

**永安药业 (002365)**

**强烈推荐**

行业：化学原料药

**保健品业务有望借道电商及跨境电商迅速打开市场，  
主业牛磺酸趋势向上**

**投资要点：**

- 公司是全球牛磺酸龙头企业，目前积极向产业链下游延伸，转型发展保健品为其第二产业。公司从事牛磺酸的研发、生产和销售，现有产能 3.4 万吨/年，实际产量占全球 50%左右，是牛磺酸行业龙头。目前已经建成牛磺酸下游系列产品 5 亿片牛磺酸泡腾片/口含片产能，待拿到保健品的健字号批文，即可生产、上市销售。
- 引进国外知名保健品品牌战略获突破，有望借道电商渠道及跨境电商快速打开市场，并促进原有业务协同发展。目前已经拿到加拿大第一保健品品牌、世界前三的膳食补充剂品牌健美生 (Jamieson) 国内独家代理经营权。保健品子公司永安康健未来依托健美生在各大电商平台、各跨境电商平台以及其品牌影响力，将不断提升自主保健品品牌曝光率和销售量。
- 跨境电商已经迈出坚实第一步。2015 年 4 月 28 日，健美生海外旗舰店在天猫国际上线。此次入驻天猫国际是永安康健开启跨境电商的第一步，后续将入住更多跨境电商平台。跨境电商解决了以往从加拿大运输、海关清关时间不可控的难题，库存商品存放在保税区，客户下单立即可以发货。
- 牛磺酸、环氧乙烷价格有望逐步回升，主业业绩向上是大概率事件。主业最差的时期已经过去，未来随牛磺酸、环氧乙烷价格回升盈利能力提升。
- 首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。公司第二产业保健品业务通过取得健美生中国区总代理，线上销售有望短期内大幅增长，未来有运营成 10 亿规模品牌的潜力，同时主业企稳回升。预计 15-17 年收入增长 16%、16%、20%，15-17 年净利润增长 38%、47%、42%，对应 EPS0.23、0.34、0.49 元。考虑到公司转型坚定，目前市值尚小，保健品电商及跨境电商业务有望快速增长，给予目标市值 70 亿，对应目标价 37.43 元。
- 风险提示：保健品业务推广不达预期，安全生产的风险

**主要财务指标**

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	658	766	887	1068
收入同比(%)	26%	16%	16%	20%
归属母公司净利润	32	44	64	91
净利润同比(%)	38%	38%	47%	42%
毛利率(%)	15.4%	18.7%	20.2%	22.3%
ROE(%)	2.9%	3.8%	5.3%	7.1%
每股收益(元)	0.17	0.23	0.34	0.49
P/E	150.03	108.96	74.30	52.21
P/B	4.30	4.13	3.95	3.70
EV/EBITDA	54	49	40	32

资料来源：中国中投证券研究总部

**作者**

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：陈丹霞

S0960114080005

0755-82026854

chendanyia@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 37.43

当前股价： 25.45

评级调整： 首次

**基本资料**

总股本(百万股)	187
流通股本(百万股)	146
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	37
成交量(百万股)	13.33
成交额(百万元)	323.89

**股价表现**



**相关报告**

## 目 录

<b>一、 公司是全球牛磺酸龙头企业，产业链下游延伸开展保健品业务 .....</b>	<b>3</b>
<b>二、 保健品业务：引进国外知名保健品牌获突破，有望借道电商渠道及跨境电商快速打开市场.....</b>	<b>4</b>
1. 取得加拿大第一保健品品牌、世界前三的膳食补充剂品牌健美生（Jamieson）国内独家代理经营权..	4
2. 引入健美生对公司原有品牌起到良好的协同促进作用 .....	4
3. 国内膳食补充剂行业市场空间广阔，公司保健品运营把线上渠道建设放在首位，看好电商渠道和跨境电商的快速成长 .....	5
4. 牛磺酸泡腾片等待拿到“蓝帽子”批文，即可同步销售 .....	7
<b>三、 牛磺酸业务：牛磺酸、环氧乙烷价格有望逐步回升，主业业绩向上是大概率事件 .....</b>	<b>8</b>
<b>四、 投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级 .....</b>	<b>9</b>
<b>五、 风险提示 .....</b>	<b>9</b>

## 图目录

图 1 公司营业收入及增速 .....	3
图 2 公司净利润及增速 .....	3
图 3 公司股权结构图 .....	3
图 4 膳食补充剂渗透率比较 .....	5
图 5 2014 年人均膳食补充剂消费金额（美元） .....	5
图 6 天猫健美旗舰店销售量最大单品 .....	6
图 7 天猫国际健美生海外旗舰店首页 .....	6
图 8 国内人均牛磺酸消费量远落后其他 .....	7

## 表目录

表 1 牛磺酸保健品产能及收入测算 .....	7
表 2 牛磺酸泡腾片、口含片与同类功能性饮料对比.....	8

## 一、公司是全球牛磺酸龙头企业，产业链下游延伸开展保健品业务

公司 2010 年上市以来主营业务是牛磺酸的研发、生产和销售，现有牛磺酸产能约 3.4 万吨/年，实际产量占全球 50%左右，是牛磺酸行业的龙头企业；牛磺酸是人体内重要的氨基酸之一，广泛应用于食品添加剂、饲料、医药等行业。

牛磺酸行业经过过往二十年市场的几次洗牌，目前生产格局基本稳定，全球产能 80%集中在中国，中国产能 90%集中在四大厂家（潜江永安、湖北富驰、江苏远洋、山东方明），供给储备呈现寡头状态。

近年来公司营业收入稳步增长，但是利润波动较大，主要为 2009 年以来牛磺酸价格下滑、2013 年以来投产的牛磺酸上游原料环氧乙烷价格低迷等原因造成。

图 1 公司营业收入及增速

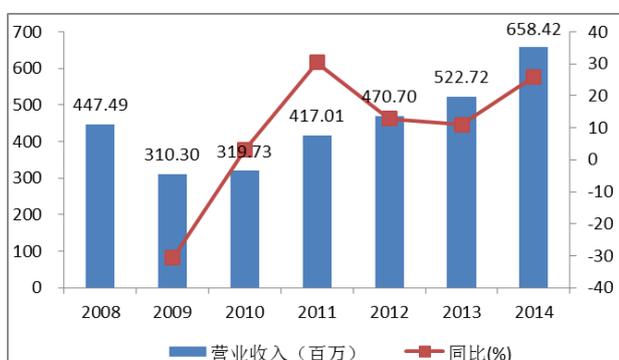
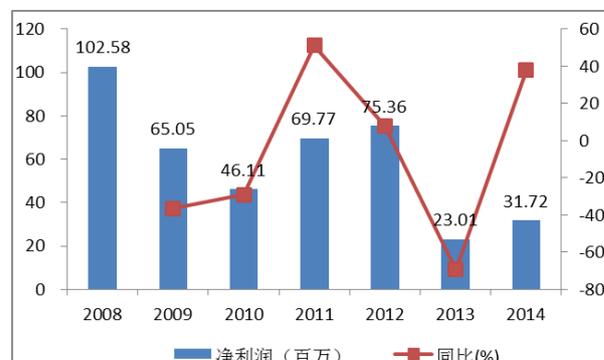


图 2 公司净利润及增速

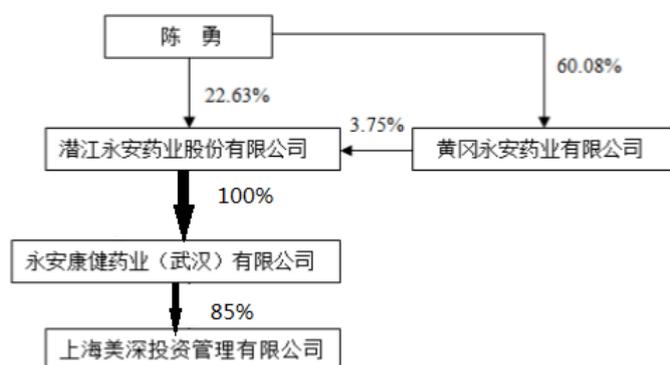


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

董事长陈勇是公司第一大股东和实际控制人，持股 22.63%，黄冈永安为陈勇控股公司，按权益比例陈勇合计持有 24.89%。

图 3 公司股权结构图



资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

公司 IPO 上市时围绕牛磺酸上中下游产业链募投了三个项目：酒精法生产环氧乙烷项目、年产 10000 吨球形颗粒牛磺酸项目、牛磺酸下游系列产品建设项目。

希望达到上游原材料自给自足稳定供应，中游实现产能扩大、提高市场占有率，下游加大牛磺酸产业延伸、进军食品保健领域开辟新的利润增长点。

前两个项目已经顺利完成，效益大幅显现，而牛磺酸下游系列产品 5 亿片牛磺酸泡腾片/口含片产能已经建好，受制于牛磺酸类保健品的健字号批文一直没有拿到，无法生产推广。

在 2013 年产能建好后尝试推广部分保健食品时，公司管理层意识到保健品推广的关键在于“品牌运营”，从而 2014 年开始实施引进及运营国外知名保健品牌战略，借其知名度和已有渠道，把其做大做强同时协同促进自身保健品发展。

2014 年 12 月 30 日负责保健品业务的全资子公司永安康健投资设立上海美深投资管理有限公司，目的在于承接引进的国外知名保健品品牌运营权，开启保健品业务新篇章。

## 二、保健品业务：引进国外知名保健品牌获突破，有望借道电商渠道及跨境电商快速打开市场

### 1. 取得加拿大第一保健品品牌、世界前三的膳食补充剂品牌健美生 (Jamieson) 国内独家代理经营权

全资子公司永安康健于 2015 年 1 月 29 日为其全资子公司上海美深投资增加注册资本，由 100 万元增资到 3000 万元，股东结构变更为永安康健持股 85%，自然人张喆持股 15%。

此次增资扩股目的是收购张喆的上海荷乐盛典公司的经营权，该经营权包括加拿大健美生公司 (Jamieson Laboratories Ltd) 在中国大陆的独家代理权以及相关的营销网络，包括天猫旗舰店、京东旗舰店等全网线上销售渠道，40 余家线下经销商，以及 100 余家与高端超市合营的销售网点如华润 Ole'、BLT 精品超市、Mannings(万宁) 等。

### 2. 引入健美生对公司原有品牌起到良好的协同促进作用

加拿大健美生公司成立于 1922 年，目前已经成长为加拿大第一、世界前三的膳食补充剂品牌，在世界 50 余个国家及地区销售。健美生公司产品进入中国市场有 10 余年历史，具有一定的品牌知名度和影响力，积累了相当的忠实顾客群体。而公司保健品子公司永安康健进入营养保健品销售领域时间较短，缺乏引领品牌发展的拳头产品，品牌知名度、知晓度、美誉度不高。目前线上销售刚开始起步，线下销售还处于渠道构建阶段。永安康健构建市场板块，打通销售渠道，提升品牌形象，是摆在目前的紧迫任务。

永安康健与健美生品牌联合，利用健美生的品牌形象及现有的营销网络，整合永安

康健现有产品，有利于降低运营风险，减少投入成本，实现优势互补，缩短自有品牌开发周期，快速提升永安康健品牌曝光率和销售。健康产业是上市公司未来发展的重点，是培育上市公司盈利增长点的方向。

此次引进加拿大知名保健品牌是公司董事会和永安康健管理层贯彻公司发展战略的重要举措，有利于借助强势品牌的影响，缩短公司品牌摸索周期，带动永安康健品牌的传播，有助于永安康健的发展步入快车道，建立永安康健在国内保健营养品行业的品牌形象。

### 3. 国内膳食补充剂行业市场空间广阔，公司保健品运营把线上渠道建设放在首位，看好电商渠道和跨境电商的快速成长

据 IADSA 数据，目前我国膳食营养补充剂市场规模约 120 亿美元。目前我国消费者经常服用膳食营养补充剂的比例为 20%，而日本和美国分别为 70%、85%，膳食营养补充剂渗透率远不及发达国家，未来行业将保持快速增长，膳食营养补充剂市场空间广阔。

图 4 膳食补充剂渗透率比较

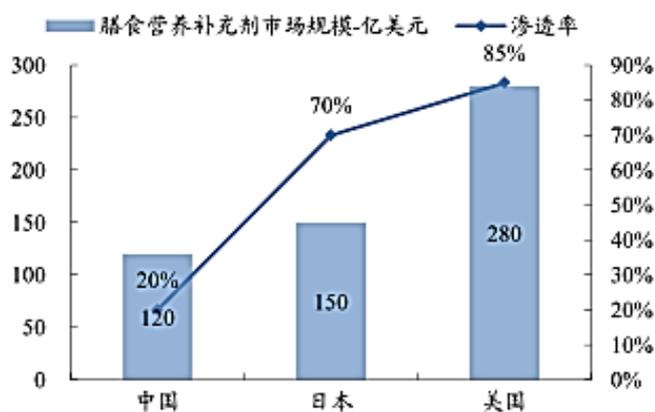
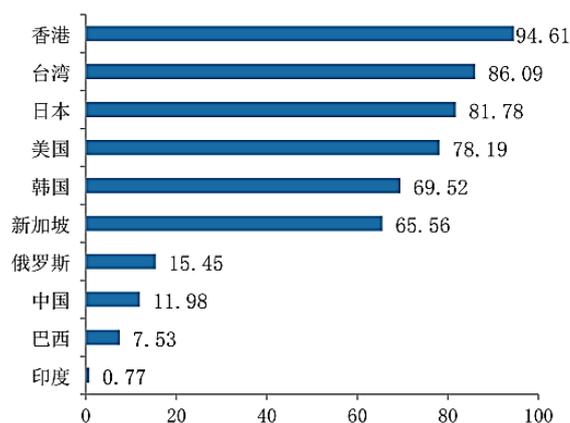


图 5 2014 年人均膳食补充剂消费金额(美元)



资料来源：IADSA、中国中投证券研究总部

资料来源：Euromonitor、中国中投证券研究总部

由于保健品单位重量价值高、体积小，使得运输成本占比较小，且利润空间较大（出厂价为终端价的 30% 左右），使得线上销售优势凸显。近年来保健品网购渠道也正在快速崛起，网购渠道增速在所有渠道中速度最快，保健品网购渠道销售额从 09 年的 3.5 亿发展到 2014 年的 107 亿，占比从 09 年的 0.6% 不断上升至 2014 年的 10.7%。预计过去两年我国保健品线上销售保持 50% 以上的增速，而线下市场仅有 10-20% 的增速。

公司引入健美生品牌后，将重点打造线上电商业务，投入资金、引进专业电商运营人才。目前在天猫、京东、唯品会等主流电商渠道营运良好，从天猫健美生旗舰店销售数据看，销售量最大单品葡萄籽提取物精化片销量已达 3.4 万，累计评价 9091 条。目前店铺上线单品数量仅 38 个。

图 6 天猫健美旗舰店销售量最大单品



¥99.00

【买2送2】健美生葡萄籽提取物精华片非胶囊OPC原花青素原装进口

总销量: 34206 | 评价: 1771

资料来源：天猫、中国中投证券研究总部

健美生共有 350 多款产品，1200 多种单品，涉及人体八大系统的各个器官及各个年龄层，包括孕妇的所有人群，都有相对应的产品。未来随更多单品上线销售，曝光率会大幅提升，销量成长空间大。

图 7 天猫国际健美生海外旗舰店首页



资料来源：天猫国际、中国中投证券研究总部

2015年4月28日，健美生海外旗舰店在天猫国际上线。此次入驻天猫国际是永安康健开启跨境电商的第一步，后续将入住更多跨境电商平台。

跨境电商解决了以往从加拿大运输到国内、海关清关时间不可控的难题，直接将库存商品存放在保税区，客户下单立即可以发货。对于保健品这类产品顾客不喜购买临近保质期产品的特点，跨境电商缩短了从厂家到消费者手中的时间，同时让经销商资金周转更快。

未来依托健美生在各大电商平台、各跨境电商平台以及健美生品牌影响力，将不断提升永安康健自主保健品品牌曝光率和销售量。

#### 4. 牛磺酸泡腾片等待拿到“蓝帽子”批文，即可同步销售

作为目前全球牛磺酸原料市场中最大的供应商，公司具备终端产品的研发能力，与武汉工程大学联合成立了针对牛磺酸深度加工相关产品的研发中心，现已研发出牛磺酸食品泡腾片和口含片，并获得潜江市卫生局核发的（鄂）卫食证字（2008）第4290051391号的《食品卫生许可证》。

目前牛磺酸泡腾片在内的13个保健品批文正在申请中。5亿片产能的生产线已经建好，待获得“蓝帽子”批文，即可同步上线销售。牛磺酸泡腾片、口含片，设计产量分别为3亿片/年、2亿片/年。

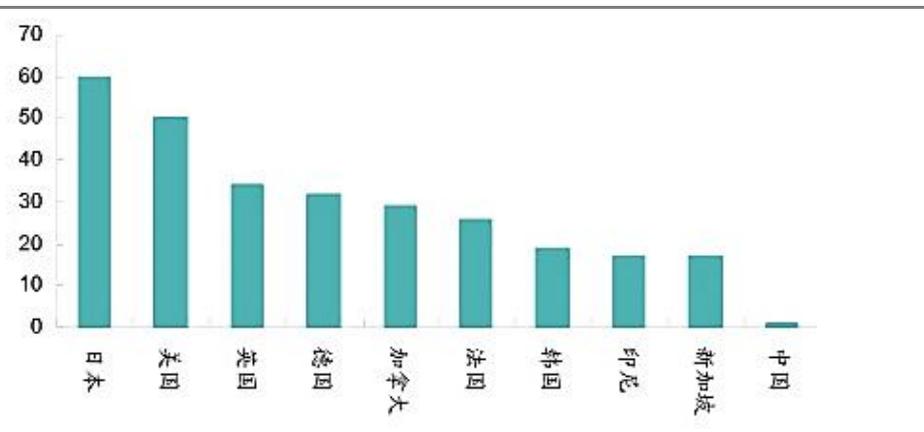
**表 1 牛磺酸保健品产能及收入测算**

产品名称	预计价格	产量	销售额（万元）	预计利润（万元）
牛磺酸泡腾片（2.6g/片）	0.5	3亿片/年	15000	2324.29
牛磺酸口含片（2.3g/片）	0.3	2亿片/年	6000	929.71

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

中国人均牛磺酸消费率仅2g，远落后于其他主要国家，其主要原因是国内对于牛磺酸使用限于医药，而对于营养性氨基酸的认识度不够，而国外产商除了用于功能性饮料，更广泛用于食品添加剂。

**图 8 国内人均牛磺酸消费量远落后其他**



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

牛磺酸产品主要功能有：1) 缓解疲劳、提高效率，2) 降压降血糖等药理作用，3) 促进婴幼儿发育，4) 增强人体免疫，5) 调节神经传导系统。

牛磺酸泡腾片是把牛磺酸、肌醇、维生素 B1、B2、B6、烟酰胺等上述各种功效成分融入泡腾片产品之中，使这些有效成分相互配合，协同作用，促进人体新陈代谢，并调节神经系统功能，从而取得提神醒脑、补充体力、抗疲劳的功效。

目前市场上类似产品仅有 VC 泡腾片和牛磺酸饮料（红牛、力保健等）。其中，牛磺酸泡腾片功效与 VC 泡腾片不同，不存在直接竞争关系。牛磺酸泡腾片与牛磺酸饮料功效相仿，但泡腾片在价格和携带方便性上具有先天的优势，两者包装具有很大差异，泡腾片的包装轻便，既节约资源又可减少白色污染，因此牛磺酸泡腾片在市场上具有一定独特优势。

**表 2 牛磺酸泡腾片、口含片与同类功能性饮料对比**

产品形式	主要产品	价格(元)	使用状态
运动饮料	佳得乐(600ml)	4	液体，开瓶即食，开瓶后保质期短、不宜随身携带
	脉动(600ml)	3	
营养素饮料	尖叫(550ml)	4	
	红牛(250ml)	6.5	
公司产品	牛磺酸泡腾片(2.6g/片)	0.5	固体，泡食或直接食用，便于携带
	牛磺酸口含片(2.3g/片)	0.3	

资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

### 三、牛磺酸业务：牛磺酸、环氧乙烷价格有望逐步回升，主业业绩向上是大概率事件

**牛磺酸下游需求快速增长，尤其是国内需求，原料来源稳定，价格呈企稳回升态势。**

自 2005 年起，我国牛磺酸的市场价格经历了 05 年至 08 年一轮暴涨，2009 年大幅下跌，后价格一直低位徘徊。影响牛磺酸量价变化的原因主要有两点，一是需求变化极大影响价格（05 年至 08 年，全球经济发展迅速，牛磺酸价格随之创出新高，08 年金融危机后，牛磺酸价格随之回落），二是原料成本上涨推动价格上涨，而生产牛磺酸的主要原料环氧乙烷，08 年至 09 年达到高点后价格进入低迷阶段。

牛磺酸需求量分析：海外平稳增长，国内潜力巨大。公司牛磺酸产品国外销售占比超过 85%，大部分用于功能型饮料、保健品、乳制品，小部分用于宠物食品、药品，需求稳定，牛磺酸国外市场增长较平稳。而国内牛磺酸人均年消费量仅为 2 克，约为欧美市场人均年消费量的 1/20。随着国内消费升级，功能性饮料、保健品、乳制品、宠物食品中添加牛磺酸提升空间广阔，国内需求有巨大潜在市场。

牛磺酸价格判断：价格逐步回升是大概率事件。牛磺酸海外需求平稳，国内市场潜力处于释放阶段，而同时上游原料环氧乙烷价格已在低位不会继续下探，环氧乙烷上游

乙烯和原油价格未来两三年继续下跌的可能性不大，因此我们预计 15 年至 16 年牛磺酸产品价格有望逐步回升。

公司 4 万吨环氧乙烷项目，目前约 1/3 自用，1/3 与凌安科技已签订供货协议，1/3 外销，是否盈利的关键点在于环氧乙烷的价格。项目投产后由于价格低迷，13 年-14 年公司该业务均处于亏损阶段。今年以来伴随着乙烯大周期，乙烯下游的乙二醇、环氧乙烷和苯乙烯价格都出现大幅上涨，涨幅分别达到 41.2%、41.4%、52.6%，相比年初分别上涨了 2114 元/吨、2943 元/吨和 3311 元/吨，盈利正在大幅好转，我们认为乙二醇和环氧乙烷都将伴随乙烯大周期迎来高景气阶段，因此今年环氧乙烷有望不再亏损拖累业绩，如果价格继续上涨，盈利空间弹性大。

## 四、投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

综上所述我们认为：公司第二产业保健品业务通过取得健美生中国区总代理，线上销售有望短期内大幅增长，未来有运营成 10 亿规模品牌的潜力，同时主业企稳回升。

预计 15-17 年收入增长 16%、16%、20%，15-17 年净利润增长 38%、47%、42%，对应 EPS0.23、0.34、0.49 元。考虑到公司转型坚定，目前市值尚小，保健品电商及跨境电商业务有望快速增长，给予目标市值 70 亿，对应目标价 37.43 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

## 五、风险提示

### 1. 保健品业务推广不达预期

保健品行业竞争加剧，近年来国际保健品龙头纷纷加大在国内布局，国内保健品企业数量快速增加，公司面临行业竞争加剧的风险。

### 2. 安全生产的风险

公司主要从事牛磺酸产品的研发、生产和销售，生产过程中可能发生设备故障、火灾爆炸、操作失误及职业中毒等事故，从而给公司的正常生产经营带来影响。虽然公司至今尚未发生过严重的安全事故，但生产安全问题也不容忽视。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	467	564	674	813
现金	31	383	473	573
应收账款	69	87	91	114
其它应收款	8	14	15	17
预付账款	26	29	33	39
存货	44	43	52	59
其他	290	8	9	11
<b>非流动资产</b>	720	666	615	563
长期投资	0	0	0	0
固定资产	622	571	519	468
无形资产	79	79	79	79
其他	18	16	16	16
<b>资产总计</b>	1187	1231	1289	1377
<b>流动负债</b>	50	47	53	60
短期借款	0	0	0	0
应付账款	32	36	41	48
其他	17	11	12	12
<b>非流动负债</b>	30	32	31	31
长期借款	0	0	0	0
其他	30	32	31	31
<b>负债合计</b>	79	79	84	91
少数股东权益	0	0	0	0
股本	187	187	187	187
资本公积	605	605	605	605
留存收益	314	358	411	492
归属母公司股东权益	1108	1152	1205	1286
<b>负债和股东权益</b>	1187	1231	1289	1377

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	19	348	96	103
净利润	32	44	64	91
折旧摊销	56	51	51	51
财务费用	-1	-2	-5	-7
投资损失	-12	0	0	0
营运资金变动	-66	251	-16	-34
其它	11	4	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-107	3	0	-0
资本支出	51	0	0	0
长期投资	-69	-2	0	0
其他	-125	1	0	-0
<b>筹资活动现金流</b>	-6	2	-6	-4
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-6	2	-6	-4
<b>现金净增加额</b>	-94	353	90	100

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	658	766	887	1068
营业成本	557	622	708	830
营业税金及附加	3	4	5	5
营业费用	30	35	41	49
管理费用	40	56	64	82
财务费用	-1	-2	-5	-7
资产减值损失	9	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	0	0	0
<b>营业利润</b>	33	47	71	103
营业外收入	6	6	7	7
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	37	52	76	108
所得税	5	8	12	16
<b>净利润</b>	32	44	64	91
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	32	44	64	91
EBITDA	87	97	117	147
EPS (元)	0.17	0.23	0.34	0.49

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.0%	16.3%	15.9%	20.3%
营业利润	46.0%	45.1%	49.3%	44.7%
归属于母公司净利润	37.9%	37.7%	46.7%	42.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.4%	18.7%	20.2%	22.3%
净利率	4.8%	5.7%	7.2%	8.5%
ROE	2.9%	3.8%	5.3%	7.1%
ROIC	2.5%	4.8%	7.3%	11.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	6.7%	6.4%	6.5%	6.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	9.43	11.95	12.81	13.46
速动比率	8.53	11.02	11.79	12.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.63	0.70	0.80
应收账款周转率	11	9	9	10
应付账款周转率	10.98	18.25	18.40	18.66
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.23	0.34	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	1.86	0.51	0.55
每股净资产(最新摊薄)	5.92	6.16	6.44	6.87
<b>估值比率</b>				
P/E	150.03	108.96	74.30	52.21
P/B	4.30	4.13	3.95	3.70
EV/EBITDA	54	49	40	32

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

## 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

陈丹霏,中国中投证券研究总部医药行业研究员,北京协和医学院情报学硕士,华中科技大学同济医学院本科。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关转载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434