

医药生物行业

周报

估值修复中，关注 Q1 有望超预期的 CXO 板块

——医药行业周报 20210206

行业研究——医药生物行业

✉ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎ : 王帅 13548094491
✉ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

本周医药全线上涨，尤其是高估值板块医疗服务及医疗器械子板块超跌反弹，我们建议投资者关注 Q1 业绩有望超预期的 CXO 板块，在前期市场调整过程中，目前已进入到估值性价比区间，建议考虑配置。

投资要点

□ 二级市场：全线上涨，关注 Q1 业绩有望超预期的 CXO 板块

本周医药板块上涨 2.90%，跑赢沪深 300 指数 0.45 个百分点，在所有行业中涨幅排名第六。2021 年初以来，医药板块下跌 1.49%，跑输沪深 300 指数 0.53pct。据 Wind 中信医药分类看，本周医药所有板块全线上涨，医疗服务及医疗器械等高估值子板块超跌反弹，领涨医药板块，在上周分别累计上涨 6.3% 及 5.3%。考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周医疗服务及医药服务上涨明显，分别上涨 5.4% 及 4.3%。其中医药服务板块所有公司全线上涨，尤其是康龙化成（9.25%）、药明康德（+7.87%）、泰格医药（+6.69%）及九洲药业（+6.52%）上涨明显，除了显示出“机构抱团标的”的明显回暖外，也反映了市场对一季报将至 CXO 板块的关注。研发创新型药企调整幅度明显，累计下跌 5.6%，主要由于康弘药业重磅核心产品海外临床试验被暂停，本周累计下跌 23.55%。

□ 本周思考：CXO 业绩有望集中超预期，将成为投资胜负手

在经过市场一轮估值调整后，我们认为当前 CXO 板块是医药唯一的 Q1 业绩超预期集中板块，估值调整下加仓窗口期打开，产业升级、订单加速的成长逻辑不变，且短期政策免疫，业绩确定性高；我们强调“中国优势”在中期维度下打开 CXO 龙头公司的全球成长空间，持续看好。

随着年报及一季报预告的逐渐披露，最近两周在业绩的支撑下我们发现医药龙头标的逐渐回暖，我们判断 CXO 板块是医药唯一的 Q1 业绩超预期集中板块，估值调整下加仓窗口期打开。我们重点推荐关注：

- ① 龙头超预期：药明康德，康龙化成，凯莱英，泰格医药；
- ② 新生有弹性：博腾股份，九洲药业，药石科技，昭衍新药，美迪西。

未来投资重点是把握“中国优势”这一核心主线，坚持“市场化、全球化”两个原则、“创新赋能、制造升级和降本增效”三条选股思路。

具体而言，建议关注：

1) 创新赋能：抓住进口替代表象下的产品竞争力本质，从中国创新迈向全球创新。前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的创新器械企业；谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的创新药企业；创新质量提升、服务赋能下龙头集中的研发外包企业。

2) 制造升级：充分发挥中国优势，深度参与全球产业分工。通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的特色原料药企业；订单加速，行业景气背

细分行业评级

医药生物 看好

公司推荐

相关报告

- 1.《全球龙头系列报告之二：从印度路径看医药 API “黄金十年”》2021.03.29
- 2.《【浙商医药】医药 CXO 的热与冷——2021 年一季度板块观点更新》2021.03.27
- 3.《医药行业周报 20210326：看好创新药红利下 CXO 持续高速增长》2021.03.27
- 4.《医药行业周报 20210320：调整力度显著减弱，“中国优势”无惧扰动》2021.03.20
- 5.《【浙商医药】医药行业周报 20210313：回调持续但情绪回暖，坚守优势赛道》2021.03.13

景下优势不断强化的生产外包企业；疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的出口器械企业。

3) 降本增效：有持续扩大规模和提升效率能力的连锁医院、ICL 及药房。

具体结合公司质地和估值情况，我们推荐：药明康德、昭衍新药、泰格医药、九洲药业、华海药业、普洛药业、天宇股份、健友股份、仙琚制药、复星医药、康弘药业、康龙化成、博腾股份、凯普生物、圣湘生物、维亚生物、阿拉丁、药石科技等。

□ 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

表 1：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		4月2日	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
603259.SH	药明康德	146.88	1.12	1.18	1.55	122	124	95	买入
603127.SH	昭衍新药	147.01	1.10	1.37	1.52	126	107	97	买入
300347.SZ	泰格医药	151.19	1.12	1.73	2.19	75	87	69	买入
300759.SZ	康龙化成	152.85	0.69	1.45	1.84	104	105	83	买入
603456.SH	九洲药业	40.00	0.30	0.47	0.68	140	85	59	买入
300725.SZ	药石科技	158.90	1.05	1.41	1.93	133	113	82	买入
000739.SZ	普洛药业	29.45	0.47	0.69	0.92	53	43	32	买入
600521.SH	华海药业	25.04	0.43	0.84	1.16	64	30	22	买入
300702.SZ	天宇股份	94.37	3.21	4.31	5.27	31	22	18	买入
603707.SH	健友股份	39.00	0.84	1.11	1.47	60	35	27	增持
002332.SZ	仙琚制药	12.90	0.45	0.54	0.67	31	24	19	增持
600196.SH	复星医药	40.71	1.30	1.49	1.70	28	27	24	买入
002773.SZ	康弘药业	28.11	0.82	0.96	1.18	36	29	24	买入
300363.SZ	博腾股份	52.91	0.34	0.6	0.8	88	88	66	买入
300639.SZ	凯普生物	35.25	0.68	1.51	1.58	56	23	22	买入
01873.HK	维亚生物	7.38	0.18	-	0.23	24	-	32	买入
688289.SH	圣湘生物	91.50	0.11	6.68	5.34	14	14	17	增持
688179.SH	阿拉丁	81.99	0.84	0.75	1.19	130	109	69	增持

资料来源：Wind，除维亚生物 HKD 外其余为 RMB，浙商证券研究所

正文目录

1. 全线上涨，关注 Q1 业绩有望超预期的 CXO 板块.....	4
2. 本周行情回顾.....	5
2.1. 医药行业行情：板块明显回暖，成交额回归历史中枢偏上.....	5
2.2. 医药子行业：高估值板块超跌反弹，中国优势逻辑不变.....	6
2.3. 陆港通&港股通：龙头估值修复中.....	8
2.4. 限售解禁&股权质押情况追踪.....	9
3. 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	5
图 2: 2021 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势.....	5
图 3: 上周各大行业涨跌幅（上：上周涨幅；下：2021 年至今涨幅）.....	5
图 4: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例.....	6
图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况.....	6
图 6: 本周医药子板块涨跌幅（中信）.....	7
图 7: 本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）.....	7
图 8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况.....	8
图 9: 2017-2021.4.2 医药北上金额及占总北上资金比例.....	8
图 10: 2017-2021.4.2 医药股北上资金布局子行业.....	8
图 11: 2021.3.29-4.2 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名.....	9
图 12: 2021.3.29-4.2 陆港通医药股市值前 10 名.....	9
图 13: 2021.3.29-4.2 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名.....	9
图 14: 2021.3.29-4.2 港股通医药股市值前 10 名.....	9
图 15: 2021.3.29-4.2 陆港通医药股陆港通持股占比前 10.....	9
图 16: 2021.3.29-4.2 港股通医药股港股通持股占比前 10.....	9
表 1: 盈利预测与财务指标.....	2
表 2: 2021 年 3 月 22 日至 4 月 30 日医药公司解禁限售股情况.....	10
表 3: 本周医药公司前三大股东股票质押比例变动.....	10

1. 全线上涨，关注 Q1 业绩有望超预期的 CXO 板块

本周医药板块上涨 2.90%，跑赢沪深 300 指数 0.45 个百分点，在所有行业中涨幅排名第六。2021 年初以来，医药板块下跌 1.49%，跑输沪深 300 指数 0.53pct。成交量上看，医药行业成交额为 3069.3 亿元，较上周环比上升 1.8%，成交额占市场总成交额的 8.7%，较上周上升 0.5 个百分点，基本处于 18 年以来的中枢偏上水平（8.11%）。

据 Wind 中信医药分类看，本周医药所有板块全线上涨，医疗服务及医疗器械等高估值子板块超跌反弹，领涨医药板块，在上周分别累计上涨 6.3% 及 5.3%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周医疗服务及医药服务上涨明显，分别上涨 5.4% 及 4.3%。其中医药服务板块所有公司全线上涨，尤其是康龙化成（9.25%）、药明康德（+7.87%）、泰格医药（+6.69%）及九洲药业（+6.52%）上涨明显，除了显示出“机构抱团标的”的明显回暖外，也反映了市场对一季报将至 CXO 板块的关注。研发创新型药企调整幅度明显，累计下跌 5.6%，主要由于康弘药业重磅核心产品海外临床试验被暂停，本周累计下跌 23.55%。在经过市场一轮估值调整后，我们认为当前 CXO 板块是医药唯一的 Q1 业绩超预期集中板块，估值调整后加仓窗口期打开，产业升级、订单加速的成长逻辑不变，且短期政策免疫，业绩确定性高；我们强调“中国优势”在中期维度下打开 CXO 龙头公司的全球成长空间，持续看好。

投资建议：CXO 成为胜负手板块，边际加速支撑

随着年报及一季报预告的逐渐披露，最近两周在业绩的支撑下我们发现医药龙头标的逐渐回暖，我们判断 CXO 板块是医药唯一的 Q1 业绩超预期集中板块，估值调整后加仓窗口期打开。我们重点推荐关注：

- ① 龙头超预期：药明康德，康龙化成，凯莱英，泰格医药；
- ② 新生有弹性：博腾股份，九洲药业，药石科技，昭衍新药，美迪西。

未来投资重点是把握“中国优势”这一核心主线，坚持“市场化、全球化”两个原则、“创新赋能、制造升级和降本增效”三条选股思路。

具体而言，建议关注：

1) **创新赋能**：抓住进口替代表象下的产品竞争力本质，从中国创新迈向全球创新。前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的创新器械企业；谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的创新药企业；创新质量提升、服务赋能下龙头集中的研发外包企业。

2) **制造升级**：充分发挥中国优势，深度参与全球产业分工。通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的特色原料药企业；订单加速，行业景气背景下优势不断强化的生产外包企业；疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的出口器械企业。

3) **降本增效**。有持续扩大规模和提升效率能力的连锁医院、ICL 及药房。

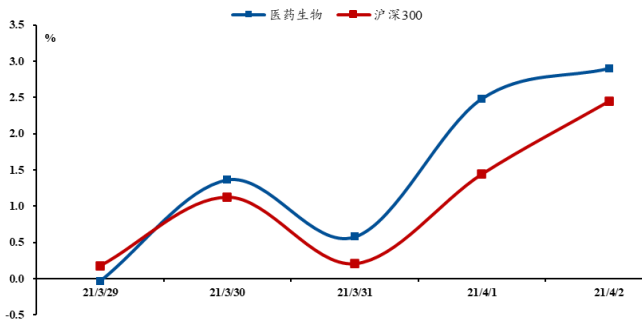
具体结合公司质地和估值情况，我们推荐：药明康德、昭衍新药、泰格医药、九洲药业、华海药业、普洛药业、天宇股份、健友股份、仙琚制药、复星医药、康弘药业、康龙化成、博腾股份、凯普生物、圣湘生物、维亚生物、阿拉丁、药石科技等。

2. 本周行情回顾

2.1. 医药行业行情：板块明显回暖，成交额回归历史中枢偏上

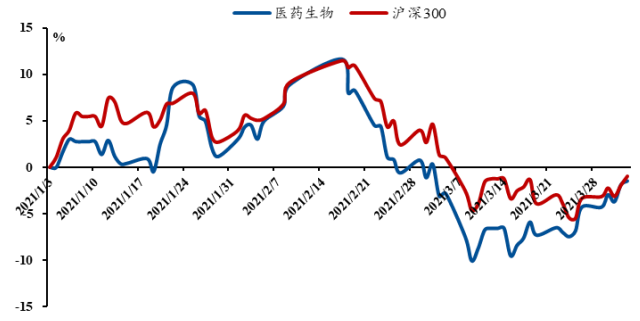
本周医药板块上涨 2.90%，跑赢沪深 300 指数 0.45 个百分点，在所有行业中涨幅排名第六。2021 年初以来，医药板块下跌 1.49%，跑输沪深 300 指数 0.53pct。

图 1：本周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



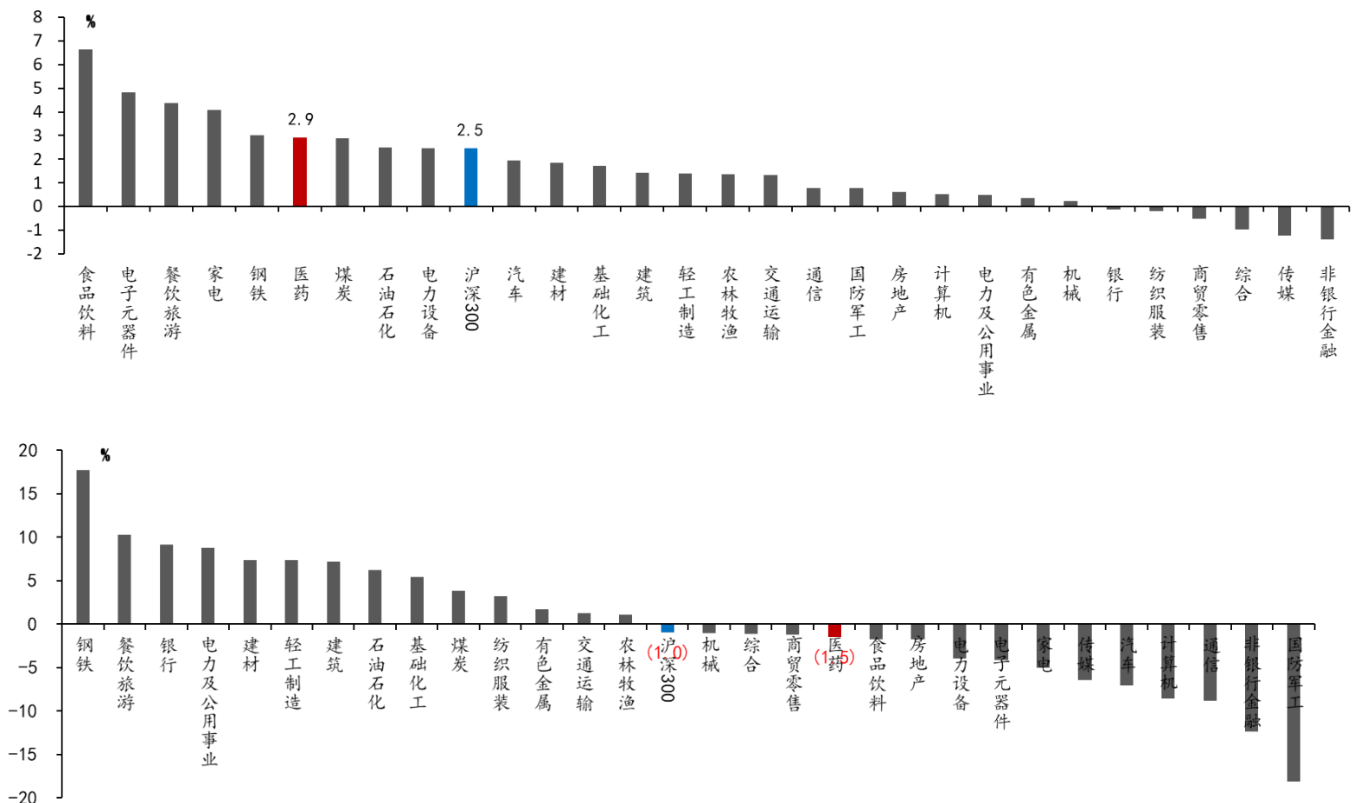
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2021 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

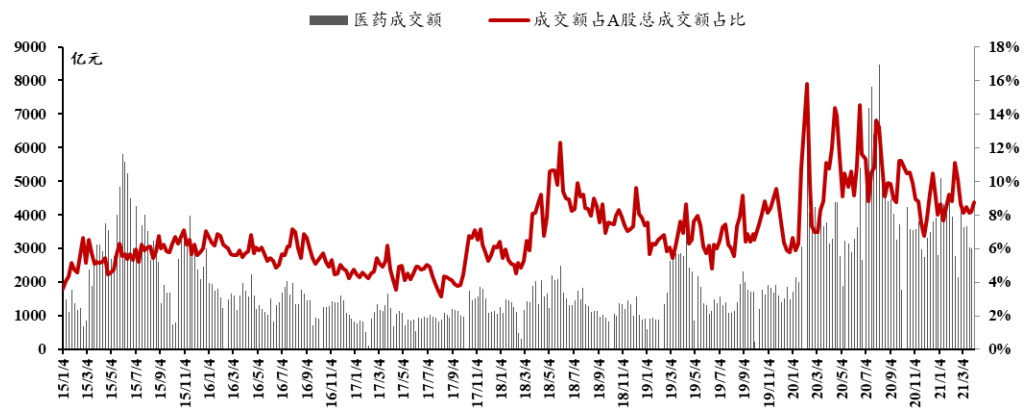
图 3：上周各大行业涨跌幅（上：上周涨幅；下：2021 年至今涨幅）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

成交额回归历史中枢偏上。成交量上看，医药行业成交额为 3069.3 亿元，较上周环比上升 1.8%，成交额占市场总成交额的 8.7%，较上周上升 0.5 个百分点，基本处于 18 年以来的中枢偏上水平（8.11%）。

图 4：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

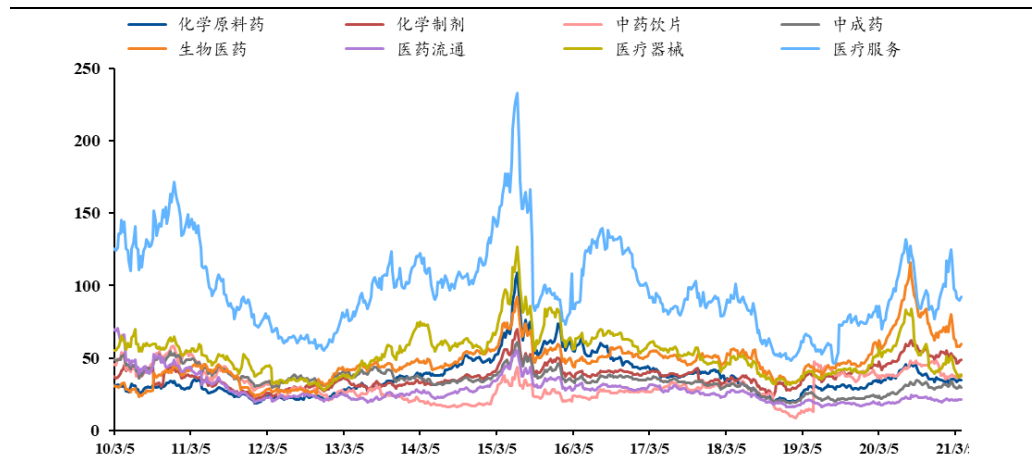


资料来源：Wind，浙商证券研究所

医药板块估值水平和溢价率环比均有回调。截至 2021 年 4 月 3 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 43.15，比上周上升了 0.8，高于 2010 年以来的历史均值（38.12 倍）。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 190%，较上周提升 8pct，基本处于四年来中枢偏上水平（12.5%）。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区。就整体行业发展方向而言，医药行业明显处于新旧动能更替、供给侧改革的关键阶段，但长期景气的逻辑和基础未变。全球新冠疫情短期是扰动，长期是催化剂。我们认为，2021 年医药投资策略即把握中国优势，从降本、增效、提质三大主线中挖掘优质个股，继续看好特色原料药、创新器械、生产外包、创新药、医疗服务、出口产业链等板块的龙头公司。

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 医药子行业：高估值板块超跌反弹，中国优势逻辑不变

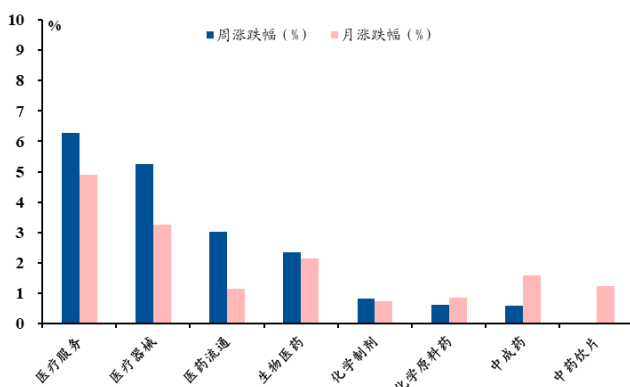
据 Wind 中信医药分类看，本周医药所有板块全线上涨，医疗服务及医疗器械等高估值子板块超跌反弹，领涨医药板块，在上周分别累计上涨 6.3%及 5.3%。中药饮片、中成药及化学原料药涨幅较小，分别上涨 0.04%、0.58%及 0.62%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据浙商医药重点公司分类情况来看，本周医疗服务及医药服务上涨明显，分别上涨 5.4%及 4.3%。其中医药服务板块所有公司全线上涨，尤其是康龙化成（9.25%）、药明康德（+7.87%）、泰格医药（+6.69%）及九洲药业（+6.52%）上涨明显，除了显示出“机构抱团标的”的明显回暖外，也反映了市场对一季报将至 CXO 板块的关注。研发创新型药企调整幅度明显，累计下跌 5.6%，主要由于康弘药业重磅核心产品海外临床试验被暂停，本周累计下跌 23.55%。在经过市场一轮估值调整后，我们认为当前 CXO 板块是医药唯一的 Q1 业绩超预期集中板块，估值调整后加仓窗口期打开，产业升级、订单加速的成长逻辑不变，且短期政策免疫，业绩确定性高；我们强调“中国优势”在中期维度下打开 CXO 龙头公司的全球成长空间，持续看好。

我们建议关注具有中国优势、具备市场化、国际化竞争力的板块，具体而言，包括：

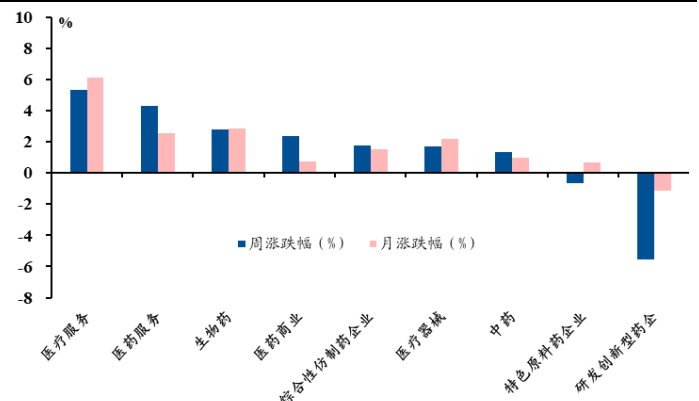
- 1、前瞻性布局景气赛道、坚持研发创新和持续提升产品全球竞争力的**创新器械**企业；
- 2、谈判降价背景下把握中国市场，且拥有全球视野和布局的**创新药**企业；
- 3、通过新产能、新业务加速拓展打破产业转移“共识”的**特色原料药**企业；
- 4、订单加速，行业景气背景下优势不断强化的**生产外包**企业；
- 5、疫情机遇与集采倒逼下中国制造优势加速体现并加快国际化进程的**出口器械**企业；
- 6、创新质量提升、服务赋能下龙头集中的**研发外包**企业；
- 7、有持续扩大规模和提升效率能力的**医疗服务及药房**。

图 6：本周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

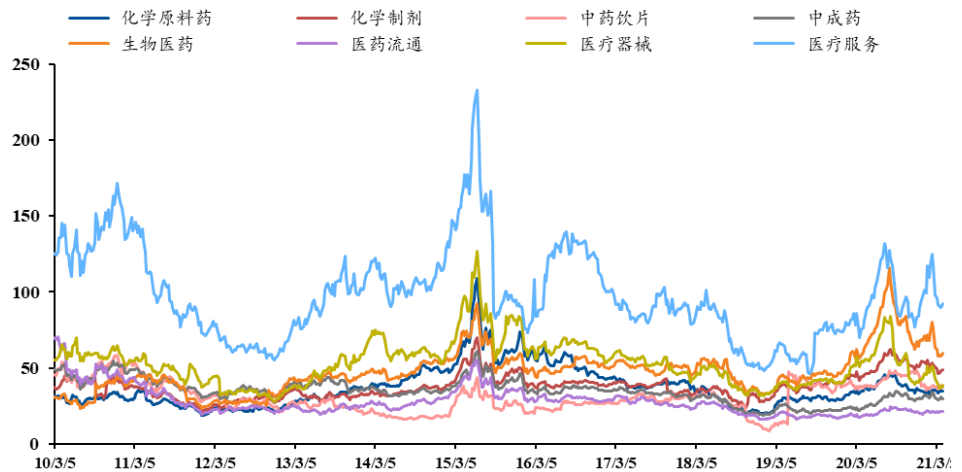
图 7：本周医药子板块涨跌幅（浙商医药）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（以上为浙商医药重点公司汇总）

所有细分板块除中药饮片及中成药外，市盈率均有所回调。截至 4 月 2 日，医药八大细分板块除中药饮片及中成药外均有明显回调。估值排名前三的分别为，医疗服务、生物医药及化学制剂板块市盈率分别为 92 倍、60 倍、49 倍，同时医疗服务也是估值上涨最大的板块，较上周提升 2.86。我们认为，近期医药已经全面回暖，高估值、业绩确定性高并政策免疫的高估值板块正在超跌反弹，建议持续关注。

图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况

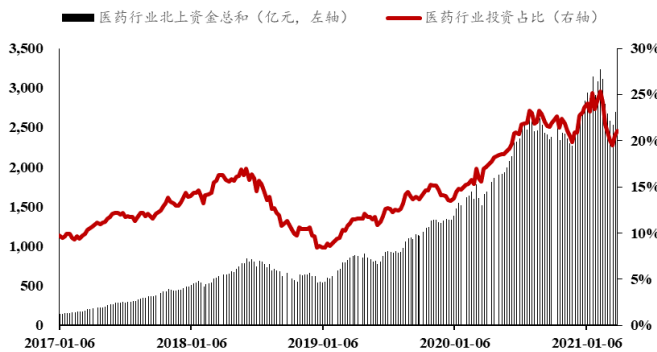


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3. 陆港通&港股通：龙头估值修复中

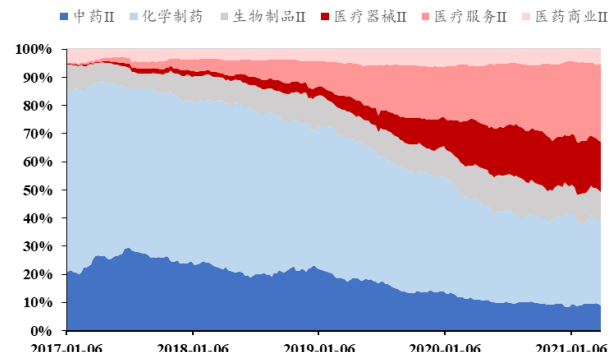
截至 2021 年 4 月 3 日，陆港通医药行业投资 2742 亿元，医药持股占陆港通总资金的 21.06%，占比近两周持续回升。医药北上资金逐渐上涨，其中，中药板块绝对金额下滑最多，约为 16.92 亿元，医疗服务及医疗器械最受青睐，上涨 21.45 及 17.88 亿元。陆港通资金流向反映的是包括海外投资者在内的机构对医药各子板块的不同景气度预期，短期内高估值板块由于已逐渐调整至极具性价比区间内，逐渐受到关注。

图 9：2017-2021.4.2 医药北上金额及占总北上资金比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

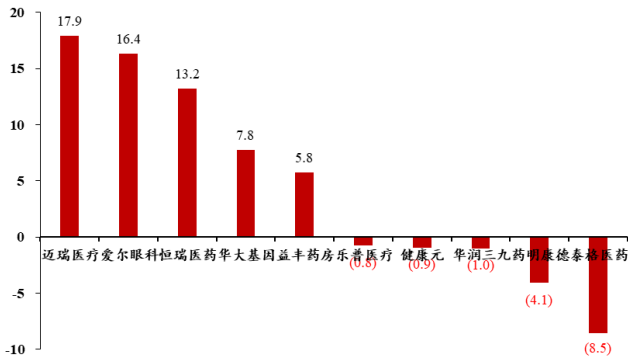
图 10：2017-2021.4.2 医药股北上资金布局子行业



资料来源：Wind，浙商证券研究所

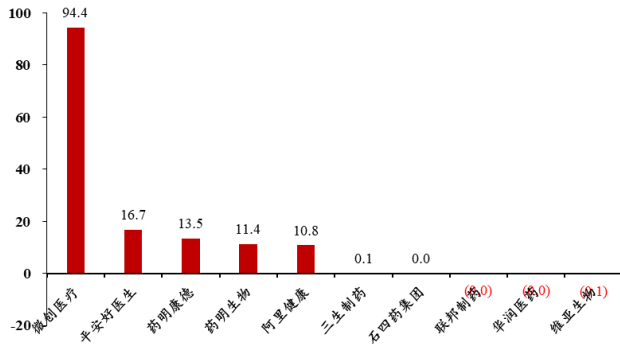
具体持仓标的上，2021 年 3 月 29 日至 4 月 2 日大部分陆港通医药标的陆港通持股市值明显下降，其中市值有所增长的前 5 名分别为迈瑞医疗、爱尔眼科、恒瑞医药、华大基因和益丰药房，市值下降幅度最大的 5 名分别为乐普医疗、健康元、华润三九、药明康德、泰格医药，均为前期机构持仓较集中的标的。港股通医药标的市值变动前 5 名分别为微创医疗、平安好医生、药明康德、药明生物及阿里健康，后 5 名分别为维亚生物、华润医药、联邦制药、石四药集团及三生制药。

图 11：2021.3.29-4.2 陆港通医药市值变动前 5 名及后 5 名



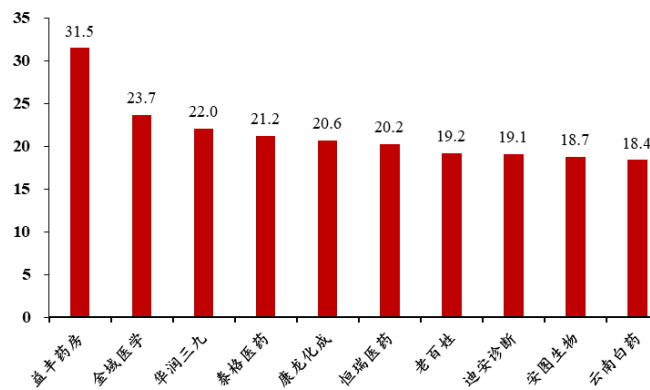
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：2021.3.29-4.2 港股通医药市值变动前 5 名及后 5 名



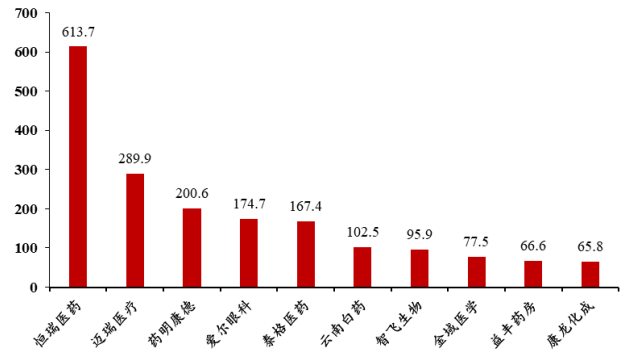
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：2021.3.29-4.2 陆港通医药股陆港通持股占比前 10



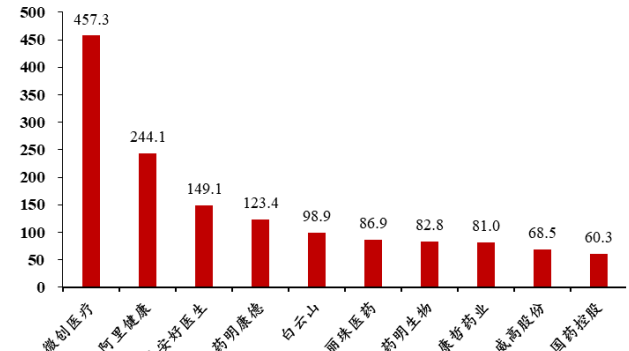
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：2021.3.29-4.2 陆港通医药股市值前 10 名



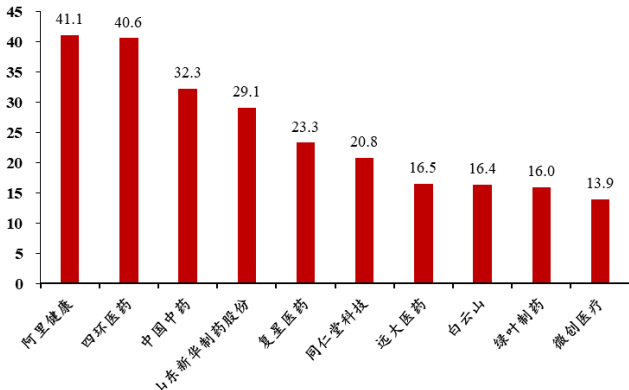
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：2021.3.29-4.2 港股通医药股市值前 10 名



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：2021.3.29-4.2 港股通医药股港股通持股占比前 10



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.4. 限售解禁&股权质押情况追踪

近一个月来限售股解禁及股权质押情况变化：关注基本面因素外可能影响股价流动性和交易配置的因素。2021 年 3 月 22 日至 4 月 30 日，共有 22 家医药上市公司发生或即将发生限售股解禁，其中成都先导、振德医疗及贵州三力等公司涉及解禁股份占流通股本比例较高。

在股权质押方面，迪瑞医疗等公司第一大股东股权质押比例有一定幅度上升、司太立第二大股东变动较大。

表 2：2021 年 3 月 22 日至 4 月 30 日医药公司解禁限售股情况

代码	简称	解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁市值 (万元)	解禁股本占流通 A 股比例	解禁收益率 (%)
688526.SH	科前生物	2021-03-22	425.18	15,174.55	5.3%	205.30
603259.SH	药明康德	2021-03-24	6,269.03	773,096.66	4.4%	18.43
300791.SZ	仙乐健康	2021-03-25	69.12	5,880.73	2.1%	
688606.SH	奥泰生物	2021-03-25	1,249.70	217,373.18		30.13
688189.SH	南新制药	2021-03-26	6,500.00	257,205.00		
688329.SH	艾隆科技	2021-03-29	1,570.42	44,442.96		68.35
300896.SZ	爱美客	2021-03-29	256.72	99,455.04	5.5%	227.56
603387.SH	基蛋生物	2021-03-29	61.00	2,083.24	0.2%	
688013.SH	天臣医疗	2021-03-29	71.22	1,749.78	4.4%	31.95
600080.SH	ST 金花	2021-03-29	6,797.44	41,328.44	22.3%	
688626.SH	翔宇医疗	2021-03-31	3,672.90	164,545.86		55.45
688085.SH	三友医疗	2021-04-09	3,805.87	107,782.32	85.6%	
603301.SH	振德医疗	2021-04-12	11,969.23	667,883.03	111.3%	
600789.SH	鲁抗医药	2021-04-12	2,810.81	20,378.38	3.3%	3.14
300254.SZ	仟源医药	2021-04-14	1,966.29	11,306.18	10.2%	-19.24
688222.SH	成都先导	2021-04-16	24,144.79	671,225.10	656.9%	
002821.SZ	凯莱英	2021-04-16	1,017.87	303,529.76	4.6%	31.37
600566.SH	济川药业	2021-04-27	7,332.99	148,199.63	9.0%	5.48
688221.SH	前沿生物-U	2021-04-28	440.74	7,179.64	5.3%	-20.54
603439.SH	贵州三力	2021-04-28	12,154.36	223,032.46	298.3%	
603392.SH	万泰生物	2021-04-29	6,412.45	1,674,290.23	147.1%	
688366.SH	昊海生科	2021-04-30	1,660.00	191,730.00	42.1%	

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

表 3：本周医药公司前三大股东股票质押比例变动

公司简称	第一大股东	第二大股东	第三大股东
	质押比例变化 (%)	质押比例变化 (%)	质押比例变化 (%)
迪瑞医疗	79.00	0.00	0.00
景峰医药	11.79	0.00	0.00
溢多利	9.42	0.00	0.00
司太立	0.00	33.72	0.00
九典制药	0.00	14.54	0.00
海思科	0.00	8.70	-13.34
辽宁成大	0.00	0.00	26.07

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3. 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>