

# 中药：国企改革三部曲和六要素

——中药系列专题报告之一

行业评级：看好

2023年04月03日

分析师

孙建

邮箱

sunjian@stocke.com.cn

证书编号

S1230520080006

# 摘要

国改三部曲+国改案例

## 1、国改新机制：增股权、换人员、明定位、立目标、新考核、给激励

- **股权变化：多种方式的股权变化**（例如，国资增持加强控制权、民企股权转让给国资或者地方国资股权转让给省级/央企国资）
- **管理层变化：**管理层组织架构优化和关键经营管理人员调整；
- **明晰定位：**央企或者地方国资股东旗下医药产业平台中的战略定位；
- **激励制度：**多维度的管理制度考核以及上市公司股权层面的激励制度。

## 2、资产整合：剥离冗余低效资产以及并购集团内外协同性资产

- **资产减法：**降本增效，处置冗余低效以及业务协同性差的资产；
- **资产整合：**整合股东旗下其他战略协同资产，完成集团资产的资本化；
- **资产外延：**股东支持公司做大做强，外延并购战略协同性强的优质资产。

## 3、业务聚焦：强化核心竞争优势

- **打造核心竞争力：**围绕自身原有竞争优势，聚焦核心业务。

## 4、案例分析

- **以康恩贝为例，**看浙江省国企改革对中药企业的经营驱动。

## 5、投资建议

- 建议关注国改新机制逐步落地，资产整合，业务聚焦，竞争力提升的国资中药企业。
- 建议关注国药系、华润系等央企的国资中药企业以及地方国资的中药企业：太极集团、华润三九、昆药集团、东阿阿胶、江中药业，康恩贝、同仁堂、片仔癀、红日药业、千金药业、佛慈制药、白云山、精华制药等。

## 6、风险提示

- 国企改革措施执行进度不及预期、资产整合进展不及预期、中药集采降价风险

# 目录

CONTENTS

01

中药国改分析框架

02

国资中药概览

03

中药国改案例：康恩贝

04

投资建议

# 01

## 中药国改 分析框架

三部曲

六要素

## 为什么医药板块中，“国企改革”会成为中药板块的投资主线之一？

- **有底蕴：中药上市公司有较强品牌力和完整经营体系**
  - **品牌优势：**中药企业大部分为老字号型传统中药或者是具有很强品牌力的OTC类企业；
  - **业务体系完整：**中药企业有规模化的经营业务，相对完善的销售体系。
- **缺机制：中药上市公司延续传统经营机制、缺乏灵活体制**
  - 老字号型传统中药，经营历史悠久，运营体系稳定，但缺乏初创型企业的进取体制；
  - 缺少激励制度，企业发展和个人利益绑定不足，员工缺乏积极性。
- **国企改革是中药国企的最强驱动要素**
  - 通过股权激励提高员工积极性，自身利益和公司发展相绑定；
  - 通过制定企业中长期规划，使企业发展与国家及省级中药发展战略相协同；
  - 降本增效，减少费用率，提升盈利能力；
  - 加强资产整合进度，发挥优势主业资产效能。

## 1、国改第一步：国资股东对公司的管理模式和经营考核变化

- **要素1：多种方式的股权变化**（例如，国资增持加强控制权、民企股权转让给国资或者地方国资股权转让给省级/央企国资）
- **要素2：管理层变化**，管理层组织架构优化和关键经营管理人员调整；
- **要素3：明晰定位**，央企或者地方国资股东旗下医药产业平台中的战略定位；
- **要素4：激励考核**，多维度的管理制度考核以及上市公司股权层面的激励制度。

## 2、国改第二步：资产整合，剥离冗余低效资产及并购集团内外协同性资产

- **要素5：资产整合**：整合股东旗下其他战略协同资产，完成集团资产的资本化；处置冗余低效及协同性差的资产；外延并购战略协同性强的优质资产。

## 3、国改第三步：业务聚焦，强化核心竞争优势

- **要素6：聚焦核心业务**，围绕原有竞争优势领域和品牌产品，将资源聚焦到核心业务，提升自身的竞争力。

备注：以康恩贝为例，对中药国企改革的分析框架总结

# 02

## 国资中药

企业概览

市值对比

核心业务

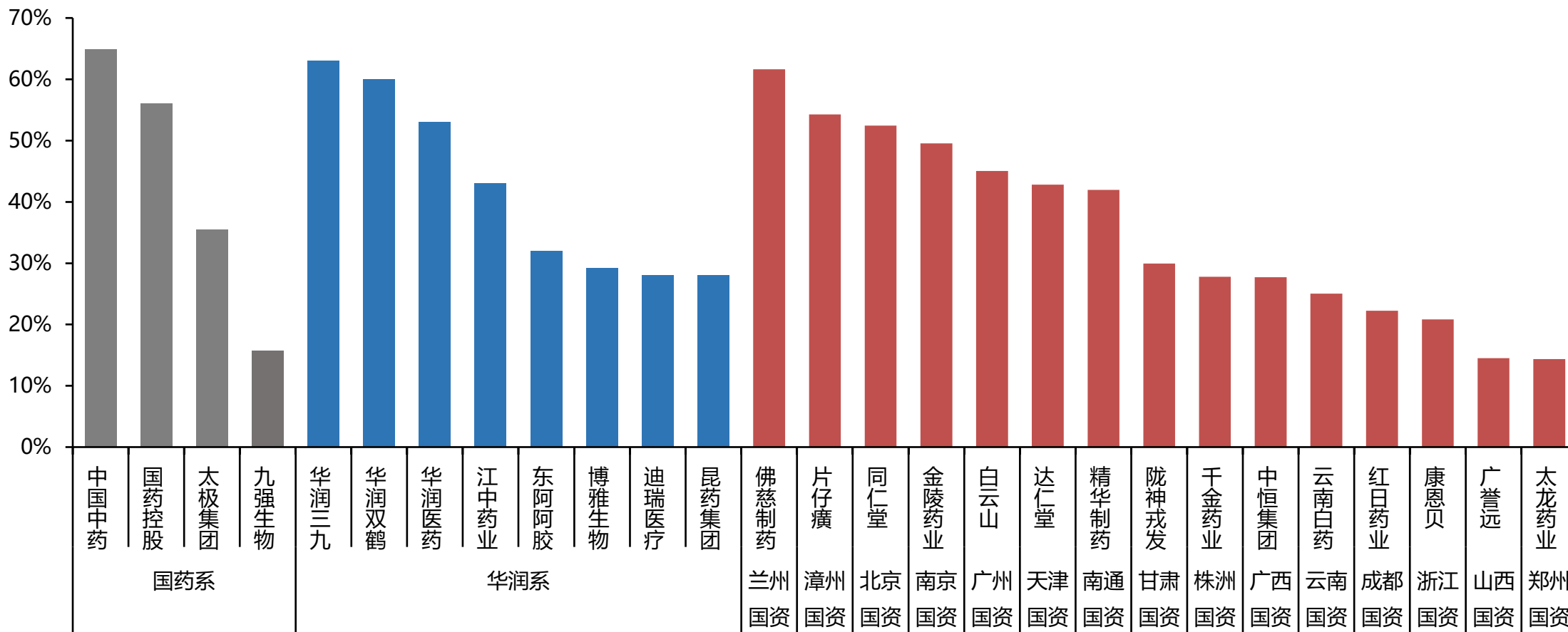
激励指标

外延并购

## A+H股中，拥有国资背景的中药企业，共21家（18家A股+3家H股）

- 国资中药：华润系4家（华润三九、昆药集团、江中药业、东阿阿胶），国药系2家（中国中药、太极集团），地方国资15家。

图1：国资持股比例

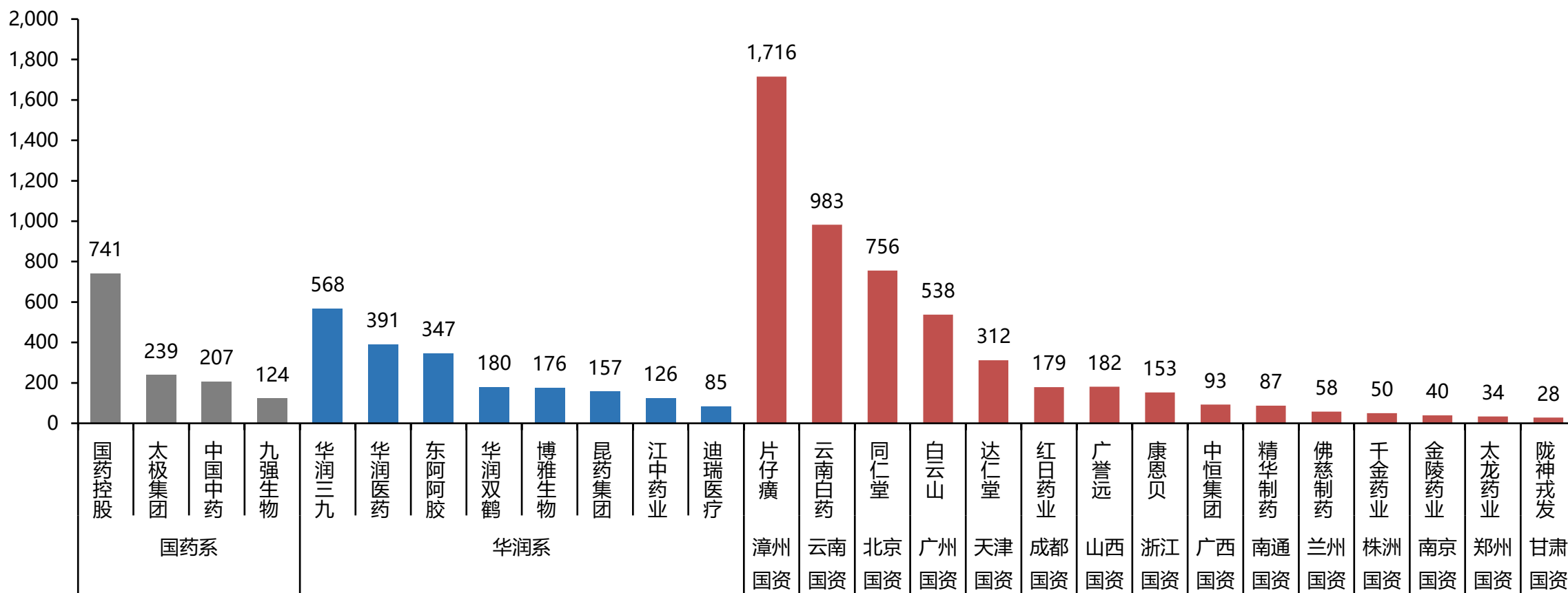




**市值集中，存在明显的头部效应：**市值Top5国资中药企业是片仔癀、云南白药、同仁堂、华润三九、白云山。

- **市值排序：**强势地方国资 > 华润系 > 国药系 > 其他地方国资。

图2：国资企业市值（单位：A股企业 亿元，港股企业 亿港元）



### 国企中药拥有较强品牌优势，具有核心重磅品种

- 品牌优势品种：**梳理核心业务，具备竞争优势大品种是中药企业的发展底蕴，例如：太极集团-藿香正气口服液、华润三九-999感冒灵、东阿阿胶-阿胶、江中药业-健胃消食片、片仔癀-片仔癀、云南白药-牙膏、同仁堂-安宫牛黄丸、白云山-王老吉。

企业名称		国资中药企业2021年的业务概要		
国药系	太极集团	<b>抗感染+消化系统 + 呼吸系统 + 神经系统</b>		<b>肠胃药：</b> 藿香正口服液
	中国中药	<b>中药材种植</b>		<b>中药配方颗粒</b> <b>中药饮片</b>
华润系	华润三九	<b>清热解毒：</b> 感冒灵		<b>胃药：</b> 三九胃泰 <b>皮肤：</b> 皮炎平
	东阿阿胶	<b>滋补中药：</b> 阿胶系列		
	昆药集团	<b>心脑血管：</b> 血塞通系列		
	江中药业	<b>胃药：</b> 健胃消食片		<b>呼吸道：</b> 复方草珊瑚含片
地方国资	片仔癀	<b>滋补中药：</b> 片仔癀		
	云南白药	<b>药品：</b> 白药+普药		<b>日化：</b> 白药牙膏 <b>中药资源：</b> 中药材
	同仁堂	<b>心脑血管：</b> 安宫牛黄、同仁牛黄清心、同仁大活络		<b>补益中药：</b> 六味地黄、金匱肾气、阿胶
	白云山	<b>中药：</b> 心脑血管、糖尿病		<b>化学药：</b> 男科+抗感染 <b>食品：</b> 王老吉系列
	达仁堂	<b>心脑血管：</b> 速效救心丸		
	红日药业	<b>清热解毒：</b> 血必净中药注射剂		<b>中药配方颗粒及饮片</b>
	广誉远	<b>滋补中药：</b> 龟龄集+定坤丹+安宫牛黄丸+牛黄清心丸		
	康恩贝	<b>品牌OTC：</b> 肠炎宁、金笛		<b>处方药：</b> 金艾康 汉防己甲素、至心研 麝香通心滴丸、天保宁 银杏叶、金康速力 乙酰半胱氨酸 <b>保健食品</b>
	中恒集团	<b>心脑血管：</b> 血栓通中药注射剂		<b>食品：</b> 龟苓膏
	千金药业	<b>妇科：</b> 千金片（胶囊）、补血益母丸（颗粒）		<b>心血管类</b> <b>治肝抗菌类</b>
陇神戎发	<b>镇痛：</b> 元胡止痛滴丸		<b>保健滋补：</b> 黄芪当归胶囊、七味温阳胶囊 <b>心脑血管：</b> 舒心宁片、消栓通络片	

激励考核维度：收入增速、净利润增速、ROE、资产周转率、研发投入、分红比例

公司名称		业绩考核指标	2022年	2023年	2024年
华润系	华润三九	归母扣非净资产收益率	≥10.15%	≥10.16%	≥10.17%
		归母扣非净利润年复合增速（2020年为基准）		≥10.0%	
		总资产周转率	≥0.69	≥0.7	≥0.72
	昆药集团	净利润值增速（2020年为基准）	≥21%	≥33%	
		现金分红占当年净利润的比例		≥30%	
		投入资本回报率	≥12.74%	≥12.75%	≥12.76%
江中药业	归母净利润年复合增长率（2020年为基准）		≥6%		
	研发投入强度	≥2.96%	≥2.98%	≥3.00%	
	每股收益	≥0.92元			
天津国资	达仁堂	净利润增长率（2018年为基准）	≥27.1%		
		主营业务收入占营业收入的比例	≥92%		
		研发投入强度	≥2.96%	≥2.98%	≥3.00%
浙江国资	康恩贝	净利润增长率（2021年为基准）	≥200%	≥240%	≥280%
		加权平均净资产收益率	≥6.5%	≥7%	≥7.5%
		研发投入总额占当期工业营业收入的比例	≥4.5%	≥5%	≥5.5%
		净利润现金含量		≥105%	
株洲国资	千金药业	营业收入（2020年为基准）	≥30%	≥50%	≥75%
		加权平均净资产收益率		≥12%	
		研发费用增长率（2020年为基准）	≥20%	≥35%	≥50%
南京国资	金陵药业	净利润增长率（2020年为基准）	≥86%	≥97%（2022年和2023年的平均值）	≥109%（2022年-2024年三年平均值）
		加权平均净资产收益率	≥76%	≥82%（2022年和2023年的平均值）	≥87%（2022年-2024年三年平均值）
		年研发费用增长率（2020年为基准）	≥70%	≥120%	≥186%
广西国资	中恒集团	经济增加值增长率（2020年为基准）	≥21%	≥33%	≥46%
		净利润增长率（2020年为基准）	≥16.6%	≥26%	≥36%
		现金分红比例		≥30%	

“品种+渠道”的外延式生长：国资中药企业对外延收购的战略方向聚焦于“丰富产品矩阵”和“拓宽渠道”

	外延并购及资本运作	意义
华润三九	2022/12, 收购昆药集团28%股权。	<b>【布局三七产业链】</b> 华润三九将承接云南省三七产业发展规划，致力于将昆药集团打造为三七产业链龙头企业，并围绕其三七、青蒿等核心植物资源精深发展，促进中医药现代化
	2021/11, 与九州通共同成立合资公司	<b>【开拓大健康市场】</b> 为医药终端客户提供创新解决方案，为消费者提供更加优质的服务
昆药集团	2021年, BD成功引进磺达肝癸钠、普瑞巴林口服溶液	<b>【丰富产品矩阵】</b> 进一步巩固公司在骨科领域的市场地位
	2020/12, 投入3000万对汉光药业增资, 占汉光药业股份总数的6.98%	<b>【丰富产品矩阵 &amp; 拓宽渠道】</b> 丰富公司在骨科、心脑血管等领域的产品, 进一步打通零售渠道
	2019/12, 以660万收购天禾药业100%股权	<b>【物流配送】</b> 天禾药业作为公司物流集散地, 因享受异地直调政策, 业务范围可辐射全国, 将有利于开展药品的配送业务
东阿阿胶	2022/10, 出资4000万对昂德生物药业增资	<b>【运营提升】</b> 进一步增强公司总体业务运营能力, 积极推进昂德生物药业业务开展
	2022/07, 出资1.8亿对东欣投资增资	<b>【运营提升】</b> 提升业务运营效率, 打造全资下属的平台化综合运营公司
江中药业	2021/09, 通过股权转让及增资方式, 以2.2亿元收购海斯制药 51%股权	<b>【丰富产品矩阵】</b> 补充胃肠领域优质品种
	2019/01, 3.77亿现金增资方式收购桑海制药和济生制药51%的股权	<b>【丰富产品矩阵】</b> 借助桑海制药和济生制药丰富的产品批文和品牌资源丰富公司产品结构,
康恩贝	2022/10, 以2.2亿收购中医药大学饮片公司66%股权	<b>【丰富产品矩阵】</b> 承接浙江中药大健康平台, 布局中药饮片产业
	2022/09, 以3558万元收购奥托康科技公司100%股权	<b>【解决同业竞争】</b> 解决与控股股东之间存在的中药饮片业务同业竞争问题
	2021/12, 16.8亿元转让所原控股子公司珍视明药业公司 42%股权	<b>【聚焦主业】</b> 进一步聚焦和发展公司中药大健康业务, 同时为了珍视明能更好地抓住眼健康产业快速发展的时机, 也是基于省国贸集团和公司总体发展战略的需要

“品种+渠道”的外延式生长：国资中药企业对外延收购的战略方向聚焦于“丰富产品矩阵”和“拓宽渠道”

外延并购及资本运作		意义
<b>片仔癀</b>	2020/7, 出资4448万元收购龙晖药业51%的股权	<b>【丰富产品矩阵】</b> 完善产业布局, 丰富产品管线
<b>云南白药</b>	2021/12, 以13.6亿港币收购万隆控股集团 2022/4, 100亿参与定增上海医药定增	<b>【拓宽渠道】</b> 借助其在产品贸易和销售渠道的优势, 提升公司业务国际化水平 <b>【战略布局】</b> 与上海医药战略联合
<b>同仁堂</b>	2023/2, 同仁堂孙公司麦尔海以扩股增资方式引入健之佳战略投资者, 2022/12, 同仁堂以1.9亿元取得京宜生物 51%股权,	<b>【拓宽渠道】</b> 借助力健之佳的销售渠道资源增强功能性护肤品的竞争力 <b>【布局药酒产业】</b> 京宜生物未来将向同仁堂供应白酒基酒、黄酒等战略资源
<b>白云山</b>	2023/3, 投资3.34亿元认购沃博联广药基金 2022/6, 以9.99亿元认购广药基金份额, 占广药基金认缴出资总额的99.90% 2022/2, 参与投资设立老字号基金 2021/7, 参与投资设立混改二期基金	资本增值
<b>红日药业</b>	2020/1, 出资6000万购买亿诺瑞生物制药25%的股权	增强亿瑞诺资金实力, 优化债务结构
<b>佛慈制药</b>	2022/12, 出资5100万成立佛慈纹党参产业发展有限公司, 持股比例51%	
<b>千金药业</b>	2022/11, 出资3亿参与株洲市先进产业集群发展母基金的首期募资	资本增值
<b>金陵药业</b>	2022/3, 以2250万元购买东升药业50%股权	
<b>太龙药业</b>	2022/12, 设立龙华医药产业基金, 子公司太龙健康认缴出资2.16亿, 占基金总规模54%	资本增值
<b>陇神戎发</b>	2023/2, 拟以2.57亿收购甘肃普安制药70%的股份	<b>【丰富产品矩阵】</b> 丰富陇神戎发产品种类, 进一步增强甘肃省内中医药产业协同性
<b>中恒集团</b>	2021/9, 出资2.4亿元参与设立国海中恒医药健康创业投资合伙企业 2021/6, 出资2.97亿参与成立中恒力合医药健康股权投资合伙企业	资本增值

# 03

## 康恩贝 中药国改 案例分析

混改激励

资产整合

业务聚焦

康恩贝发展史

## 地方药企 → 2004年上市 → 2020年变身国资 → 2021年国企改革方案落地



康恩贝发展转折点

## 国资混改 激励落地



## 出低效资产 进赋能资产

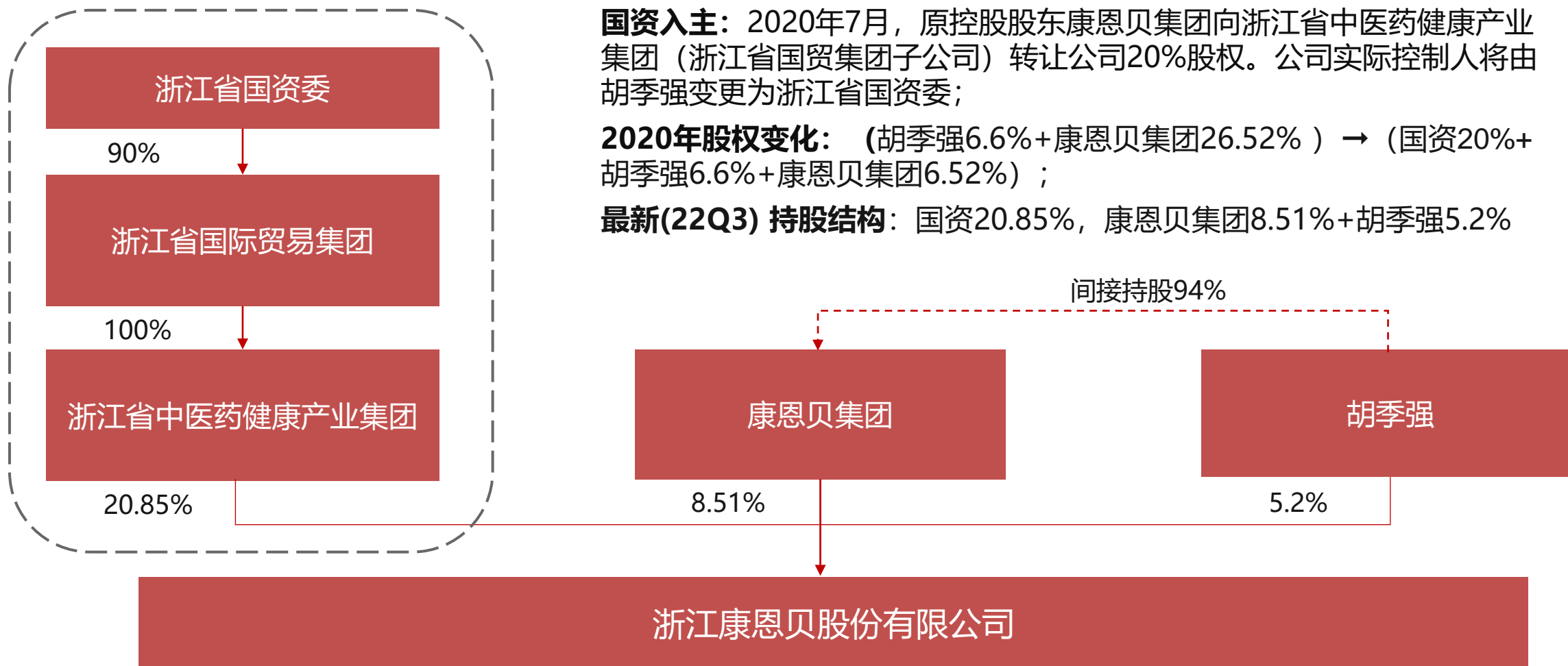


## 业务聚焦 自我诊疗

- **国资入主**：2020年7月，浙江国资收购康恩贝20%的股权；
- **国资混改**：2021年7月，康恩贝混改方案正式获批，公司决策制度换新、管理机制完善；
- **股权激励**：2022年9月，公司发布2022年股票期权激励计划，完善员工激励制度。
- **置出低效资产**：2021年公司陆续转让低效和无效资产，兰信小贷、贵州拜特等；
- **资产整合**：2022/4，收购国资平台旗下浙江中医药大学饮片公司66%的股权，拓展中药饮片业务，国资平台为公司发展持续赋能。
- **业务聚焦**：回归自身最具优势的自我诊疗品牌药方向以及中药大健康领域；
- **医保新适应症+基药驱动**：部分慢病药有望进入基药目录；
- **大健康新增量**：中药饮片以及健康消费品。

## 定位：浙江中药大健康平台





## 混改激励

- 混改方案逐步落地，自上而下提升经营效率。

- 2021年7月，康恩贝混改方案正式获批，公司制定了新的从上而下的决策制度，包括公司章程、“三重一大”决策制度、投资、财务管理等方面的相关配套制度，进一步完善公司管理机制。

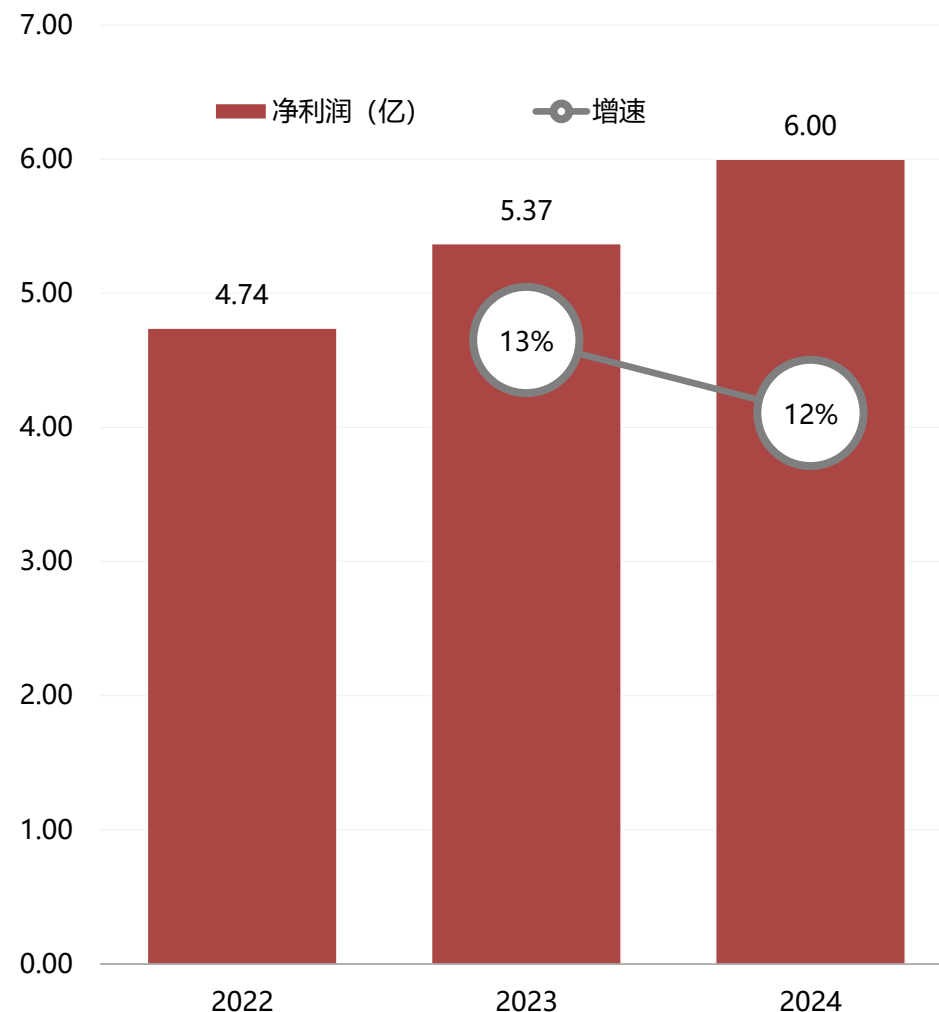
- 推出股票期权激励计划，完善员工激励制度。

- 2022年9月，康恩贝发布2022年股票期权激励计划，向激励对象授予7000万股票期权，代表浙江国资委出任副董事长的应春晓、副总裁谌明均在本次激励对象中；本次激励目标兼顾企业增速和经营质量、研发投入强度等，从多维度完善考核指标。

- 2022年公司业绩预告中扣非归母净利润为4.75-5.25亿元，同比2021年增长200.26%-231.87%，初步达到2022年股票期权激励目标。

考核指标	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期
	2022年	2023年	2024年
净利润（2021年扣非后净利润为基准）	≥4.74亿元	≥5.37亿元	≥6.00亿元
	不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值		
加权平均ROE	≥6.5%	≥7%	≥7.5%
	不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值		
研发投入总额占当期工业营收的比例	≥4.5%	≥5%	≥5.5%
净利润现金含量	≥105%	≥105%	≥105%

## 股票期权计划2022-2024年的净利润考核目标



## 资产加减法

- **减法：剥离非主业、非聚焦资产**
  - 处置了小额贷款公司以及其他与主业关联度不大的投资参股企业。
- **加法：整合国资股东旗下大健康资产**
  - 收购浙江中医药大学饮片公司66%股权；
  - 饮片公司，2021年收入4.23亿元，净利润1672.81万。
- **加法：战略协同的外延并购方向**
  - 传统中成药企业、老字号中药品牌，可以整合内外部品牌、产品资源；
  - 围绕中药大健康的核心战略，聚焦大品牌大品种工程，引进各个阶段合适的大品种；
  - 大健康消费品产业。

低效无  
效资产  
处置

兰信小贷30%股权转让

检康生物15%股权转让

迪耳药业25%股权转让

邳州众康51%股权转让

大晶眼健康19.6%股权转让

贵州拜特土地厂房、无形资产处置

解决同业  
竞争

资源整合、链条重塑，促进中药大健康核心业务持续发展

中医药大学中药饮片公  
司66%股权

解决公司与控股股东有关**中药  
饮片业务**同业竞争问题

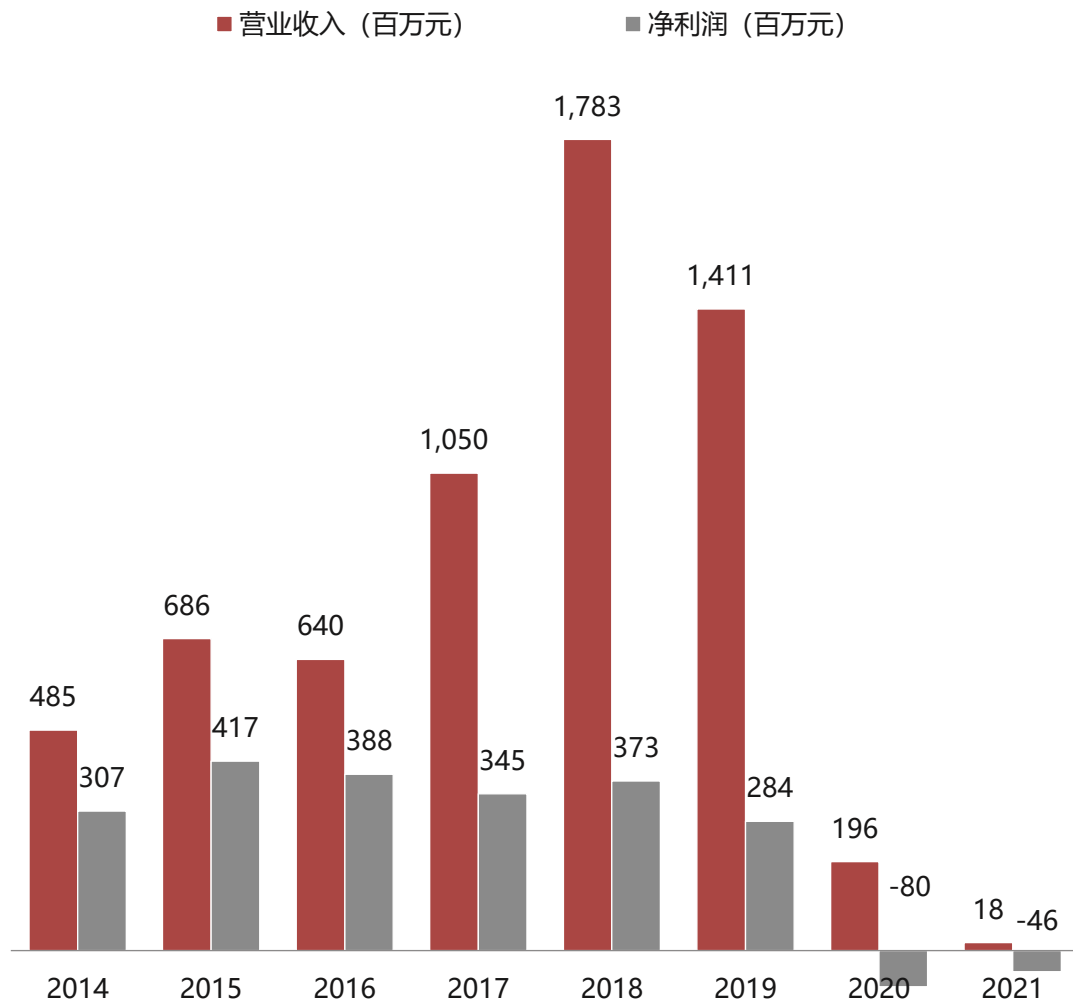
资源优势互补，实现部分产品原料制剂一体化

浙江奥托康科技公司  
100%股权

落实解决相关方**化学原料药和化  
学药制剂业务**同业竞争问题

贵州拜特的并购到出清

## 贵州拜特2014-2021年收入和净利润变化趋势



数据来源：康恩贝年报，Wind，浙商证券研究所

## 康恩贝从并购拜特到资产出清

- **收购拜特：**
  - 2014/2015年，分别收购贵州拜特51%和49%股权。
- **业绩贡献：**
  - 收入端：两票制后，2017年收入10.5亿，2018年17.8亿，分别占公司营收20%/26%；
  - 利润端：2015年利润顶峰达到4.17亿
- **政策变化**
  - 2019H2开始，受重点监控合理用药药品目录和随后医保支付政策调整；
- **经营影响**
  - 2020H2起，几无市场销售，且难以逆转；2020年经营业绩大幅亏损，陷入经营困境；
  - 2019/12，暂停丹参川芎嗪注射液生产；
  - 2021/2/23，注销了丹参川芎嗪注射液注册证；
  - 2021/1，提出停产申请。
- **计提商誉**
  - 2019/2020年，计提8.2亿全部商誉。
- **清盘资产**
  - 2022年，1.2亿转让土地使用权和厂房。

自我诊疗品牌药

### • 多品牌，梯队化

- **知名品牌**：培育形成了康恩贝、前列康、珍视明、天保宁、金奥康、金笛、金康、金艾康、天施康、金康速力、希陶等多个知名品牌；
- **产品梯队**：2021年，2亿以上销售额的产品系列有10个。5-10亿区间为核心大单品肠炎宁系列；2-5亿区间产品有8个，非处方药品牌“金笛”和“前列康”以及处方药核心品牌“金艾康”、“至心研”等。



#### 品牌产品在零售端市场份额

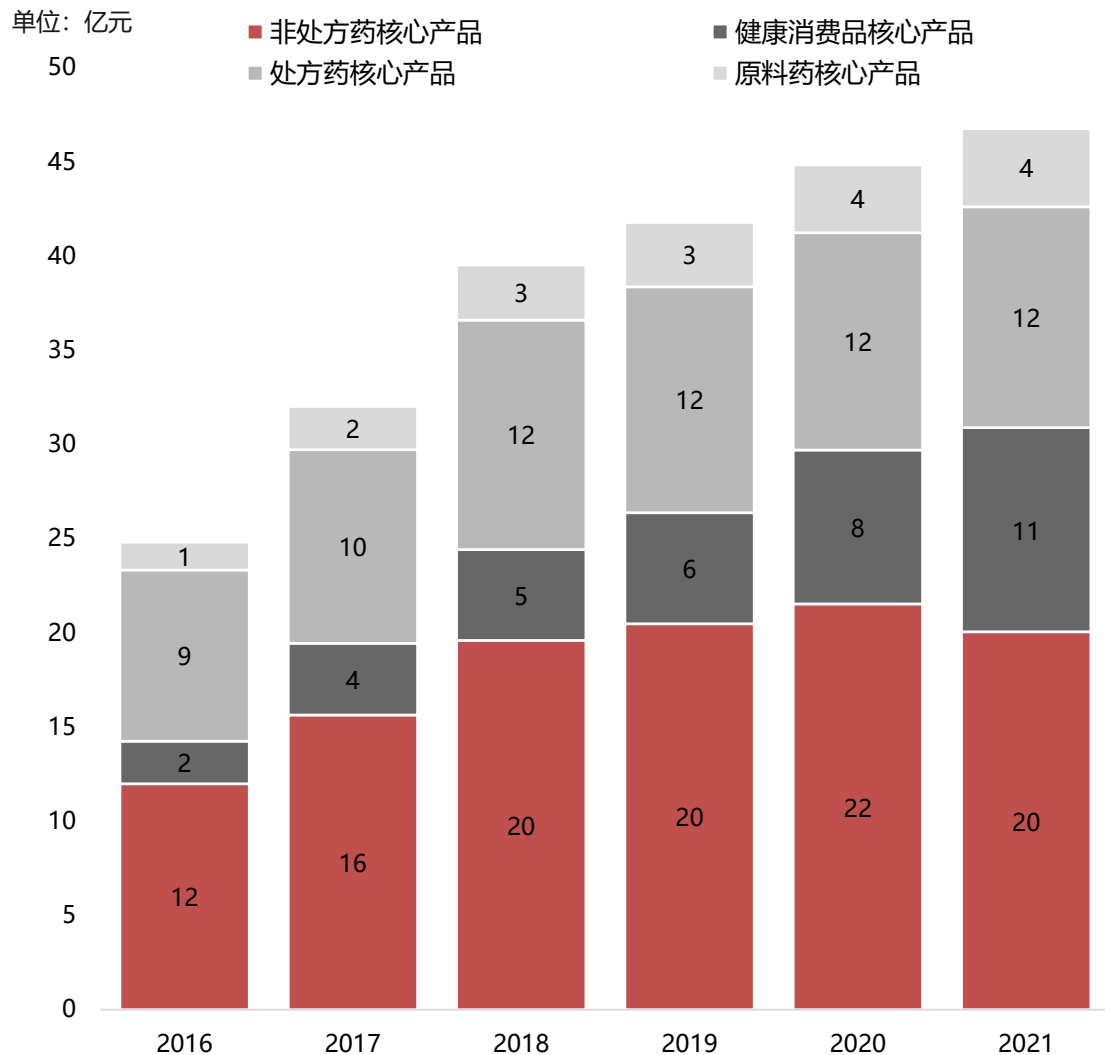
- 肠炎宁→肠道中成药市场 排名No.1
- 前列康→前列腺中成药市场 排名No.1
- 金笛→清热解毒用药市场 排名No.4
- 天保宁→银杏叶市场 排名No.4

#### 品牌产品在医疗端市场份额

- 金艾康→抗炎风湿化药市场 排名No.6
- 金康速力→祛痰药化药市场 排名No.6
- 金奥康→胃酸化药市场 排名No.16

从做大变做强

## 康恩贝2016-2021年的核心品种收入拆分和经营变化



数据来源：康恩贝年报，Wind，浙商证券研究所

## 自我诊疗品牌药，中药大健康平台

- 产品结构：处方药向非处方药聚焦**
  - 2019-2021年，公司处方药收入占比下降，而非处方药+健康消费品的收入占比提升，体现公司产品战略重心向自我诊疗领域转变。
- 打造健康保健品业务，完善大健康平台建设**
  - 2021年健康消费品实现收入11.07亿元，同比增长22.87%；剔除公司2021年转让的珍视明业务后，公司健康消费品业务的主要增长动力来自“康恩贝”品牌健康食品；公司加强与“阿里健康”、“京东健康”及“美团”等平台的合作，同时不断将产品结构从大众保健品向细分精准营养品升级。
- 浙江省中医药创新发展联合体**
  - 2022年4月，收购中医药大学饮片公司66%的股份，联合打造“浙江省中医药创新发展联合体”；
  - 为浙江中医药大学建设中药炮制、研究中心等提供资金支持，同时中医药大学为公司研发新中药品种提供技术支持，成为后续中医药大学的研究成果上市商业化平台等。



# 04

# 投资建议



## 1、投资建议

- 建议关注国改新机制逐步落地，资产整合，业务聚焦，竞争力提升的国资中药企业；
- 国企改革三部曲和六要素是国改进展的核心要素，是市场对公司国改预期持续提升的重要跟踪节点。

## 2、相关标的

- 建议关注国药系、华润系等央企的中药企业以及地方国资的中药企业；
- 推荐康恩贝，建议关注太极集团、华润三九、昆药集团、东阿阿胶、江中药业、同仁堂、片仔癀、红日药业、千金药业、佛慈制药、白云山、精华制药；

## 1、国企改革措施落地执行进度不及预期的风险

国企改革的管理层更换和激励制度的落地，需要围绕控股股东集团整体战略规划进展，也需要与公司自身发展阶段相匹配，国改措施的落地执行进展可能不及预期。

## 2、资产整合和外延并购进展不及预期的风险

公司原有低效资产的剥离以及股东体系内外的资产并购，受到外部资本环境以及公司经营发展情况相关，资本整合的进展可能不及预期。

## 3、政策变化风险

中成药也进入到集采阶段，公司产品可能受到集采降价的影响。

## 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“本公司”）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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

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>