中航证券 AVIC SECURITIES

珍宝岛(603567):高端中药注射剂生产企业,领跑细分市场

中航证券金融研究所　沈文文
证券执业证书号：S0640513070003
电话：0755-83688575
邮箱：wwshenavic@163.com

行业分类：医药　　2015 年 4 月 21 日

股票价格	
合理价格区间	33.75-47.25 元
网下发行数量	645.80 万股
网上发行数量	5812.20 万股

股本结构	
发行前总股本（万股）	36000
本次发行股本（万股）	6458
发行后总股本（万股）	42458

主要财务数据及预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入增长率（%）	12.59	14.07	14.26	15.77
净利润增长率（%）	9.25	20.39	21.44	18.57
综合毛利率（%）	63.07	63.89	64.00	64.20
摊薄每股收益（元）	1.12	1.35	1.64	1.95

报告要点:

◆ 公司概况

珍宝岛主要从事于高端中药制剂的研发、生产和销售，以心脑血管类药物为主。经过多年的快速发展，拥有多个重磅药物，包括注射用血塞通、血塞通注射液和舒血宁注射液等 67 个品种、102 个药品生产批准文号。

◆ 公司竞争优势

- 核心产品优势。公司拥有多项重磅产品，以心脑血管类为主，感冒类、抗病毒类和骨质疏松类为辅。注射用血塞通、注射用骨肽和舒血宁注射液是公司的主要利润来源，注射用血塞通、舒血宁注射液和血塞通注射液的市场份额稳居细分领域第一位。
- 研发优势。公司注重研发创新，拥有完善的研发平台药物研究院和技术中心，研发人员占比 18.89%。
- 营销网络优势。公司的产品销售由子公司医贸公司负责，医贸公司设立三个事业部,第一事业部主要负责普药及 OTC 产品的销售,;第二、三事业部主要负责处方药的销售，针对不同的产品，采取差异化的营销策略。公司的营销网络覆盖全国.

◆ 募集资金投向

公司此次公开发行 6458 万股,发行价 23.60 元,预计募集资金总额 15.24 亿元。此次募集资金主要用于产品的产能扩建、技改以及偿还银行贷款等。预计项目完成后，公司的盈利能力有望进一步增强。

◆ 盈利预测及估值建议

我们预计公司 15-17 年摊薄 EPS 分别为 1.35 元、1.64 元和 1.95 元，同比增长率分别为 20.39%、21.44%和 18.57%，参照可比公司估值，我们认为公司合理的价格区间为 33.75—47.25 元，对应 2015、2016 和 2017 年的估值区间为 25.00-35.00 倍、20.58-28.81 倍和 17.31-24.23 倍。

◆ 主要不确定性因素

药品降价风险、中药原材料价格波动的风险。

股市有风险　入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

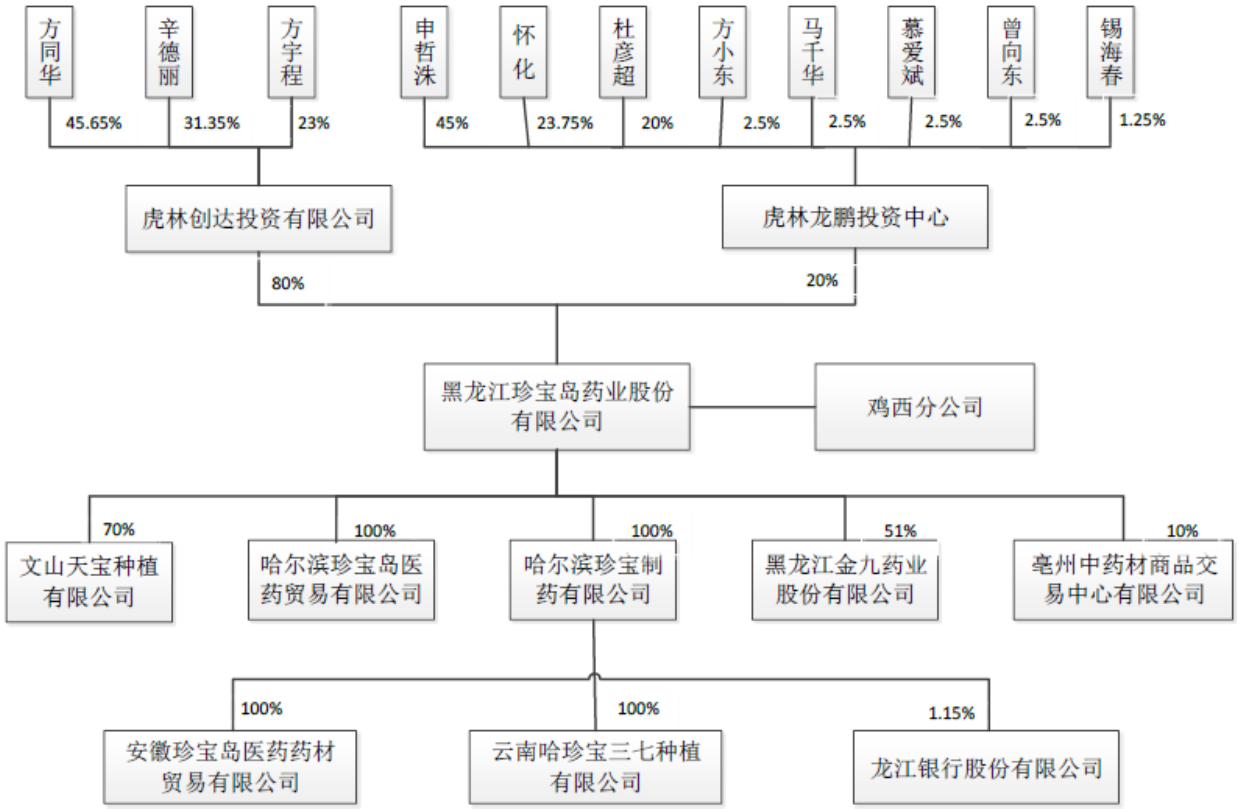
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址：　www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635
传真：0755-83688539

一、公司概况

珍宝岛的前身为“黑龙江省珍宝岛制药有限公司”，成立于 1996 年 10 月。公司主要从事于高端中药制剂的研发、生产和销售，以心脑血管类药物为主。经过多年的快速发展，公司拥有注射用血塞通、舒血宁注射液、复方芩兰口服液等 67 个品种、102 个药品生产批准文号。

此次股票发行前，公司的控股股东为虎林创达投资有限公司，持股 80%。公司的实际控制人为方同华、辛德丽夫妇及其子方宇程。

图表 1：公司发行前股权结构图谱



资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

1.1 公司基本情况

1996 年 10 月，方同华、辛德丽、刘爱琴、申哲洙以货币出资方式共同设立黑龙江省珍宝岛制药有限公司，注册资本 50 万元。之后股东之间多次增资，并协议转让股权，各个股东的持股比例也在不断调整。2011 年 3 月，公司整体变更为股份有限公司，此后，公司的股权结构未发生重要变化。

图表 2：公司历史沿革

公司历史沿革
1996 年，方同华、辛德丽、刘爱琴、申哲洙以货币出资方式共同设立黑龙江省珍宝岛制药有限公司，注册资本 50 万元。

1998 年，股东两次增加注册资本至 305 万元。
2001 年，注册资本由 305 万元增加到 1,025 万元，本次增资 720 万元由股东辛德丽认缴。
2004 年 9 月，注册资本由 1,025 万元增加到 3,080 万元。本次增资 2,055 万元由股东方同华认缴。
2004 年 12 月，注册资本由 3,080 万元增加到 3,880 万元。其中，辛德丽认缴 500 万元，方同勤认缴 300 万元。
2005 年，注册资本由 3,880 万元增加到 4,620 万元，本次增资 740 万元由方福涛认缴。
2006 年 6 月，注册资本由 4,620 万元增加到 5,000 万元，本次增资 380 万元由股东方同勤认缴。
2006 年 8 月，股东方同勤、方福涛与方宇程签订《股权转让协议书》，分别将各自所持有的 680 万元、740 万元公司股权转让给方宇程。
2008 年 1 月，注册资本由 5,000 万元增加到 5,500 万元，本次增资 500 万元由方同华认缴。
2008年7月，股东之间分别签订《股权转让协议》，方同华、方宇程分别将所持有的公司104.4万元、147.76万元股权转让给辛德丽；方宇程转让给申哲洙和刘爱琴各0.12万元股权。同时，公司注册资本由5,500万元增加到8,000万元。本次增资2,500万元，其中方同华认缴1,000万元，方宇程认缴1,000万元，辛德丽认缴500万。
2010年11月，方同华、辛德丽和方宇程分别与虎林创达签订《股权转让协议》，将其各自持有的2,922.24万元股权、2,005.76万元股权及1,472万元股权转让给虎林创达。
2010 年 12 月，方宇程、方同华及申哲洙将其各自持有的 800 万元、799.36 万元及 0.32 万元出资额转让给虎林龙鹏医药科技开发中心。刘爱琴将其持有的 0.32 万元出资额转让给虎林龙鹏医药科技开发中心。
2011 年 3 月，公司整体变更为股份有限公司。
2011 年 11 月，注册资本由 20,000 万元增加到 36,000 万元，新增的 16,000 万元以公司原有资本公积转增股本，公司总股本为 36000 万股。

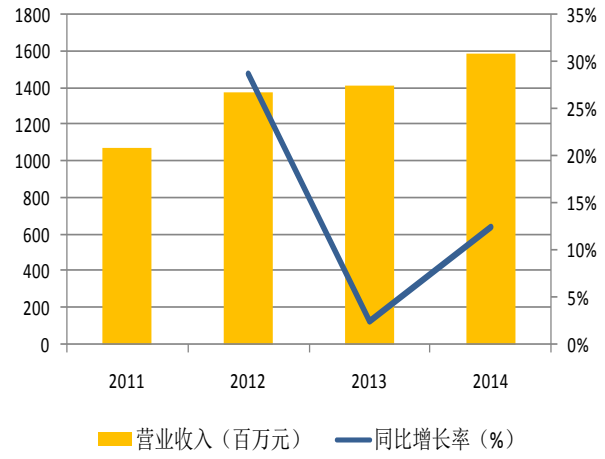
资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

1.2 公司主营业务

公司主要从事于中成药的研发、生产和销售，以心脑血管类药物为主。经过多年的快速发展，公司拥有多个重磅药物，包括注射用血塞通、舒血宁注射液、复方芩兰口服液等 67 个品种、102 个药品生产批准文号。其中 43 个品种被列入《国家医保目录》，20 个品种被列入《国家基本药物目录》。按照收入构成来看，注射用血塞通、注射用骨肽和舒血宁注射液是公司的主要利润来源，收入和利润占比均达到 90%以上。

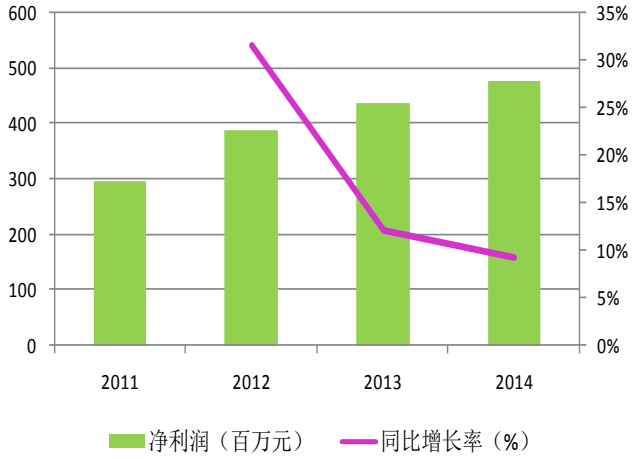
通过向上下游延伸，公司目前已经建立了中药原材料种植、药品的研发和生产、药品销售一条完整的产业链，产品结构上以中药注射剂为主、化学药为辅。此次发行后，通过产能扩建，规模效应有助于公司进一步建立成本优势，强化自己在细分行业内的竞争优势。

图表 3：公司的营业收入状况



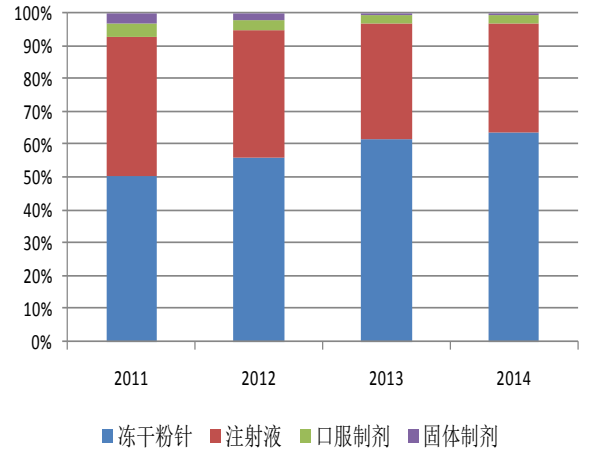
资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 4：公司的净利润状况



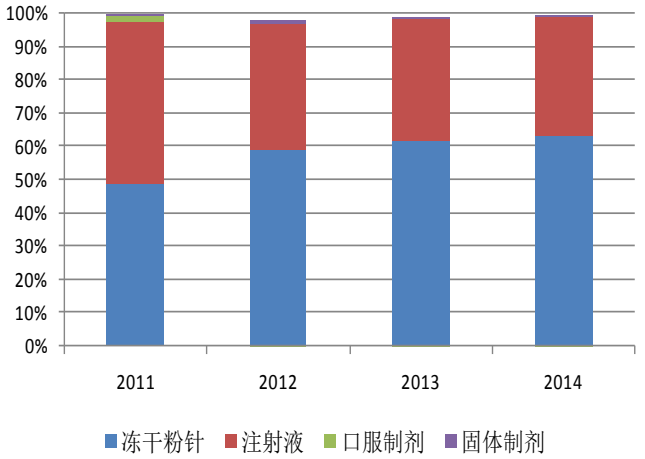
资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 5：公司的营业收入结构



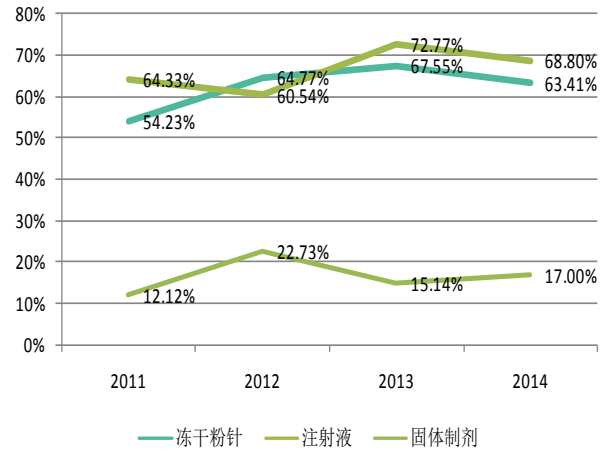
资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 6：公司的营业利润结构



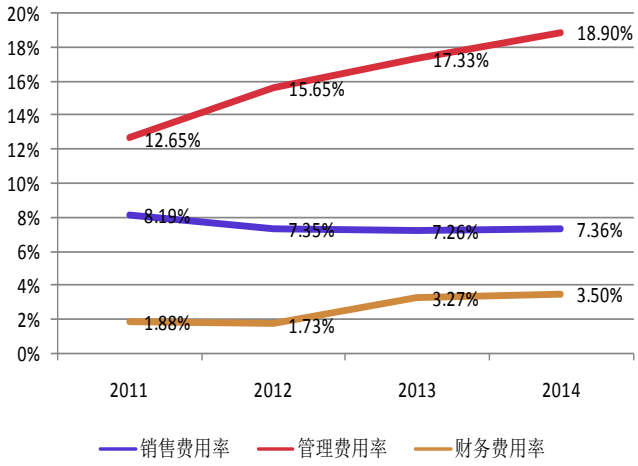
资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 7：各项业务的毛利率



资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 8：公司的各项财务比率



资料来源：wind、中航证券金融研究所

二、公司的竞争优势

公司作为特色的高端中药制剂生产企业，经过多年的发展，在多个方面建立起了自己的竞争优势，包括核心产品优势、研发优势以及营销网络优势等。

核心产品优势。经过多年的发展，公司拥有多项重磅产品，以心脑血管类为主，感冒类、抗病毒类和骨质疏松类为辅。具体的产品包括注射用血塞通、舒血宁注射液、血塞通注射液、复方芩兰口服液、注射用骨肽、注射用炎琥宁和黄芪注射液等。按照收入构成来看，注射用血塞通、注射用骨肽和舒血宁注射液是公司的主要利润来源，收入和利润占比均达到 90%以上。其中，注射用血塞通、舒血宁注射液和血塞通注射液的市场份额稳居细分领域第一位。

公司目前拥有 67 个品种、102 个药品生产批准文号。除了核心品种外，还有灵芪加口服液、乌杞调脂口服液、桂龙益肾通络口服液等多个独家品种。借助于资本市场和现有的经销模式，未来有望加速释放公司业绩。

图表 9：公司的主要产品布局

治疗领域	代表产品
心脑血管	注射用血塞通、舒血宁注射液、血塞通注射液、血栓通胶囊和刺五加注射液。
感冒	复方芩兰口服液、双黄连注射液、小儿热速清糖浆。
抗病毒	注射用炎琥宁和黄芪注射液。
骨质疏松	注射用骨肽

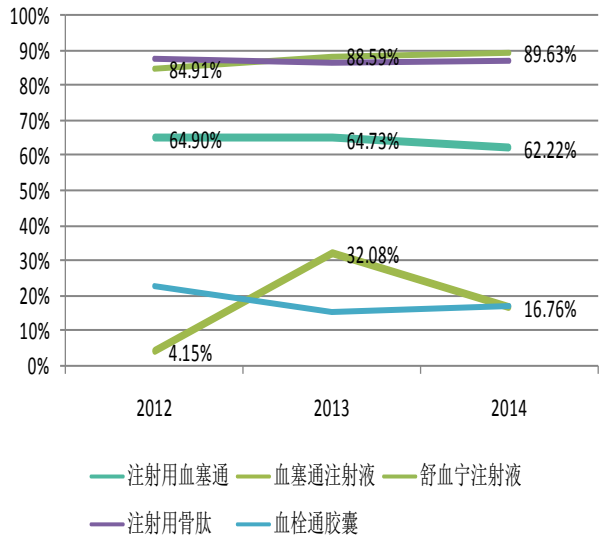
资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

图表 10：公司的核心产品

产品名称	治疗领域	主要成份	主要功能
注射用血塞通（粉针）	心脑血管	三七提取物	主要用于治疗中风偏瘫、淤血阻络和脑血管疾病后遗症等
血塞通注射液（水针）	心脑血管	三七提取物	主要用于治疗中风偏瘫、淤血阻络和动脉粥样硬化等
血栓通胶囊	心脑血管	三七提取物	主要用于治疗脑梗塞、冠心病和心绞痛等
舒血宁注射液	心脑血管	银杏叶提取物	主要用于脑栓塞塞、冠心病和心绞痛等
复方芩兰口服液	感冒	复方芩兰提取物	清热解毒、主治咳嗽和发烧等疾病
注射用骨肽	骨质疏松	猪四肢骨提取物	主治骨质疏松、关节炎等

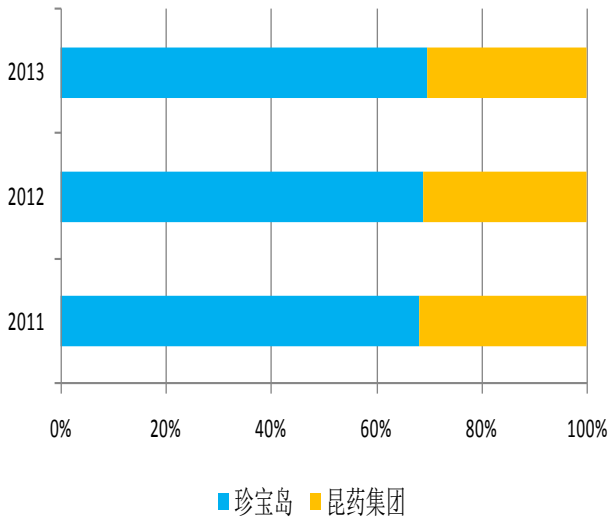
资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

图表 11：核心产品毛利率状况



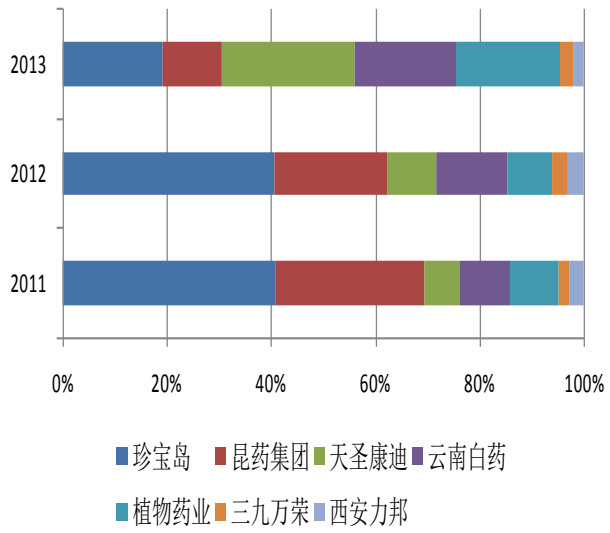
资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

图表 12：注射用血塞通的市场构成



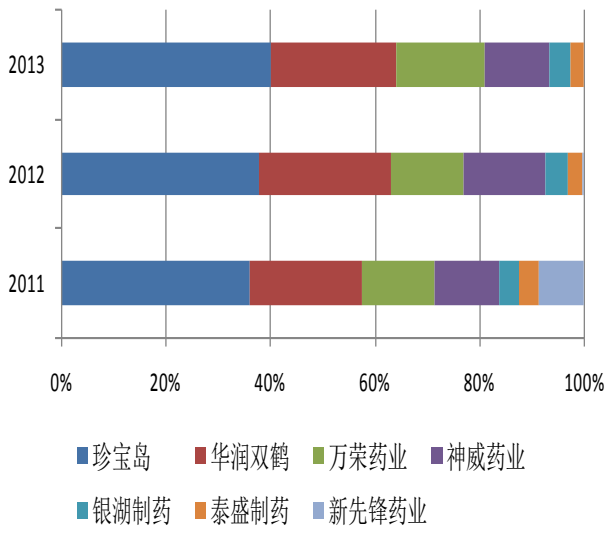
资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

图表 13：血塞通注射液的市场构成



资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

图表 14：舒血宁注射液的市场构成



资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

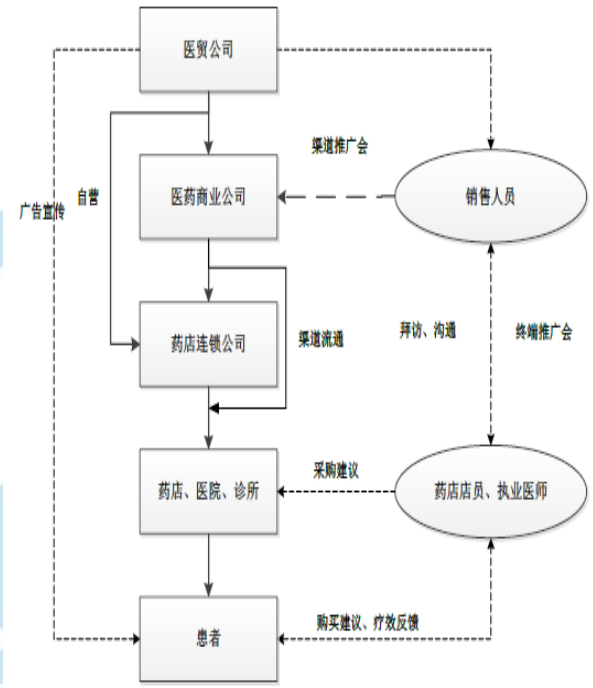
我们预计公司的新增产能逐步释放后，市场份额有望进一步提升。由于需求巨大，产品价格也将保持平稳向上的趋势。

研发优势。研发能力是医药企业的核心竞争力，但受制于起步晚、见效慢等因素的制药，我国的医药企业的研发投入普遍不足，研发能力落后国际市场。珍宝岛的创始人方同华注重研发创新，公司拥有完善的研发平台药物研究院和技术中心，研发人员 673 人，占公司总人数的 18.89%。2014 年，公司研发费用 6765.06 万元，营业收入占比 4.25%，

经过多年的积累，公司取得了显著的研发成果。目前公司拥有专利 92 项，其中发明专利 47 项。生产工艺方面，公司的中药材成份吸附和提取技术已经十分成熟。此外，公司与中国中医科学院、中国药科大学等多所大学建立了研发合作关系。

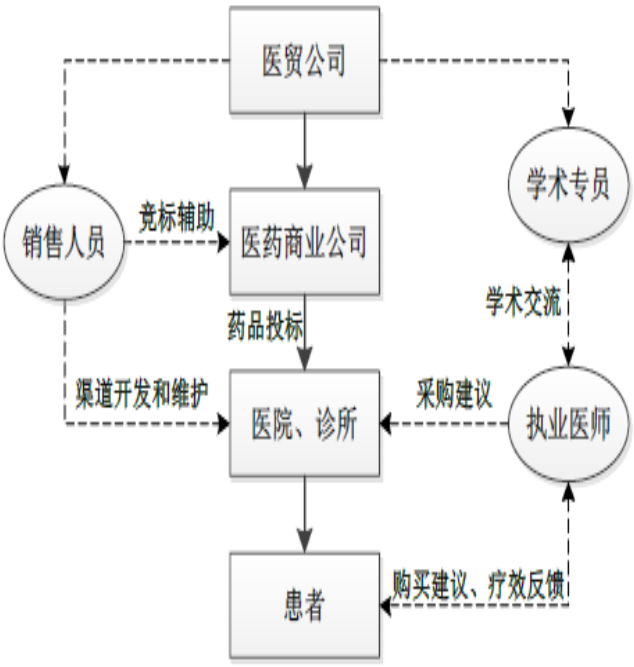
营销网络优势。公司的产品销售由全资子公司医贸公司负责，医贸公司设立三个事业部，第一事业部主要负责普药及 OTC 产品的销售，以自营为主；第二、三事业部主要负责处方药的销售，以学术营销为主，针对不同的产品品类，公司采取了差异化的营销策略。公司的营销网络覆盖全国，拥有 72 个省级办事处，211 个地市级办事处，直接对接 2,000 多家医药商业公司。

图表 15：第一事业部的小说模式



资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

图表 16：第二、三事业部的销售模式



资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

三、募集资金投向

公司此次公开发行 6458 万股，发行价 23.60 元，预计募集资金总额 15.24 亿元。此次募集资金主要用于主打产品和新产品的产能扩建、技改以及偿还银行贷款等，具体包括 8,000 万支注射用血塞通生产线建设项目、1.93 亿支水针车间 GMP 改建项目、注射用骨肽高技术产业化项目、复方芩兰口服液产业化项目、中药提取二期工程建设项目、现代化仓储及物流基地建设项目、技术研发中心建设项目和偿还银行贷款 8 个项目。其中，多个募投项目以已经启动建设，预计产能扩建完成后，公司的盈利能力有望进一步增强。

图表 3：公司募投注射用灯盏花素项目的产能状况

项目名称	投资总额（万元）
8,000万支注射用血塞通生产线建设项目	32,920.58
1.93亿支水针车间GMP改建项目	16,172.20
注射用骨肽高技术产业化项目	8,921.17
复方芩兰口服液产业化项目	10,443.08
中药提取二期工程建设项目	23,571.21
现代化仓储及物流基地建设项目	7,486.67
技术研发中心建设项目	5,237.81
偿还银行贷款及补充流动资金	38,000.00
合计	142,751.72

资料来源：珍宝岛招股书、中航证券金融研究所

四、盈利预测及估值建议

在财务预测的过程中，我们将公司的产品进行分类，分别进行收入预测（只列出年收入千万元以上产品，），然后进行汇总。

图表 18：公司分产品营业收入及主要财务预测

	12A	13A	14A	15E	16E	17E
注射用血塞通						
营业收入（百万元）	652.72	744.62	752.33	827.56	910.32	1001.35
增长幅度（%）				10.00	10.00	10.00
毛利率（%）	64.90	64.73	62.22	64.00	64.00	64.00
血塞通注射液						
营业收入（百万元）	77.55	33.55	101.15	106.21	111.52	117.09
增长幅度（%）				5.00	5.00	5.00
毛利率（%）	4.15	32.08	16.76	17.00	17.00	17.00
血栓通胶囊						
营业收入（百万元）	27.48	9.19	11.30	12.43	13.67	15.04
增长幅度（%）				10.00	10.00	10.00
毛利率（%）	22.62	15.23	16.83	17.00	17.00	17.00
舒血宁注射液						
营业收入（百万元）	366.36	389.93	382.77	401.91	422.00	443.10
增长幅度（%）				5.00	5.00	5.00
毛利率（%）	84.91	88.59	89.63	89.50	89.50	89.50
注射用骨肽						
营业收入（百万元）	69.29	124.32	184.97	268.21	375.49	525.68
增长幅度（%）				45.00	40.00	40.00
毛利率（%）	87.89	86.44	86.84	86.50	86.00	86.00
注射用炎琥宁						

营业收入（百万元）	42.96	1.05	68.15	74.97	82.46	90.71
增长幅度（%）				10.00	10.00	10.00
毛利率（%）	27.93	32.06	16.33	16.00	16.00	16.00
黄芪注射液						
营业收入（百万元）	39.86	35.56	30.82	30.82	30.82	30.82
增长幅度（%）				0	0	0
毛利率（%）	-12.75	-4.37	-11.64	-10.00	-10.00	-10.00
其他						
营业收入（百万元）	103.48	76.59	61.42	95.00	130.00	180.00
增长幅度（%）				54.67	36.84	46.15
毛利率（%）	10.00	10.00	10.58	11.00	11.00	11.00
其他假设						
营业费用/营业收入（%）	9.87	7.52	9.35	10.00	12.00	12.00
管理费用/营业收入（%）	14.02	13.69	15.04	19.00	17.00	16.00
税率（%）	14.69	15.23	16.40	16.40	16.40	16.40

资料来源：公司年报、中航证券金融研究所

我们预计公司 15-17 年摊薄 EPS 分别为 1.35 元、1.64 元和 1.95 元，同比增长率分别为 20.39%、21.44%和 18.57%，参照可比公司估值，我们认为公司合理的价格区间为 33.75—47.25 元，对应 2015、2016 和 2017 年的估值区间为 25.00-35.00 倍、20.58-28.81 倍和 17.31-24.23 倍。

图表 19：可比公司估值概况

企业名称	股票代码	每股收益（EPS）			市盈率（PE）		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
中恒集团	600252	1.53	1.23	1.48	13.66	16.99	14.10
上海凯宝	300039	0.68	0.82	0.97	25.83	21.55	18.30
昆药集团	600422	1.11	1.36	1.61	33.20	26.84	22.61
益盛药业	002566	0.36	0.43		48.61	40.30	
平均值					30.33	26.42	18.34

资料来源：wind、中航证券金融研究所

五、主要不确定因素

药品降价风险、中药原材料价格波动的风险。

图表 20：盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位：百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1379.70	1414.81	1592.91	1817.11	2076.28	2403.79
增长率(%)	28.79%	2.54%	12.59%	14.07%	14.26%	15.77%
归属母公司股东净利润	389.65	436.90	477.30	574.64	697.83	827.39
增长率(%)	31.61%	12.13%	9.25%	20.39%	21.44%	18.57%
每股收益(EPS)	0.918	1.029	1.124	1.353	1.644	1.949
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.094	0.038	0.046	0.054
每股经营现金流	0.364	0.412	0.912	1.091	1.493	1.436
销售毛利率	58.82%	66.71%	63.07%	63.89%	64.00%	64.20%
销售净利率	27.88%	30.03%	29.13%	30.75%	32.68%	33.46%
净资产收益率(ROE)	29.68%	24.97%	21.81%	13.77%	14.38%	14.63%
投入资本回报率(ROIC)	32.02%	26.33%	21.58%	23.02%	23.84%	26.10%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率（分红/股价）	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

报表预测						
利润表	**2012A**	**2013A**	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
营业收入	1379.70	1414.81	1592.91	1817.11	2076.28	2403.79
减：营业成本	568.21	471.01	588.20	656.16	747.46	860.56
营业税金及附加	16.47	16.59	23.07	23.11	26.40	30.57
营业费用	101.47	102.74	117.24	136.28	155.72	180.28
管理费用	215.90	245.14	301.09	345.25	384.11	432.68
财务费用	23.90	46.20	55.80	-0.97	-35.61	-46.68
资产减值损失	7.97	39.76	8.43	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.38	0.77	14.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	446.17	494.14	513.06	657.29	798.19	946.38
加：其他非经营损益	5.44	6.84	36.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	451.61	500.98	550.02	657.29	798.19	946.38
减：所得税	67.00	76.16	85.97	98.59	119.73	141.96
净利润	384.61	424.82	464.05	558.69	678.46	804.43
减：少数股东损益	-5.03	-12.09	-13.25	-15.95	-19.37	-22.96
归属母公司股东净利润	389.65	436.90	477.30	574.64	697.83	827.39
资产负债表	**2012A**	**2013A**	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
货币资金	47.77	546.04	407.46	1383.25	1833.98	2367.80
应收和预付款项	205.29	467.60	628.27	558.56	797.08	771.41
存货	675.07	730.34	752.85	896.28	982.32	1180.53
其他流动资产	0.00	2.42	19.25	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	871.32	1141.07	1346.96	1434.71	1522.46	1496.87
无形资产和开发支出	178.81	193.61	184.37	162.83	141.28	119.73
其他非流动资产	62.05	62.82	78.41	69.20	60.00	60.00
资产总计	2046.60	3143.90	3417.57	4504.83	5337.11	5996.33
短期借款	365.00	965.00	700.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	212.42	331.90	494.96	362.58	535.89	413.80
长期借款	150.00	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	727.42	1396.90	1244.96	362.58	535.89	413.80
股本	360.00	360.00	360.00	424.58	424.58	424.58
资本公积	286.93	286.93	286.93	1649.35	1649.35	1649.35
留存收益	665.81	1102.71	1541.57	2100.16	2778.49	3582.77
归属母公司股东权益	1312.73	1749.64	2188.50	4174.09	4852.42	5656.70
少数股东权益	6.45	-2.64	-15.89	-31.84	-51.20	-74.17
股东权益合计	1319.18	1747.00	2172.61	4142.25	4801.22	5582.53
负债和股东权益合计	2046.60	3143.90	3417.57	4504.83	5337.11	5996.33
现金流量表	**2012A**	**2013A**	**2014A**	**2015E**	**2016E**	**2017E**
经营性现金净流量	154.73	174.87	387.41	463.29	634.03	609.66
投资性现金净流量	-238.74	-171.35	-69.60	-200.00	-200.00	-100.00
筹资性现金净流量	154.13	509.54	-416.30	712.51	16.70	24.16
现金流量净额	70.12	513.06	-98.48	975.80	450.73	533.82

数据来源：wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有　：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出　：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持　：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

沈文文，SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士、生理学硕士，2011 年 7 月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。