

华仁药业 (300110.SZ) 化学制药行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

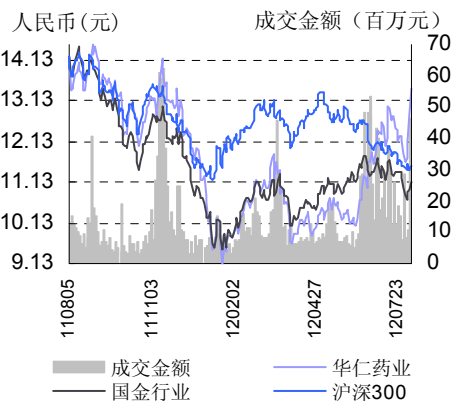
市价(人民币): 13.45元

面临分享腹透行业大发展的机遇;

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)	88.28
总市值(百万元)	29.37
年内股价最高最低(元)	14.50/9.13
沪深 300 指数	2353.74



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.357	0.410	0.477	0.675	0.880
每股净资产(元)	5.17	5.58	6.07	6.76	7.66
每股经营性现金流(元)	0.36	0.28	0.42	0.26	0.47
市盈率(倍)	52.34	25.64	28.08	19.85	15.23
行业优化市盈率(倍)	79.83	20.28	23.39	23.39	23.39
净利润增长率(%)	25.59%	14.73%	19.00%	41.47%	30.30%
净资产收益率(%)	6.91%	7.35%	8.04%	10.21%	11.74%
总股本(百万股)	213.60	213.60	218.36	218.36	218.36

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 8月组合之一华仁药业表现优异, 更新信息如下:
- 以输液为基础, 进入肾透析(腹透)领域: 我们通过对输液行业的研究, 认为输液企业凭借输液优势向非输液领域延伸, 具有先天的优势。在众多的非输液领域, 肾透析是输液企业最适合进入的大市场。
- 肾透析具有几百亿市场的大容量空间: 根据推算, 我国目前存量肾衰终末期病人超过 150 万、每年新发病例 20 万, 但目前只有 25 万患者得到透析治疗(包括血透和腹透)。我们预计随着经济发展和政策支持, 就诊率会有明显提升, 透析人数 5 年后会达到 100 万以上。目前人均年花费 5-6 万元, 即便考虑后续价格下降, 终端市场容量也在数百亿。
- 腹膜透析能够超越透析行业整体的增速: 腹膜透析做为肾透析的一种, 目前占透析比重只有 15%, 假设未来能提高到 30% 的比重, 腹透人数未来有 10 倍以上的增长, 增速将会超越行业平均水平。
- 华仁药业成功进入腹透领域: 公司 2011 年 2 月拿到腹透产品批件, 今年 3 月攻克产品质量问题, 下半年产品正式上市。公司是国内首家非 PVC 膜材产品, 并且与卫生部合作共同开展“国家卫生部腹膜透析培训、示范及推广项目”, 期限为 5 年, 在国内企业腹透市场推广上处在领先地位。
- 现有主业输液保持稳定增长: 公司现有主业是高端输液(双管双阀软袋), 今年四季度预计募投项目产能将逐步达产(增产 50% 以上)。输液行业目前产品供不应求的局面有利于公司产能的消化, 因此这两年输液业务保持稳定增长是可以预期的。

投资建议

- 我们看好未来几年肾透析市场的大发展, 也看好腹膜透析作为其中一种治疗方式的发展机遇, 目前相关公司都有机会大步发展。华仁药业适时出手, 具备了先决条件, 因此我们认为公司具有了跟踪研究的价值。

估值

- 我们预计公司 2012-2013 年 EPS 为 0.48 元、0.68 元, 同比增长 18%、40%, 详细预测见正文。给予“增持”评级。

风险

- 医保降价导致输液主业盈利不达预期; 腹膜透析市场开拓低于预期; 小非解禁压力。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

转型的吸引力：进入肾透析市场，潜力很大.....	3
输液企业的转型，向非输液发展	3
肾透析市场是输液企业最适合进入的领域	3
腹膜透析将受益于我国透析市场的大发展	4
肾透析行业市场潜力很大	4
政策开始扶持透析行业发展.....	4
腹膜透析是重要透析治疗方式	4
我们的观点：只要透析行业大发展，腹透血透同样受益	5
华仁药业从无到有，增长速度有望超越行业水平.....	5
国内企业扮演着新进入者角色	5
华仁药业具备了成功的条件.....	6
后续推广的进程需要紧密跟踪	6
现有输液主业，这两年能保持稳定	7
产品双管双阀型软袋定位高端	7
未来增长主要靠产能扩张	7
盈利预测、估值和投资建议.....	8
风险提示	8
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1：美国百特公司业务构成（销售收入，百万美元）	3
图表 2：需要进行肾透析的病症	4
图表 3：肾透析的两种治疗方式对比	5
图表 4：样本医院腹膜透析液销售统计.....	6
图表 5：公司输液业务销量增长及预测（含扩充及外延）	7

转型的吸引力：进入肾透析市场，潜力很大

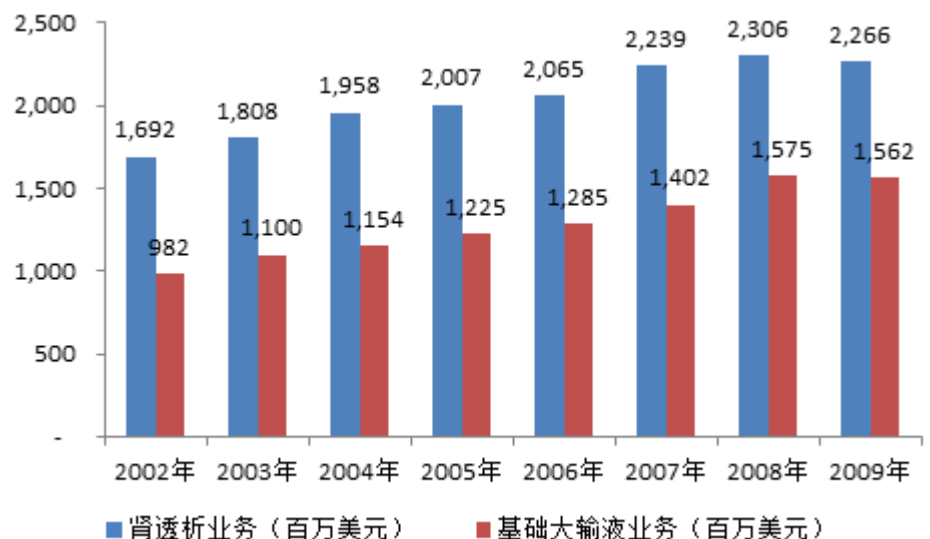
输液企业的转型，向非输液发展

- 华仁药业作为一家输液企业，在双管双阀软袋上有很大优势。但由于输液行业的天花板效应、以及公司对外扩张的能力较弱，公司的投资价值并没有引起投资者的注意。
- 我们通过对输液行业的研究，我们认为输液企业凭借成本优势、生产优势、包材优势、渠道优势，具有向非输液领域进行延伸的先天条件。
- 公司从去年开始，通过一系列工作，向非输液领域迈出了重要一步，正式进入腹膜透析领域。
 - 2011年2月获得腹膜透析产品生产批文；
 - 2011年3月使用超募资金建设腹膜透析液项目；
 - 2011年6月与卫生部医院管理研究所签订了合作协议，共同开展“国家卫生部腹膜透析培训、示范及推广项目”，期限为5年，该项目将在卫生部医政司的领导下，通过建立全国腹膜透析培训示范基地，开展《腹膜透析操作标准规程（SOP）》培训，规范腹膜透析治疗；
 - 2012年3月，公司攻克了困扰销售的产品质量提升问题；
 - 2012年8月启动产品质量再评价工作。
- 我们认为公司经过近两年的准备，目前腹透业务已经体现雏形，具备了分享行业快速发展的先决条件。

肾透析市场是输液企业最适合进入的领域

- 肾透析业务是最适合输液企业进入的领域，国外主要的透析巨头前身都是输液企业，例如百特、费森尤斯等。我们通过美国最大的输液企业百特的报表就能看出，肾透析业务的潜力。

图表1：美国百特公司业务构成（销售收入，百万美元）



来源：国金证券研究所，公司年报

腹膜透析将受益于我国透析市场的大发展

肾透析行业市场潜力很大

- 透析主要用于肾衰终末期（尿毒症），不同的肾衰阶段简单介绍如下：

图表2：需要进行肾透析的病症

慢性肾病发展阶段	肾小球滤过率(GFR)、血清肌酐(Scr)
第1期(肾功能不全代偿期)	GFR50~80ml/min, Scr133~177umol/L
第2期(肾功能不全失代偿期)	GFR20~50ml/min, Scr186~442umol/L
第3期(肾功能衰竭期)	GFR10~20ml/min, Scr 451~707umol/L
第4期(尿毒症期或肾衰终末期)	GFR<10ml/min, Scr>707umol/L
第4期需要透析	

来源：国金证券研究所，健康网

- 对于终末期肾病患者数量的测算，根据发病率和其他国家的参考数值，我国目前存量患者有 150-200 万人，每年新发病例 20 万人。
- 终末期肾病的治疗方式有肾移植、血透、腹透三种，由于肾源有限，后两种是主要的治疗方式。
- 目前我国一年进行透析（腹透、血透）治疗的人数约 25 万人，治疗率不到 20%，提高的潜力很大。

政策开始扶持透析行业发展

- 2011 年 3 月，乳腺癌、宫颈癌、**尿毒症**等进入重大疾病救治试点工程。试点报销比例普遍达到 70%以上。
- 2012 年 3 月 4 日，温家宝总理在政府工作报告中指出，“全面推开**尿毒症**等 8 类大病保障，将肺癌等 12 类大病纳入保障和救助试点范围。”
- 2012 年 7 月 19 日，中共中央政治局常委、国务院副总理、国务院深化医药卫生体制改革领导小组组长李克强主持召开国务院深化医药卫生体制改革领导小组第十一次全体会议。会议重点审议了关于开展城乡居民大病保险的指导意见。本次会议重点审议建立大病保障制度，在未来的很长一段时间里，能够逐步加大投入提高医保支付限额，与市场结合探索多形式的支付保障制度。
- 终末期肾病作为重大疾病，逐步进入各地医保报销范围，相信随着政府的重视度提高，报销比例也将逐步加大。

腹膜透析是重要透析治疗方式

- 透析治疗有两种方式：血透、腹透。两种方式各有利弊，比较如下图：

图表3: 肾透析的两种治疗方式对比

	血透	腹透
频率	一周2-3次, 一年120次	一天4袋、一年1460袋
费用	每次400-500元	每袋30-40元
每年总费用	5-6万	4.5-5.5万
医疗条件	需入院	前期入院, 以后在家进行
基本原理	导出血液进入透析机, 过滤后再输回人体	把过滤液输入人体, 利用腹膜透析后, 排除过滤液
缺点	病毒感染	腹膜硬化、粘连等并发症
优点	小分子清除效果好	中大分子清除效果好, 保留部分肾功能

来源: 国金证券研究所, 健康网

- 两种治疗方式孰优孰劣有争议, 不同国家治疗方式的选择也不同: (1) 新加坡、泰国、香港等亚洲国家和地区偏好选用腹透作为第一治疗方案, 腹透占比在 70% 以上。(2) 欧美以血透为主, 腹透占比在 30% 左右。
- 我国目前 25 万的透析病人当中, 其中 3 万多人是腹透, 占比 15%; 其余是血透, 占比 85%。

我们的观点: 只要透析行业大发展, 腹透血透同样受益

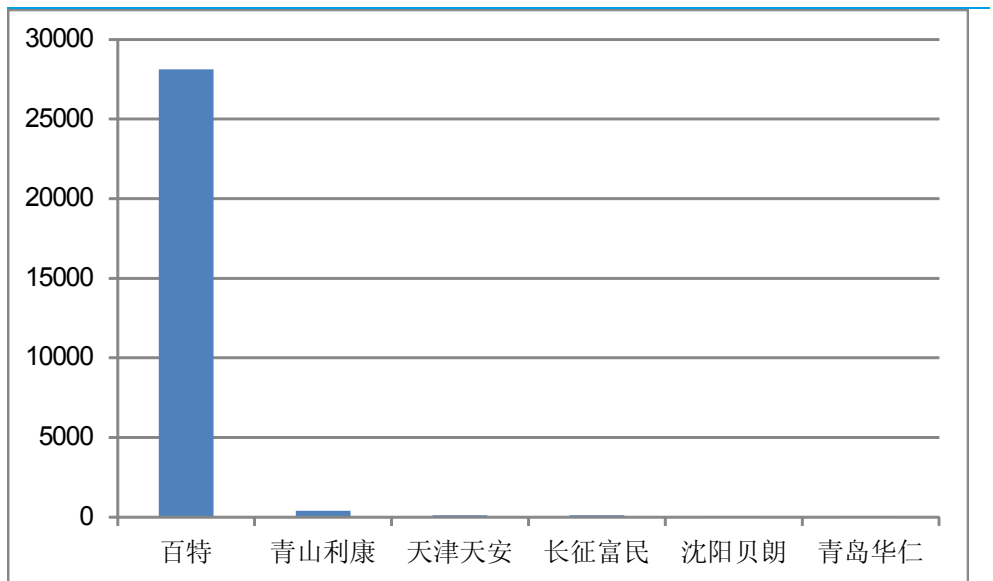
- 我们认为不必纠结于哪种治疗方式在中国更有前途, 因为透析行业的大发展是确定性的。我们判断 2013-2015 年是透析行业增速最快的三年, 复合增速可能在 40% 左右。
- 在这个过程中, 即便血透和腹透维持现有比例 (85%: 15%), 两者都有 2 倍以上的增长空间。
- 如果腹透能够受到政策的眷顾, 占比能够由 15% 提高到 20%, 腹透人数有 3 倍以上的增长空间。
- 因此我们看好透析行业的成长潜力, 无论是血透还是腹透。
- **风险点:** 我们要考虑市场扩容背景下, 政策对价格的诉求压力。因此透析行业的发展也是放量、降价并存的过程。但我们判断即便考虑降价的因素, 行业保持 30% 以上的增长也是有可能的。

华仁药业从无到有, 增长速度有望超越行业水平

国内企业扮演着新进入者角色

- 国内的腹膜透析行业目前 90% 以上的市场份额被外资企业百特占据, 国内厂商长征富民 (华润双鹤)、青山利康 (科伦药业)、天津天安、华仁药业占比不到 10%。

图表4: 样本医院腹膜透析液销售统计



来源: 国金证券研究所, PDB

- 腹膜透析作为一种需要专业化推广的“药品”，对企业的销售能力有较高的要求，除此之外还要有服务体系、物流体系的要求。由此可见，与外资企业的竞争难度将非常大。
- 幸运的是目前市场处在扩容期，有很大的增量市场可以去竞争，难度相对较小。
- 对国内企业而言，如上图所示，基本都是从 0 起步，增量市场已经足够支撑其高速发展。
- **超预期的因素：**国内企业如果能够实现进口替代（需要政策扶持），那么增速将远超我们的预期。

华仁药业具备了成功的条件

- 公司适时推出了腹透产品，目前也解决了产品质量问题，同时公司顺利搭上了与卫生部合作的快车。
- 公司今年启动医生培育工程，将在卫生部医政司的领导下，通过建立全国腹膜透析培训示范基地，开展《腹膜透析操作标准规程（SOP）》培训，规范腹膜透析治疗。通过推广华仁腹膜透析液，降低医疗费用，开展腹膜透析治疗质量监管工作，保障医疗质量和医疗安全，从而提高尿毒症患者救治率，满足日益增长的尿毒症患者治疗需求。
- 目前全国能做腹膜透析的医生只有数百人，通过该项目的推广，预计人数将大幅提升，由此将激发行业的大发展。

后续推广的进程需要紧密跟踪

- 我们看好腹膜透析行业，也认为华仁药业具有成功的可能。但最终的结果需要持续跟踪，期间的风险点如下：
 - 更多的扶持政策能否尽快出台；
 - 5年医生教育工作的花费可能超预期；
 - 培育好的市场爆发可能被其他企业分享；
 - 大规模生产后的产品质量问题反复；

- 即便存在上述的不确定性，考虑到市场一旦推广成功对公司的弹性，我们认为公司有投资价值。只要公司现有主业能够保持稳定，这一点我们下文分析：

现有输液主业，这两年能保持稳定

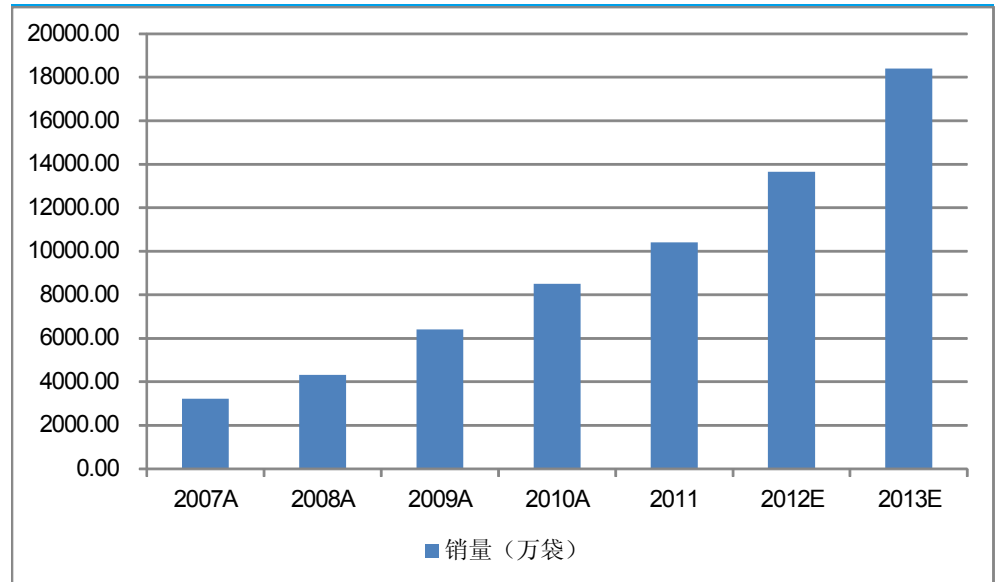
产品双管双阀型软袋定位高端

- 公司所有的输液产品都是双管双阀型非 PVC 软袋。公司是该品种最早的生产商之一，该产品因为与传统非 PVC 软袋相比，可以减少交叉感染的概率，早期获得了国家政策支持。在多个省份得以区别于一般非 PVC 软袋招标，获得了较高的定价。
- 公司凭借较高的产品定价，通过直销的模式进入了很多高端医院。因此公司的毛利率较一般输液企业高 10 个多点。公司这两年不断强化自身在双管双阀型产品上的优势，自主开发了新型连接管口盖（SPC 组合盖），降低了成本。

未来增长主要靠产能扩张

- 公司目前产能 1 亿袋，处于满产状态。上市募投项目的扩充计划预计今年四季度达产，可以新增产能 5500 万袋。考虑到现有输液行业供不应求的局面，预计公司新产能释放能够得到消化。
- 同时公司也会考虑外延式扩张的方式，今年 7 月 23 日签署意向书，收购结晶药业 70% 的股权，主营大输液。但考虑到公司发展战略，外延式不会成为主要增长点。

图表5：公司输液业务销量增长及预测（含扩充及外延）



来源：国金证券研究所，公司年报

输液主业的风险点

- 公司产品目前价位较高，价格下行是趋势，我们预测当中也考虑到了价格 5% 以内的下降。但后续医保招标如果出现类似去年基药招标类似的局面，价格下滑将超预期。
- 但从目前输液行业供需状况判断，我们认为出现上述情况的概率较小。

盈利预测、估值和投资建议

- 现有主业预测：我们预计 2012、2013 年输液业务 EPS 为 0.48 元、0.63 元，同比增长 19%、30%。今年外延并购暂时没有计入，明年的增长考虑新增产能和外延式收购。
- 腹膜透析预测：如果市场拓展进行顺利的话（明年销量超过 300 万袋），我们预计 2013 年开始贡献少量利润，2014 年开始大幅贡献。由于该业务的进程难以预测、销量也难以预测，我们较难量化。但我们出于对腹膜透析行业的看好，我们认为其中的潜在弹性是很大的。
- 综上我们预测公司 2012、2013 年 EPS 为 0.48 元、0.68 元，同比增长 19%、40%。
- 盈利预测的安全边际：公司前期做了股权激励，以 2010 年为基础，2011-2013 年收入增长 18%、50%、33%，扣非净利润增长 15%、16%、30%。2011 年已经完成目标，据此测算，公司 2012、2013 年 EPS 为 0.46 元、0.59 元。
- 投资建议：我们看好肾透析行业、看好腹膜透析行业，其中的公司都是我们的选择方向。华仁药业在腹透领域的成就虽然目前无法准确预判，但我们愿意选择跟踪覆盖，来分享这个行业的黄金增长期。目前的股价尚没有过度透支基本面（27 倍估值），有安全边际，因此我们给予“增持”评级。
- 除了华仁药业以外，另外两家腹透企业：长征富民（华润双鹤）、青山利康（科伦药业）也值得关注。

风险提示

- 输液价格波动超预期；
- 腹透推广进程低于预期；
- 小非解禁风险；

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	289	338	405	521	693	901	货币资金	28	471	306	300	380	480
增长率		17.2%	19.8%	28.5%	33.1%	30.0%	应收款项	151	194	249	288	381	495
主营业务成本	-124	-147	-177	-236	-326	-423	存货	48	50	48	65	89	116
%销售收入	42.9%	43.4%	43.7%	45.3%	47.0%	47.0%	其他流动资产	44	21	44	61	83	108
毛利	165	191	228	285	367	477	流动资产	272	736	646	713	934	1,199
%销售收入	57.1%	56.6%	56.3%	54.7%	53.0%	53.0%	%总资产	42.7%	63.9%	51.8%	47.9%	49.5%	53.9%
营业税金及附加	-2	-4	-4	-5	-7	-9	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.8%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	346	368	545	720	888	952
营业费用	-55	-61	-94	-122	-152	-185	%总资产	54.4%	31.9%	43.7%	48.3%	47.1%	42.8%
%销售收入	19.0%	18.0%	23.1%	23.5%	22.0%	20.5%	无形资产	17	47	54	54	62	70
管理费用	-17	-31	-37	-42	-52	-59	非流动资产	364	416	601	777	953	1,024
%销售收入	6.1%	9.3%	9.2%	8.0%	7.5%	6.5%	%总资产	57.3%	36.1%	48.2%	52.1%	50.5%	46.1%
息税前利润 (EBIT)	90	95	93	116	156	225	资产总计	636	1,152	1,247	1,490	1,887	2,222
%销售收入	31.2%	28.1%	22.9%	22.2%	22.5%	25.0%	短期借款	210	0	0	116	338	450
财务费用	-12	-10	6	2	0	-4	应付款项	40	35	33	56	76	98
%销售收入	4.3%	3.0%	-1.4%	-0.3%	0.1%	0.4%	其他流动负债	12	13	12	22	29	38
资产减值损失	-3	-1	-3	-2	-2	-2	流动负债	262	48	46	194	443	586
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	60	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	10	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	322	48	56	194	443	587
营业利润	75	84	95	115	153	219	普通股股东权益	314	1,104	1,192	1,296	1,443	1,635
营业利润率	25.9%	24.9%	23.5%	22.1%	22.1%	24.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	8	8	8	20	8	负债股东权益合计	636	1,152	1,247	1,490	1,887	2,222
税前利润	76	92	104	123	173	227	比率分析						
利润率	26.5%	27.2%	25.5%	23.7%	25.0%	25.2%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-16	-16	-16	-19	-26	-35	每股指标						
所得税率	20.5%	17.1%	15.4%	15.5%	15.0%	15.5%	每股收益	0.380	0.357	0.410	0.477	0.675	0.880
净利润	61	76	88	104	147	192	每股净资产	1.961	5.169	5.579	6.067	6.757	7.656
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.241	0.363	0.279	0.420	0.255	0.474
归属于母公司的净利润	61	76	88	104	147	192	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	21.1%	22.6%	21.6%	20.0%	21.3%	21.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.36%	6.91%	7.35%	8.04%	10.21%	11.74%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	9.56%	6.63%	7.02%	6.99%	7.81%	8.64%
净利润	61	76	88	104	147	192	投入资本收益率	12.27%	7.13%	6.59%	6.92%	7.44%	9.12%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	22	32	36	30	35	41	主营业务收入增长率	39.01%	17.24%	19.81%	28.46%	33.06%	30.00%
非经营收益	11	9	-8	-3	-13	4	EBIT增长率	43.20%	5.43%	-2.28%	24.48%	34.86%	44.44%
营运资金变动	-56	-40	-56	-42	-116	-136	净利润增长率	30.88%	25.59%	14.73%	19.00%	41.47%	30.30%
经营活动现金净流	39	78	60	90	54	101	总资产增长率	25.32%	81.15%	8.31%	19.45%	26.61%	17.80%
资本开支	-97	-67	-233	-196	-189	-102	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	149.1	145.1	144.2	144.0	144.0	144.0
其他	1	0	10	0	0	0	存货周转天数	111.0	122.5	100.9	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-97	-67	-223	-197	-189	-102	应付账款周转天数	60.1	44.5	39.9	40.0	40.0	40.0
股权募资	32	714	0	0	0	0	固定资产周转天数	429.9	392.0	315.3	262.1	233.1	184.7
债权募资	21	-270	0	106	222	113	偿债能力						
其他	-16	-12	-2	-4	-7	-12	净负债/股东权益	77.19%	-42.68%	-25.66%	-14.20%	-2.92%	-1.77%
筹资活动现金净流	37	432	-2	101	215	101	EBIT利息保障倍数	7.3	9.5	-16.3	-65.1	374.3	63.3
现金净流量	-21	443	-165	-6	80	100	资产负债率	50.64%	4.13%	4.47%	13.03%	23.50%	26.41%

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
买入	0	0	0	0	1
增持	0	6	7	7	9
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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为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