6 | 3,726.7 | 4,502.3 |
| 营业收入增速 | 26.64% | 33.94% | 25.38% | 22.12% | 20.81% |
| 净利润增长率 | 46.73% | 52.05% | 44.23% | 30.02% | 25.33% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.27 | 0.41 | 0.60 | 0.78 | 0.97 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 50.96 | 35.85 | 23.10 | 17.77 | 14.18 |
| PEG | 1.09 | 0.69 | 0.52 | 0.59 | 0.56 |
| 每股净资产(元) | 2.34 | 2.60 | 3.00 | 3.78 | 4.75 |
| 每股现金流量(元) | 0.29 | 0.45 | 0.03 | 0.58 | 0.74 |
| 净资产收益率 | 11.64% | 15.90% | 19.90% | 20.56% | 20.49% |
| 市净率 | 5.93 | 5.70 | 4.60 | 3.65 | 2.90 |
| 总股本(百万元) | 314.18 | 314.18 | 314.18 | 314.18 | 314.18 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **事件:** 5月23日, 昆明制药盘中一度上涨9.8%, 报收于17.38元, 涨6.5%。
- 通过对终端的调研、行业数据的比较、以及媒体已经披露信息的分析, 我们继续坚定看好昆明制药未来的成长。以下和投资者分享我们对近期热点问题的一些思考。
- **一、怎么看昆明制药已经拥有的资源和能力**
 - 昆明制药是云南省最早成立的一家制药企业, 昆明制药及其子公司拥有500多个药品批文, 占云南省药品批文数量的近1/3, 品种资源丰富。
 - **主导产品络泰®血塞通冻干粉针**, 面向心脑血管疾病大治疗领域, 分享三七总皂苷冻干粉针的高景气, 直接竞争对手只有珍宝岛的血塞通冻干粉针和中恒集团(梧州制药)的血栓通冻干粉针; 天眩清®天麻素注射液享有优质优价, 神经系统用药处在成长期; 此外, 昆明制药及其子公司还拥有超过20个独家或属于中药保护的中成药品种。
 - 公司现在的企业治理结构结合了民营和国有的双重优势: 大股东华立集团以昆明制药作为植物药平台, 管控到位, 改善了激励机制。第二、第三大股东云南工投集团、红塔集团, 分别隶属于云南省国资委和中央国资委, 虽然不参与日常管理, 但是强大的国资背景有利于昆明制药争取更好的条件和资源。

■ 二、怎么看基药目录扩大可能的影响

- 据媒体报道2012版基药目录品种数或将为500种左右，这意味着将比2009版307种的基药目录大幅扩大。
- 通过对主要心脑血管中药注射剂的组方和日均治疗费用分析，我们认为三七总皂苷冻干粉针品种将继续保持有利的竞争格局：首先，作为单组方的冻干产品，三七总皂苷冻干粉针的安全性和质量可控性显著好于多组方注射剂和单组方的水针；其次，三七类产品在心脑血管治疗领域的功效受到认可；另外，三七总皂苷冻干粉针日均治疗费用适中，比低价产品有竞争力，而丹参多酚酸等产品由于价格较高，不适合作为基药品种。

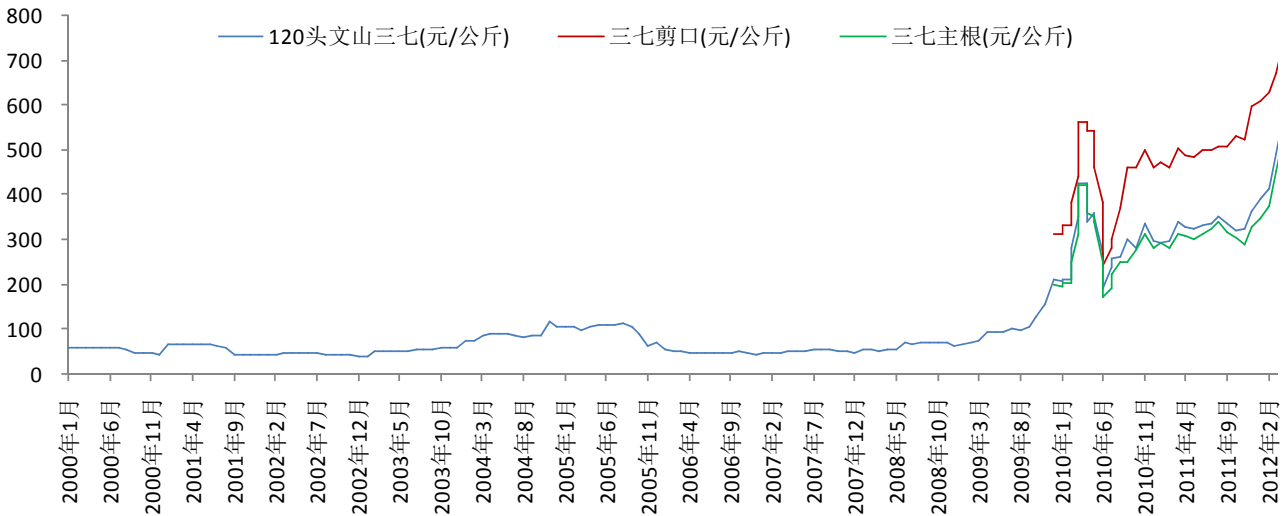
图表 1: 心脑血管中药注射剂主要品种进入医保、治疗费用、组方对比

| 产品名称 | 医保 | 医院终端价格 | 每日治疗费用 | 每疗程治疗费用 | 主要原料 |
|--------------------|--------------------|--|--------------|---------------|-----------------|
| 血栓通冻干粉针剂(独家) | 国家甲类, 基药 | 100mg/支29.4元, 150mg/支38.4元, 250mg/支59.1元 | 29.4-153.6元 | 441.0-2304.0元 | 三七 |
| 血塞通冻干粉针剂(2家) | 国家甲类, 基药 | 200mg/支28.7元, 400mg/支48.5元 | 28.7-48.5元 | 430.5-727.5元 | 三七 |
| 脉络宁注射液(独家) | 国家甲类, 基药 | 10ml/支10.8元 | 10.8-32.4元 | 151.2-453.6元 | 玄参、石斛、牛膝、金银花、党参 |
| 醒脑静注射液(3家) | 国家乙类(限神志障碍) | 2ml/支15.4元, 5ml/支31.5元, 10ml/支56.2元 | 15.4-112.4元 | 215.6-1573.6元 | 麝香、栀子、郁金、冰片 |
| 疏血通注射液(独家) | 国家乙类 | 2ml/支41.2元 | 123.6-123.6元 | 865.2-865.2元 | 水蛭、地龙 |
| 苦碟子注射液(2家) | 国家乙类 | 10ml/支21.1元, 20ml/支39.2元 | 21.1-78.4元 | 295.4-1097.6元 | 苦碟子 |
| 银杏叶注射液(9家) | 国家乙类 | 5ml/支25.2元 | 25.2元 | 352.8元 | 银杏叶 |
| 丹红注射液(独家) | 国家乙类(限心脑血管病发作期) | 10ml/支41.3元, 20ml/ 支82.6元 | 9-330元 | 126-4620元 | 丹参、红花 |
| 参麦注射液(正大青春宝, 优质优价) | 国家甲类(限二级以上医院急重症抢救) | 10ml/支19.1元, 20ml/支33.7元, 50ml/支81.6元 | 3.82-163.2元 | 57.3-2448元 | 红参、麦冬 |
| 丹参川芎嗪注射液(9家) | 13省市地方医保乙类 | 5ml/支49.66元 | 49.66-198.64 | 744.9-2979.6元 | 丹参、川芎嗪 |
| 银杏达莫注射液(益佰, 优质优价) | 国家乙类 | 10ml/支28.10元, 5ml/支17.5元 | 28.1-140.5元 | 421.5-2107.5元 | 银杏叶、双嘧达莫 |
| 丹参酮II A磺酸钠注射液(独家) | 国家乙类 | 10mg/支20.1元 | 80.4-160.8元 | 1206-2412元 | 丹参 |
| 参附注射液(独家) | 国家甲类(限二级以上医院急救和抢救) | 10ml/支24元, 50ml/支109元 | 24-109元 | 336-1526元 | 红参、附片 |
| 注射用益气复脉(独家) | 12省市地方医保乙类 | 0.65g/瓶44.6元 | 356.8元 | 4995.2元 | 红参、麦冬、五味子 |
| 注射用丹参多酚酸盐(独家) | 国家乙类(限心绞痛, 二级以上医院) | 50mg/支64元, 100mg/支106元 | 64-212元 | 896-2968元 | 丹参乙酸 |
| 注射用丹参多酚酸(独家) | 尚未进入 | 130mg/瓶, 400元 | 400元 | 5600元 | 丹参多酚酸 |

来源: 齐鲁证券研究所

■ 三、怎么看三七涨价的影响

- 成本测算显示三七剪口每涨价100元/公斤，提高200mg品规的血塞通冻干成本约0.21元，由于公司主要在每年的11月大量备货，因此短期影响不大，但若今年11月三七产新季价格仍在高位，将产生成本压力。
- 从中长期来看，三七价格的高企，对血塞通冻干的价格形成刚性的支撑。从媒体的报道来看，发改委也在考虑中药价格将结合生产特点适度调整。我们的观点是**中成药的价格形成机制应该与化学药不同**。
- 换一个角度来看，三七价格高企，严重挤压低端产品三七总皂苷水针的利润空间，**将促进三七总皂苷粉针对低端产品的替代**。

图表 2: 三七价格走势


来源: 文山三七管理局, 齐鲁证券研究所

■ 四、怎么看公司股价的催化因素

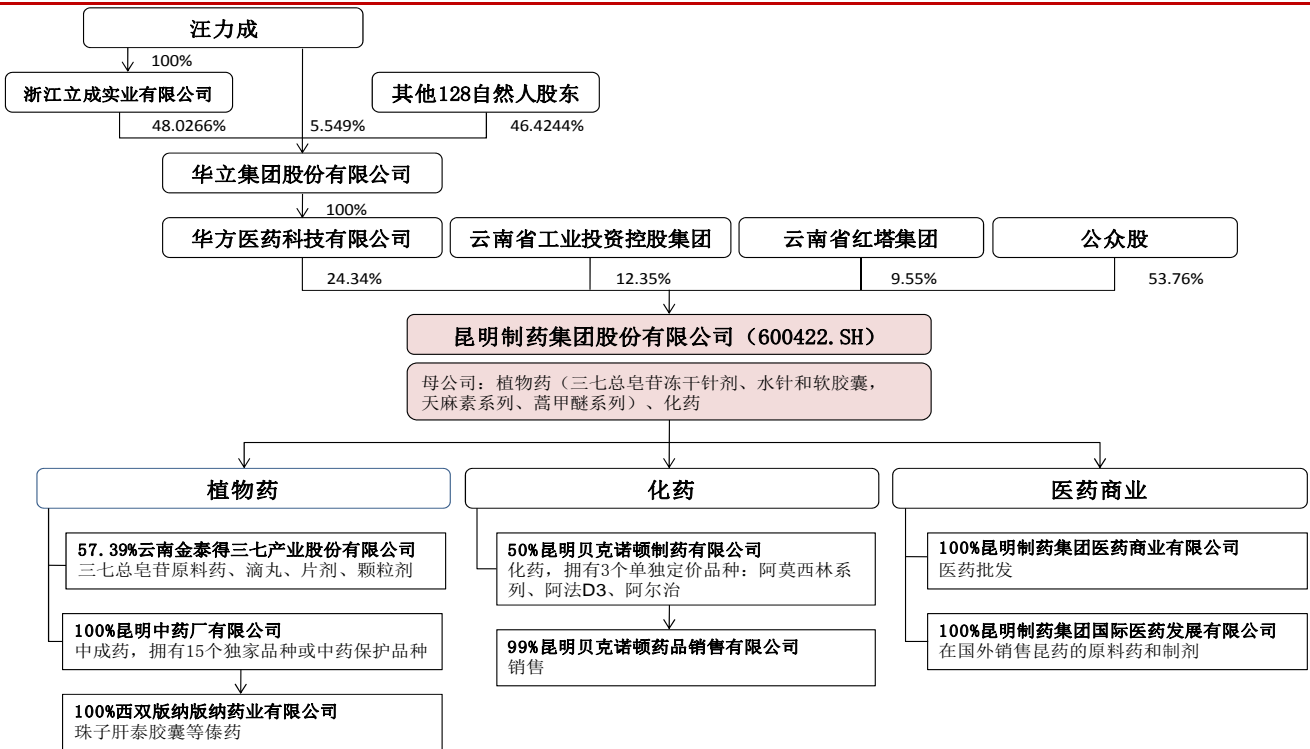
- **近期的催化因素:** (1) **分享基药放量:** 随着基药招投标工作的推进, 昆明制药的主导产品之一络泰®血塞通冻干粉针, 作为基药目录中的类独家品种, 受益于基药在基层医疗使用的推广。(2) **产能瓶颈阶段性解决:** 年产3000万支的新建冻干粉针车间2011年12月份通过国家GMP验证并投入使用, 阶段性地解决了血塞通冻干的产能瓶颈, 支持血塞通冻干粉针2012年销售放量。(3) **血塞通冻干粉针新版国标实行:** 血塞通冻干粉针的新版国家标准在3月初开始实行, 取消了专用助溶剂。我们认为新版国标的实行将有助于提高血塞通冻干粉针对血栓通冻干粉针的竞争力, 并且降低血塞通冻干粉针的成本。从医院终端的调研来看, 医生也认为血塞通冻干粉针取消助溶剂使用更加方便。(4) **营销能力不断提升:** 不断优化营销渠道, 不断扩大自主营销队伍和代理商队伍; 空白区域市场和医院的开发卓有成效; 主导产品在各省的基药、非基药招投标持续推进。
- **未来可能的催化因素:** (1) 如果国家对基药在二、三级医院的用量有强制要求, 将利好基药的独家和类独家品种, 例如: 络泰®血塞通冻干粉针; (2) 如果公司的营销进一步精细化管理, 天眩清®天麻素注射液的成长空间可能进一步挖掘; (3) 如果全资子公司昆明中药厂的营销改革取得成效, 昆明中药厂的品种资源优势将逐步体现在业绩的增长。

- **投资建议:** 看好主导产品络泰®血塞通冻干粉针、天眩清®天麻素注射液的成长空间和公司营销能力的持续加强, 我们重申“买入”评级。我们预测 2012-2014 年 EPS 分别为 0.60 元、0.78、0.97 元。

■ 风险因素:

- A股估值水平整体下移的系统性风险。
- 医药行业宏观政策的不确定性。
- 2012年云南的文山等地干旱, 三七价格处于高位。

图表 3: 昆明制药股权结构图



来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 昆明制药销售收入预测表 (百万元)

| 项 目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 产品I三七总皂甙系列 | | | | | |
| 其中: 三七总皂甙原料药、口服制剂、水针 | 132.56 | 161.09 | 196.53 | 235.84 | 271.21 |
| 三七总皂甙冻干粉针剂 | 168.15 | 302.50 | 501.15 | 712.40 | 926.12 |
| 销售收入 | 300.71 | 463.59 | 697.68 | 948.24 | 1,197.33 |
| 增长率 (YOY) | 48.13% | 54.16% | 50.49% | 35.91% | 26.27% |
| 占总销售额比重 | 16.55% | 19.05% | 22.86% | 25.44% | 26.59% |
| 占主营业务利润比重 | 26.64% | 32.77% | 37.83% | 41.55% | 43.08% |
| 产品II天麻素系列 | | | | | |
| 销售收入 | 90.63 | 120.87 | 175.56 | 219.45 | 274.31 |
| 增长率 (YOY) | 25.87% | 33.37% | 45.25% | 25.00% | 25.00% |
| 占总销售额比重 | 4.99% | 4.97% | 5.75% | 5.89% | 6.09% |
| 占主营业务利润比重 | 13.58% | 14.03% | 15.65% | 15.84% | 16.26% |
| 产品III蒿甲醚系列 | | | | | |
| 销售收入 | 107.30 | 165.50 | 168.81 | 160.37 | 152.35 |
| 增长率 (YOY) | -22.43% | 54.24% | 2.00% | -5.00% | -5.00% |
| 占总销售额比重 | 5.90% | 6.80% | 5.53% | 4.30% | 3.38% |
| 占主营业务利润比重 | 1.79% | 8.44% | 6.47% | 4.70% | 3.68% |
| 产品IV其他中成药 | | | | | |
| 销售收入 | 216.71 | 224.32 | 257.97 | 296.66 | 356.00 |
| 增长率 (YOY) | 30.90% | 3.51% | 15.00% | 15.00% | 20.00% |
| 占总销售额比重 | 11.93% | 9.22% | 8.45% | 7.96% | 7.91% |
| 占主营业务利润比重 | 21.18% | 15.69% | 13.85% | 12.90% | 12.71% |
| 产品IV化学合成药 | | | | | |
| 销售收入 | 387.36 | 344.81 | 413.77 | 496.53 | 595.83 |
| 增长率 (YOY) | 10.54% | -10.98% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 占总销售额比重 | 21.32% | 14.17% | 13.56% | 13.32% | 13.23% |
| 占主营业务利润比重 | 26.98% | 24.80% | 22.48% | 21.41% | 20.72% |
| 产品IV医药商业 | | | | | |
| 销售收入 | 676.55 | 1,114.91 | 1,337.90 | 1,605.48 | 1,926.57 |
| 增长率 (YOY) | 32.78% | 64.79% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 占总销售额比重 | 37.23% | 45.81% | 43.84% | 43.08% | 42.79% |
| 占主营业务利润比重 | 3.39% | 4.27% | 3.71% | 3.60% | 3.56% |
| 销售收入小计 | 1817.24 | 2434.01 | 3051.68 | 3726.72 | 4502.39 |
| 销售成本小计 | 1228.24 | 1712.68 | 2113.02 | 2567.29 | 3093.38 |
| 毛利 | 589.00 | 721.32 | 938.66 | 1159.43 | 1409.01 |
| 平均毛利率 | 32.41% | 29.64% | 30.76% | 31.11% | 31.29% |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 昆明制药财务报表摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|-----------|-------------|------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业总收入 | 1,817 | 2,434 | 3,052 | 3,727 | 4,502 | 货币资金 | 200 | 243 | 248 | 287 | 520 |
| 增长率 | 26.6% | 33.9% | 25.4% | 22.1% | 20.8% | 应收账款 | 384 | 437 | 690 | 843 | 1,018 |
| 营业成本 | -1,228 | -1,713 | -2,113 | -2,567 | -3,093 | 存货 | 331 | 388 | 452 | 549 | 661 |
| % 销售收入 | 67.6% | 70.4% | 69.2% | 68.9% | 68.7% | 其他流动资产 | 65 | 75 | 90 | 107 | 127 |
| 毛利 | 589 | 721 | 939 | 1,159 | 1,409 | 流动资产 | 979 | 1,143 | 1,480 | 1,786 | 2,326 |
| % 销售收入 | 32.4% | 29.6% | 30.8% | 31.1% | 31.3% | % 总资产 | 69.1% | 70.2% | 76.5% | 82.2% | 86.7% |
| 营业税金及附加 | -10 | -15 | -18 | -22 | -27 | 长期投资 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| % 销售收入 | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 固定资产 | 279 | 311 | 284 | 247 | 219 |
| 营业费用 | -338 | -394 | -495 | -604 | -730 | % 总资产 | 19.7% | 19.1% | 14.7% | 11.4% | 8.2% |
| % 销售收入 | 18.6% | 16.2% | 16.2% | 16.2% | 16.2% | 无形资产 | 116 | 128 | 121 | 91 | 90 |
| 管理费用 | -111 | -133 | -165 | -194 | -230 | 非流动资产 | 437 | 486 | 454 | 387 | 358 |
| % 销售收入 | 6.1% | 5.5% | 5.4% | 5.2% | 5.1% | % 总资产 | 30.9% | 29.8% | 23.5% | 17.8% | 13.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 130 | 179 | 261 | 340 | 423 | 资产总计 | 1,416 | 1,630 | 1,934 | 2,173 | 2,683 |
| % 销售收入 | 7.1% | 7.3% | 8.6% | 9.1% | 9.4% | 短期借款 | 125 | 136 | 136 | 20 | 20 |
| 财务费用 | -7 | -9 | -5 | 1 | 7 | 应付账款 | 375 | 476 | 546 | 664 | 800 |
| % 销售收入 | 0.4% | 0.4% | 0.2% | 0.0% | -0.2% | 其他流动负债 | 76 | 82 | 165 | 124 | 149 |
| 资产减值损失 | -12 | -6 | -9 | -17 | -23 | 流动负债 | 576 | 694 | 846 | 808 | 969 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 20 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 0 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| % 税前利润 | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 596 | 712 | 865 | 826 | 988 |
| 营业利润 | 111 | 163 | 247 | 323 | 408 | 普通股股东权益 | 735 | 818 | 943 | 1,187 | 1,493 |
| 营业利润率 | 6.1% | 6.7% | 8.1% | 8.7% | 9.1% | 少数股东权益 | 85 | 99 | 126 | 160 | 202 |
| 营业外收支 | 6 | 12 | 9 | 11 | 10 | 负债股东权益合计 | 1,416 | 1,630 | 1,934 | 2,173 | 2,683 |
| 税前利润 | 117 | 175 | 256 | 334 | 418 | 比率分析 | | | | | |
| 利润率 | 6.5% | 7.2% | 8.4% | 9.0% | 9.3% | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 所得税 | -19 | -30 | -42 | -56 | -69 | 每股指标 | | | | | |
| 所得税率 | 15.9% | 17.0% | 16.4% | 16.7% | 16.6% | 每股收益 (元) | 0.272 | 0.414 | 0.597 | 0.777 | 0.973 |
| 净利润 | 99 | 145 | 214 | 278 | 348 | 每股净资产 (元) | 2.340 | 2.604 | 3.002 | 3.778 | 4.752 |
| 少数股东损益 | 13 | 15 | 26 | 34 | 43 | 每股经营现金净流 (元) | 0.289 | 0.446 | 0.029 | 0.585 | 0.745 |
| 归属于母公司的净利润 | 86 | 130 | 188 | 244 | 306 | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.200 | 0.200 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 4.7% | 5.3% | 6.1% | 6.5% | 6.8% | 回报率 | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | 净资产收益率 | 11.64% | 15.90% | 19.90% | 20.56% | 20.49% |
| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 总资产收益率 | 6.04% | 7.98% | 9.71% | 11.23% | 11.40% |
| 净利润 | 99 | 145 | 214 | 278 | 348 | 投入资本收益率 | 14.31% | 18.18% | 22.68% | 26.05% | 29.37% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 26 | 34 | 43 | 增长率 | | | | | |
| 非现金支出 | 48 | 43 | 47 | 56 | 63 | 营业收入增长率 | 26.64% | 33.94% | 25.38% | 22.12% | 20.81% |
| 非经营收益 | 3 | 4 | -1 | -6 | -9 | EBIT增长率 | 21.45% | 37.98% | 46.18% | 29.90% | 24.60% |
| 营运资金变动 | -59 | -53 | -251 | -144 | -168 | 净利润增长率 | 46.73% | 52.05% | 44.23% | 30.02% | 25.33% |
| 经营活动现金净流 | 91 | 140 | 36 | 218 | 277 | 总资产增长率 | 13.81% | 15.11% | 18.64% | 12.37% | 23.48% |
| 资本开支 | 64 | 43 | -3 | -39 | 1 | 资产管理能力 | | | | | |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 72.3 | 62.5 | 62.0 | 62.0 | 62.0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 92.4 | 78.6 | 78.0 | 78.0 | 78.0 |
| 投资活动现金净流 | -64 | -43 | 3 | 39 | -1 | 应付账款周转天数 | 49.1 | 44.4 | 44.4 | 44.4 | 44.4 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 55.0 | 42.5 | 33.2 | 24.1 | 17.9 |
| 债权募资 | -1 | 1 | 0 | -116 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 其他 | -24 | -58 | -8 | -67 | -1 | 净负债/股东权益 | -6.70% | -10.61% | -9.57% | -19.12% | -28.89% |
| 筹资活动现金净流 | -25 | -57 | -8 | -183 | -1 | EBIT 利息保障倍数 | 19.4 | 19.0 | 50.1 | -285.9 | -57.3 |
| 现金净流量 | 2 | 41 | 31 | 73 | 275 | 资产负债率 | 42.08% | 43.71% | 44.73% | 38.02% | 36.82% |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 过去一年内齐鲁证券对昆明制药的系列报告

| 序号 | 日期 | 报告标题 |
|----|-------------|-------------------------------|
| 01 | 2011年9月15日 | 投资价值分析报告《营销改善, 激励到位, 资源转化为业绩》 |
| 02 | 2011年10月15日 | 事件点评《经营继续向好, 增为做强做大打基础》 |
| 03 | 2011年10月24日 | 季报点评《业绩符合预期, 特色产品继续快速增长》 |
| 04 | 2011年11月16日 | 事件点评《合作利好公司的长期发展》 |
| 05 | 2011年12月23日 | 事件点评《业绩预增符合预期, 产能瓶颈解决》 |
| 06 | 2012年1月5日 | 事件点评《昆明制药股价异动点评》 |
| 07 | 2012年1月13日 | 事件点评《业绩增长确定性好, 下跌带来买点》 |
| 08 | 2012年1月13日 | 事件点评《再次获得高新技术企业认证》 |
| 09 | 2012年2月20日 | 年报点评《业绩符合预期, 12年继续快速成长》 |
| 10 | 2012年3月28日 | 事件点评《第二期回购股票完成, 下跌带来买点》 |
| 11 | 2012年4月27日 | 季报点评《天时地利人和推动公司高成长》 |
| 12 | 2012年5月24日 | 事件点评《继续坚定看好昆明制药的成长》 |

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。