

新华润、新双鹤

双鹤药业 (600062)

评级: 增持

股价: 28.79 元

目标价: 34.30 元

调研报告

2010年6月3日 星期四

东海证券医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

联系人: 李惜浣

010-59707110

重要数据

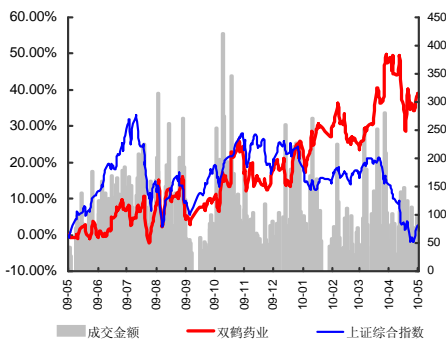
总股本(亿股)	5.72
流通股本(亿股)	3.18
总市值(亿元)	158.87
流通市值(亿元)	88.44

6个月目标价位	34.30
升值潜力(%)	19.14
目标价确定日期:	2010.6.2

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	-1.94	7.90
3个月	5.64	21.67
6个月	18.47	38.44

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 大输液领域的业务拓展将成为公司未来发展的重要动力, 受益于新医改的推进, 大输液行业的产业升级及整合, 以及公司产能的扩张等因素, 公司正面临全新的发展机遇。
- 科伦药业上市后, 大输液行业具备价值重估的机遇, 公司与科伦都是大输液行业的王者, 估值水平具有较大的提升空间。
- 大输液作为临床基础用药, 在新医改浪潮中, 因由基层医疗需求的快速增长, 未来有望持续放量。
- 受销量大、单价低、质量要求高等特点的影响, 大输液行业正经历从低毛利的玻璃瓶向高毛利的软塑包装产品转化的产业升级过程, 这将促进大输液产业集中度的快速提升。
- 公司作为大输液行业的龙头企业, 近两年新型软塑包装产能迅速扩张, 为公司在行业整合过程中获得更高的利润和更大的市场份额提供了保障。
- 公司心脑血管领域主要产品降压 0 号将受益于国家基本药物制度的推广, 未来 3-5 年将继续保持快速增长, 依然是公司未来几年利润的主要来源之一; 内分泌领域产品线逐渐丰富, 新产品增长势头迅猛, 有望成为公司未来利润增长点。
- 华润集团增持北京医药之后, 未来有望通过资源的优化整合, 提高华润医药板块的综合实力, 公司作为华润系化学药的主要生产商, 值得期待。
- 盈利预测与估值: 我们预测双鹤药业 10 年、11 年、12 年 EPS 分别为 0.98 元、1.21 元、1.44 元。鉴于公司未来良好的发展机遇, 参照可比公司的估值, 我们给予公司六个月 34.30 元的目标价, 对应 10 年市盈率为 35 倍, 相对于当前的股价尚有 19.14% 的上升空间, 给予“增持”投资评级。
- 风险提示: 大输液行业价格竞争激烈, 过度竞争可能压缩行业的利润空间, 从而影响公司盈利水平。

目 录

1 公司基本情况	4
1.1 公司主营业务	4
1.2 公司主营构成变化	4
2 大输液领域	6
2.1 我国大输液行业现状	6
2.2 大输液行业整合	7
2.3 公司在大输液领域的竞争优势	8
3 心脑血管领域	10
4 内分泌领域	11
5 华润增持对公司的影响	12
6 盈利预测与估值	13
6.1 盈利预测	13
6.2 估值及评级	13
6.3 风险提示	14

图 目 录

图 1: 双鹤药业股权图	4
图 2: 2005 - 2009 年工业、商业在营业收入中占比情况.....	5
图 3: 2005 - 2009 年大输液收入在工业营收中的占比情况.....	5
图 4: 1995-2008 年全国大输液产量图.....	6
图 5: 2005-2007 年我国大输液产品包装形式变化趋势图.....	7
图 6: 华润医药集团旗下的业务平台	12

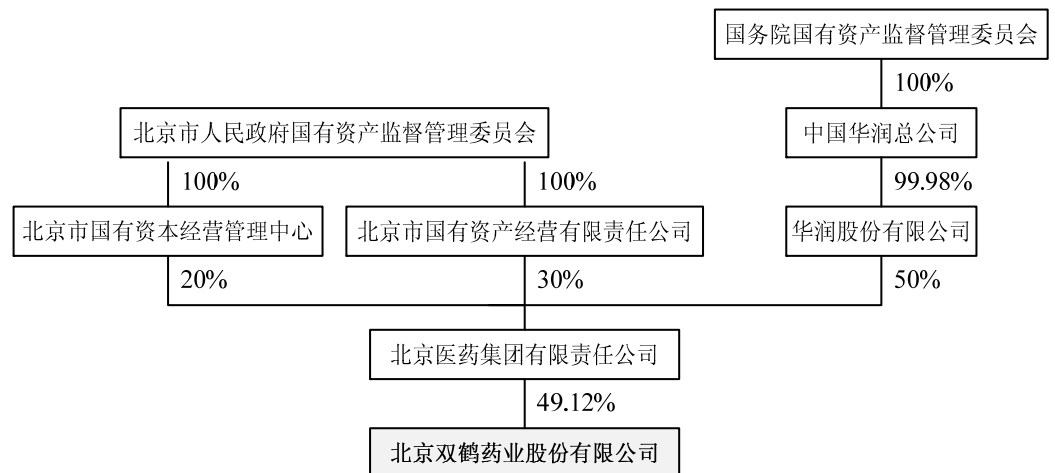
表 目 录

表 1: 公司的主要产品	4
表 2: 2008 年大输液行业市场占有率位居前五位的企业.....	9
表 3: 2008 年 8 月昆明、宁波降压药市场生产企业份额排名.....	10
表 4: 2009 年基本药物目录中降压 0 号的零售指导价格.....	10
表 5: 2007 年降糖药口服制剂排名	11
表 6: 双鹤药业盈利预测表	13

1 公司基本情况

公司前身为北京制药厂，于1997年改制上市，控股股东为北京医药集团有限责任公司，实际控制人为北京市国资委和中国华润总公司。

图 1：双鹤药业股权图



资料来源：公司年报、东海证券研究所

1.1 公司主营业务

公司是国内普药生产的龙头企业，主营业务包括医药工业和医药商业两大部分，产品涉及大输液、心脑血管、内分泌三大核心领域，主要产品包括北京降压0号、糖适平、利复星、奥复星等知名产品。

表 1：公司的主要产品

大输液	体液平衡用输液	葡萄糖注射液、氯化钠注射液
	治疗用药物输液	利复星输液、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠（一君）
	营养用输液	复方氨基酸注射液、木糖醇注射液、果糖注射液
	血容量扩张用输液	羟乙基淀粉（盈源）、右旋糖酐40葡萄糖注射液
心脑血管		复方利血平氨苯蝶啶片（0号）、舒血宁注射液、注射用硝普钠
内分泌		格列喹酮（糖适平）、盐酸二甲双胍（卜可）
其他产品	抗感染	利复星片、奥复星片
	中药	儿泻康贴膜、伯司庄

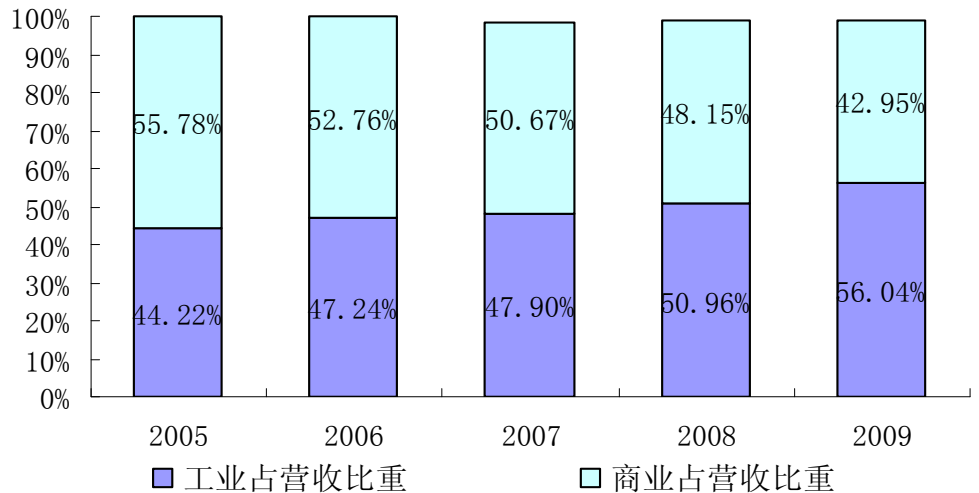
资料来源：东海证券研究所

1.2 公司主营构成变化

1、工业收入在营收中的占比稳步提高

05年以来，公司将医药工业作为发展重点，工业销售收入在营收中的占比逐年增加，08年以后超过医药商业成为公司主要的利润来源。公司在2010年的“十二·五”战略规划中，又提出了用5-7年时间实现工业销售收入100亿的目标，在未来几年中，医药工业在营收中的比重将继续增加。

图 2：2005 - 2009 年工业、商业在营业收入中占比情况

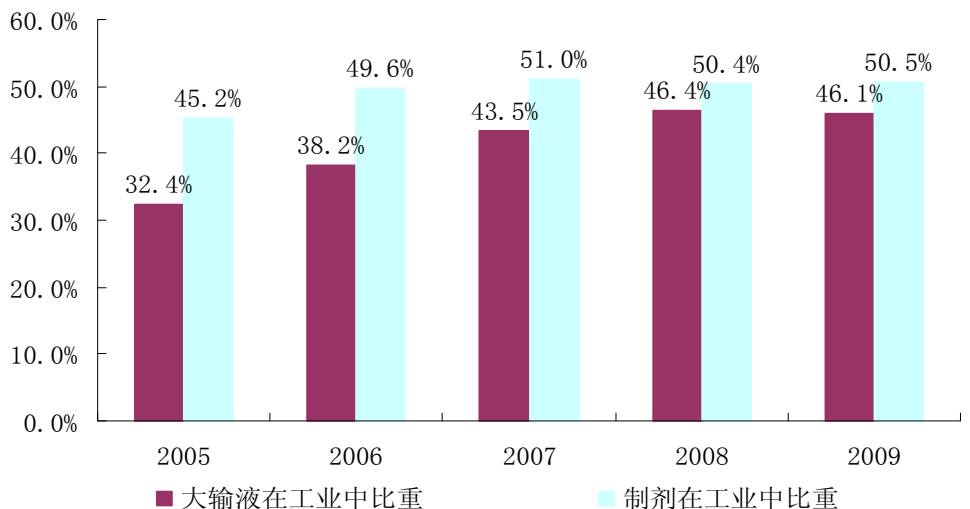


资料来源：公司年报、东海证券研究所

2、大输液在工业中的占比快速提升

近年来，公司大输液收入在工业销售收入中的占比快速提高，从2005年的32.4%提升到2009年的46.1%，5年的复合增长率为7.31%，远高于制剂产品2.24%的增长率。公司的大输液业务在未来几年的行业大整合中将迎来前所未有的发展机遇，并将成为公司业绩增长的主要动力。

图 3：2005 - 2009 年大输液收入在工业营收中的占比情况



资料来源：公司年报、东海证券研究所

2 大输液领域

大输液是区别于小针剂的输液产品，通过静脉注射给药，是临床上基本的治疗手段之一，使用广泛、用量巨大。

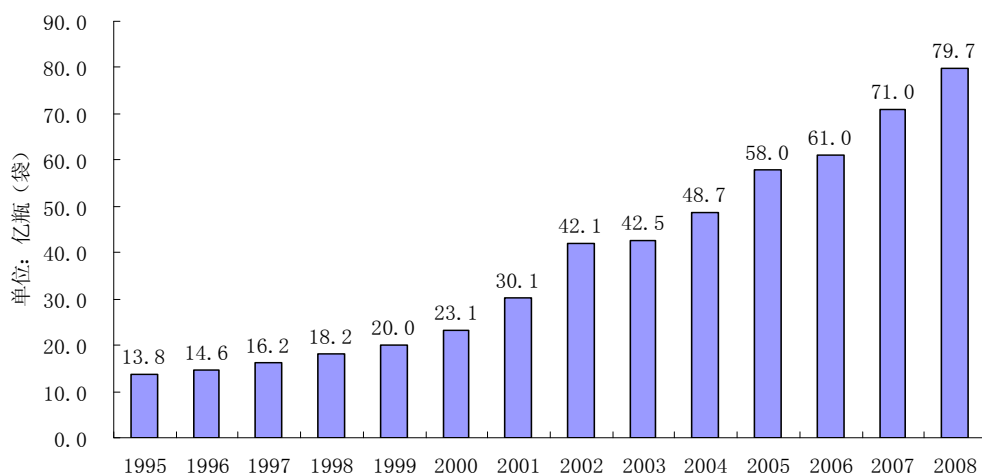
大输液产品根据临床用途主要分为营养用、治疗用、体液平衡用以及血容量扩张用输液等类别；根据包装形式主要分为玻璃瓶、塑瓶、软袋等类别。

2.1 我国大输液行业现状

□ 市场规模持续、快速增长

大输液作为临床基础用药，近十年来其市场需求和规模持续增长，产品的总产量逐年递增。据统计，2008年全国大输液产量为79.7亿瓶（袋），比1995年增加65.9亿瓶（袋），1995-2008年的复合增长率为14.44%。

图 4：1995-2008 年全国大输液产量图



资料来源：医药工业统计年报，《2009年版中国大输液产品市场结构报告》，东海证券研究所

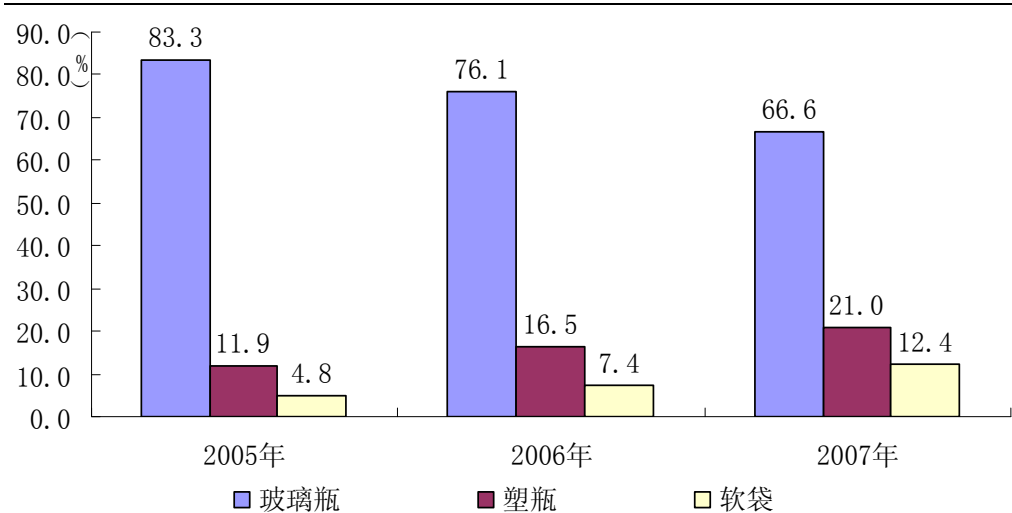
由于医药行业受益于人口老龄化、城镇化和新医改等因素的影响，整个医药行业在未来5至10年仍将保持稳定、快速的增长；同时，随着国家新医改的推进，“未来三年内重点支持2000所左右县级医院建设以及2.9万所乡镇卫生院的建设，并同时扩建5000所中心乡镇卫生院”规划的稳步实施，以大输液为首的临床基础用药的将在基层放量；综合考虑大输液的年增长率应不低于6%，至2010年大输液行业的市场容量至少将达到85亿瓶（袋）。

□ 产品结构由玻璃瓶向软塑包装升级

在我国近 80 亿瓶（袋）的大输液产品中，60%以上是玻璃瓶产品，而在市场相对成熟的欧美国家，新型软塑包装产品占据 90%以上的市场份额。

04 年以来，国内市场上玻璃瓶产品份额逐年下降，软塑包装逐步替代玻璃瓶的趋势已越发明显，但与欧美国家相比，我国新型包装输液产品市场的上升空间依然很大。根据现阶段我国大输液产品结构的调整趋势，预计到 2012 年，玻璃瓶在大输液产品中的占比将降至 40%左右。

图 5：2005-2007 年我国大输液产品包装形式变化趋势图



资料来源：《2006 年版输液包装材料市场分析报告》，中国数字医药网，东海证券研究所

□ 行业集中度有待继续提升

由于我国大输液产品用量大、价格低的特点明显，国内通过国家药监局 GMP 认证的 400 余家大输液生产企业中，大部分以低端产品为主、经营规模较小。随着大输液行业内产品结构的逐步转化、监管力度的日益增强，行业对生产企业技术、设备、产品质量等要求不断提高，通过竞争提高行业的集中度是发展的必然趋势。

2006 年我国大输液行业前十强企业的生产集中度仅为 23.37%，2008 年已增至 48.4%，市场集中度的提升速度明显加快，但与发达国家相对成熟的大输液市场相比，我国大输液市场集中度仍然有待提升。

2.2 大输液行业整合

从全球大输液行业的发展历程来看，通过市场竞争提高行业集中度、逐渐形成少数企业垄断绝大部分市场是行业发展的最大特点，而我国大输液行业的新一轮整合已经开始，此轮整合是以下因素共同推动的必然结果：

□ 产能过剩导致价格大战

目前我国大输液产品的年用量已达 80 亿袋（瓶），同时，由于我国大输液市场

仍以玻璃瓶包装为主，玻璃瓶包装输液产品进入的技术门槛相对较低，行业近 400 家生产企业中大部分专门从事玻璃瓶包装输液产品的制造，使得整个行业产能过剩现象依然存在。

过剩的产能频繁引发价格大战，使得产品价格越降越低，曾一度出现一瓶大输液价格低于一瓶矿泉水的局面，价格战最终导致了一些小企业倒闭，行业集中度得到一定的提升。

□ 市场趋向更方便、安全、高毛利的软塑包装

价格战减少了生产企业数量的同时，也造成整个行业内企业利润的剧减。软塑包装相对于玻璃瓶不仅在运输、使用中更加方便、安全，而且在价格和毛利水平上远高于玻璃瓶。

在玻璃瓶产品利润逐渐萎缩的情况下，越来越多的企业开始向新型软塑包装转变。而软塑包装在技术上对生产企业提出了更高的要求，由低端玻璃瓶向高端软塑包装转化的产业升级推动了行业内的淘汰与整合。

□ 企业通过兼并收购方式提高竞争力

大输液的单位产品较重，产品销售区域受到较强的运输半径制约，因此众多中小企业只能能够在一定区域内经营。

行业中优势企业通过兼并收购当地中小企业的方式进行全国性布局，能有效消除大输液产品运输半径的制约，提升自身的竞争力。同时也将进一步压缩了区域性、小规模经营企业的生存空间，推动产业集中度的提升。

□ 质量标准提升、监管力度加大

近年来，药品的质量问题及不良反应事件时有发生，大输液作为直接注入血液的药品备受关注，国家药监局对于注射液的质量更加重视，审批更加严格。即将颁布实施的新版 GMP 与旧版相比，大量借鉴了世界卫生组织、美国、欧盟等先进理念，在技术标准要求上有了飞跃性的提高。大多数国内输液生产企业面临着质量系统改造和工程技术升级换代的严峻挑战，不符合新标准的企业将淘汰出局。

总之，大输液行业经过激烈的价格战、产业结构升级之后，经营规模较小、低端产品为主、技术水平落后的企业将被淘汰出局，行业集中度得以提升，行业整合最终将形成少数企业垄断大部分市场的格局。

2.3 公司在大输液领域的竞争优势

公司作为大输液领域的龙头企业之一，市场占有率居大输液行业第二位。2009

年公司大输液产品总销量达 7.36 亿瓶/袋，同比增长 7%。

表 2：2008 年大输液行业市场占有率位居前五位的企业

排名	企业名称	市场份额	产量
1	四川科伦药业股份有限公司	22.1%	175895
2	北京双鹤药业股份有限公司	8.7%	69500
3	山东鲁抗辰欣药业有限公司	4.1%	32700
4	石家庄四药有限公司	3.2%	25600
5	山东华鲁制药有限公司	2.2%	17200

资料来源：《2009 年版中国大输液产品市场结构报告》，东海证券研究所；单位：万袋（瓶）

□ 产品升级领先于行业水平

随着行业内产品结构的升级，新型软塑包装产品占大输液产品总销量的比例已提高至 50% 左右，而公司的产品升级速度大幅领先于行业平均水平，目前，公司玻璃瓶、塑瓶、软袋的销量占比接近 4: 5: 1，从而提高了公司大输液产品的盈利水平。

□ 高毛利产品产能快速扩张

由于公司在几年前就察觉到了产业升级的机会，停止了玻璃瓶产能的扩张，近几年新增产能都是塑瓶和软袋产品，使得公司领先于行业享受到产业升级带来的利益。09 年公司新增产能 2.1 亿瓶（袋），我们预计公司各项大输液项目全部达产后年产能将达 10 亿瓶（袋），产能的快速释放为公司在行业整合过程中抓住机遇、迅速扩大市场占有率提供了有力保障。

□ 较早完成生产基地全国布局

09 年公司加强了华北、东北、西南等薄弱地区的建设，产品进入了四川、重庆地区，直接与最大竞争对手科伦药业争夺市场。公司目前已拥有八个生产基地，基本实现了全国范围的布局，有效降低了销售运输半径的制约。目前为止，只有双鹤和科伦两家企业做到全国范围内的生产基地布局。

□ 高质量带来品牌优势

公司的大输液产品多年以来保持着良好的信誉，07 年部分产品获得了北京市发改委的单独定价权。在大输液产品质量备受关注的情况下，公司的品牌优势将在招标采购中显现。

总之，公司依靠规模、技术、品牌上的绝对优势，在行业整合的过程中将迎来前所未有的发展机遇，有望获得更大的市场份额，并成为行业整合的受益者。

3 心脑血管领域

公司心脑血管领域的主打产品——复方利血平氨苯蝶啶（降压0号），09年入选了国家基本药物目录，此产品在市场上相当于公司的独家品种。

降压0号由于降压效果稳定、价格便宜、服用方便等特点，在高血压药中低端市场占据较高的市场份额。2009年降压0号销量突破9亿片，同比增长14%，销售收入近6亿元。

表 3: 2008 年 8 月昆明、宁波降压药市场生产企业份额排名

排名	生产厂家	市场份额	排名	生产厂家	市场份额
1	阿斯利康制药	15.9%	1	阿斯利康制药	15.9%
2	杭州民生药业	12.6%	2	北京诺华制药	12.6%
3	昆明赛诺制药	9.9%	3	江苏常州制药	9.9%
4	法国施维雅制药	8.9%	4	吉林天风制药	8.9%
5	大连辉瑞制药	8.2%	5	杭州默沙东制药	8.2%
6	拜耳医药	7.5%	6	苏州东瑞制药	7.5%
7	北京诺华制药	7.3%	7	北京双鹤药业	7.3%
8	北京双鹤药业	5.3%	8	大连辉瑞	5.3%
9	安徽合肥立方制药	3.1%	9	拜耳医药	3.1%
10	江苏扬子江药业	2.3%	10	江苏扬子江药业	2.3%

资料来源：医药经济报、东海证券研究所

随着基本药物制度的普及推广、国家“两网”建设的不断深入、以及公司在基层营销网络的加强，预计未来3-5年降压0号的基层销售将继续放量，2010年销量将突破10亿片。

从09年公布的基本药物零售指导价格来看，降压0号的最高零售指导价仍然在每片1元左右，且短时间内不会下调。

表 4: 2009 年基本药物目录中降压 0 号的零售指导价格

产品	规格	片	单位价格	单价
复方利血平氨苯蝶啶	30.00	盒（瓶）	28.8	0.96
复方利血平氨苯蝶啶	10.00	盒（瓶）	10.0	1.00
复方利血平氨苯蝶啶	20.00	盒（瓶）	19.5	0.98
复方利血平氨苯蝶啶	24.00	盒（瓶）	23.2	0.97

资料来源：卫生部网站、东海证券研究所；单位：元

降压0号零售价基本不变的同时产品销量将在基层继续放量，仍然是公司未来几年利润的主要增长点。公司4.35亿元新建的固体制剂车间，为降压0号等固体制剂销量的快速增长提供了产能保障。

4 内分泌领域

公司降血糖领域的主导产品格列喹酮(糖适平)在格列喹酮市场中一直具有垄断优势,占据了95%以上的市场份额,但是由于格列喹酮市场在国内降糖药市场中的整体市场份额逐年下降,已经由2007年的5.57%下降到2008年的4.69%,由此对销售收入带来的不利影响虽然被糖尿病市场整体扩容所抵消,但糖适平市场表现始终不能达到预想的效果,销售收入维持在2亿元左右,销量保持个位数增长。

表 5: 2007 年降糖药口服制剂排名

排名	产品名称	生产厂家	市场份额
1	拜糖苹	拜耳	17.5%
2	达美康	施维雅	10.6%
3	消渴丸	广州中一	10.4%
4	诺和龙	诺和诺德	6.8%
5	糖适平	万辉双鹤	5.1%
6	格华止	施贵宝	4.8%
7	卡博平	中美华东	3.3%
8	文迪雅	葛兰素史克	3.0%
9	瑞易宁	辉瑞	2.5%
10	亚莫利	赛诺菲-安万特	2.2%

资料来源: 中国医药报, 东海证券研究所

公司在保证糖适平稳定增长的同时,不断丰富和完善产品线,通过培养新产品推动内分泌领域利润的增长。新产品盐酸二甲双胍(卜可)和吡格列酮片正处在市场导入期,增长势头迅猛,2009年卜可的销售收入同比增长131%。

二甲双胍是治疗糖尿病一线药物,二甲双胍缓释片已成为我国年产量最大的抗糖尿病口服药物制剂品种;吡格列酮是噻唑烷二酮类口服降糖药,是近年来新上市的一类产品,也是降糖药中的热点品种。缓释二甲双胍片与糖适平合用可以形成协同作用增强降糖效果;吡格列酮片属于胰岛素增敏剂,因此,新产品的推广都不会抢占糖适平的市场份额。

此外,公司与韩国LG生命签署了具有排他性的授权经营LC15-0444(DPP-IV抑制剂)产品合作意向书,该产品已经完成二期临床,预计2013年可以上市。此产品的作用机制不同于市场上其它产品,能够有效改善2型糖尿病患者自身的血糖控制,市场前景广阔。

我们认为,虽然新产品目前市场规模较小,短期内对公司业绩贡献很难显现,但经过3-5年的市场导入与推广,未来可能成为公司利润的增长点。

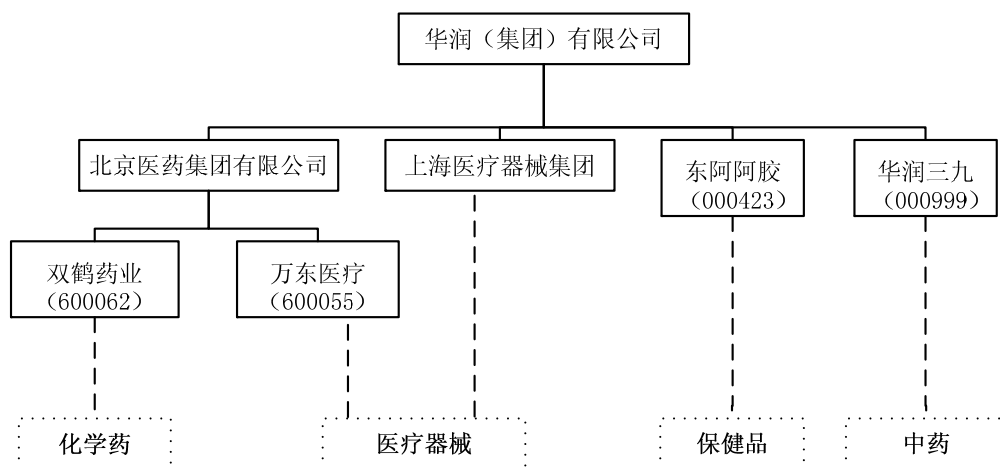
5 华润增持对公司的影响

2010年4月2日，华润集团与北京市政府正式签署了《关于共同发展医药产业和微电子产业的战略合作框架协议》。北京市政府支持双方医药资源重组整合，积极推进华润集团医药板块和北京医药集团有限责任公司战略重组和整体上市，提升行业地位，共同在北京打造国内生物医药产业龙头企业。双方将根据此框架协议签订具体重组协议。

北药集团是北京地区最大的医药流通企业。09年销售收入269亿元，排名仅次于国药集团和新上药，位居中国医药企业第三。北药旗下有双鹤药业、万东医疗两家上市公司，另有紫竹药业，还拥有天然药、处方药两个事业部。

华润集团增持北京医药后，未来有望通过资源的优化整合，提高华润医药板块的综合实力，并与国药集团及新上药形成“三足鼎立”之势。双鹤药业是华润医药最重要的化学药品经营实体，其未来在华润医药资源整合中的地位及机会值得我们期待。

图 6： 华润医药集团旗下的业务平台



资料来源：华润集团网站、东海证券研究所

总的来看，华润增持北药集团之后的重组整合，必将有利于华润医药集团及双鹤药业的今后发展，华润有力的支持将成为双鹤5至7年实现医药工业百亿目标的新动力。

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

我们分业务对其进行预测，重要假设包括：

- 1) 10 年大输液将保持 18% 的增长；11-12 年保持 15% 增长；
- 2) 10 年心脑血管保持 15% 的增长；医药商业保持 5% 的增长；管理费用率保持稳定；销售费用率略有提升；
- 3) 随着公司产品构成的不断优化，公司综合毛利率稳步提升；

表 6：双鹤药业盈利预测表

利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	455662	495152	503795	560800	615389	673489
增长率	10.2%	8.7%	1.7%	11.3%	9.7%	9.4%
营业成本	318625	341772	332760	360088	386667	414887
营业成本/营业收入	69.9%	69.0%	66.1%	64.2%	62.8%	61.6%
营业税金及附加	2809	3247	3467	3677	4035	4416
销售费用	66069	74856	83687	94214	103385	113146
销售费用/营业收入	14.5%	15.1%	16.6%	16.8%	16.8%	16.8%
管理费用	22468	29088	29232	32526	35693	39062
管理费用/营业收入	4.9%	5.9%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
财务费用	1143	1280	(139)	285	(619)	(877)
投资收益	30	2998	304	0	0	0
资产减值及公允价值变动	5200	2704	872	0	0	0
其他收入	(10400)	(5407)	(1744)	0	(0)	0
营业利润	39376	45203	54220	70009	86228	102855
增长率	86.45%	14.8%	19.9%	29.1%	23.2%	19.3%
营业外净收支	18092	1862	1924	0	0	0
利润总额	57468	47065	56144	70009	86228	102855
增长率	136.2%	-18.1%	19.3%	24.7%	23.2%	19.3%
所得税费用	11708	7420	9799	12506	15403	18374
少数股东损益	2003	1588	1200	1496	1842	2197
归属于母公司净利润	43758	38057	45146	56007	68982	82284
增长率	165.6%	-13.0%	18.6%	24.1%	23.2%	19.3%
EPS	0.99	0.82	0.79	0.98	1.21	1.44

6.2 估值及评级

我们预测双鹤药业 10 年、11 年、12 年 EPS 分别为 0.98 元、1.21 元、1.44，

当前股价相对于 10 年、11 年、12 年的市盈率分别为 29.38 倍、23.79 倍、19.99 倍。

我们认为双鹤药业作为国内的普药龙头企业，将受益于新医改的基层放量、大输液产业结构升级、行业集中度的提升，以及华润增持北药集团的利好因素影响，与同为大输液生产企业的四川科伦药业发行价 48 倍的市盈率相比，目前公司的估值水平明显偏低。我们给予其六个月 34.30 元的目标价，相对于 10 年、11 年、12 年的市盈率分别为 35 倍、28.35 倍、23.82 倍，相对于当前的股价尚有 19.14% 的上升空间，给予“增持”的投资评级。

6.3 风险提示

公司目前面临的主要不利因素为大输液行业的价格竞争过于激烈，若塑瓶包装的价格战提前到来，将压缩整个行业的利润空间，从而影响公司盈利水平。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、诚志股份等。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其他附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122