

医药生物行业 2014 年日常报告

评级：增持 维持评级

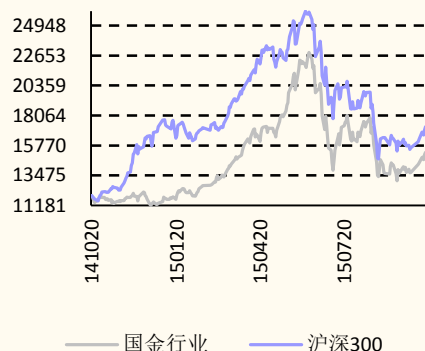
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

日本医药产业研究报告 2015 版，新医疗崛起；

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	59.85
市场优化平均市盈率	19.42
国金医药生物指数	15247.24
沪深 300 指数	3534.07
上证指数	3391.35
深证成指	11374.83
中小板综指	11466.22



研究背景

- **经典回顾：**2010 年，伴随着基药招标对行业冲击的开始，国金医药团队历时半年时间，对日本医药产业（侧重于药品）自 1988 年~2011 年 20 多年来的发展历程进行了梳理。从社会背景、行业政策、发展趋势、投资变化几个方面，尝试从日本制药产业发展的轨迹中寻求对中国制药产业发展的启示，解决二级市场医药投资面临的新挑战。半年时间共推出四篇《日本医药产业研究专题研究报告（2011 版）》。
- **预期成为现实：**当前每位投资者都会谈医保、都会说不能买“药”了，也就意味着市场的预期走向一致。此时此刻，投资者再次给我们提出了新的需求——既然药品整体受压的情况已经出现，我们该怎么办？
- **问题出现：**我们五年前的研究止步于对药品行业的分析，大家自然关心“药品”受压之后，“医疗”如何？是整个医药行业都没机会了？还是有其他的结构性机会？如果有，该以什么样的节奏去投资？如果有，该以什么样的估值心态去投资？当前市场估值高企、增速下滑，投资何去何从？……
- **寻找答案：**此次推出的《日本医药产业专题研究（2015 版）》与 2011 版最大的区别是：上一版提出了 2010-2015 投资中国医药行业可能面临的问题，这一版将解决 2015-2020 年投资中国医药行业最佳的处理方法。

相关报告

1. 《2015 年中报业绩总结：医药生物行业行业研究》，2015.9.4
2. 《体外诊断行业报告之一：产品创新驱动行业成长：体外诊断行业报...》，2015.8.5
3. 《药物研发监管风暴，去伪存真时代降临：医药生物行业行业点评》，2015.7.27
4. 《继续看好转型与创新-下半年化学制药行业行业研究》，2015.7.10
5. 《如果风格调整，继续看好求新求变-医药生物行业行业研究月报》，2015.3.4

基本结论

- **政策紧缩会压制医药板块区间收益，但依然有子版块投资机会：**在最受政策影响的 90 年代，创新药、耗材、生物制药、药房依然有较好的投资机会。
- **即便把政策紧缩期考虑在内，医药板块不改长期投资价值：**拉长周期看日本医药行业历史表现长期优于其他行业，并在上世纪 90 年代末走出独立走势。
- **板块之间投资分化：**各个医药子行业在不同时期领跑行业指数，投资特定的板块需选择特定的时段，踏准投资时点很关键。
- **板块内部公司分化：**同一板块内的公司，也会走出千差万别的走势，CRO 行业最为明显。
- **政策推动行业变革，新医疗投资崛起：**伴随着紧缩期的推进，投资和产业双向推动新医疗崛起，充当了投资主力。
- **新医疗产业基本面得以兑现：**政策拉动、需求推动和不断寻求新的盈利模式使新医疗产业基本面向好。
- **新医疗产业存在估值溢价：**同一子版块在不同时期经历不同估值水平，不同子版块在相同时期估值水平分化明显。版块业绩增长快慢与估值高低对应。新医疗产业拥有较大估值弹性，享受过较高估值水平。

孙笑悦 联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

风险提示

- 本文侧重于日本的医药板块二级市场表现统计，主要是从数据中总结规

律，本专题并不侧重于基本面的逻辑；

- 类比中国的发展周期大约可以递推 20 年，但实际发展必然会有差异，并没有绝对意义的类比准确价值；
- 对于统计结果可能根据样本的选择会有差异，针对趋势的讨论更有意义；
- 统计偏差

内容目录

研究背景：从“预测结果”到“寻找答案”	6
经典回顾：2011 年日本医药产业研究系列	6
实际验证：中国医药产业发展轨迹逐步趋同	8
新的需求：药品既成事实，医疗何去何从？	9
第一章：日本医药板块表现总结	10
1.1 拉长时间看医药行业依然是投资长跑冠军	10
1.2 医药行业众多子板块的长期表现亦是精彩纷呈	10
1.3 政策紧缩确实会影响医药行业区间投资收益	11
1.4 “新医疗”替代“旧医药”成为资本市场新势力	12
第二章：政策紧缩影响区间收益，但不改长期价值	13
2.1 政策影响的低谷期（1990s）	13
结论：风暴来袭，整体受损；分化过冬，借机转型	16
2.2 度过寒冬后收获期（2000s）	16
结论：转型成功，板块崛起；主线增多，各领风骚	19
第三章：医药子行业内部分化明显，投资轮动	19
3.1 子板块分化明显，时点重要	19
3.2 公司分化明显，选股重要	22
第四章：“新医疗”投资崛起，成为资本市场投资新势力	23
4.1 “新医疗”崛起，投资重心转向	23
4.2 “新医疗”崛起的深层次原因：基本面推动	24
案例：“医药分离”政策显成效，连锁药店蓬勃发展	26
案例：银发社会推动养老产业	28
4.3 “新医疗”产业估值情况探讨	30
案例：板块纵向估值分化——CRO 行业	32
案例：EPS Group 业绩兑现，估值下降	33
第五章：日本医药各子行业初步点评（简述）	35
核心观点总结	35

图表目录

图表 1: 中日人口结构对比.....	6
图表 2: 日本医药政策走势示意图.....	7
图表 3: 医药行业医保支出与行业增速关系	8
图表 4: 医药行业销售收入增速统计	8
图表 5: 医药行业毛利率统计	8
图表 6: 中国医药政策趋势示意图.....	9
图表 7: 日本各大行业股价历史走势情况.....	10
图表 8: 日本医药行业子板块股价表现(复权)情况	11
图表 9: 日本医药行业与大盘指数走势(1990 年为起点)	12
图表 10: 日本医药行业与大盘指数走势(1997 年为起点)	12
图表 11: 日本医药行业子板块公司数量占比变化	12
图表 12: 医药指数与市场指数	14
图表 13: 1990~1997 年日本医药板块泥沙俱下	14
图表 14: 仿制药历史走势	15
图表 15: 仿制药与 benchmark 指数走势	15
图表 16: 创新药历史走势情况	15
图表 17: 1998 年前跑赢医药行业指数的子板块	16
图表 18: 日本医药行业于 1998 年开始触底反弹	16
图表 19: 以 1998 年为起点的 9 大子版块行情走势	17
图表 20: 以 1998 年为起点的连锁药店板块行情走势	17
图表 21: 连锁药店自 1998 年后走出独立走势	18
图表 22: 医疗设备自 1998 年后走出独立走势	18
图表 23: 临床试剂自 1998 年后走出独立走势	18
图表 24: 仿制药自 1998 年后走出独立走势	18
图表 25: 创新药自 1998 年后未走出独立走势	19
图表 26: 生物科技自 1998 年后未走出独立走势	19
图表 27: 各子版块相对医药行业指数历史超额收益情况	20
图表 28: 各子版块获得最高超额收益的投资节点	21
图表 29: 1990 年开始投资医疗行业, 试剂表现弱	21
图表 30: 1998 年后开始投资医疗行业, 试剂表现强	21
图表 31: 1998 年后投资临床试剂板块回报率高于投资创新药	22
图表 32: CRO 龙头公司历史超额收益情况	22
图表 33: CRO 代表公司历史销售额增长情况	23
图表 34: CRO 代表公司历史净利润增长情况	23
图表 35: SNBL 公司估值下滑	23
图表 36: SNBL 公司遭遇估值、业绩双杀	23
图表 37: 1995 年日本医药子行业市值占比	24

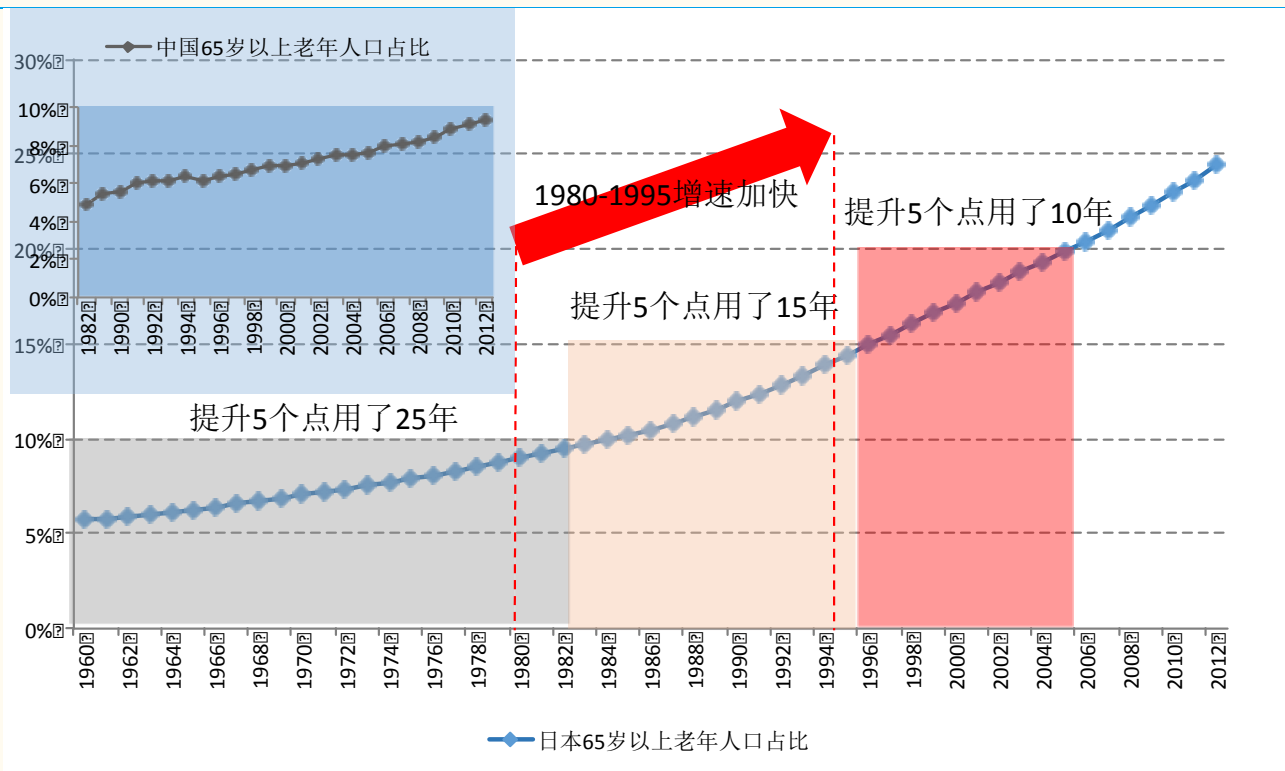
图表 38: 2014 年日本医药子行业市值占比	24
图表 39: 1990 年~1997 年各板块收入指数	25
图表 40: 1998 年为起点, 各板块收入指数	25
图表 41: 新医疗行业收入指数领跑医药产业	25
图表 42: 日本药品进销差逐年递减	27
图表 43: 日本药店数量蓬勃发展	27
图表 44: 90 年代中期开始连锁药店业绩高增长	28
图表 45: 中国社会老龄化程度处在日本 80 年代末 90 年代初水平	29
图表 46: 日本介护险筹资构成养老公司收入的一部分稳定来源	30
图表 47: 子行业估值分化横向比较	31
图表 48: 子行业历史估值纵向比较	32
图表 49: 日本 CRO 行业规模过去 15 年快速扩张	33
图表 50: CRO 行业历史估值情况	33
图表 51: CRO 行业历年业绩增速	33
图表 52: EPS(Ever Progressing System)业务构成	34
图表 53: EPS Group 收入增速 23%	34
图表 54: EPS Group 利润增速 19%	34
图表 55: EPS Group PE Band	35

研究背景：从“预测结果”到“寻找答案”

经典回顾：2011 年日本医药产业研究系列

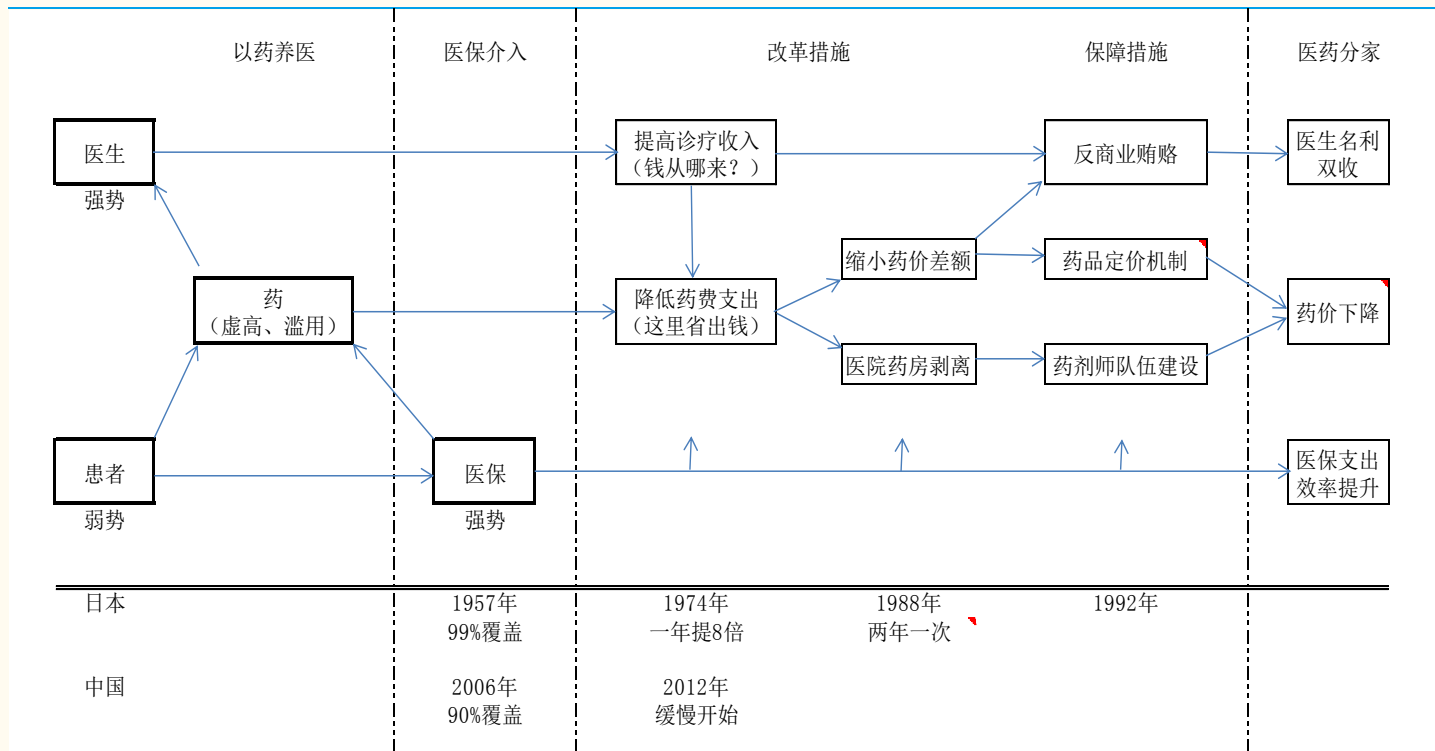
- 2010 年，伴随着基药招标对行业冲击的开始，国金医药团队历时半年时间，对日本医药产业（侧重于药品）自 1988 年~2011 年 20 多年来的发展历程进行了梳理。从社会背景、行业政策、发展趋势、投资变化几个方面，尝试从日本制药产业发展的轨迹中寻求对中国制药产业发展的启示，解决二级市场医药投资面临的新挑战。半年时间共推出《日本医药产业专题研究报告（2011 版）》四篇：
 - 2011 年 08 月《医药行业专题报告之一：投资的核心要素分析》
 - 2011 年 09 月《医药行业专题报告之二：日本研究（上篇）降价背景药企生存之路》
 - 2011 年 10 月《医药行业专题报告之三：日本研究（下篇）降价背景医药投资思路》
 - 2011 年 11 月《医药行业专题报告后续：社会背景分析》
- 为什么选择日本市场：从产业研究角度，我们有很多区域市场可以研究对比，美国、欧洲、台湾，之所以最终选择了日本作为我们预测中国医药产业的标尺。最重要的原因是我们选取了人口结构和医药政策两大因素，与当前中国所处的时点具有可比性。

图表 1：中日人口结构对比



来源：国金证券研究所，Bloomberg，Wind，统计局，厚生劳动省

图表 2：日本医药政策走势示意图



来源：国金证券研究所

■ 几篇报告的核心内容：

- **有关行业框架：**医药市场规模=需求量*价格+创新溢价，在需求量相对稳定增长的情况下，价格和创新是关键要素。
- **有关行业政策：**伴随着日本老龄化程度的加快，日本政府为了控制快速上升的医疗卫生开支，实行了严格的药品降价政策，降价力量超过需求增长，压制制药行业增长。
- **有关政策影响：**降价导致药企发展分化：(1) 创新药通过新药提升利润率，通过国际化获得市场增量；(2) 仿制药因为政策导致的降价生存受到挑战，行业集中度上升，生存下来的企业得以分享放量的政策红利。
- **有关医药投资：**行业告别一致性的向上趋势，走向分化的投资思路。不同阶段必须选择不同的投资标的。

■ 核心结论经典汇编：

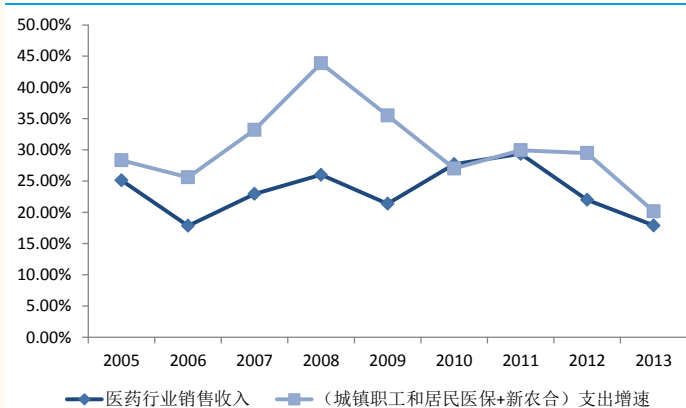
- 政策：人口老龄化对医药产业影响有双面性（兑现）
- 政策：老龄高峰来临时政策的压力逐步加大（兑现）
- 政策：医保支付的压力导致强力的政策频出（兑现）
- 行业：政策影响医药行业告别黄金增长周期（兑现）
- 行业：减速背景下行业大规模兼并收购出现（兑现）
- 行业：行业内部的增长呈现明显的分化走势（兑现）
- 行业：创新和国际化是逆势成长的核心力量（开始有迹象）
- 行业：政策后期高性价比的普药将明显受益（尚未兑现）
- 投资：医药板块长期跑赢指数但是分化明显（兑现）
- 投资：政策出台初期整体受压创新明显跑赢（兑现）
- 投资：国际化对冲国内政策干扰受投资追捧（开始有迹象）

- 投资：估值与成长性对应不同成长差异明显（开始分化）

实际验证：中国医药产业发展轨迹逐步趋同

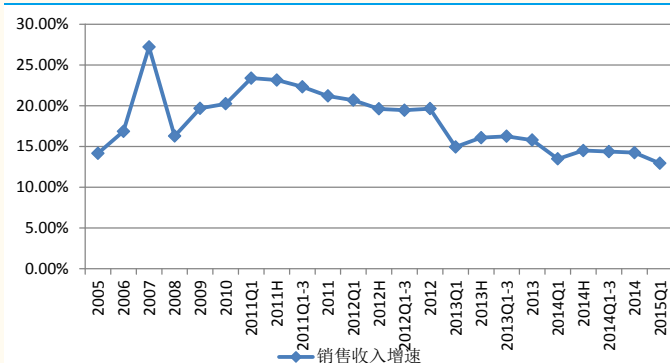
- 根据上述几篇报告的指引，我们最早从“医保决定收入，招标决定利润”角度分析医药行业，近几年该思路已经成为主流。行业实际的表现也如我们当年的预期，投资者们越来越多的感受到了当年日本发生的情况：医保控费加剧、行业增速下降、药品整体受压、投资分化加剧。
- 医保决定收入：随着医保对行业收入影响的加大，国内医药行业越来越明显的感受到了政策的压力，行业增速逐步告别持续 10 年的 20% 以上增长，最终在 2015 年逼近个位数。

图表 3：医药行业医保支出与行业增速关系



来源：国金证券研究所，统计局

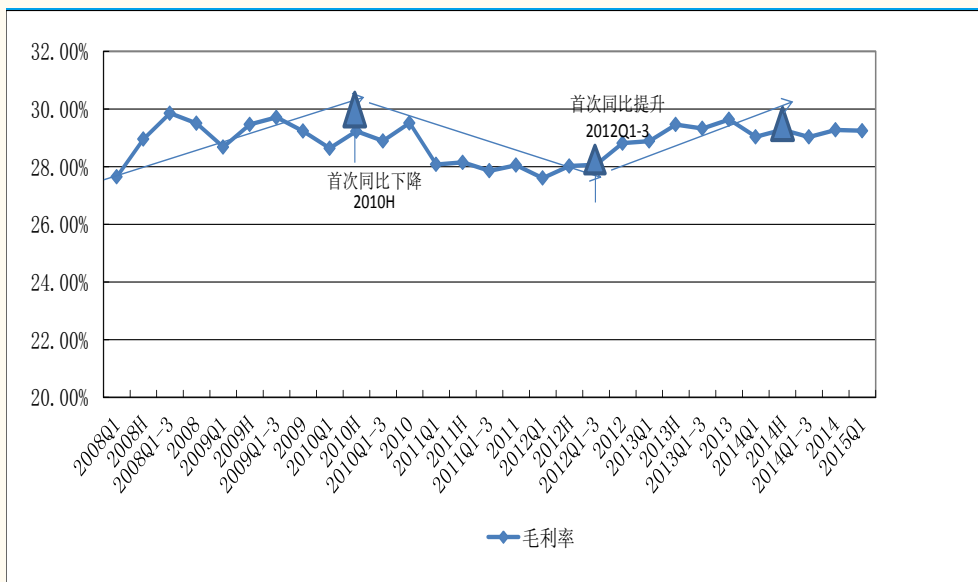
图表 4：医药行业销售收入增速统计



来源：国金证券研究所，统计局，wind

- 招标决定利润：价格政策作为紧缩政策当中最易使用的手段之一，在国内更明显的体现出来，尤其是通过招标这样直接的手段。因此国内医药行业也伴随着招标周期的波动，呈现了利润的周期性波动。

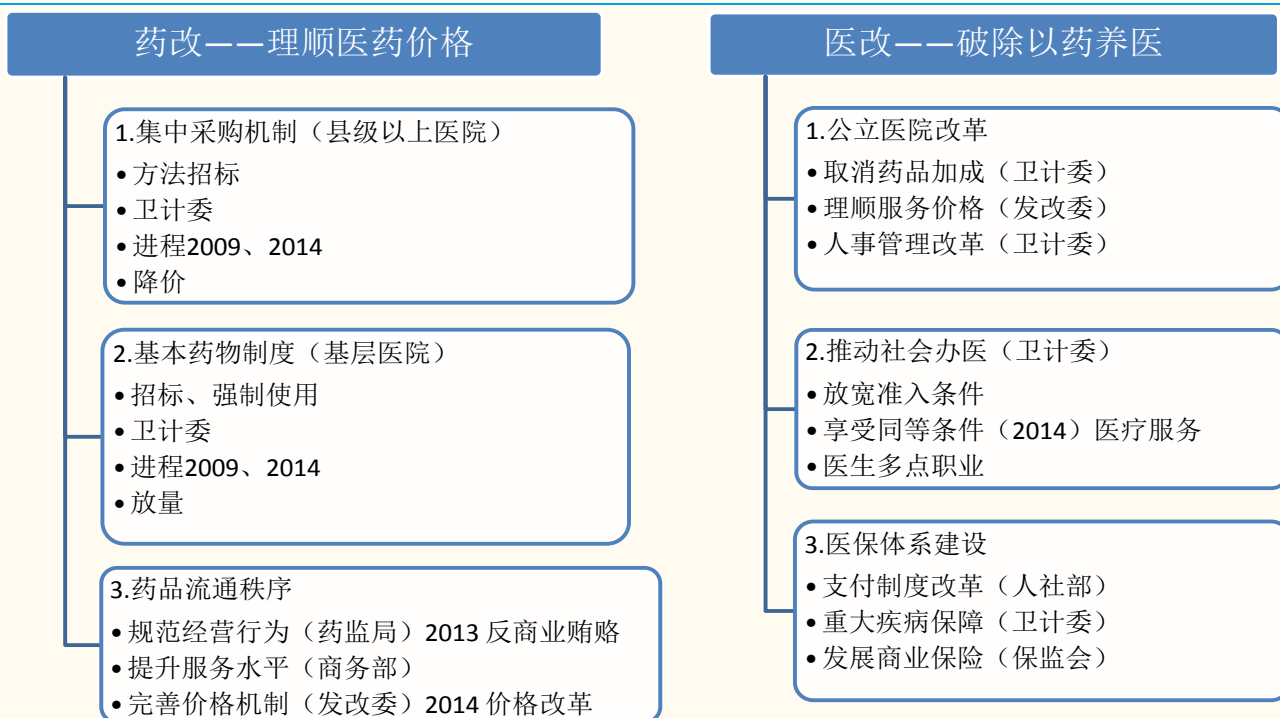
图表 5：医药行业毛利率统计



来源：国金证券研究所，wind

- 国内政策的最新进展：从 2010 年开始，历经了 5 年的转变，目前国内政策的推进已经进入深水区和关键期。目前行业已经逐步适应或者接受了这样的政策环境，行业进入了新的阶段。

图表 6：中国医药政策趋势示意图



来源：国金证券研究所

新的需求：药品既成事实，医疗何去何从？

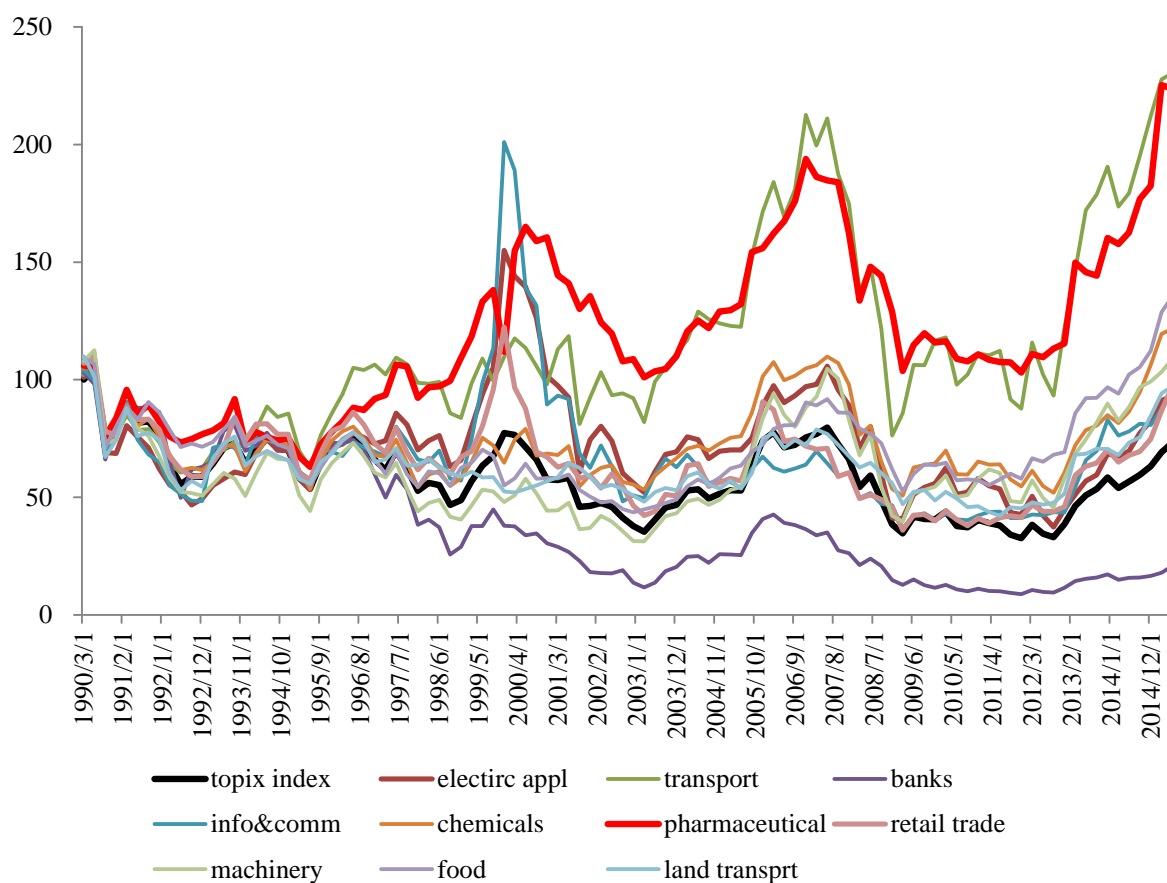
- 当预期成为现实，当每位投资者都会谈医保、都会说不能买“药”了，也就意味着市场的预期走向一致。此时此刻，市场再次给我们提出了新的需求——既然药品整体受压的情况已经出现，我们该怎么办？
- 问题出现：我们五年前的研究止步于对药品行业的分析，大家自然关心“药品”受压之后，“医疗”如何？是整个医药行业都没机会了？还是有其他的结构性机会？如果有，该以什么样的节奏去投资？如果有，该以什么样的估值心态去投资？当前市场估值高企、增速下滑，投资何去何从？……
- 寻找答案：这一系列的问题，激励着我们的团队再次出发，历经两个月的基础资料搜集，我们正式推出《日本医药行业专题研究报告（2015 版）》。与 2011 版最大的区别是：上一版提出了 2010-2015 投资中国医药行业可能面临的问题，这一版将解决 2015-2020 年投资中国医药行业最佳的处理方法。
 - 试图探索在制药板块受到降价压制的当前，其他医疗板块的投资机会。
 - 鉴于日本出现了制药板块在整个医药产业中的比重逐步下降，新兴医疗产业的崛起，本文我们从医药全产业链的角度出发，不局限于制药行业的探讨。
- 根据研究的进程和市场反馈，我们会逐步推出系列文章，本文是第一篇《总论》。
- 风险提示：不同市场的类比没有绝对可比性，我们只是试图从中找到研究启发，非直接投资建议。

第一章：日本医药板块表现总结

1.1 拉长时间看医药行业依然是投资长跑冠军

- 我们从政策紧缩开始的 1990 年为起点，持续至今，整个日本资本市场，医药行业是表现最好的板块之一。
- 我们以 1990 年为起点，将日本医药行业与东证综合指数和其他十几个行业相比，发现日本医药指数长期来看表现优于综合指数和其他行业。
- 在日本经济持续低迷、GDP 常年保持 0%~1%增长的情况下，医药行业在过去的 20 年交出了股价与基本面都亮眼的成绩单。

图表 7：日本各大行业股价历史走势情况

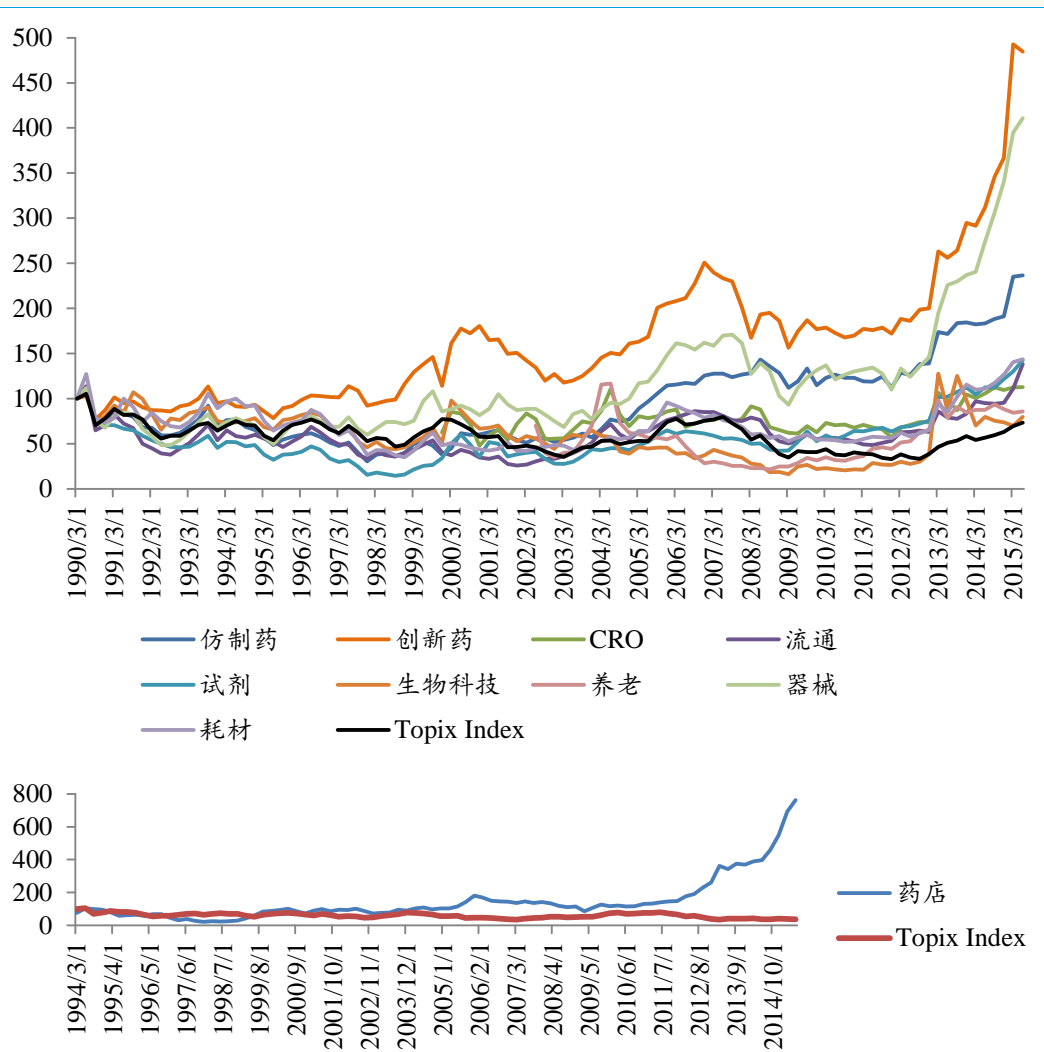


来源：Bloomberg, 国金证券研究所

1.2 医药行业众多子板块的长期表现亦是精彩纷呈

- 我们将日本医药行业大致分为 10 个子行业 (创新药、仿制药、医药流通、医疗器械、医用耗材、临床试剂、生物科技、连锁药店、CRO、养老产业)，分别作出以 1990 年为起点的板块指数，发现：
 - 某些子行业股价指数长期跑赢日本东证综合指数
 - 上世纪 90 年代末更多的子行业开始走出独立走势
 - 各医疗子行业在不同时间段的走势分化

图表 8：日本医药行业子板块股价表现(复权)情况

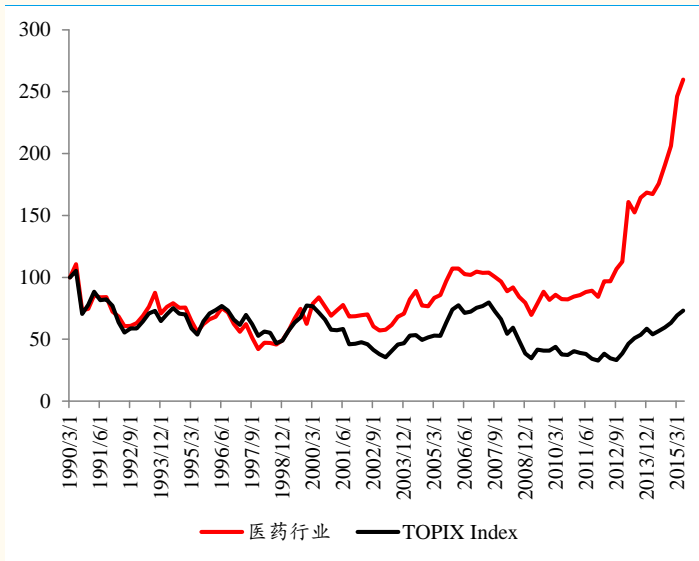


来源：Bloomberg，国金证券研究所

1.3 政策紧缩确实会影响医药行业区间投资收益

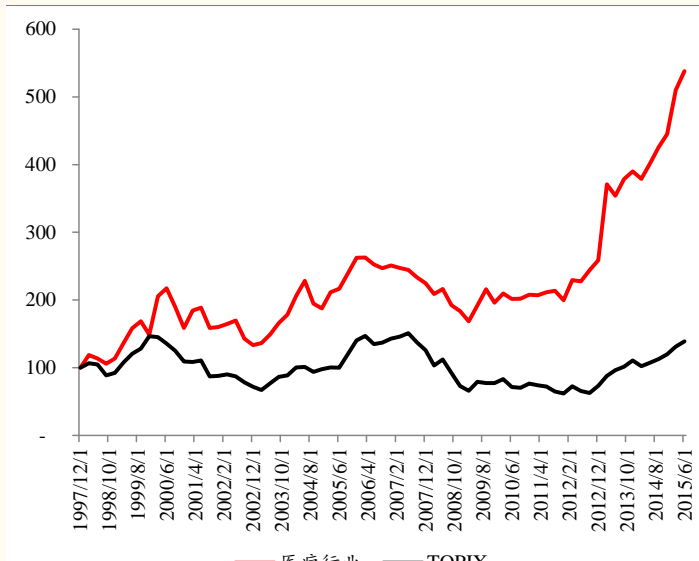
- 1990s 至今，日本经济持续低迷，东证指数表现一般。在 1998 年前，日本医药行业整体和其他行业一样走势较差(图 9)，并于 1997 年走入了近 25 年来发展的谷底；1998 年后，医药行业触底反弹，一路走高至今(图 10)。

图表 9：日本医药行业与大盘指数走势(1990 年为起点)



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 10：日本医药行业与大盘指数走势(1997 年为起点)

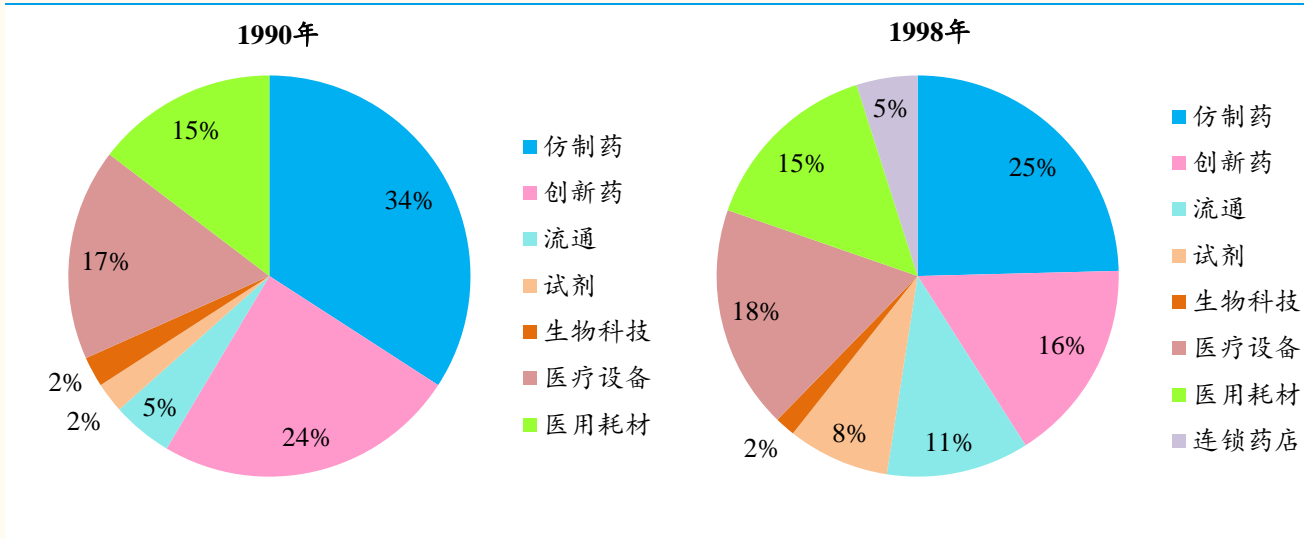


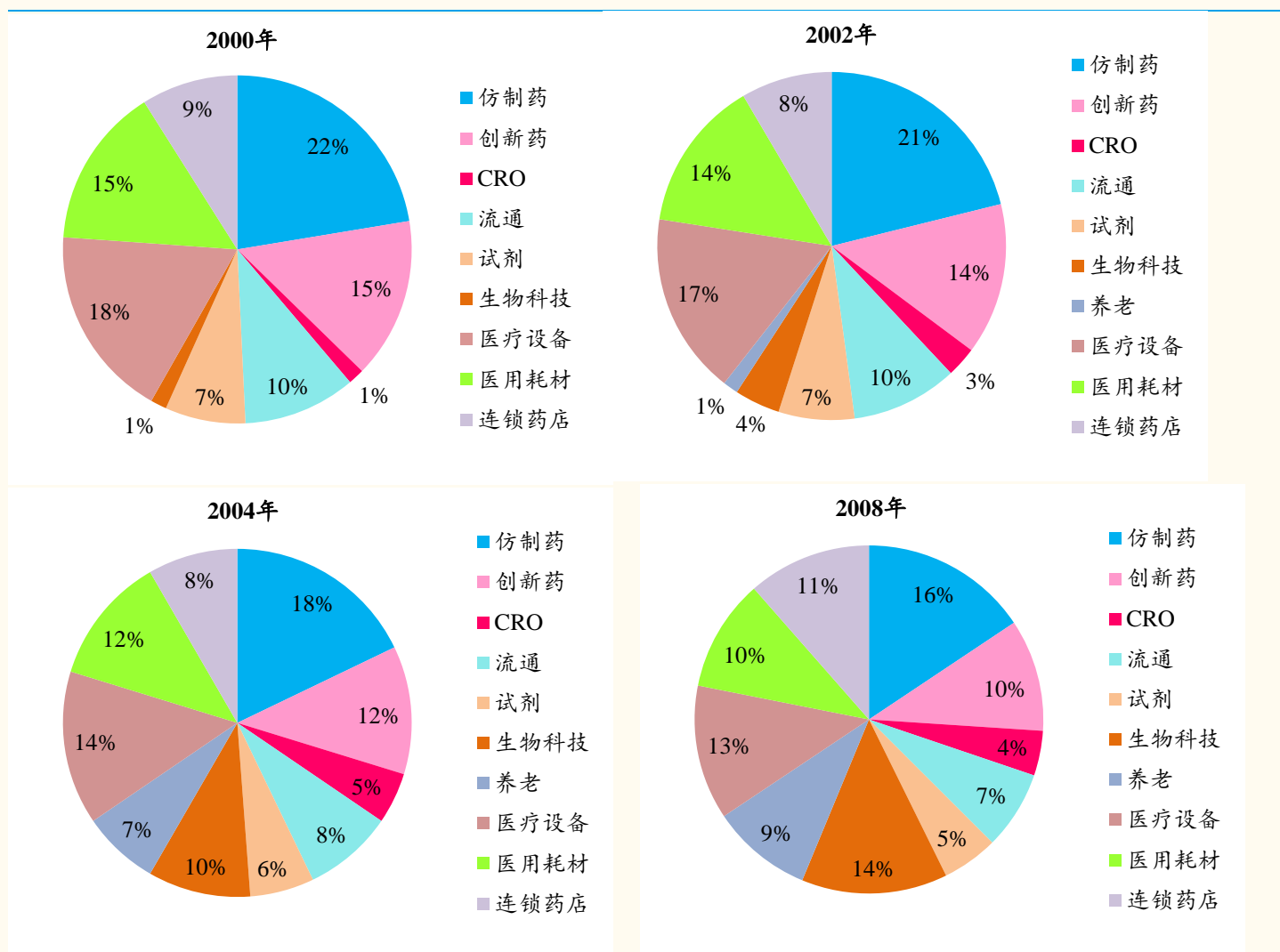
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

1.4 “新医疗”替代“旧医药”成为资本市场新势力

- 根据我们的样本统计分析，日本仿制药企业数量在 1990 年时占到整个医药行业的 34%，其次为创新药企业(24%)；从 1998 年开始，随着其他医药板块的兴起，仿制药企业占比开始明显下降；从 2000 年开始，新兴医疗板块开始陆续出现，日本医药行业构成逐渐多元化；到 2008 年，各板块占比趋向均衡，仿制药企业数量占比下降到 16%。

图表 11：日本医药行业子板块公司数量占比变化





来源：Bloomberg, 国金证券研究所

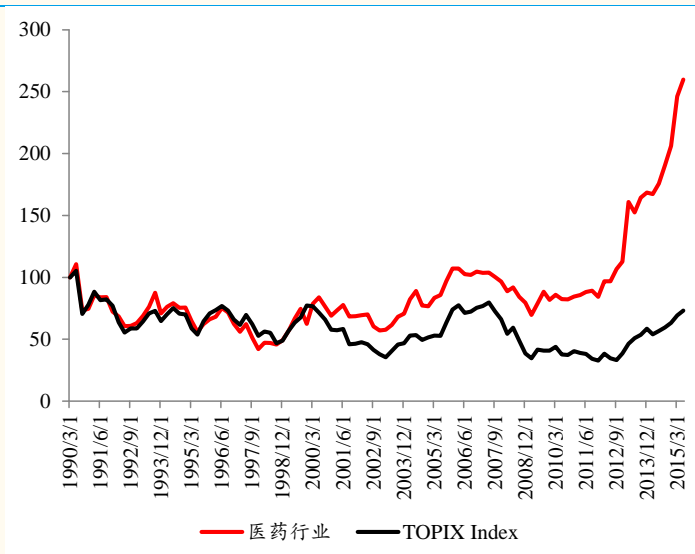
第二章：政策紧缩影响区间收益，但不改长期价值

2.1 政策影响的低谷期（1990s）

■ 日本医药行业在 1990~1998 年间走势疲弱

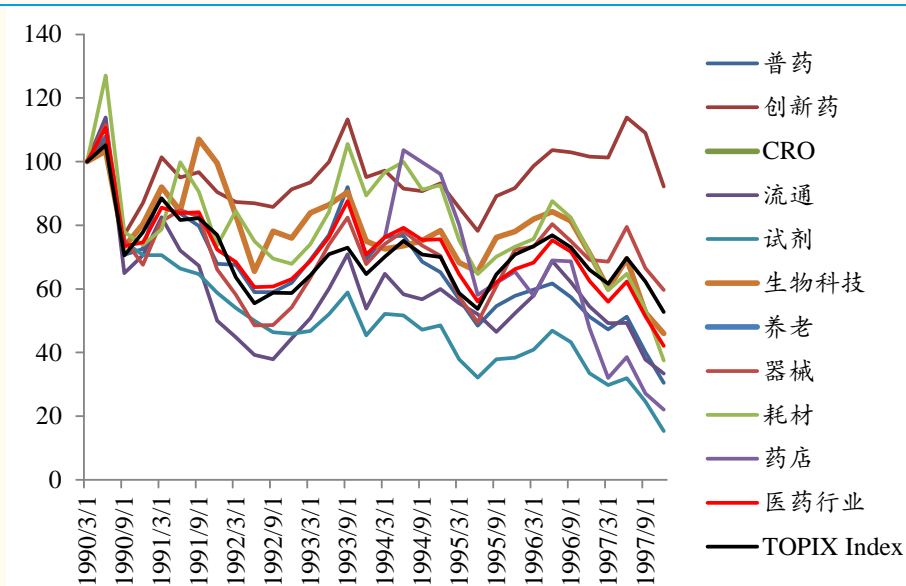
- 上世纪 90 年代以来，日本国民经济不景气，Topix 指数走低。1998 年之前，日本医药行业股价走势疲弱，医药行业各个板块的表现也可谓泥沙俱下。

图表 12：医药指数与市场指数



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 13：1990~1997 年日本医药板块泥沙俱下

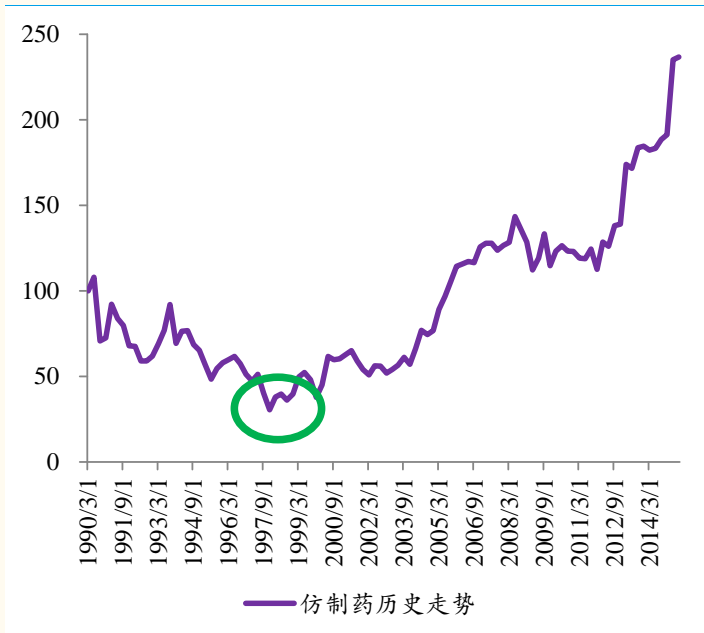


来源：Bloomberg, 国金证券研究所

■ 权重最大的仿制药表现低迷拖累明显

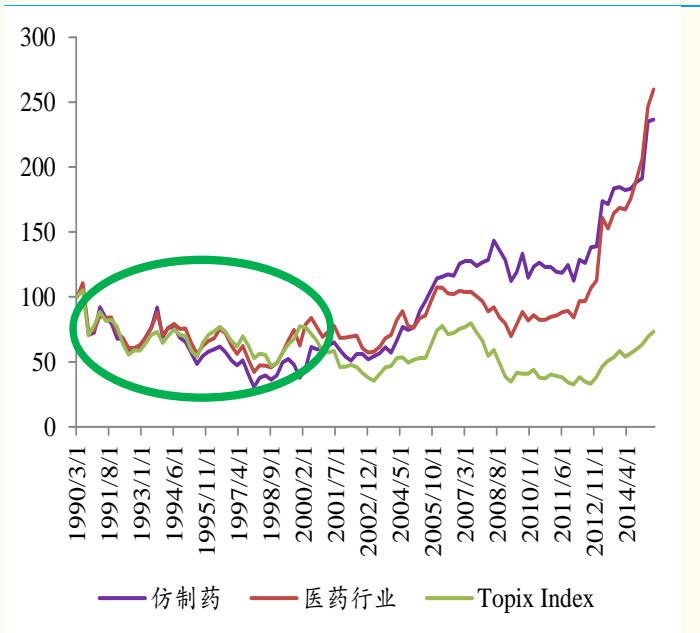
- 占据日本医药行业公司数量最多的仿制药板块走势持续疲弱，2000 年前不但弱于医药行业指数，且不及东证指数。

图表 14：仿制药历史走势



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 15：仿制药与 benchmark 指数走势



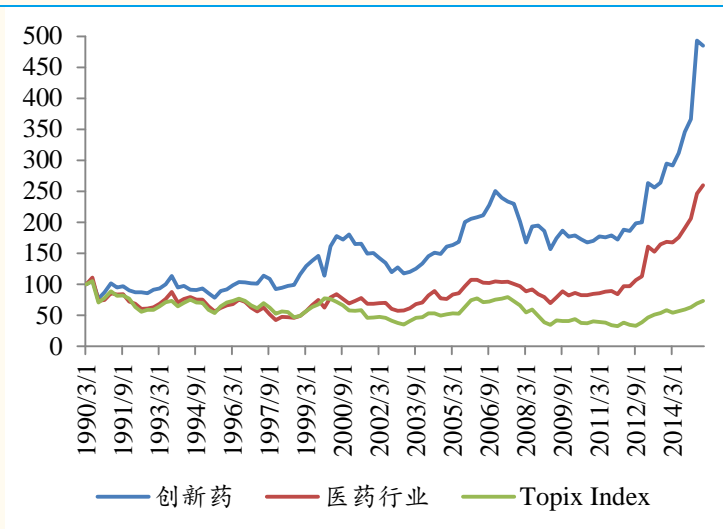
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

- 关于仿制药的基本面分析和行业发展动因、前景、趋势，我们在之前的系列报告(二)、(三)中皆有阐述。

■ 创新药、生物科技、医用耗材成为避风港

- 以武田制药、安斯泰来、住友制药、盐野义、田边三菱、中外制药、卫材、小野制药、参天制药等为代表组成的创新药板块在 1998 年之前成为拉动医药板块走势的主要力量。
- 日本创新药板块更具备长期投资价值，在过去的二十五年间，是唯一一个在任何时期都跑赢医药行业、东证指数的板块。

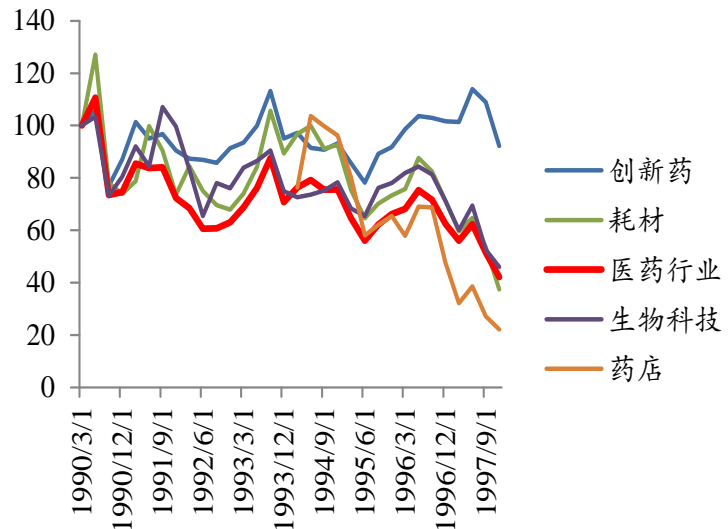
图表 16：创新药历史走势情况



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

- 关于创新药的基本面分析和行业发展趋势，我们在之前的系列报告(二)、(三)中皆有阐述。
- 除了创新药以外，医药耗材公司、生物公司在 1990~1997 年间也跑赢医药行业指数。

图表 17：1998 年前跑赢医药行业指数的子板块



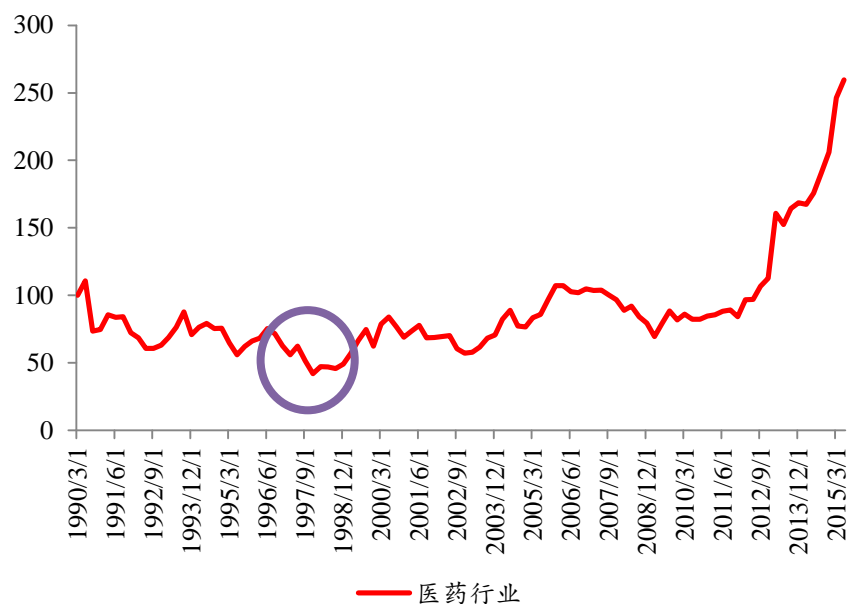
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

结论：风暴来袭，整体受损；分化过冬，借机转型

2.2 度过寒冬后收获期（2000s）

- 日本医药行业 1998 年开始走出低谷
 - 日本医药行业从 1998 年走出谷底，开始上扬。

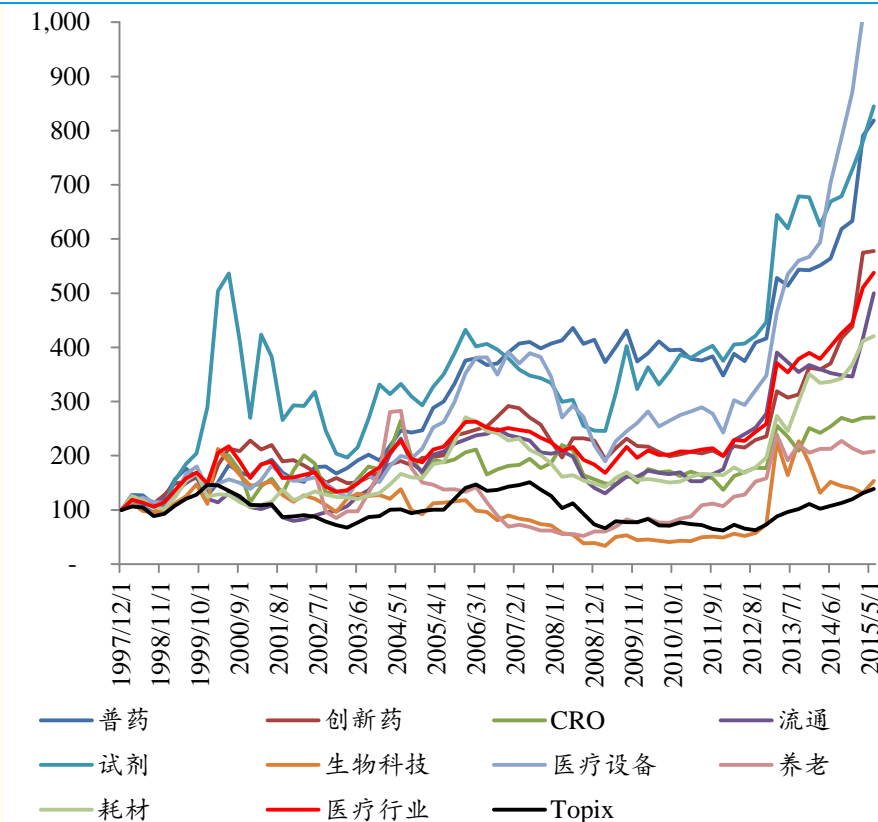
图表 18：日本医药行业于 1998 年开始触底反弹



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

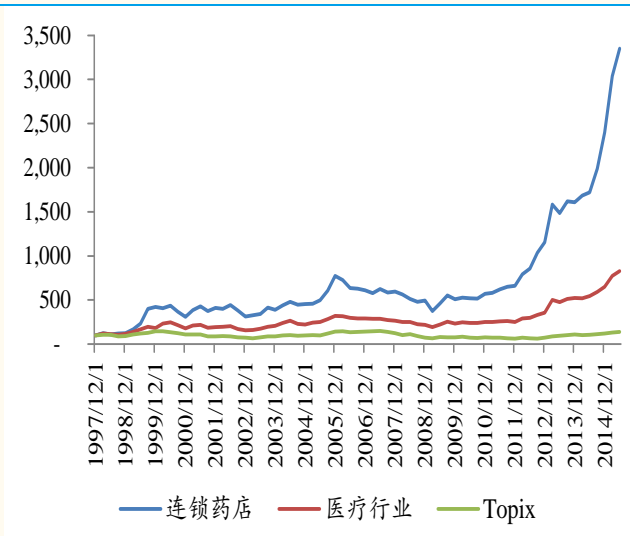
- 1998 年起，医药行业的 10 个子板块中，除生物科技略逊于东证指数外，其他板块全部走出独立于大盘的走势。意味着 1998 年后只要投资日本医药行业，投资者即可获得相对日本经济综合指数的超额收益。

图表 19：以 1998 年为起点的 9 大子版块行情走势



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 20：以 1998 年为起点的连锁药店板块行情走势



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

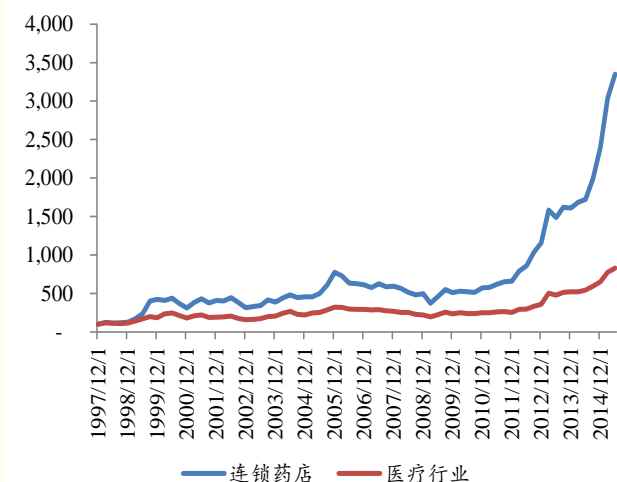
- “新医疗”板块出现

- 有别于传统制药产业的新兴医疗板块，如 CRO、养老产业、试剂等
- 传统医药板块在发展中找到新的商业模式、新盈利点，如连锁药店、医疗器械等子行业

■ 更多新的投资主线出现

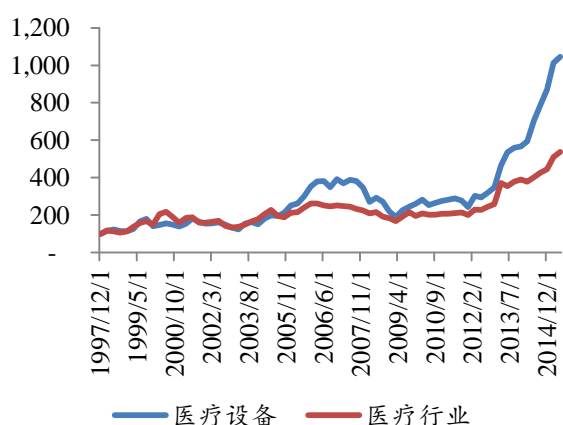
- 1998 年后，日本医药行业子版块中表现最优异的是连锁药店、医疗设备、临床试剂、养老行业等新兴医药板块，和 2000 年前表现较差的仿制药。
- 仿制药板块的发展，正如我们在之前的日本研究系列报告二《降价背景药企生存之路》中所阐述的“2000 年后，仿制药价格得以下降，最终触发政策红包，迎来黄金十年”。

图表 21：连锁药店自 1998 年后走出独立走势



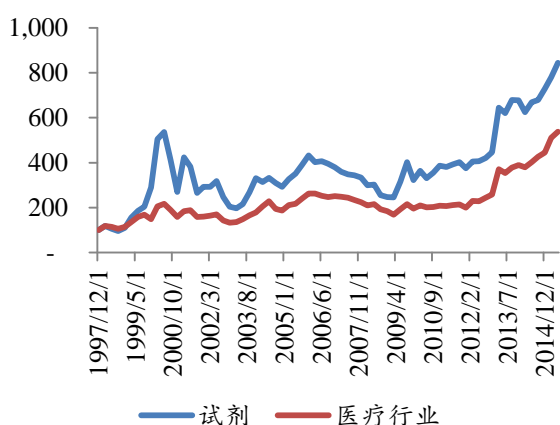
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 22：医疗设备自 1998 年后走出独立走势



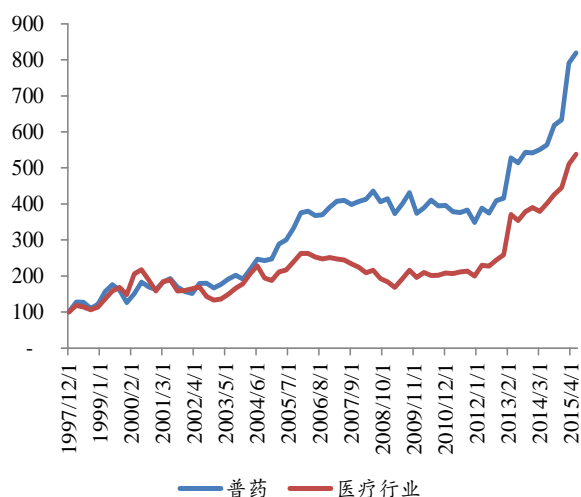
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 23：临床试剂自 1998 年后走出独立走势



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 24：仿制药自 1998 年后走出独立走势



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

■ 创新药和生物相对转弱

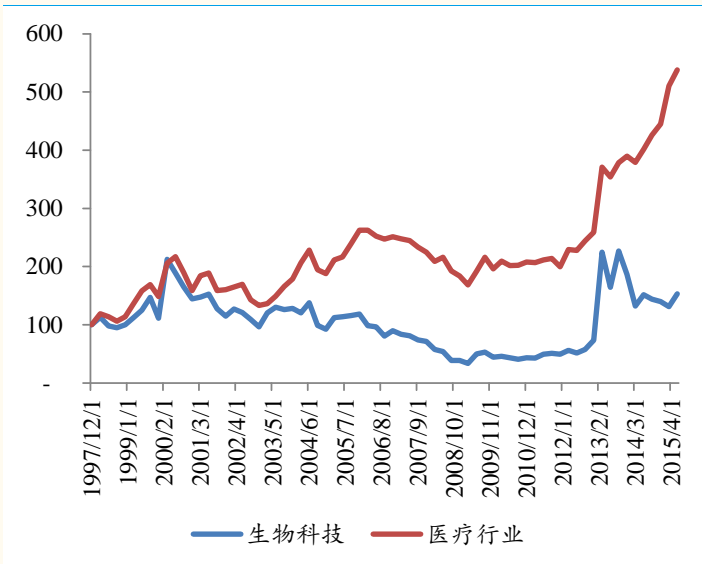
- 通过图 25、图 26，我们可以看到，如果投资者从 1998 年开始投资日本医疗板块，选择投资于之前表现最佳的创新药板块和生物科技板块，虽然可以获得相对于日本大盘指数的超额收益，但创新药的走势却仅仅同步于医疗行业指数，生物科技甚至弱于医疗行业。这说明拉动 1998 年之后日本医药行业上涨的主要因素已不是之前的创新药和生物科技，市场偏好变化。
- 也说明投资者选择投资不同的子板块时，涉及到投资时点的问题(将在下文论述)。

图表 25：创新药自 1998 年后未走出独立走势



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 26：生物科技自 1998 年后未走出独立走势



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

结论：转型成功，板块崛起；主线增多，各领风骚

第三章：医药子行业内部分化明显，投资轮动

3.1 子版块分化明显，时点重要

- 如果我们将投资时限拉回 1990 年初，与医药行业指数相比，10 个子板块在不同时期都有跑赢医药行业指数。但市场风格轮换，选择投资时点很重要。
- 上一节我们从指数的角度(累计收益)判断出，1998 年前，医药行业投资的机会在于创新药、生物科技、耗材。1998 年后，投资机会在于普药和新兴医疗板块。
- 现在我们从超额收益的角度对 10 个子行业进行分析，通过图 27 可以看到，不同的板块在不同的时间段表现分化明显。
 - 在 2000 年之前(仿制药表现一般的阶段)，领跑医药行业指数的板块主要有创新药、生物科技、医用耗材
 - 2000 年后，随着仿制药迎来黄金十年，加上新医疗板块，如连锁药店、临床试剂、养老行业、器械行业的崛起，医疗行业指数走出低谷，持续上扬。

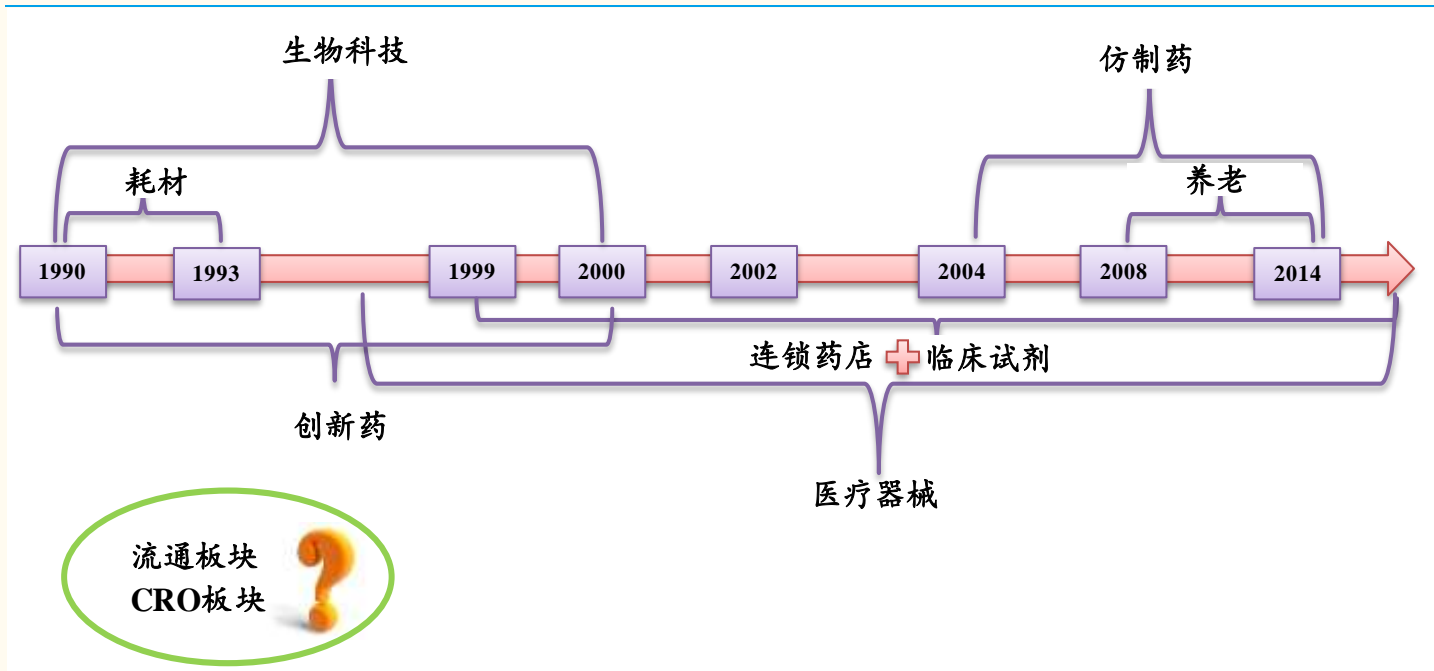
图表 27：各子版块相对医药行业指数历史超额收益情况

年份	仿制药	创新药	CRO	流通	试剂	生物科技	养老	器械	耗材	药店
1990/12/28	-3%	13%		1%	-8%	5%		-10%	4%	
1991/12/30	-1%	7%		-27%	-17%	27%		3%	7%	
1992/12/30	5%	14%		4%	-11%	-8%		-4%	7%	
1993/12/30	2%	-9%		11%	-12%	-15%		12%	17%	
1994/12/30	-12%	-9%		6%	1%	-2%		-2%	-3%	29%
1995/12/29	1%	10%		-1%	-8%	12%		20%	-10%	-21%
1996/12/30	-7%	15%		12%	-5%	-4%		1%	4%	-19%
1997/12/30	-10%	27%		-10%	-30%	-2%		23%	-20%	-26%
1998/12/30	13%	8%		5%	-11%	-15%		3%	-22%	14%
1999/12/30	-28%	-26%		-23%	58%	-12%		-4%	13%	异常值
2000/12/29	40%	39%	-27%	-26%	7%	41%		-19%	-24%	-32%
2001/12/28	-10%	-18%	50%	-26%	20%	-21%		9%	-1%	32%
2002/12/30	14%	2%	-2%	44%	-11%	1%	-36%	3%	32%	-7%
2003/12/30	-12%	-17%	7%	22%	28%	20%	56%	-16%	-23%	2%
2004/12/30	22%	9%	-5%	3%	-13%	-56%	4%	17%	9%	5%
2005/12/30	7%	-9%	-13%	-1%	9%	-17%	-47%	7%	21%	27%
2006/12/29	12%	23%	-8%	13%	-3%	-15%	-56%	12%	-17%	-20%
2007/12/28	9%	-13%	11%	-4%	-4%	3%	-2%	8%	-5%	8%
2008/12/30	21%	14%	6%	-13%	-5%	-34%	18%	-21%	4%	-1%
2009/12/30	-14%	-8%	-8%	0%	23%	22%	22%	22%	-11%	4%
2010/12/30	4%	-7%	6%	-8%	18%	-5%	7%	-3%	-8%	8%
2011/12/30	-8%	2%	-16%	2%	-1%	27%	28%	-16%	8%	13%
2012/12/28	-8%	-15%	-3%	-12%	-12%	11%	11%	0%	-15%	31%
2013/12/30	-17%	-4%	-3%	-14%	-3%	异常值	-8%	7%	20%	-6%
2014/12/30	-17%	2%	-16%	-6%	-12%	-44%	-17%	17%	-11%	21%

来源：国金证券研究所

- 从超额收益的角度具体而言，每个子行业都有过投资的黄金周期：
 - 投资创新药和生物制药的黄金期：1990~2000 年。
 - 投资医用耗材板块：1993 年之前。
 - 医疗器械：1995 年之后。
 - 临床试剂、连锁药店：1999 年之后。
 - 仿制药：2000 年后迎来黄金十年。
 - 养老行业：2000 年后表现优异。
 - CRO 行业、流通行业：无论从超额收益的角度(波段收益)还是从子板块指数(累积收益)的角度看，日本 CRO 行业和流通行业自上世纪 90 年代至今并未表现出规律性。
- 各个板块在一定时期走出独立行情，每个板块在特定的阶段都有投资价值。但是如果选错了投资时间段，例如 2000 年前死守着仿制药行业的投资者需要等待十年才能开始获得超额收益；而 2000 前错过了投资生物制药行业的黄金期，从 2000 年后开始投资，结果表现惨淡。
- 因而对于投资医药行业的投资者来说，自上而下地判断子版块的投资时点非常重要(图 28)。

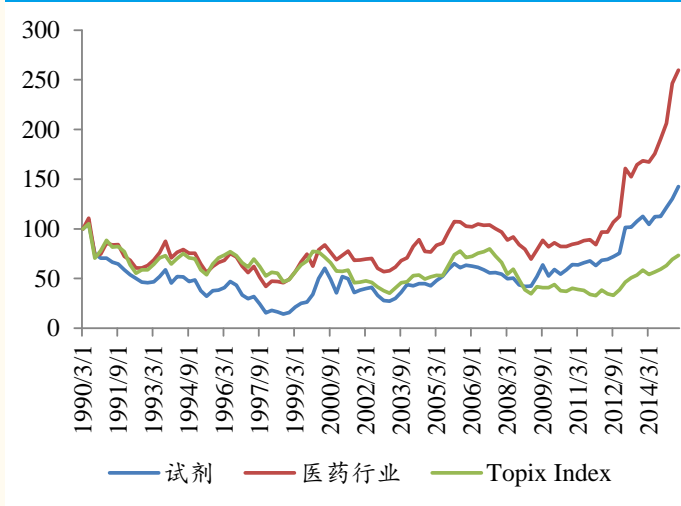
图表 28：各子板块获得最高超额收益的投资节点



来源：国金证券研究所

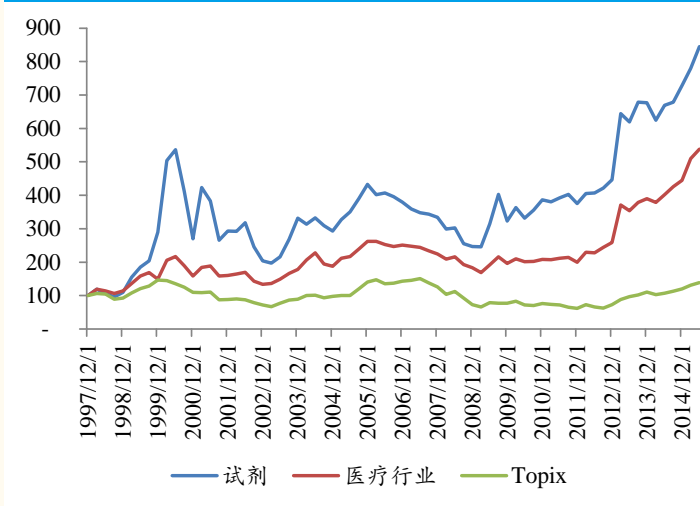
- 案例：临床试剂的投资机会
- 如果以 1990 年为基点，我们发现临床试剂板块持续弱于医疗行业指数，那么是否投资者选择投资医药股时，该板块没有机会？
- 答案是否定的。如下图所示，如果选对投资时间从 1998 年开始买入试剂板块，将获得比同期投资创新药板块更高额的回报。

图表 29：1990 年开始投资医疗行业，试剂表现弱



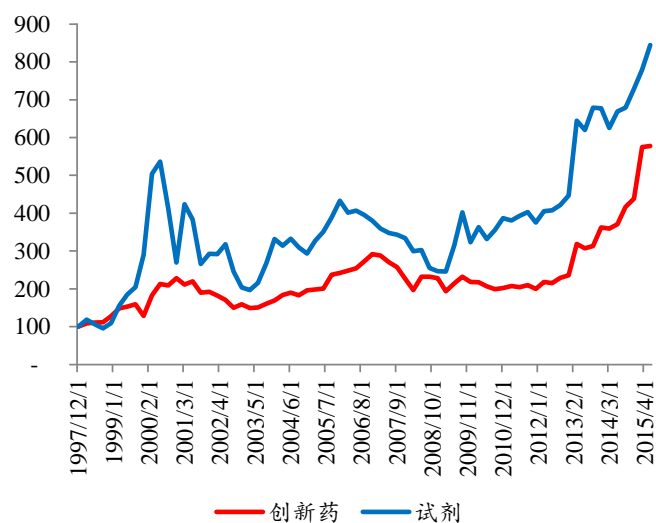
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 30：1998 年后开始投资医疗行业，试剂表现强



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 31：1998 年后投资临床试剂板块回报率高于投资创新药



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

3.2 公司分化明显，选股重要

■ CRO 行业真的没有投资机会吗？

- 我们将日本 CRO 行业的代表公司(6 家)组成算术平均指数，发现该指数在大部分时间里没有获得超额收益，甚至很难获得波段收益。所以 CRO 行业真的没有投资机会吗？然而，事实是该行业内部分化较大：
 - 以 EPS Holdings (4282.JP) 公司为例，从它上市开始投资，此后的十年间，投资者将获得高额的回报；
 - 投资 CMIC(2309.JP)的投资者在一定时期内也有机会获得超额收益；
 - 而投资 SNBL(2395.JP)的投资者，收益情况惨淡。
- 这说明日本 CRO 上市公司内部分化严重，但选对公司仍可获得长期的超额收益。

图表 32：CRO 龙头公司历史超额收益情况

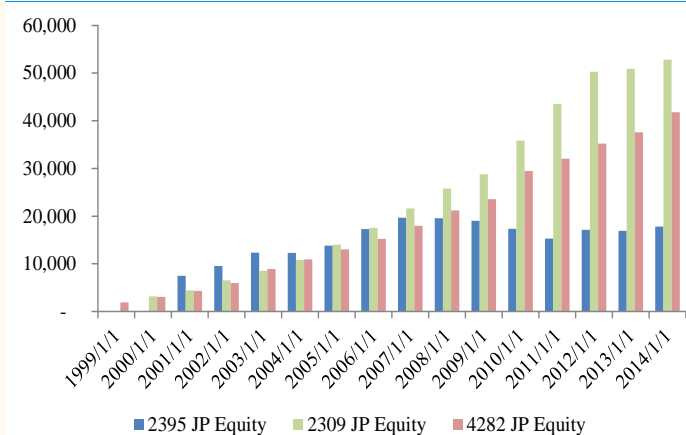
年份	4282.JP	2309.JP	2395.JP
2001/12/28	54%		
2002/12/30	3%	13%	
2003/12/30	29%	19%	
2004/12/30	36%	17%	-90%
2005/12/30	-9%	-41%	72%
2006/12/29	-14%	-24%	18%
2007/12/28	39%	17%	-14%
2008/12/30	29%	-2%	-52%
2009/12/30	-9%	-20%	16%
2010/12/30	10%	27%	-30%
2011/12/30	-26%	12%	-61%
2012/12/28	16%	-29%	31%
2013/12/30	-12%	-16%	-59%
2014/12/30	-13%	19%	-69%

来源：国金证券研究所

■ CRO 行业走势内部分化严重

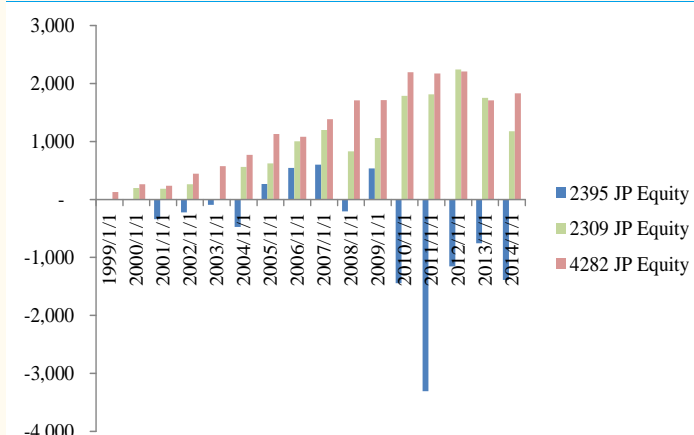
- 股价是基本面的反应，支撑 EPS Holdings 高回报的背后是该公司历史业绩的高增长；而 SNBL 业绩惨淡，股价走低。

图表 33：CRO 代表公司历史销售额增长情况



来源：上市公司财报，国金证券研究所

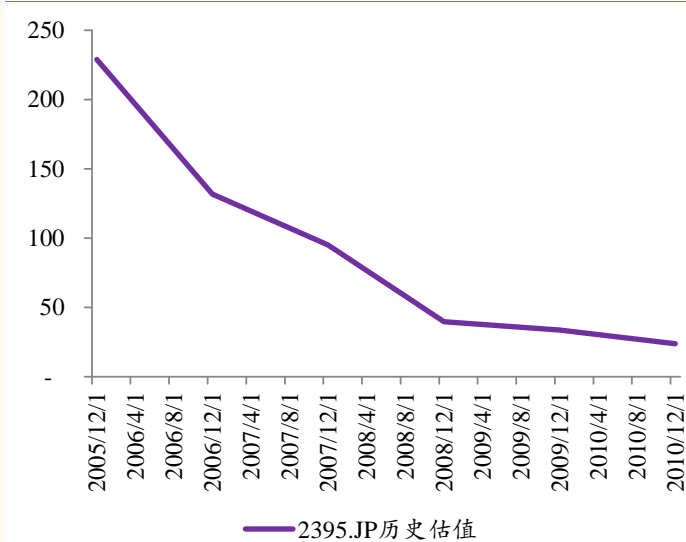
图表 34：CRO 代表公司历史净利润增长情况



来源：上市公司财报，国金证券研究所

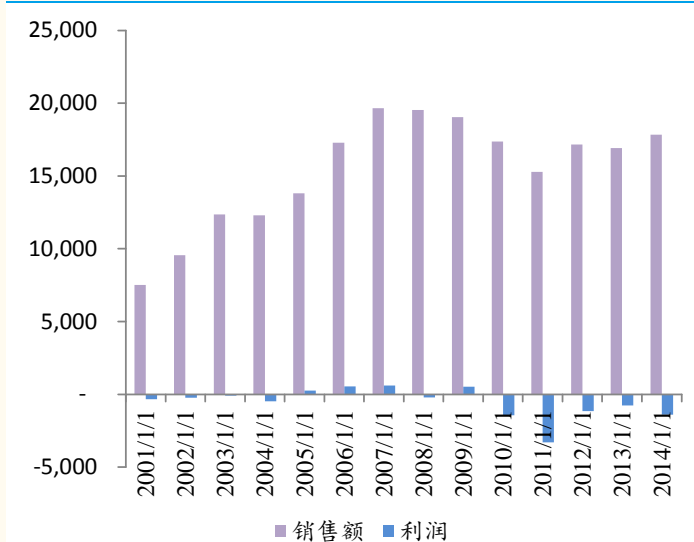
- EPS Holdings 在过去的 15 年间，销售额的年均复合增速达到 23%，CMIC 达到 22%，SNBL 为 7%；净利润增速方面，EPS Holdings 年均复合增长率为 19%，CMIC 为 14%，SNBL 多数年份亏损。
- 自 2005 年以来，SNBL 公司遭遇估值、业绩双杀。

图表 35：SNBL 公司估值下滑



来源：国金证券研究所

图表 36：SNBL 公司遭遇估值、业绩双杀



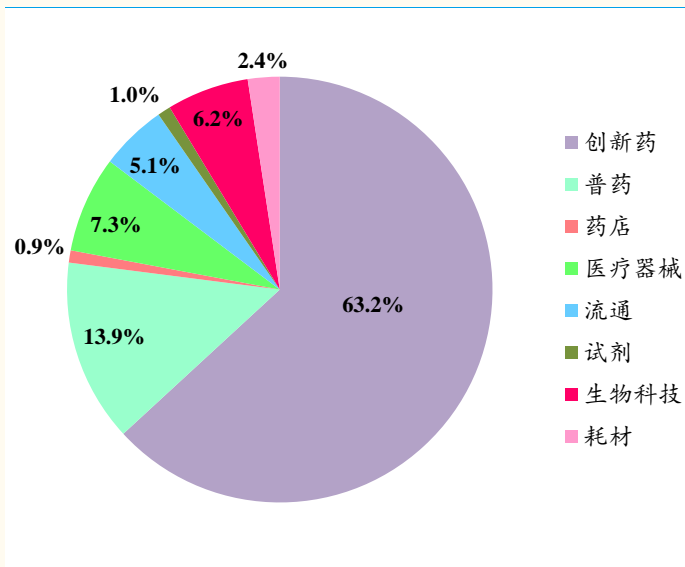
来源：上市公司财报，国金证券研究所

第四章：“新医疗”投资崛起，成为资本市场投资新势力

4.1 “新医疗”崛起，投资重心转向

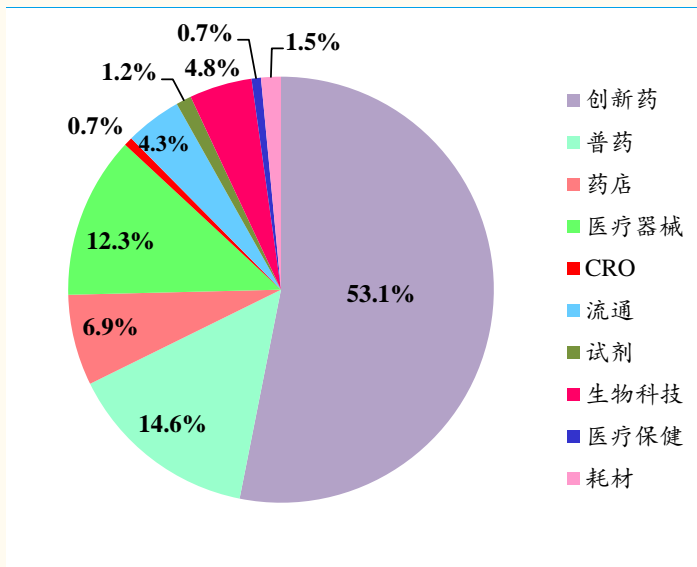
- 在 1995 年的日本医药行业上市公司构成中，市值占比最大的是创新药企业(63%)，其次是仿制药、医疗器械、生物科技、医药流通、耗材等板块。
- 到 2014 年为止，制药行业依然占据了最大的市值份额，但占比已下降了 10 个百分点，市值占比下降的板块还包括医药流通板块、生物科技板块、医用耗材板块。
- 以零售药店行业、医疗器械行业、CRO 行业、养老行业等为代表的新医疗产业蓬勃发展，市值占比迅速扩大。

图表 37：1995 年日本医药子行业市值占比



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 38：2014 年日本医药子行业市值占比

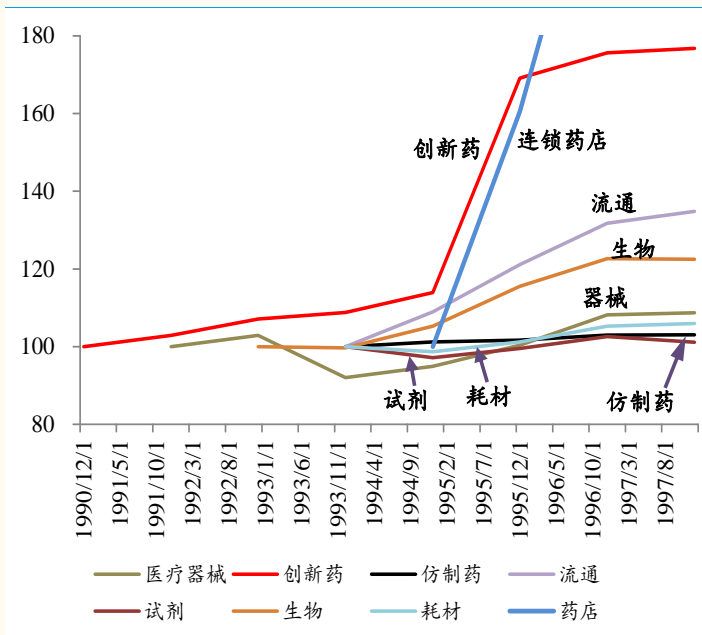


来源：Bloomberg，国金证券研究所

4.2 “新医疗”崛起的深层次原因：基本面推动

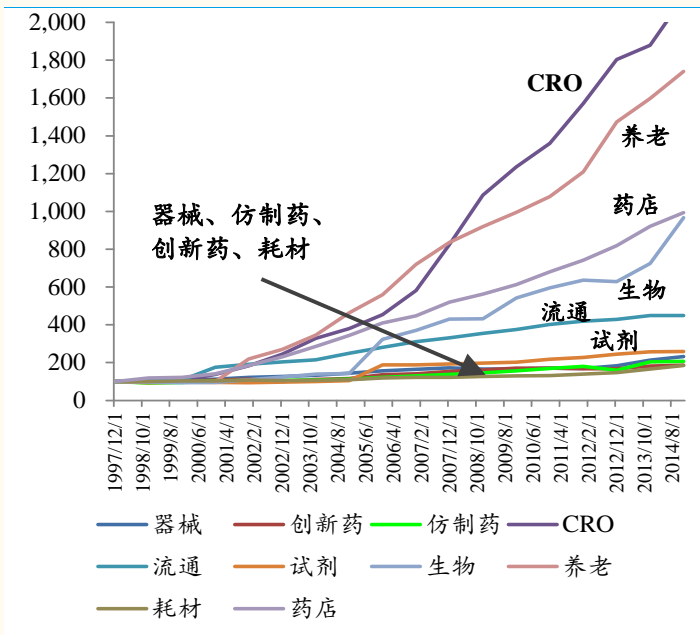
- 我们以 1998 年为分水岭，将各子板块的样本公司收入情况按照算术平均值编辑成指数，发现在上世纪 90 年代，拉动日本医药产业增长的板块主要是创新药、医药流通、生物科技、医疗器械和连锁药店；
- 而 1998 年后，日本医药产业中发展速度最快的是 CRO、养老、连锁药店、生物科技、临床试剂等新兴医疗行业。

图表 39：1990 年~1997 年各板块收入指数



来源：上市公司财报，国金证券研究所

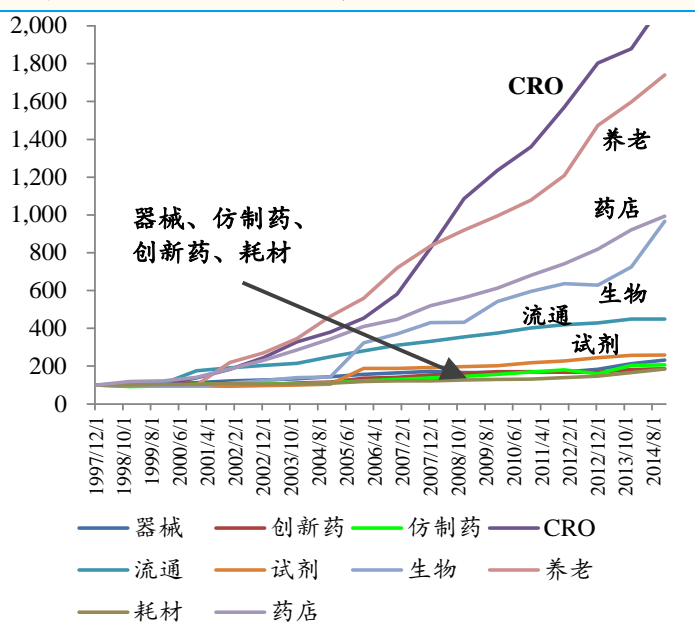
图表 40：1998 年为起点，各板块收入指数



来源：上市公司财报，国金证券研究所

- 各板块收入的增长情况与我们上文已分析过的各板块股价的阶段性表现大致吻合，可见股市是基本面的反映。
- 其中，生物制药的收入历史增速虽然较快，但该板块的公司普遍利润不稳定、亏损公司较多，业绩难以兑现，目前被市场抛弃。
- 仿制药从收入指数情况来看，虽然不及其他领跑板块表现抢眼，但其2000年至今的指数增长情况(100点~207点)远高于1990年~2000年(100点~109点)。
- 1998年后，与其他板块(制药、耗材、流通等)相比，CRO产业、养老产业、连锁药店等新兴医疗行业业绩增长迅速。

图表 41：新医疗行业收入指数领跑医药产业



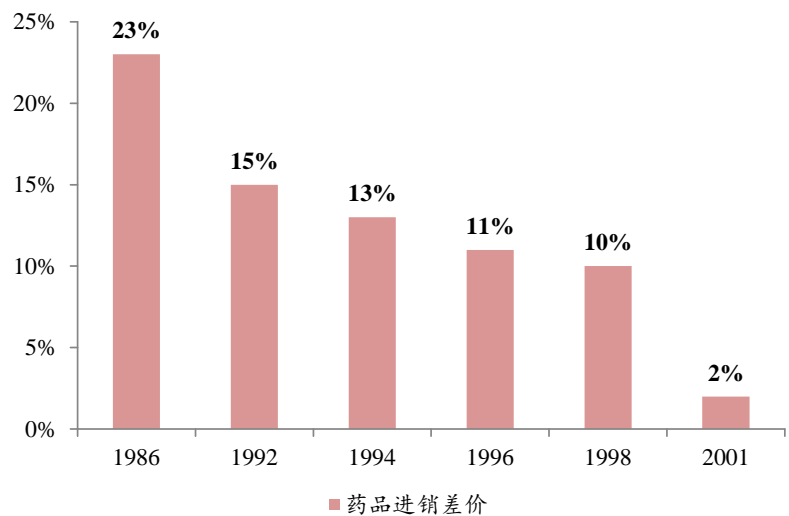
来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 在我们之前的系列报告中提出，影响制药行业市场规模的主要变量是需求量、价格和创新溢价，这三个因素解释了制药行业中的创新药和仿制药在不同时期业绩表现差异的原因。
- 对于新医疗行业，经过我们的初步判断，认为影响其业绩的最主要因素是政策拉动、需求推动和新盈利点的出现(如出口、多元化经营)。
- 这里我们仅简要分析一下政策对新医药的拉动作用。

案例：“医药分离”政策显成效，连锁药店蓬勃发展

- **日本“医药分离”政策变迁**
- **1874年~1991年的改革未显成效**
 - 1874年，颁布首次写入“医药分业”内容的《医制》，规定医生将处方交予患者收取相应的诊疗费、禁止医生买卖药品。
 - 1889年，日本明治政府又颁布了整合药物制度的《药品经营与药品使用规则》，正式确立了药剂师的名称，从职业分工上明确医生与药剂师各自职能。
 - 1911年，迫于改革各方压力，日本政府宣布无意强制执行“医药分业”制度。日本耗时近40年的首次“医药分离”改革失败。
 - 1956年，日本政府修订《医师法》、《药师法》，促进医药分业，但医生仍有调配处方的权利，药品零批差价到20世纪80年代仍维持在40%左右。
 - 1957年，日本建立了强制全部国民加入的“国民健康保险”，确立“医、保、药”三方关系，为改变以药补医状况提供了基础。
 - 1991年，日本医药分离率达到12.8%。
- **20世纪90年代开始两大举措促使医药分离**
- **一方面提高医生报酬**
 - 1974年被称为“日本医药分业元年”，在这一年里，日本厚生劳动省将医生开具处方的报酬提高了67%。同年10月再次修改法规，在2月修改的基础上，将处方费提升4倍。
 - 1990年，日本医生的诊疗报酬比20世纪六十年代时提高12倍。
 - 1992~2010年，医生诊疗报酬累计提高18%。
- **另一方面，为了让医生在药品买卖中无利可图，不断缩小药价的差额利益，政府降低药价。**
 - 1992年，日本厚生省开始针对每一款药品制定新的政府基准价，并设定一个浮动百分比(药品进销差价)，市场公定价的误差不得超过政府基准价的浮动百分比限制。1992年的浮动百分比设定为15%，此后逐年递减，2000年之后稳定在2%左右。

图表 42：日本药品进销差逐年递减

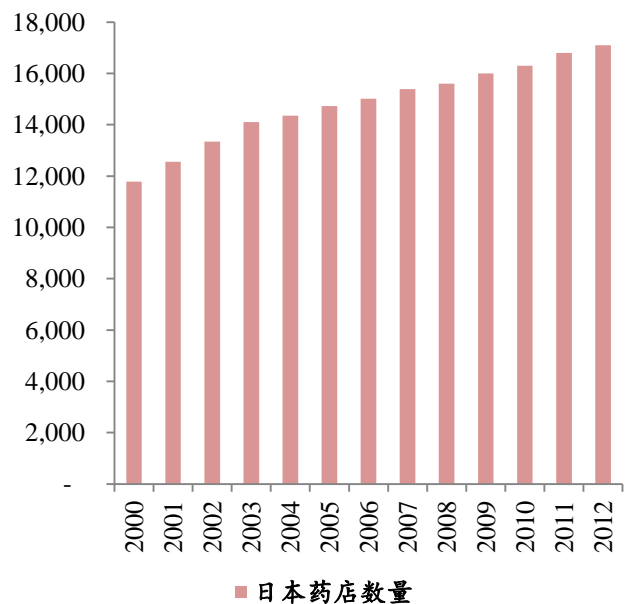


来源：JACDS(日本零售药店协会)，国金证券研究所

■ 医药分离政策拉动连锁药店增长

- 2007 年，医药分业率(医院院外处方)达到 60%。医生只有处方权，鼓励院外处方的规则形成。
- 连锁药店数量大增：日本医药分离政策显成效后，日本药店行业蓬勃发展。日本药店数量从 2000 年的 11,785 家增长到 2012 年的 17,100 家。

图表 43：日本药店数量蓬勃发展

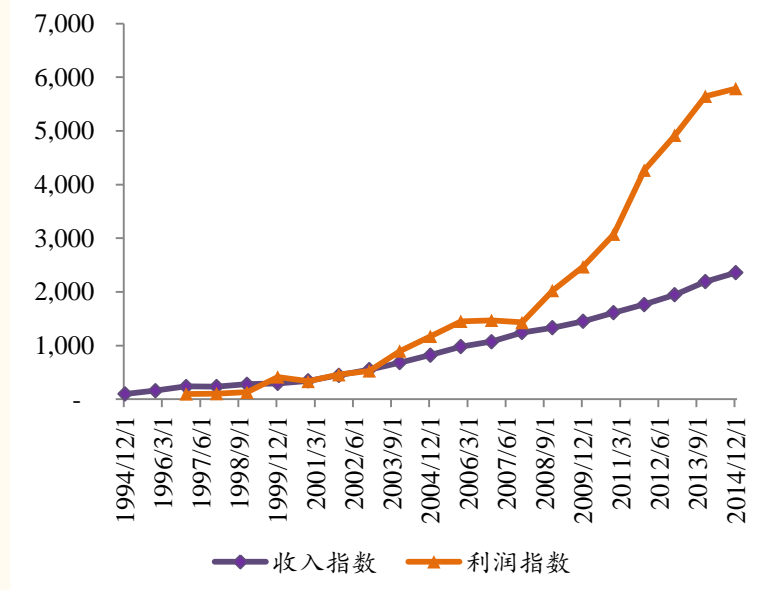


来源：JACDS，国金证券研究所

- 连锁药店业绩高增长：根据我们对日本连锁药店上市公司样本的分析，发现连锁药店行业的业绩增速在所有医药子行业中位列前三，在日本 GDP 增速常年徘徊在 0%~1% 的情况下，药店在过去的 20 年里保持了

高达 17% 的年化收入增速(CAGR)，在过去的 18 年里保持了 25% 的年化净利润增速。

图表 44：90 年代中期开始连锁药店业绩高增长



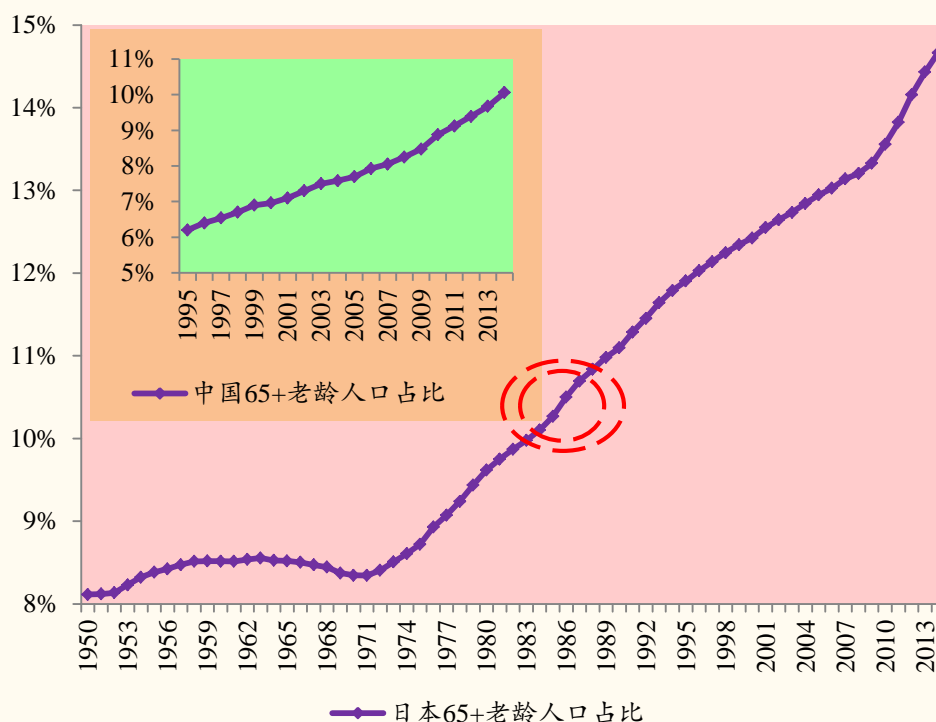
来源：各上市公司财报，国金证券研究所

案例：银发社会推动养老产业

■ 需求推动

- 根据 WHO 对老龄化社会的界定标准(65 岁+老人占总人口比例超过 7%)，日本自上世纪 70 年代开始进入“银发社会”(老龄化社会，1970 年，7.1%，OECD 统计)；上世纪 80 年代末 90 年代初，日本社会老龄化人口超过 10%；2013 年，日本 1/4 的人口是 65 岁以上老人，日本社会已进入高度老龄化程度。

图表 45：中国社会老龄化程度处在日本 80 年代末 90 年代初水平



来源：OECD, Bloomberg, 国金证券研究所

■ 政策拉动

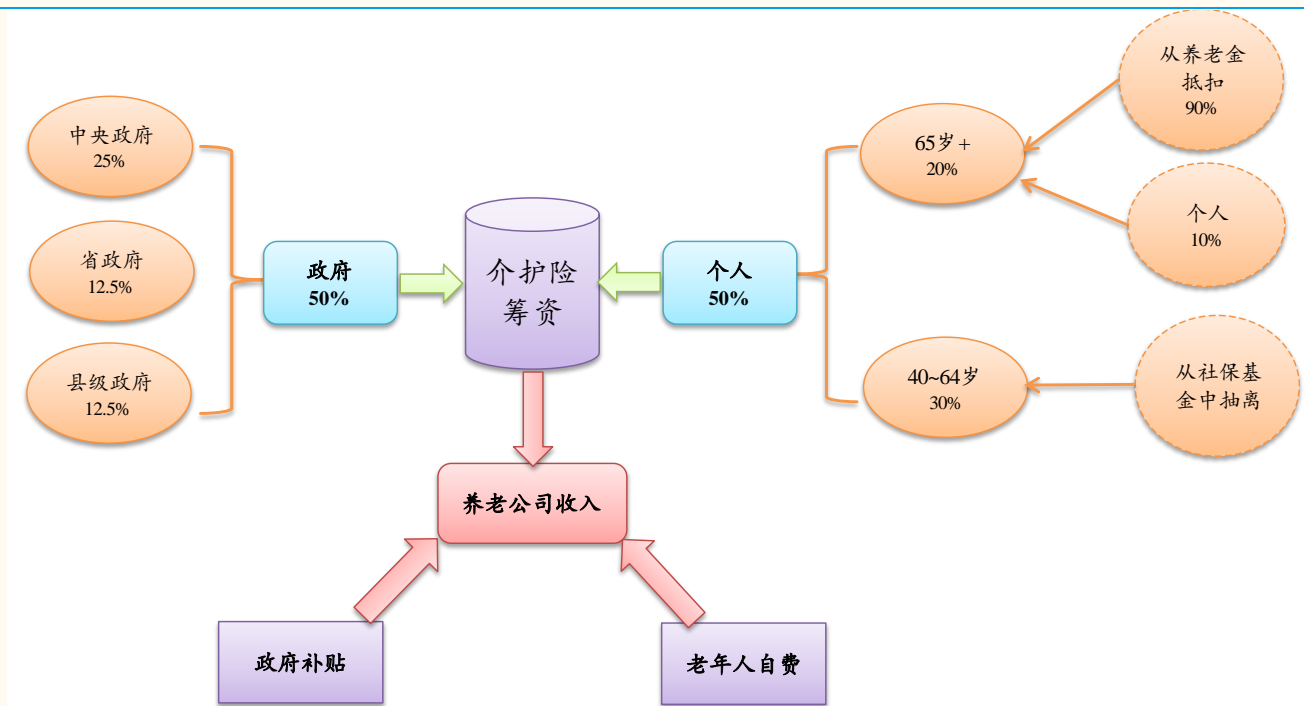
■ 日本政府鼓励养老行业发展的一系列举措：

- 1970 年代，伴随着社会老龄化的发展，日本的养老产业开始兴起。仅靠政府等非营利性机构举办的“养老事业”已不能满足社会养老需求，政府开始鼓励民间资本参与养老工作。
- 1974 年，日本厚生劳动省公布《收费养老院设置运营指导方针》，对养老机构的属性、设施标准、人员配置、服务标准和优惠贷款制度等做了明确规定，并要求养老机构每年都需向相应的政府部门提交报告，接受其行政指导和监督。
- 1988 年，日本政府对社会福利及医疗事业团体法进行修改，为民间兴建或经营具有医疗、看护功能的福利设施提供低息，甚至无息贷款，并给予税收优惠。
- 1994 年，日本老年社会福利展望恳谈会发表《21 世纪福利展望》，提出应建立“尊重老人意愿的以自立为目的的利用型体系”。同年 12 月，日本政府出台《推进老年人保健福利 10 年战略》，内容主要包括充实地区服务、支援老年人自立、综合实施痴呆症老年人对策、促进社会参与等内容。
- 1999 年，日本厚生省、财务省、自治省共同制定《今后 5 年老年人保健福利政策的方向》，规定要建设充满活力的老年人形象；维护老年人尊严；支援自立；建设互助地区社会；提供利用者满意服务等。
- 2000 年，日本政府推行《护理保险制度》，吸引大量养老企业进入市场。《护理保险制度》的颁布具有里程碑性质的意义，因为开发商通过在房屋内配路符合该法律要求的设施和看护人员后，提供的相应服务最终可以由护理保险买单。该法律推出后的 6 年间，收费养老设施等护理服务机构从 257 家急速增加到 1732 家，年平均增长率为 37%；

2000 年时的养老服务业市场规模只有 3.6 万亿日元，2013 年，市场规模扩大到了 9.6 万亿日元。

- 日本的养老公司从 2000 年到现在，保持了收入~20%的年均复合增速，在医药行业子版块中表现突出。
- 养老保险制度的完善拉动行业增长
- 日本跟养老有关的社会保险主要有两种：
 - 一是年金，类似于中国的养老金制度，国民从 20 岁开始强制性缴纳到 60 岁，65 岁之后每人都有资格领取。
 - 第二种是介护保险，主要是针对由于老龄化而引起的有护理需求的人群。40 岁以上开始缴纳，65 岁以后如果有护理需求，可以在评估等级后接受护理，个人只用承担费用的 10%，其他 90%由保险给付。

图表 46：日本介护险筹资构成养老公司收入的一部分稳定来源



来源：厚生劳务省，国金证券研究所

- 介护保险基金的构成由政府和个人各负担一半。享受保险资格分为 7 个等级，从轻度到重度分别为，需要“支援”1~2 级，需要“介护”1~5 级。根据等级的不同，其保险支付上限不同，“支援”服务为每月 5~11 万日元，“介护”服务为每月 17~37 万日元，超出部分由参与者自费负担。
- 日本介护险筹资可以构成养老公司收入的一部分稳定来源，在很大程度上鼓励了企业参与养老产业，日本养老产业自 2000 年后蓬勃发展。

4.3 “新医疗”产业估值情况探讨

- 不同板块之间估值分化(横向比较)
- 从日本医药行业发展的经验来看，10 个子行业在过去的二十多年里，所处的估值区间不同。

■ 创新板块给予高估值

- 日本医药行业子版块之间估值分化的情况较为明显，生物科技、CRO、创新药、医疗器械历史上享有高估值。我们认为给予 CRO、创新药、医疗器械行业高估值的原因除了基本面较好以外，还在于它们具有创新性和可持续发展性。生物科技板块的估值在 100 倍以上，该板块缺乏业绩支撑，未来走势不明朗。

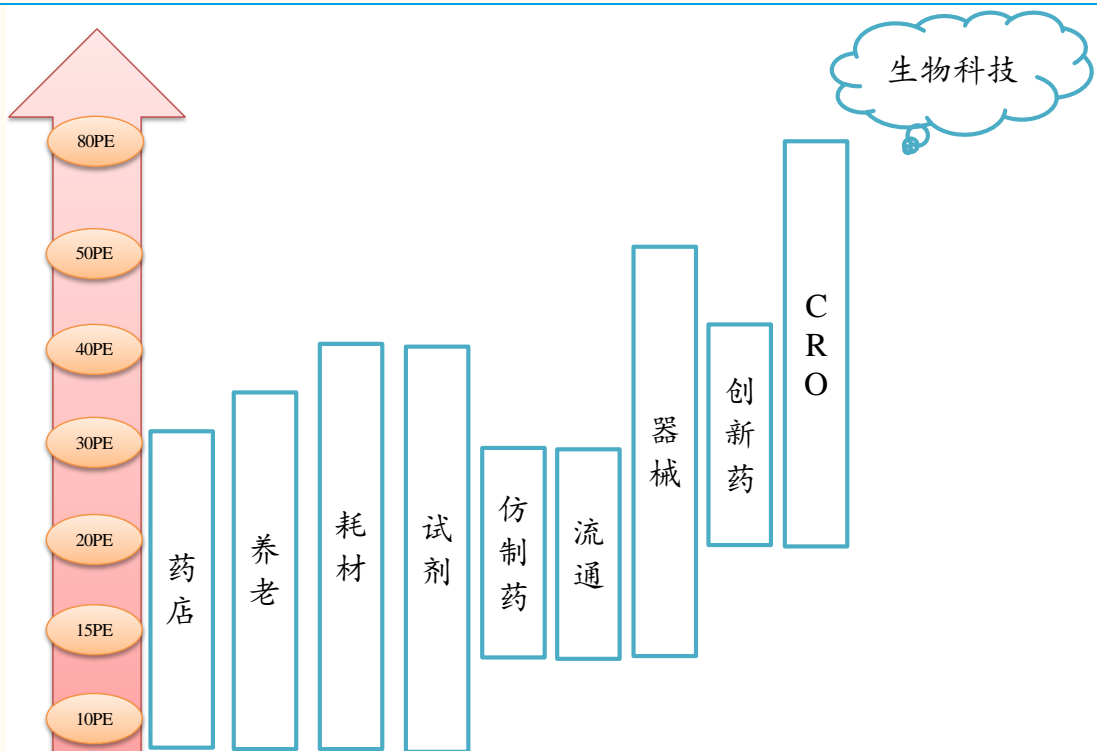
■ 传统板块估值较低

- 仿制药板块和商业流通板块的估值相对其他板块较低，估值弹性也较小。

■ 新医疗产业估值弹性较大

- 自上世纪 90 年代末，日本连锁药店行业的业绩年均复合增速是所有子行业中最高的板块，虽然没有享受到如医疗创新板块的高估值，但其估值弹性较大，类似的板块还包括养老产业、临床试剂等。

图表 47：子行业估值分化横向比较

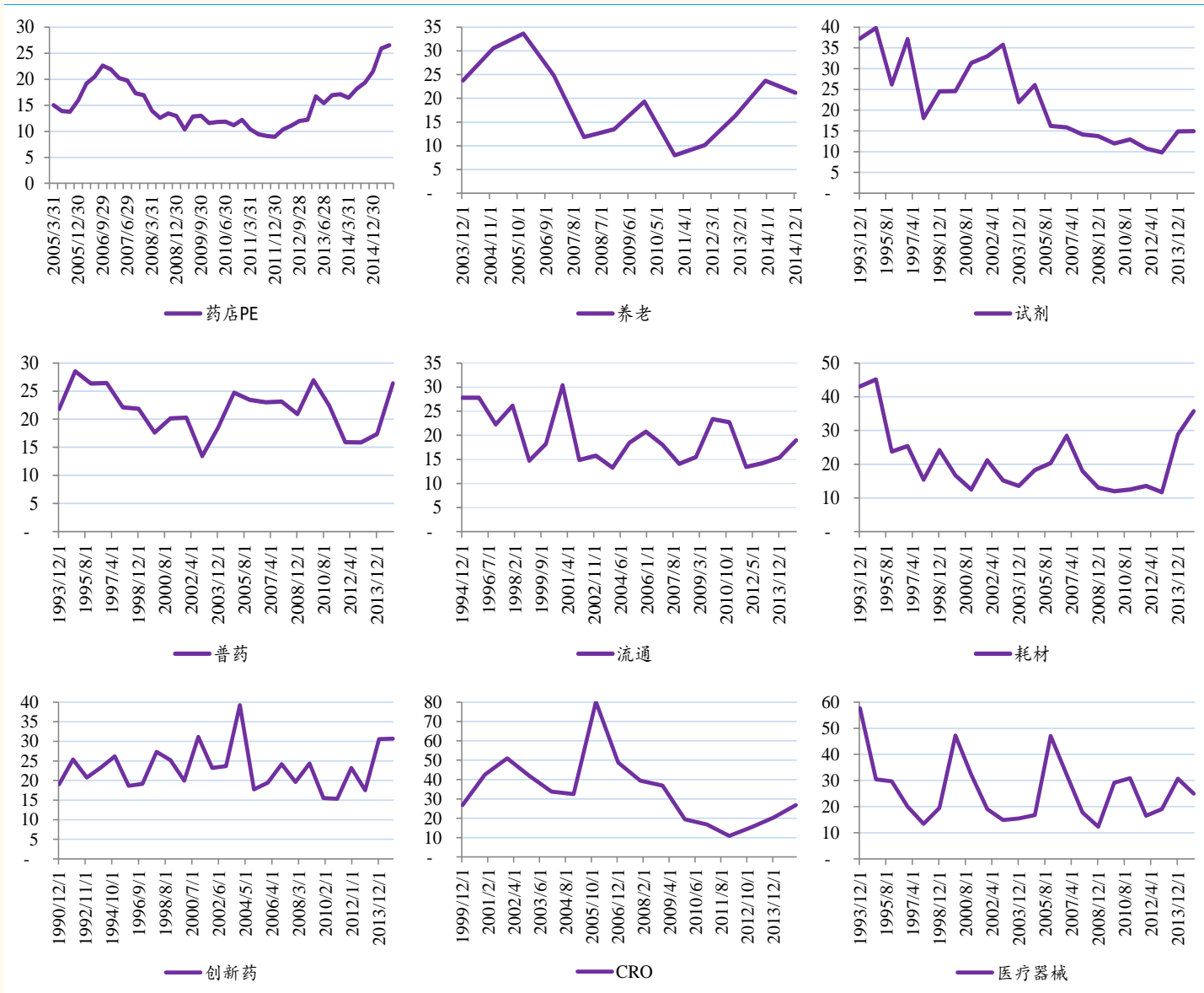


来源：国金证券研究所

■ 同一板块不同时期估值分化(纵向比较)

- 同一板块在不同的历史时期估值也存在差异，整体而言都在某一区间内波动(图 48)。

图表 48：子行业历史估值纵向比较



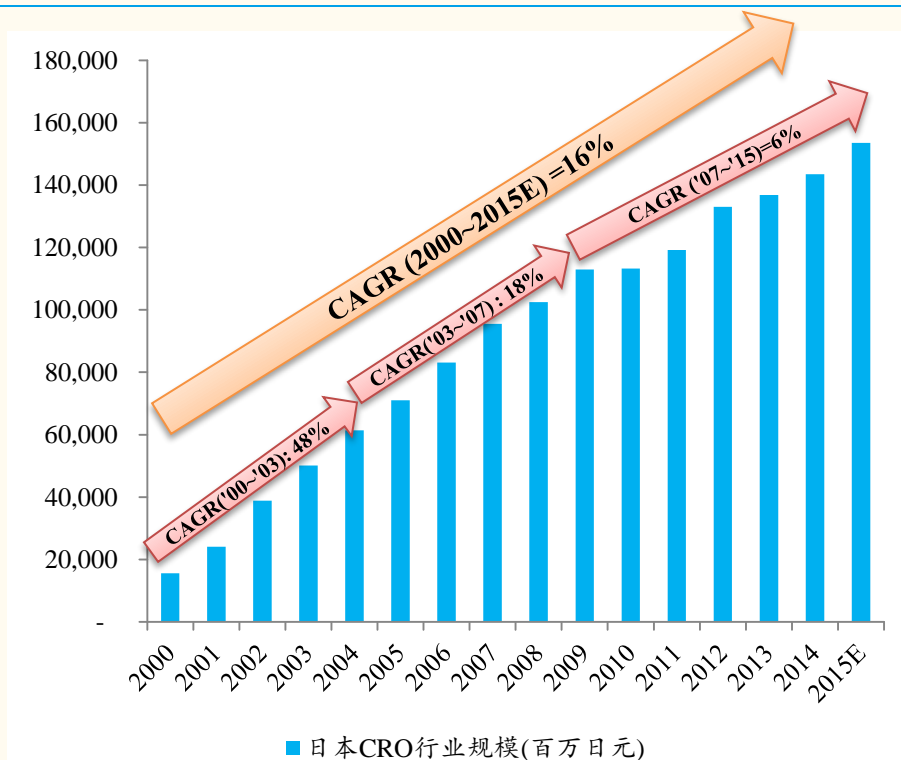
来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 创新药、药店、医疗器械、耗材、流通、仿制药的估值都在一定区间内波动。
- CRO、养老、试剂行业在经历一段时间的高估值后，近年来估值下降的趋势较为明显。

案例：板块纵向估值分化——CRO 行业

- 日本 CRO 行业在过去 15 年里得到快速发展。根据日本 CRO 行业协会的统计，CRO 协会会员公司的市场规模在 2014 年达到 1,435 亿日元。15 年间保持 16% 的年均复合增速，其中 2000~2003 年年均增速达到 48%，2003~2007 年为 18%，2007 年至今行业增速下降到个位数。

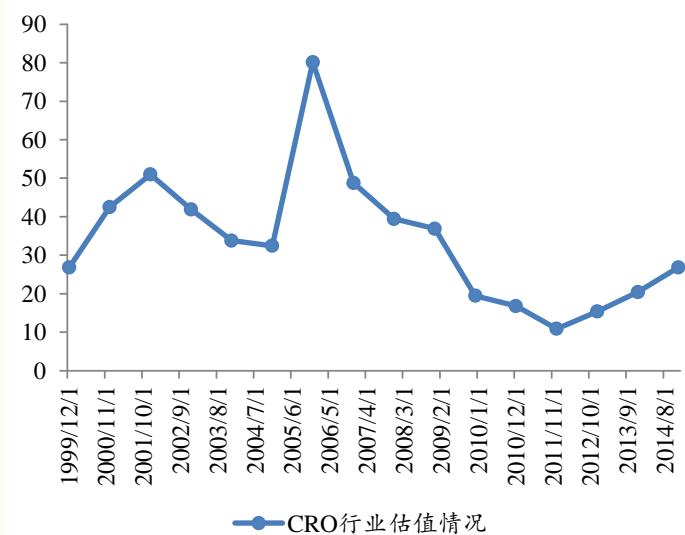
图表 49：日本 CRO 行业规模过去 15 年快速扩张



来源：JCROA(日本 CRO 行业协会)，国金证券研究所

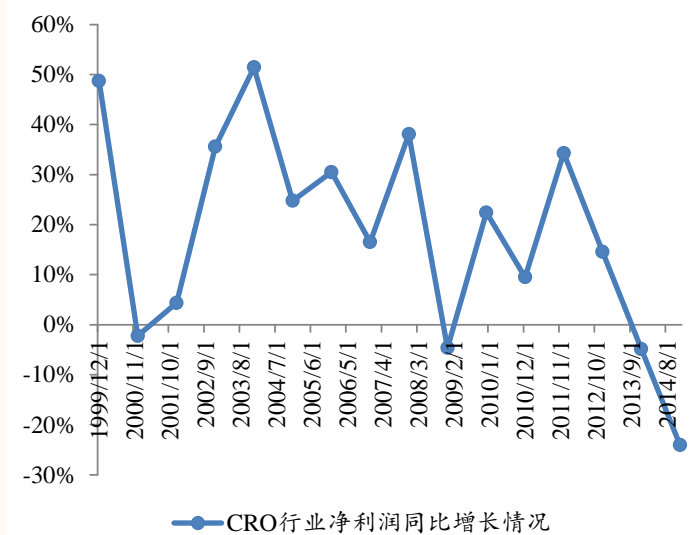
- 经过我们的初步判断认为，CRO 行业在净利润高速增长年份享受了较高的估值，随着业绩增速下滑，其估值逐渐下降。(图 50、51)

图表 50：CRO 行业历史估值情况



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 51：CRO 行业历年业绩增速



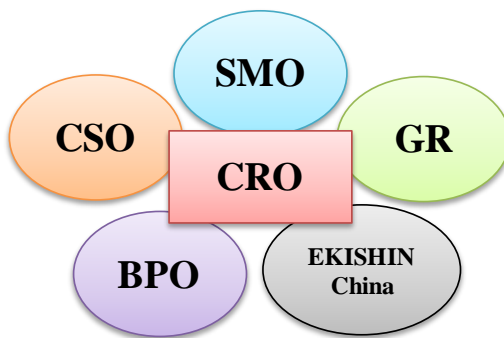
来源：上市公司财报，国金证券研究所

案例：EPS Group 业绩兑现，估值下降

- EPS(Ever Progressing System)Group 成立于 1991 年，2001 年上市，成立初始主要开展 CRO 业务，为药企和医疗器械公司提供临床试验技术服务、注册申报、上市后药物安全监测等。具体服务内容包括临床试验技术

服务、临床试验数据管理服务、临床试验统计分析服务、注册申请相关服务等。之后不断完善外包服务产业链，加入 CSO、SMO、BPO 等业务。

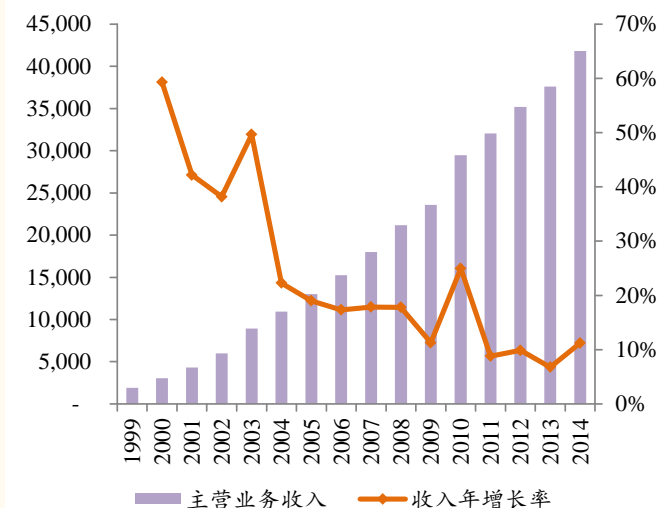
图表 52: EPS(Ever Progressing System)业务构成



来源：公司资料，国金证券研究所

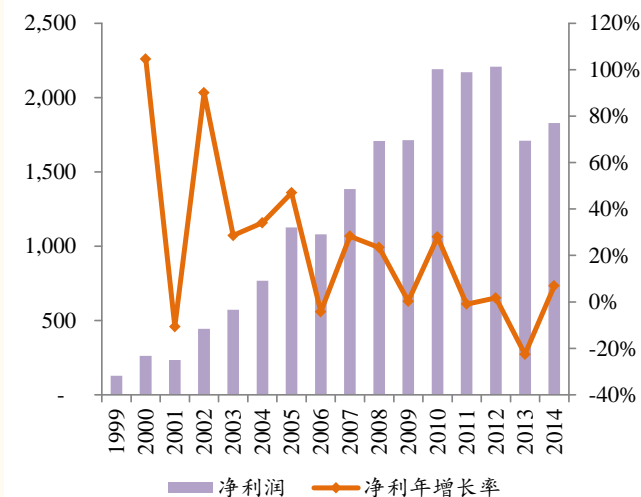
- EPS Group 从 1999 年开始到 2014 年的 15 年里，销售收入和净利润的年均复合增速分别达到 23%和 19%，2014 年实现销售收入 418 亿日元，同比增长 11%，实现净利润 18.3 亿，同比增长 7%。

图表 53: EPS Group 收入增速 23%



来源：公司财报，国金证券研究所

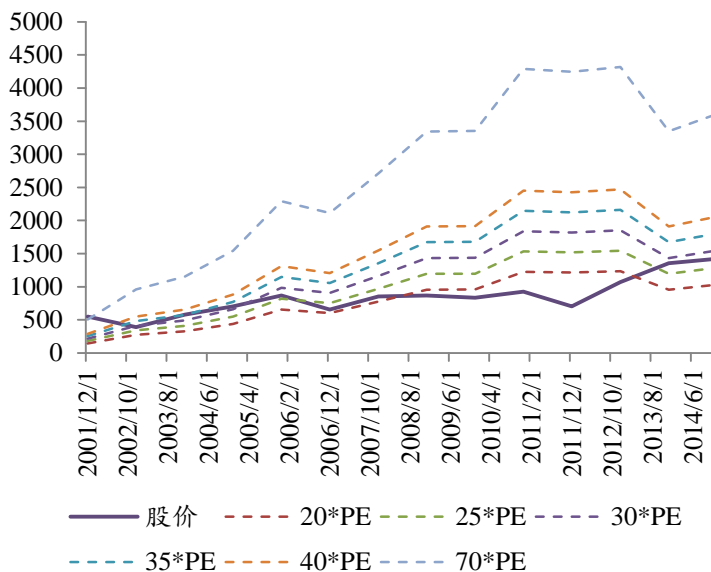
图表 54: EPS Group 利润增速 19%



来源：公司财报，国金证券研究所

- EPS Group 2014 年的销售收入，56%由 CRO 业务贡献，其次为 SMO(14%)、CSO(14%)、EKISHINE(8%)、GR(5%)。随着业务不断拓展延伸，其收入构成逐渐丰富、多元化。
- 股价增长，业绩兑现
 - EPS Group 于 2001 年在东京证券交易所上市。该公司上市时即受到投资者青睐，EPS Group 2001 年年底的市盈率为 76 倍，而同期其他子行业 (药品、器械、流通、耗材、试剂等) 的估值仅在 15~30 倍左右。
 - 随着业绩兑现，EPS Group 市盈率下降，目前在 20~30 倍水平。

图表 55: EPS Group PE Band



来源：国金证券研究所

第五章：日本医药各子行业初步点评（简述）

- **仿制药**：1990~2000 年，股价表现疲弱，收入增速收到降价压制。2000 年后政策红利触发仿制药业绩、股价增长的黄金十年。
- **创新药**：具备长期投资价值，在 1998 年前的医药行业持续低迷期，领跑行业指数，2000 年后投资创新药可继续获得相对于东证综合指数的超额收益，但难以获得相对于医疗行业指数的超额收益。
- **生物科技**：在 2000 年前具备投资价值，2000 年后由于业绩不兑现逐渐被抛弃，版块历史估值在 100 倍以上。
- **医疗器械**：1998 年至今股价表现优异，出口是行业趋势。
- **连锁药店、临床试剂**：2000 年后股价表现优异。尤其是连锁药店行业，其股价的年化收益率为所有子版块中最高。优异的行情背后离不开基本面的支撑，带动业绩快速增长的因素是医药分离的政策背景和混业经营的趋势。
- **养老板块**：2008 年至今股价表现优异，2000 年后，板块年化收入增速最高，利润不稳定。收入快速增长的背后是日本介护险普及的支持、付费制度的完善和介护士队伍的发展。
- **CRO 行业**：子行业来看没有投资机会，但龙头公司具备高投资价值，需精选个股。

核心观点总结

- **政策紧缩会压制医药板块区间收益，但依然有子版块投资机会**：在最受政策影响的 90 年代，创新药、耗材、生物制药、药房依然有较好的投资机会。
- **即便把政策紧缩期考虑在内，医药板块不改长期投资价值**：拉长周期看日本医药行业历史表现长期优于其他行业，并在上世纪 90 年代末走出独立走势。

- **板块之间投资分化：**各个医药子行业在不同时期领跑行业指数，投资特定的板块需选择特定的时段，踏准投资时点很关键。
- **板块内部公司分化：**同一板块内的公司，也会走出千差万别的走势，CRO行业最为明显。
- **政策推动行业变革，新医疗投资崛起：**伴随着紧缩期的推进，投资和产业双向推动新医疗崛起，充当了投资主力。
- **新医疗产业基本面得以兑现：**政策拉动、需求推动和不断寻求新的盈利模式使新医疗产业基本面向好。
- **新医疗产业存在估值溢价：**同一子版块在不同时期经历不同估值水平，不同子版块在相同时期估值水平分化明显。版块业绩增长快慢与估值高低对应。新医疗产业拥有较大估值弹性，享受过较高估值水平。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD