

维生素价格继续上行，业绩向上弹性大

研究简报

◆ 柠檬醛短缺导致 VA 供需失衡，公司业绩向上弹性大：

全球 VA 需求 82% 来自饲料，18% 来自食品医药，近年来总需求维持在 2.5 万吨（折合 50 万 UI）左右。VA 合成工艺难度大，进入壁垒高，目前全球 VA 产能集中在巴斯夫、帝斯曼、新和成、浙江医药等六家公司，合计约 3.5 万吨。17 年 10 月 31 日，巴斯夫柠檬醛工厂发生火灾事故，导致其 VA 生产装置停产，连带影响从巴斯夫采购柠檬醛的安迪苏 VA 减产。总计约 1.1 万吨 VA 产能受影响，占比 32%，供需失衡下，VA 价格由 17 年 8 月份 200 元/千克上涨至目前约 1200 元/千克。巴斯夫预计最早于 3 月重启其柠檬醛装置，VA 市场供给恢复要到第三季度，未来 VA 价格将继续上行。

公司柠檬醛进口自日本可乐丽，目前供应稳定，预计未来价格涨幅不超 10%。我们测算 VA 不含税成本约 85 元/千克，现有 3000 吨 VA 产能有望充分释放，18 年产能将达到 5000 吨。按 1000 元/千克将贡献毛利 23.54 亿，价格每上涨 100 元/千克，公司业绩增厚 2.18 亿。

◆ VE 行业回暖，新增产能存在不确定性，后续价格仍存向上空间：

全球维生素 E 油需求约 8 万吨，主要来自饲料（占比 64%）和医药化妆品（占比 31%）。全球名义产能约 11 万吨，主要集中在巴斯夫、帝斯曼、浙江医药、新和成，前四大企业产能占比约 70%。受工厂事故影响，预计巴斯夫（产能 2 万吨）到第三季度才能正常供应 VE，受此影响，VE 粉（50%）价格已从低点 39 元/千克上涨至约 100 元/千克，未来有望保持强势。

公司拥有 VE 油（93%）产能 2 万吨，折合 50%VE 粉 3.8 万吨。我们估计公司 VE 粉成本约 30 元/千克，按 80 元/千克的价格计算，公司 VE 板块毛利约 16.34 亿，价格每上涨 10 元/千克，公司业绩增厚 2.76 亿。

◆ 出口制剂开拓海外市场，创新药点亮公司未来：

公司万古霉素、达托霉素制剂等产品已按 505 (b) (2) 新药注册法规向美国提交申请，万古霉素有望于 6 月前获得通过，505 (b) (2) 新药登记拥有更长独占时间，公司将获得长期收益。创新药苹果酸奈诺沙星胶囊 16 年顺利上市，其注射剂 18 年有望获批，未来 ADC 类药物颇具潜力。

◆ 充分受益维生素涨价，公司 18 年迎来业绩增长，给予“强烈推荐”评级：

维生素价格强势上行，公司完成厂区搬迁改造，盈利有望大幅增长；制剂产品登陆海外；创新药逐步进入收获期，为公司注入长期发展动力。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.33、1.68 和 1.70 元。当前股价对应 17-19 年 PE 分别为 48、9 和 9 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

◆ 风险提示：维生素价格大幅下降，公司创新药市场开拓受阻

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4497	5,279	5,307	7,315	7,739
增长率(%)	-6.9	17.4	0.5	37.8	5.8
净利润(百万元)	161.8	450	321	1,621	1,641
增长率(%)	-4.7	178.2	-28.6	404.2	1.3
毛利率(%)	16.7	28.4	26.3	42.5	42.2
净利率(%)	3.6	8.5	6.1	22.2	21.2
ROE(%)	2.4	6.4	4.4	18.7	16.1
EPS(摊薄/元)	0.17	0.47	0.33	1.68	1.70
P/E(倍)	94.05	33.8	47.3	9.4	9.3
P/B(倍)	2.31	2.2	2.1	1.8	1.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

强烈推荐（首次评级）

分析师

程磊 (执业证书编号：S0280517080001)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

联系人

周峰春

zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据

时间 2018.02.23

收盘价(元)：15.98

总股本(亿股)：9.66

总市值(亿元)：154.3

近 3 月换手率：113.93%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.93	14.5	15.84
绝对	0.82	13.74	33.05

相关研报

投资要件

关键假设

1. 公司 17-19 年维生素 A 销量为 1500、3000、5000 吨，均价分别为 250、500、400 元/千克；
2. 公司 17-19 年维生素 E（折合 50%粉）销量为 3.8 万吨，均价分别为 50、75、70 元/千克；
3. 公司盐酸万古霉素销售回暖，17-19 年营收 1.64、2.47、2.71 亿；

我们区别于市场的观点

1. 行业方面，维生素主要作为饲料添加剂，直接与饲料效用相关，下游企业不会轻易减少用量，短时间内新进入者难以改变现有供求关系，我们看好维生素价格在供给短缺下持续上涨。

2. 公司 17 年受工厂搬迁影响，部分产能未能全部释放，影响部分业绩。18 年新工厂将大部分建成投产，业绩将大幅提升，同时旧厂区产线仍在使用年限内，存在超预期的可能。

股价上涨的催化因素

维生素价格持续上涨，创新药推广加速

盈利预测与估值

维生素价格强势上行，公司完成厂区搬迁改造，盈利有望大幅增长；制剂产品登陆海外；创新药逐步进入收获期，为公司注入长期发展动力。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.33、1.68 和 1.70 元。当前股价对应 17-19 年 PE 分别为 48、9 和 9 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

投资风险

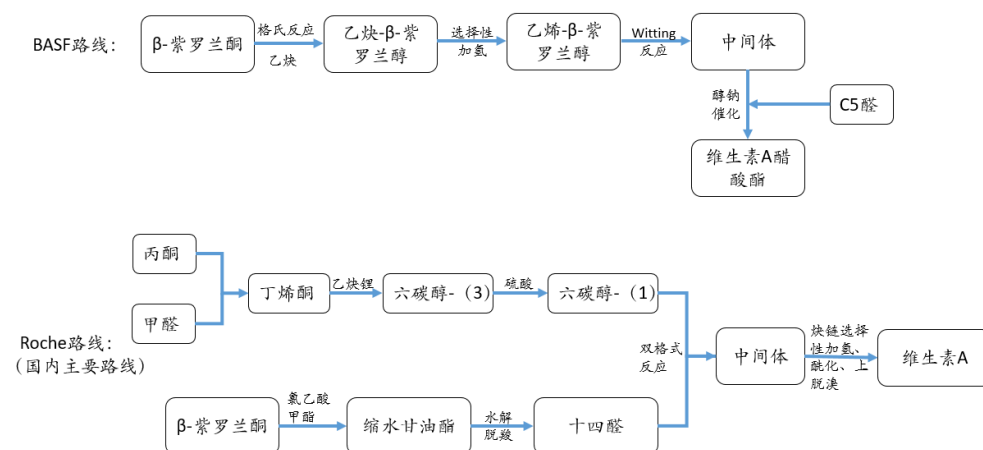
维生素价格大幅下降，公司创新药市场开拓受阻

1、维生素 A 短期供给不足，价格大幅上涨，带来超额收益

维生素 A (vitaminA) 又称视黄醇 (其醛衍生物视黄醛) 或抗干眼病因子，是人体必须的维生素之一，目前有人工合成及天然制取两种生产方式。人工合成的维生素 A 主要用于饲料添加剂，并可进一步合成 β -胡萝卜素，虾青素等类胡萝卜素，天然制取的维生素 A 用于食品医药领域，用于医用 VA 片及保健品等。

近年来，维生素 A 全球需求量基本保持稳定，约为 2.5 万吨，其中饲料占比 82% 和食品医药占比 18%。我国国内需求约 5500 吨，也是 VA 主要出口国之一。

图1：维生素 A 生产工艺



资料来源：CNKI，新时代证券研究所

由于 VA 生产工艺复杂，目前主流有 BASF 路线和 Roche 路线。国内企业主要采用 Roche 路线，巴斯夫以及安迪苏采用 BASF 路线。柠檬醛是原料 β -紫罗兰酮的前体，全球生产厂家仅巴斯夫、日本可乐丽、新和成 (全部自用)。

VA 行业壁垒较高，目前全球供应商仅 6 家，短期内难有新进入者。2017 年 10 月 31 日，巴斯夫德国工厂发生火灾事故，使得柠檬醛无法供应。据 Feedinfo 报道，巴斯夫最早于 3 月重启装置，在此之前巴斯夫，以及需从巴斯夫购买柠檬醛的安迪苏 VA 都将减产，累计影响 VA 产能近 1.1 万吨，占总产能 32%。

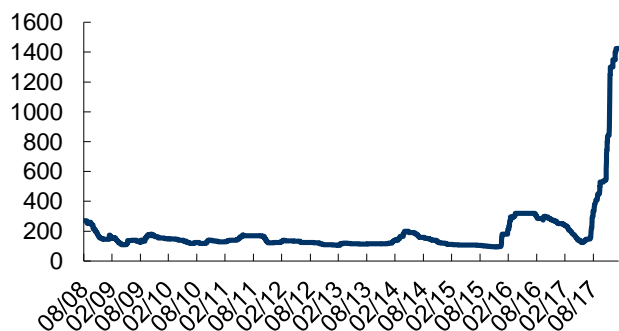
图2：维生素 A 主要生产企业

企业	产能 (吨/年)	备注
帝斯曼	8500	
巴斯夫	7000	受事故影响，柠檬醛供应不足停产
新和成	10000	
安迪苏	4000	原材料柠檬醛供应不足，减产
浙江医药	3000	
金达威	2500	
合计	35000	

资料来源：博亚和讯，新时代证券研究所

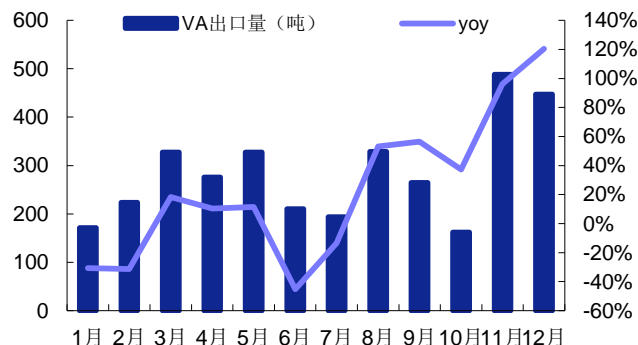
受国外 VA 装置停产影响，VA 市场供不应求。11 月，我国 VA 出口达 488 吨，同比增长 100%。VA 价格由 17 年 8 月份 200 元/千克上涨至约 1200 元/千克。目前巴斯夫工厂仍有少量库存支撑全球供应，预计 3 月份库存将彻底清空，VA 全球正常供应至少到 3 季度，供给短缺下，VA 价格将继续上行。

图表3：国内维生素 A (50 万 IU) 价格



资料来源：博亚和讯，新时代证券研究所

图表4：2017 年中国维生素 A 出口量

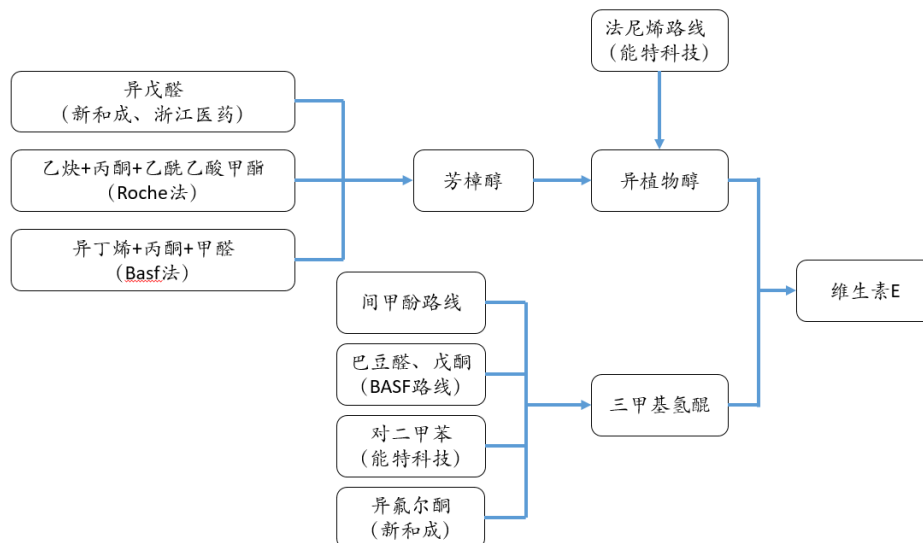


资料来源：海关总署，新时代证券研究所

2、维生素 E 价格触底反弹，新增产能尚存不确定性

维生素 E (Vitamin E) 是一种脂溶性维生素，其水解产物为生育酚，是最主要的抗氧化剂之一。合成维生素 E 主要用于饲料添加剂，占维生素 E 总用量的 64%，由于 VE 具有抗氧化作用，有约 31% 用于医药化妆品。

图表5：维生素 E 生产工艺



资料来源：CNKI，新时代证券研究所

目前，维生素 E 有多种合成路线，核心是异植物醇和三甲基氢醌的制备，其中三甲基氢醌是主要技术难点。我国间甲酚主要来源于进口，新和成为摆脱对间甲酚的依赖，采用以丙酮为原料的异佛尔酮氧化工艺路线制备三甲基氢醌，新进入者能特科技率先采用对二甲苯为原料，其成本优势还有待检验。异植物醇各条工艺相对成熟，总体而言，目前主要 VE 生产企业间成本差距不大。

维生素 E 主要产品有 93%VE 油和 50%VE 粉，企业生产得 VE 油后，可直接销售，也可再进一步简单加工成 VE 粉，VE 油、VE 粉折算比例为 1:1.9。全球 VE 油每年需求量约为 8 万吨，目前全球名义产能约 11 万吨，前四大生产企业占比近

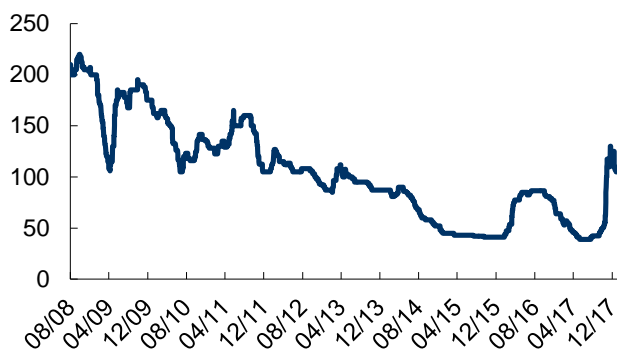
70%。

图表6： 维生素 E（油） 主要生产企业

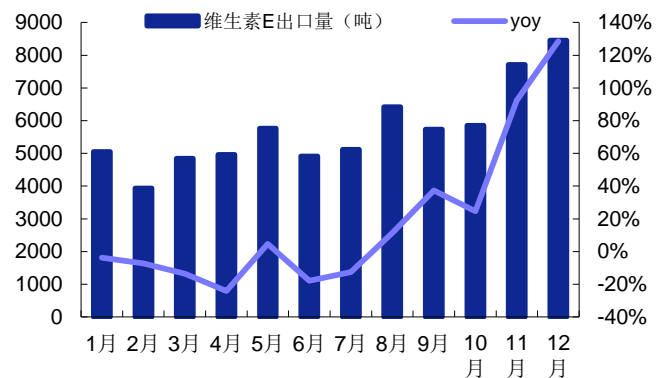
企业	产能 (万吨/年)	备注
帝斯曼	2	
巴斯夫	2	受工厂事故影响，目前停产
浙江医药	2	
能特科技	2	原料法尼烯供应存在不确定性
新和成	1.5	
吉林北沙	1	受制于原材料开工率较低
福建海欣	1	原材料供给不稳定
合计	11.5	

资料来源：博亚和讯，新时代证券研究所

受工厂事故影响，巴斯夫 VE 停止供应，预计恢复时间至少到 18 年第三季度，我国 VE 出口量大幅增长；能特科技 VE 工艺所需法尼烯主要依赖 Amyris 的巴西工厂供应，近期帝斯曼将其收购，使得法尼烯供应尚存不确定性；17 年上半年，VE 价格下行至 40 元/千克，部分成本较高的企业停产退出。多因素促成 VE 行业回暖，我们预计 18 年 VE 价格有望保持强势。

图表7： 国内维生素 E 价格 (元/千克)

资料来源：博亚和讯，新时代证券研究所

图表8： 2017 年我国维生素 E 出口量

资料来源：海关总署，新时代证券研究所

3、 盈利预测与估值

公司现有 VA (50 万 IU) 产能 3000 吨，VE 油产能 2 万吨。受工厂搬迁影响 17 年部分产能未能完全释放，18 年新厂区 5000 吨 VA (50 万 IU) 产线将建成投产。

我们测算 VA 不含税成本约 85 元/千克，50%VE 粉不含税成本约 30 元/千克，目前各个生产路线无明显成本差异，考虑到公司医药板块销售、研发费用较高，我们预计 18 年公司总费用为 12 亿(2016 年公司包含资产减值损失总费用为 9.5 亿)。维生素板块摊销费用 8 亿，按预计 18 年公司 VA 产量 3000 吨，VE 粉 3.8 万吨计算维生素板块业绩弹性如下：

图表9：浙江医药维生素板块业绩弹性

净利润 (亿)	VA 价格 (元/千克)															
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	1100	1200	1300	1400	1500	1600	
VE 价格 (元/ 千克)	50	-0.50	1.68	3.86	6.04	8.22	10.40	12.58	14.76	16.94	19.12	21.30	23.48	25.66	27.84	30.02
	60	2.27	4.45	6.62	8.80	10.98	13.16	15.34	17.52	19.70	21.88	24.06	26.24	28.42	30.60	32.78
	70	5.03	7.21	9.39	11.56	13.74	15.92	18.10	20.28	22.46	24.64	26.82	29.00	31.18	33.36	35.54
	80	7.79	9.97	12.15	14.33	16.50	18.68	20.86	23.04	25.22	27.40	29.58	31.76	33.94	36.12	38.30
	90	10.55	12.73	14.91	17.09	19.27	21.45	23.62	25.80	27.98	30.16	32.34	34.52	36.70	38.88	41.06
	100	13.31	15.49	17.67	19.85	22.03	24.21	26.39	28.56	30.74	32.92	35.10	37.28	39.46	41.64	43.82
	110	16.07	18.25	20.43	22.61	24.79	26.97	29.15	31.33	33.50	35.68	37.86	40.04	42.22	44.40	46.58
	120	18.83	21.01	23.19	25.37	27.55	29.73	31.91	34.09	36.27	38.45	40.62	42.80	44.98	47.16	49.34
	130	21.59	23.77	25.95	28.13	30.31	32.49	34.67	36.85	39.03	41.21	43.39	45.56	47.74	49.92	52.10
	140	24.35	26.53	28.71	30.89	33.07	35.25	37.43	39.61	41.79	43.97	46.15	48.33	50.50	52.68	54.86
	150	27.11	29.29	31.47	33.65	35.83	38.01	40.19	42.37	44.55	46.73	48.91	51.09	53.27	55.45	57.62
	160	29.87	32.05	34.23	36.41	38.59	40.77	42.95	45.13	47.31	49.49	51.67	53.85	56.03	58.21	60.39

资料来源：新时代证券研究所

图表10：浙江医药分产品盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
VA 销量(吨)	2124	1500	3000	5000
VA 市场价(元/千克)	177	250	500	400
VA 营收(亿)	3.21	3.21	12.82	17.09
VA 成本(亿)	1.44	1.05	2.55	4.25
50%VE 粉销量(吨)	32094	36000	38000	38000
VE 粉市场价 (元/千克)	60	50	75	70
VE 粉营收 (亿)	15.37	15.38	24.36	22.74
VE 成本 (亿)	8.66	10.80	11.40	11.40
盐酸万古霉素系列				
营收 (亿)	2.47	1.64	2.47	2.71
成本 (亿)	1.05	0.59	1.05	1.16
替考拉宁系列				
营收 (亿)	1.06	1.11	1.11	1.11
成本 (亿)	0.46	0.32	0.32	0.32
天然维生素				
营收 (亿)	0.99	1.30	1.43	1.58
成本 (亿)	0.92	1.29	1.42	1.56
社会产品配送				
营收 (亿)	19.20	19.04	19.00	19.00
成本 (亿)	18.23	18.09	18.00	18.00
其他业务				
营收 (亿)	10.48	11.39	11.96	13.15
成本 (亿)	7.05	6.98	7.33	8.06
浙江医药总营收 (亿)	52.79	53.07	73.15	77.39
浙江医药总成本 (亿)	37.82	39.12	42.07	44.75

资料来源：新时代证券研究所

目前巴斯夫工厂仍有少量库存支撑全球供应，预计3月份库存将彻底清空，预计VA、VE全球正常供应至少到3季度，二季度供需缺口最大，我们预计VA价格将在二季度出现峰值。

维生素价格强势上行，公司完成厂区搬迁改造，盈利有望大幅增长；制剂产品登陆海外；创新药逐步进入收获期，为公司注入长期发展动力。我们预计公司17-19年EPS分别为0.33、1.68和1.70元。当前股价对应17-19年PE分别为48、9和9倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

4、风险提示

维生素价格大幅下降，创新药市场开拓受阻

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3397	3845	3965	5393	6762	营业收入	4497	5279	5307	7315	7739
现金	1164	1317	1601	2143	3122	营业成本	3744	3782	3912	4207	4475
应收账款	916	1012	1029	1410	1686	营业税金及附加	18	37	53	73	77
其他应收款	138	184	128	238	278	营业费用	218	234	435	483	526
预付账款	20	30	25	47	31	管理费用	467	538	557	658	755
存货	860	1028	925	1175	1382	财务费用	-22	-22	-5	-13	-30
其他流动资产	300	273	257	382	263	资产减值损失	127	161	50	0	0
非流动资产	4852	4970	5146	5393	5495	公允价值变动收益	-1	1	0	0	0
长期投资	9	10	10	10	10	投资净收益	235	2	65	0	0
固定资产	3134	3526	3800	4023	4173	营业利润	179	553	370	1907	1936
无形资产	409	425	429	433	436	营业外收入	29	38	20	20	20
其他非流动资产	1299	1009	907	927	877	营业外支出	15	51	15	15	15
资产总计	8249	8814	9110	10787	12257	利润总额	193	540	375	1912	1941
流动负债	1505	1592	1726	1901	1850	所得税	35	96	56	287	291
短期借款	350	304	358	331	344	净利润	158	444	319	1626	1650
应付账款	1028	917	946	1135	1036	少数股东损益	-4	-6	-3	5	8
其他流动负债	127	371	422	435	469	归属母公司净利润	162	450	321	1621	1641
非流动负债	128	231	211	182	157	EBITDA	487	880	692	2269	2327
长期借款	20	135	109	83	56	EPS(元)	0.17	0.47	0.33	1.68	1.70
其他非流动负债	108	96	102	99	100						
负债合计	1634	1822	1937	2083	2007	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	20	14	11	16	24	成长能力					
股本	936	963	966	966	966	营业收入(%)	(6.9)	17.4	0.5	37.8	5.8
资本公积	910	1090	1090	1090	1090	营业利润(%)	(34.2)	208.5	-33.0	415.7	1.5
留存收益	4485	4889	5110	6240	7384	归属于母公司净利润(%)	(4.7)	178.2	-28.6	404.2	1.3
归属母公司股东权益	6595	6978	7163	8688	10227	获利能力					
负债和股东权益	8249	8814	9110	10787	12257	毛利率(%)	16.7	28.4	26.3	42.5	42.2
						净利率(%)	3.6	8.5	6.1	22.2	21.2
						ROE(%)	2.4	6.4	4.4	18.7	16.1
						ROIC(%)	2.2	6.0	4.1	17.6	15.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	19.8	20.7	21.3	19.3	16.4
						净负债比率(%)	-12.0	(12.6)	(15.4)	(19.5)	-26.3
						流动比率	2.3	2.4	2.3	2.8	3.7
						速动比率	1.7	1.8	1.8	2.2	2.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	5.1	5.5	5.2	6.0	5.0
						应付账款周转率	3.8	3.9	4.2	4.0	4.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.17	0.47	0.33	1.68	1.70
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.60	0.82	1.34	1.64
						每股净资产(最新摊薄)	6.83	7.23	7.42	9.00	10.59
						估值比率					
						P/E	94.05	33.81	47.34	9.39	9.27
						P/B	2.31	2.18	2.12	1.75	1.49
						EV/EBITDA	29.81	16.4	20.5	6.0	5.4

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	107	336	793	1292	1582
净利润	158	444	319	1626	1650
折旧摊销	295	339	322	370	416
财务费用	-22	-22	-5	-13	-30
投资损失	-235	-2	-65	-0	-0
营运资金变动	-232	-605	216	-685	-455
其他经营现金流	143	182	7	-4	1
投资活动现金流	-445	-399	-436	-615	-518
资本支出	725	382	145	262	94
长期投资	265	-0	-0	-0	-0
其他投资现金流	545	-17	-291	-352	-424
筹资活动现金流	191	191	-74	-136	-85
短期借款	250	-46	54	-27	14
长期借款	20	115	-26	-26	(27)
普通股增加	0	27	3	0	0
资本公积增加	0	180	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-85	-105	-83	-72
现金净增加额	-115	163	284	542	979

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图表目录

图表 1: 维生素 A 生产工艺	3
图表 2: 维生素 A 主要生产企业	3
图表 3: 国内维生素 A (50 万 IU) 价格	4
图表 4: 2017 年中国维生素 A 出口量	4
图表 5: 维生素 E 生产工艺	4
图表 6: 维生素 E (油) 主要生产企业	5
图表 7: 国内维生素 E 价格 (元/千克)	5
图表 8: 2017 年我国维生素 E 出口量	5
图表 9: 浙江医药维生素板块业绩弹性	6
图表 10: 浙江医药分产品盈利预测	6

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕阳 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室 邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>