

花园生物 (300401) \ 医药生物

布局骨化醇类药物, 全活性VD₃进入工业化阶段

事件:

公司发布公告, 计划向不特定对象发行可转换债, 总额不超过人民币12.00亿元, 用于骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目、年产6000吨维生素A和20000吨维生素E粉项目、年产5000吨维生素B₆项目、年产200吨生物素项目以及高端仿制药品研发项目。待规划项目全部达产, 可研报告预计增加年平均收入达到44.63亿元, 年平均利润达到16.66亿元。

➤ “一纵一横”战略落地, 公司发展思路清晰

公司围绕“一纵一横”发展新战略, 以VD₃产品为核心, 向医药领域纵向延伸(一纵), 并开展维生素产品的横向扩张(一横), 推动公司快速成长。

➤ “一纵”战略具备原料优势, 骨化醇类药物项目将大幅增厚公司业绩

公司是全球唯二能够批量生产25羟基VD₃的企业之一, 且分馏萃取工艺相较同行发酵法成本更低。公司在25羟基VD₃的基础上, 推动全活性VD₃产业化, 并向下游骨化醇类原料药及制剂进一步延伸的战略清晰、一体化优势显著。此外, 公司于2021年将母公司旗下花园药业装入上市公司体内, 为医药产品的发展提供牌照和渠道基础。骨化醇类原料药及制剂项目建设周期48个月, 待项目达产, 可研报告预计年均收入18.9亿元, 年均利润12.5亿元。

➤ “一横”战略实施, 向综合性大健康营养公司迈进

公司普通VD₃基本盘具备显著的成本优势, 在此基础上横向布局6000吨VA、2万吨VE粉、5000吨VB₆、200吨生物素等项目, 促进公司从单一品种维生素生产向多品种维生素生产的综合型大健康营养公司发展。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们维持此前的盈利预测, 预计公司2022-24年净利润分别为5.10、6.45、7.97亿元, 对应增速6.30%、26.42%、23.65%, EPS分别为0.93、1.17、1.45元, 当前股价对应PE分别为16.2/12.8/10.4倍。鉴于公司全活性VD₃药品进入工业化阶段, 成长空间进一步打开, 估值有望进一步提升, 按照PE法将2022年18倍上调至25倍, 将目标价由16.74上调至23.25元, 维持“买入”评级。

➤ 风险提示

骨化醇类药物生产或市场推广不及预期; 25-羟基VD₃市场推进不及预期。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	659	1117	1513	1960	2422
增长率(%)	-8.21%	69.40%	35.48%	29.50%	23.56%
EBITDA(百万元)	336	615	711	899	1110
净利润(百万元)	263	480	510	645	797
增长率(%)	-23.42%	82.29%	6.30%	26.42%	23.65%
EPS(元/股)	0.48	0.87	0.93	1.17	1.45
市盈率(P/E)	31.5	17.3	16.2	12.8	10.4
市净率(P/B)	2.9	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	22.9	12.9	12.1	9.3	7.2

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2022年6月16日收盘价

投资评级:

行业: 化学制药

投资建议: 买入 维持评级)

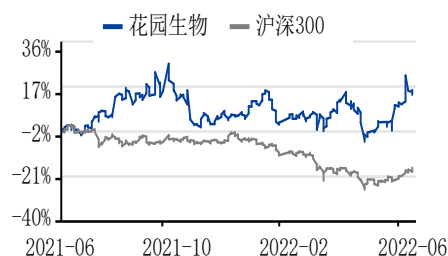
当前价格: 15.03元

目标价格: 23.25元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	551/542
流通A股市值(百万元)	7,884
每股净资产(元)	4.14
资产负债率(%)	35.36
一年内最高/最低(元)	16.35/11.53

股价相对走势



分析师: 柴沁虎

执业证书编号: S0590522020004

邮箱: chaihq@glsc.com.cn

相关报告

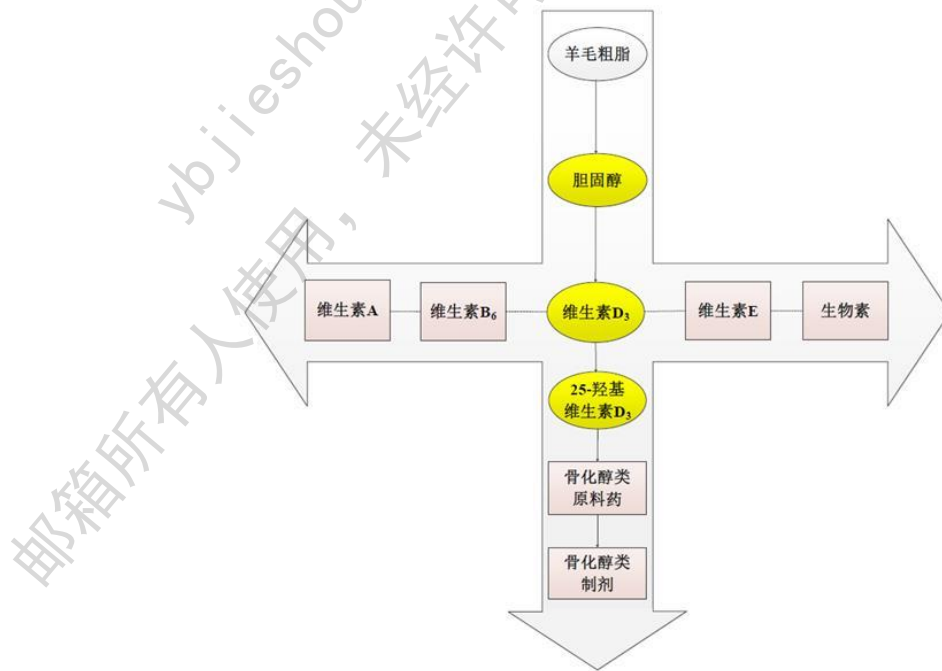
1、《花园生物(300401):突破帝斯曼垄断:高弹性、高成长的VD₃龙头突破帝斯曼垄断:高弹性、

1. 深化全产业链布局，完善“一纵一横战略”

公司是行业内少有的拥有“羊毛脂-胆固醇-VD₃”全产业链布局的企业。多年来，公司主打核心产品维生素 D₃ 产量及销量均位居世界前列，与此同时，公司向产业链上游 NF 级胆固醇以及下游 25-羟基维生素 D₃ 产品进行了延伸。

在此基础上，公司进一步提出“一纵一横”发展新战略，在坚持打造完整的维生素 D₃ 上下游产业链及向医药领域纵向延伸（一纵）基础上，利用公司在全球维生素市场的行业优势及营销通道，开展维生素产品的横向扩张（一横），促使公司的经营业绩和规模快速增长。

图表 1：花园生物“一纵一横”发展战略示意图



来源：公司公告，国联证券研究所

“一纵一横”战略加速推进。2022年6月17日公司公告，计划发行可转债12亿元投资于骨化醇类原料药项目、骨化醇类制剂项目、年产6000吨维生素A粉和20000吨维生素E粉项目、年产5000吨维生素B₆项目、年产200吨生物素项目以及高端仿制药品研发项目，标志着公司一纵一横战略开始加速推进。

图表 2: 公司可转债募集资金项目概述 (万元)

募集资金投资项目	总投资额	拟投入募集资金	建设周期	预期达产年	预期达产年利润	税后 IRR	投资回收期(含建设期)
骨化醇类原料药项目	15,606.34	13,500	48 月	26,336	19,698	42.99%	5.40
骨化醇类制剂项目	32,868.12	28,600	48 月	162,202	105,765	64.18%	5.00
年产 6000 吨维生素 A 粉和 20000 吨维生素 E 粉项目	19,881.59	16,600	24 月	160,566	21,294	54.68%	4.50
年产 5000 吨维生素 B ₆ 项目	33,539.06	30,600	24 月	53,522	11,090	23.73%	6.40
年产 200 吨生物素项目	15,928.47	14,100	24 月	43,710	8,745	33.76%	5.60
高端仿制药品研发项目	16,622.80	16,600	48 月				
合计	134,446.38	120,000		446,336	166,593		

来源: 公司可研报告, 国联证券研究所

1.1 纵向布局骨化醇类药物, 公司全活性 VD₃ 进入工业化阶段

公司在 25-羟基 VD₃ (半活性) 基础上, 进一步向更高附加值的全活性 VD₃ 产品纵向延伸。此次可转债募资计划投建了 5000g/年的骨化醇类原料药, 具体包括 2000g/年的骨化三醇、1000g/年阿法骨化醇、1000g/年艾地骨化醇和 1000g/年的马沙骨化醇。同时公司同步募投了骨化醇类制剂项目, 将原料药进一步加工为制剂, 并利用花园药业的渠道和经验进行对外销售。

图表 3: 骨化醇类原料药项目

产品名称	生产规模 (g/a)
骨化三醇	2000.00
阿法骨化醇	1000.00
艾地骨化醇	1000.00
马沙骨化醇	1000.00

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 4: 骨化醇类制剂项目

产品名称	单位	生产规模
阿法骨化醇软胶囊 (0.25 μg)	亿粒/a	3.00
艾地骨化醇软胶囊 (0.5 μg)	亿粒/a	3.00
骨化三醇软胶囊 (0.25 μg)	亿粒/a	4.00
骨化三醇软胶囊 (0.5 μg)	亿粒/a	2.00
骨化二醇软胶囊 (50 μg)	亿粒/a	4.00
阿法骨化醇片 (0.25 μg)	亿片/a	1.00
骨化二醇片 (50 μg)	亿片/a	1.00
维生素 D ₃ (125IU)	亿片/a	3.00
阿仑膦酸钠维 D ₃ 片 (2800IU)	万片/a	200.00

图表 4: 骨化醇类制剂项目

产品名称	单位	生产规模
骨化三醇软膏 (3ug/g)	万管/a	400.00
马沙骨化醇软膏 (25ug/g)	万管/a	200.00
维生素 D ₃ 颗粒 (200IU)	亿袋/a	1.00

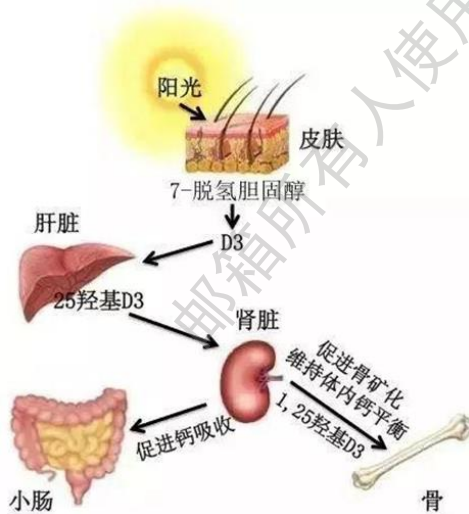
来源: 公司公告, 国联证券研究所

1.1.1 骨化三醇与阿法骨化醇是治疗骨质疏松的核心药物

骨化三醇是目前应用最多的全活性 VD₃, 又名钙三醇、二羟胆钙化醇或 1 α , 25-羟胆钙化醇。相比于普通 VD₃, 骨化三醇无需肝脏与肾脏代谢, 可直接与小肠上维生素 D 受体 (VDR) 结合, 促进肠道对钙的吸收; 同时, 骨化三醇与甲状旁腺上的 VDR 发挥调节骨质中无机盐转运等作用。

阿法骨化醇即 1 α -羟维生素 D₃, 是骨化三醇的类似物, 需经肝脏的羟化酶催化后, 生成有活性的骨化三醇。适用于肾功能不全或长期接受血液透析的骨质疏松患者, 相比骨化三醇, 更少产生高钙血症副作用。

图表 5: 普通 VD₃ 发挥作用路径示意图



来源: 河大一附院药学部, 国联证券研究所

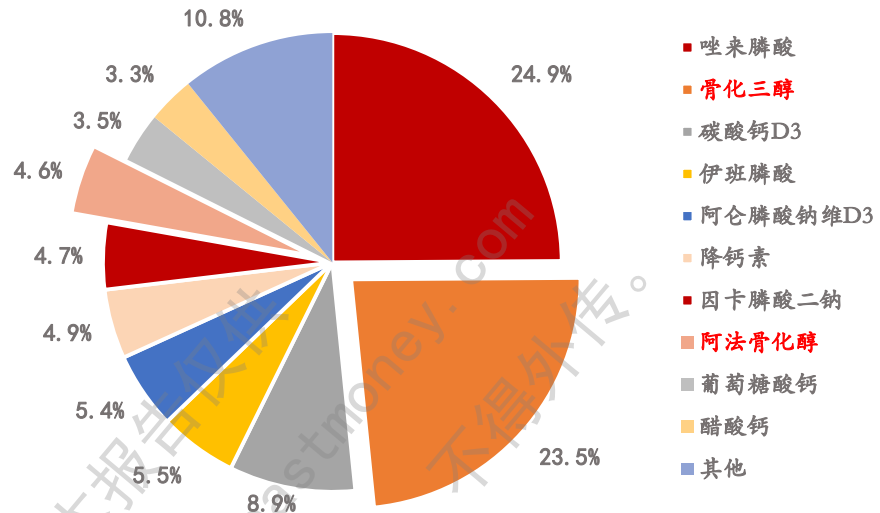
图表 6: 活性 VD₃ 发挥作用路径示意图



来源: 河大一附院药学部, 国联证券研究所

骨化三醇和阿法骨化醇是治疗骨质疏松症的核心药物, 也是最常用的两种 VD₃ 及其类似物类药物。根据 CNKI 一文中对 6 个城市 (北京、成都、广州、杭州、上海及天津) 84 家医院骨质疏松症患者的处方信息研究发现, 2019 年销售金额排行前十的骨质疏松药物中, 活性 VD₃ 类药物占据较大比例, 骨化三醇、阿法骨化醇销售金额占比分别占比为 23.5%、4.6%。

图表 7: 2019 年骨质疏松药物销售金额占比



来源: CNKI, 国联证券研究所

➤ 我国骨质疏松患者规模大，骨化三醇和阿法骨化醇市场规模约 62 亿元

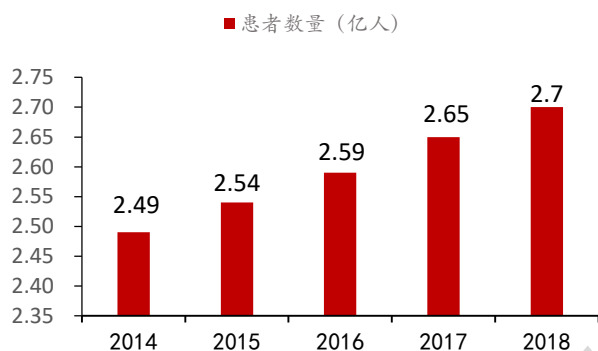
2018 年，国家卫生健康委发布中国骨质疏松症流行病学调查结果，调查结果显示骨质疏松症已经成为我国 50 岁以上人群的重要健康问题，中老年女性骨质疏松问题尤为严重。

我国 40-49 岁人群骨质疏松症患病率为 3.2%，其中男性为 2.2%，女性为 4.3%。50 岁以上人群骨质疏松症患病率为 19.2%，其中男性为 6.0%，女性为 32.1%。65 岁以上人群骨质疏松症患病率达到 32.0%，其中男性为 10.7%，女性为 51.6%。与此同时，我国低骨量人群庞大，40-49 岁低骨量率达 32.9%，50 岁以上达 46.4%。

中国女性绝经的平均年龄为 48 岁，女性绝经后雌性激素减少，其后 5~7 年为快速骨丢失期，且女性比男性峰值骨量小，骨丢失时间提前且速度快得多。因此多数大龄女性存在骨量减少或骨质疏松症，60 岁妇女几乎全部进入骨量减少或者骨质疏松症的范围。据专业建议，女性的未绝经期(45 岁)就应该开始治疗，男性往往可以迟 10 年。

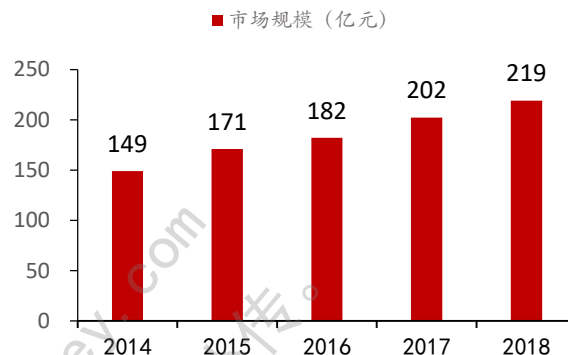
根据观研天下数据，我国已是全球骨质疏松症患者最多的国家，2018 年国内骨质疏松及低骨量患者规模已达 2.7 亿人，对应骨质疏松类药物市场规模达到 219 亿元，按骨化三醇、阿法骨化醇市场规模占比 23.5%、4.6% 测算，骨化三醇、阿法骨化醇市场规模分别为 51.46、10.73 亿元，合计约 62 亿元。

图表 8: 骨质疏松和低骨量患者数量 (亿人)



来源: 观研天下, 国联证券研究所

图表 9: 骨质疏松类药物市场规模 (亿元)



来源: 观研天下, 国联证券研究所

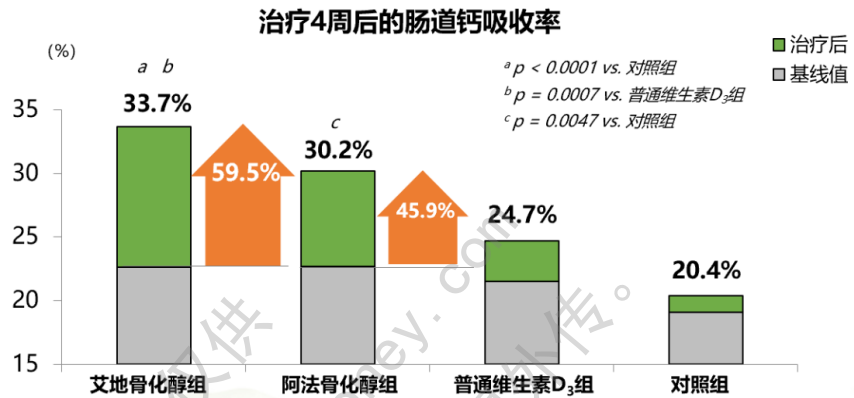
目前,骨化三醇药物供给格局市场较为集中。根据米内网数据,在骨化三醇领域,正大制药(52.02%)与罗氏(46.99%)形成了两军对垒的市场格局,剩下1%的份额市场由台湾海默尼、艾伯维共享。而阿法骨化醇实际上为半活性VD₃,技术门槛相对较低,市场参与者也较多,国家药监局数据库显示,阿法骨化醇有4个原料药批文,国产制剂的批文11个,其中重庆药友制药有2个阿法骨化醇片批文,9个阿法骨化醇软胶囊的生产企业包括贝克诺顿、正大制药(青岛)、南通华山药业、信谊延安药业、天宇奥森制药、华润双鹤、康臣药业。

1.1.2 艾地骨化醇是治疗骨质疏松症的较新产品

艾地骨化醇即2-(3-羟基丙氧基)-1,25-二羟基VD₃,是一种相对新型的活性VD₃衍生物,最初由罗氏旗下的日本中外制药与正大制药联合研发,用于治疗骨质疏松,于2011年首次在日本上市。2020年12月,日本中外制药的艾地骨化醇软胶囊在中国获批上市。

艾地骨化醇利用微生物羟基化技术,在2β位引入3羟基丙酸,在血液及细胞层级中更稳定、与VDR结合更稳定,半衰期更长;相比阿法骨化醇,艾地骨化醇更能促进TRPV6和钙结合蛋白Calbindin-D9k的十二指肠mRNA表达,更有效促进钙的主动运输,更好地改善患者肠道钙吸收率(FCA)。同时,艾地骨化醇能够改善雌激素缺乏诱导的原发性骨质疏松以及肿瘤化疗药物环磷酰胺应用所导致的继发性骨质疏松,拥有较好的应用前景。

图表 10: 艾地骨化醇相比阿法骨化醇更能促进肠道钙吸收



来源: CNKI, 国联证券研究所

从制剂价格来看, 艾地骨化醇最小制剂单位价格为 10.56 元, 单位有效成分的价格大幅高于阿法骨化醇, 而与骨化三醇相近。

图表 11: VD₃ 及其衍生物类骨质疏松药物剂型与招投标单价

药品类别	剂型	最小制剂单位	均价 (元)
骨化三醇	胶丸	0.25ug	4.75
	软胶囊	0.25ug	4.31
阿法骨化醇	胶囊	0.25ug	2.52
	片	0.25ug	2.22
	软胶囊	0.25ug	1.92
艾地骨化醇	软胶囊	0.5ug	10.56

来源: 米内网, 国联证券研究所

1.1.3 马沙骨化醇主要用来治疗甲状旁腺功能亢进 (SHIT)

马沙骨化醇, 又名 22-氧卡利醇, 是全活性 VD₃ 衍生物之一。有别于骨化三醇、阿法骨化醇与艾地骨化醇, 马沙骨化醇对甲状旁腺细胞的 VDR 亲和力强于肠道黏膜细胞, 其与 VDR 结合能力只是骨化三醇的 1/7, 但抑制甲状旁腺激素 (PTH) 的分泌作用却与骨化三醇相当, 且其诱导细胞分化的活性是骨化三醇的 10 倍, 且因此其对肠道钙转运作用相对较低, 高血钙等不良反应较小。因此马沙骨化醇多用来治疗用于治疗肾透析患者的继发性甲状旁腺功能亢进症 (SHPT)。另外, 马沙骨化醇也可用来治疗银屑病等干癣类皮肤病。

2012 年中国流行病学调查结果显示, 中国中末期肾病患者数量约 200 万人, 透析率只有不到 20%, SHPT 在矿物质及骨代谢紊乱 (CKD-MBD) 患者中的转化率接近 50%。估算 2012 年的 SHPT 患者规模不足百万人, 相对于骨质疏松症患者规模较小。

1.2 横向布局维生素、生物素类产品

在巩固 VD₃ 全产业链条布局，纵向延伸 VD₃ 医药产品的同时，公司横向扩展了 VA、VE、VB₆、生物素等项目。此次公司发行可转债募投了 6000 吨/年的 VA、20000 吨/年的 50%VE 粉、5000 吨/年 VB₆，以及 200 吨/年生物素产能。项目建设期均为 24 个月，项目投产后将显著提升公司的产品丰度。

三个项目投产后预期年销售收入分别为 16.06 亿元、5.35 亿元、4.37 亿元，合计 25.78 亿元，预期可获得年均利润总额分别为 2.13 亿元、1.11 亿元、0.87 亿元，合计 4.11 亿元。公司 2021 年的净利润为 5.10 亿元，项目投产后将显著提升公司的盈利水平。

图表 12：可转债募投 VA、VE、VB₆、生物素项目产能规划情况

年产 6000 吨维生素 A 粉和 20000 吨维生素 E 粉项目产品	生产规模 (吨/年)
维生素 A (50 万 IU/g)	6,000.00
50%维生素 E 粉	20,000.00
年产 5000 吨维生素 B ₆ 项目产品	生产规模 (吨/年)
维生素 B ₆ (饲料级)	3,000.00
维生素 B ₆ (食品级)	2,000.00
年产 200 吨生物素项目产品	生产规模 (吨/年)
生物素 (食品级)	60.00
生物素 (饲料级粉 2%)	7,000.00

来源：公司公告，国联证券研究所

2. 风险提示

1) 骨化醇类药物生产或市场推广不及预期。

骨化醇类药物是公司向 VD3 医药领域延伸的尝试，项目顺利推进有望大幅提升公司的业绩水平，反之若进展不及预期将影响公司的盈利能力。

2) 25-羟基 VD₃ 产品产能释放及市场推广不及预期。

25-羟基 VD₃ 属高附加值产品，公司计划今西科技园内 25-羟基 VD₃ 产能项目将全部投产，若公司产能建设、产能释放或市场推广不及预期，将不利于影响公司的业绩增量。

3) 疫情防控风险。

尽管疫情冲击在持续减弱，但疫情防控风险依然存在，疫情冲击可能是公司生产、物流等日常经营活动受到影响。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1161	502	173	342	733
应收账款+票据	74	90	143	185	229
预付账款	3	35	20	26	32
存货	320	429	701	921	1132
其他	238	54	76	99	122
流动资产合计	1796	1110	1113	1573	2249
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	427	641	879	1132	1387
在建工程	991	1475	1650	1570	1398
无形资产	180	166	163	162	165
其他非流动资产	175	134	138	141	142
非流动资产合计	1774	2415	2830	3006	3092
资产总计	3570	3525	3944	4579	5341
短期借款	240	414	324	224	124
应付账款+票据	159	330	313	411	505
其他	180	154	233	305	376
流动负债合计	579	898	870	941	1005
长期带息负债	0	0	0	0	0
长期应付款	0	280	280	280	280
其他	112	69	69	69	69
非流动负债合计	112	349	349	349	349
负债合计	691	1247	1219	1290	1354
少数股东权益	(6)	0	9	19	33
股本	551	551	551	551	551
资本公积	1031	2	2	2	2
留存收益	1303	1726	2163	2717	3401
股东权益合计	2879	2279	2725	3289	3987
负债和股东权益总计	3570	3525	3944	4579	5341

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	261	510	519	656	811
折旧摊销	46	45	107	143	183
财务费用	3	-14	15	11	6
存货减少	-13	-109	-272	-220	-211
营运资金变动	99	7	-270	-120	-120
其它	32	65	250	198	189
经营活动现金流	427	504	348	667	857
资本支出	-485	-471	-522	-318	-269
长期投资	-100	-590	0	0	0
其他	-23	-117	22	22	22
投资活动现金流	-608	-1178	-500	-296	-247
债权融资	-15	174	-90	-100	-100
股权融资	72	0	0	0	0
其他	779	-187	-87	-102	-119
筹资活动现金流	836	-13	-177	-202	-219
现金净增加额	653	-688	-329	169	392

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	659	1117	1513	1960	2422
营业成本	275	350	553	727	894
营业税金及附加	7	15	19	25	31
营业费用	16	183	230	290	351
管理费用	129	139	196	252	308
财务费用	3	-14	15	11	6
资产减值损失	0	0	0	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	5	7	7	7
其他	51	132	80	81	81
营业利润	286	582	588	743	919
营业外净收益	2	3	2	2	2
利润总额	288	585	589	745	921
所得税	27	75	71	89	111
净利润	261	510	519	656	811
少数股东损益	-3	30	9	11	13
归属于母公司净利润	263	480	510	645	797

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-8.21%	69.40%	35.48%	29.50%	23.56%
EBIT	-26.06%	96.25%	5.87%	25.13%	22.60%
EBITDA	-22.15%	82.87%	15.50%	26.45%	23.49%
归属于母公司净利润	-23.42%	82.29%	6.30%	26.42%	23.65%
获利能力					
毛利率	58.35%	68.66%	63.45%	62.91%	63.09%
净利率	39.52%	45.65%	34.26%	33.45%	33.47%
ROE	9.12%	21.06%	18.78%	19.72%	20.16%
ROIC	17.87%	23.48%	22.06%	21.19%	23.52%
偿债能力					
资产负债	19.35%	35.36%	30.90%	28.17%	25.36%
流动比率	3.1	1.2	1.3	1.7	2.2
速动比率	2.5	0.7	0.4	0.6	1.0
营运能力					
应收账款周转率	8.9	12.7	10.7	10.7	10.7
存货周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5
每股指标 (元)					
每股收益	0.5	0.9	0.9	1.2	1.4
每股经营现金流	0.8	0.9	0.6	1.2	1.6
每股净资产	5.2	4.1	4.9	5.9	7.2
估值比率					
市盈率	31.5	17.3	16.2	12.8	10.4
市净率	2.9	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	22.9	12.9	12.1	9.3	7.2
EV/EBIT	26.5	13.9	14.2	11.1	8.6

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 6 月 16 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695