



买入

39% ↑

目标价格:人民币 49.35

600750.CH

价格:人民币 35.49

目标价格基础: 17年 35倍市盈率

板块评级: 增持

江中药业

好风凭借力，中药 OTC 龙头再起航

江中药业是我国中药 OTC 领域的龙头企业之一，OTC 胃肠专家地位稳固。我们认为，公司业绩平稳增长提供了充足的安全边际；集团未来在外延并购和产业整合方面布局值得期待；在国企改革全面推进的背景下，集团混改进展取得阶段性成果具备现实的可能性。预计 2017-2019 年每股收益分别为 1.41、1.58、1.63 元，当前股价对应市盈率分别为 25.17、22.46、21.77 倍，首次覆盖，给予买入评级，目标价格 49.35 元。

支撑评级的要点

- **中成药 OTC 领域龙头之一，品牌价值凸显。**江中药业是国内知名的 OTC 药品和保健品生产企业，拥有“江中”和“初元”两个中国驰名商标。其中主导产品江中牌健胃消食片连续 11 年稳居中国 OTC 单品销量冠军，单品销售额 10 亿以上，是中成药 OTC 第一品牌；新品乳酸菌素片在上市当年实现 1.8 亿销售额，被誉为药店的“黄金单品”；营养饮品“初元”开拓探病类空白市场；高端滋补保健品参灵草被誉为“中国中医药文化瑰宝”。“江中”品牌价值连续十年入选“中国品牌价值 500 强”。
- **内生增长提供安全边际，外延并购打开市场想象空间。**健胃消食片在品类丰富、渠道补库存、原材料价格稳定多重因素促进下有望保持稳定增长；药食双属性的乳酸菌素片和健胃消食片在适用人群、产品推广协同性强，借助其已有销售渠道和终端，有望快速放量；全民养生时代，初元再定位日常保健，营销策略调整助力业绩拐点向上。此外，公司加强费用管控，净利润率大幅提高。在江西省建设中医药强省的大好时机下，作为省内中医药行业排头兵的江中集团借势冲刺全国特色优势制药企业。集团未来将通过并购基金等方式对符合江中战略方向的国内外资源予以并购整合，助力公司规模实现跨越式增长。
- **国改之江西样板加速推进，集团混改条件具备只欠东风。**新一轮国企改革全面推进，打造国改“江西样板”的江西省加速推进改革进程，作为国资委唯一医药上市平台的江中集团标杆意义重大。江中集团先后剥离地产业务、转让江西九州通以聚焦医药工业，未来不排除引进新的战略投资者可能；2009 年股权激励方案无论是激励范围还是程度上都有很大改善空间。在国企改革趋势确定的大背景下，作为江西省中药行业标杆和国资委唯一医药上市平台，公司混改取得进一步进展具备现实的可能性。

评级面临的主要风险

- 产品销售不达预期；原材料价格大幅上涨；集团混改没有明确时间表。

估值

- 我们预计 2017-2019 年每股收益分别为 1.41、1.58、1.63 元，当前股价对应市盈率分别为 25.17、22.46、21.77 倍，给予买入评级，目标价格 49.35 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,597	1,562	1,653	1,738	1,828
变动(%)	(8)	(40)	6	5	5
净利润(人民币 百万)	369	380	424	474	488
全面摊薄每股收益(人民币)	1.223	1.266	1.414	1.579	1.627
变动(%)	38.6	3.5	11.7	11.7	3.0
全面摊薄市盈率(倍)	29.0	28.0	25.1	22.5	21.8
价格/每股现金流量(倍)	20.8	15.3	30.0	22.3	22.0
每股现金流量(人民币)	1.70	2.33	1.18	1.59	1.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.6	19.6	16.6	14.5	13.3
每股股息(人民币)	0.400	0.000	0.314	0.289	0.220
股息率(%)	1.1	n.a.	0.9	0.8	0.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	14.2	9.0	15.2	41.8
相对上证指数	9.9	8.5	10.0	31.4

发行股数(百万)	300
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,647
3个月日均交易额(人民币 百万)	95
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
江西江中制药(集团)有限责任公司	43

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2017 年 3 月 24 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药

王军*

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*张威亚为本报重要贡献者

目录

公司简介：中成药 OTC 消化领域绝对领导者	4
内生增长：主业平稳增长，提供充足安全边际	9
外延可期：天时地利，外延打开市场想象空间	15
江西省国企改革加速推进，江中集团混改有望深化	17
盈利预测、估值与投资评级	19
研究报告中所提及的有关上市公司	21

与市场观点差异之处

市场观点一：公司 OTC 以成熟品种居多，增长乏力

我们观点：公司的主导产品江中牌健胃消食片是中成药 OTC 领域的绝对领导品牌，销售额早已过 10 亿。健胃消食片在竞争激烈的 OTC 消化领域，占据 80% 以上份额的体量还能保持稳定增长，实属难能可贵。14 年推出新品乳酸菌素片是公司由 OTC 中成药业务向功能性食品延伸的关键布局，在上市当年销售额达 1.8 亿元，被誉为药店“黄金单品”。乳酸菌素片和健胃消食片在适用人群、产品推广上存在极大的协同效应，借助消食片已有的销售渠道和终端，叠加乳酸菌素片本身的药食双属性，是公司下一个媲美健胃消食片的重磅品种。

市场观点二：初元未来增长有限

我们观点：初元在上市初期定位专为病人设计的系列康复礼品，公司投入了大量广告费用和组建销售团队，迅速发展为探病类第一品牌。继初元首先抢占探病空白市场后，在全民养生时代，初元再定位为日用保健品，目标人群从病人扩大到 40-60 岁中老年病弱群体、亚健康白领阶层、孕妇等。其实，单就探病市场，初元的潜力远没有发挥出来：根据卫计委统计 2015 年中国入院人数约 2 亿人，一般探望病人花费从数百元到千元不等，假设以探望病人花费 100 元估算，约有 10% 的患者被探望，探病市场空间保守计算 20 亿元。作为探病类第一品牌的初元销售额 1.5 亿元左右，因此还有很大空间。

市场观点三：江中集团早在 2010 年完成了股权多元化改制，管理层已经实现集团持股，混改的空间不大。

我们观点：本轮国企改革纵深推进，在中央层面构建“1+N”的政策体系，地方因地制宜推出改革细则，江西省努力打造国企改革的“江西样板”，江中集团是江西省国资委唯一医药上市平台，习近平总书记 2016 年江西行唯一参观企业，标杆意义重大；从集团角度分析，2009 年引进战略投资者大连一方集团目的是发展地产，但是集团在 2015 年上半年剥离了中江地产业务以聚焦制药主业，未来不排除引进新的战略投资者的可能；集团在 2009 年实施的股权激励方案仅涉及 24 人，虽然实现了管理层集团层面持股，但是也要按照股权比例承担集团债务，因此无论是激励范围还是程度都有很大改善空间。在国企改革趋势确定的大背景下，集团混改取得进一步进展条件具备。

市场观点四：江中集团多年来以内生发展为主，外延是否空穴来风？

我们观点：当下中医药产业发展迎来了大好时机，作为江西省中药行业标杆的江中集团，不仅在江西中医药强省建设发挥引领示范作用，也肩负着将中医药走出国门发扬光大的重任。根据江中集团发展规划 2020 年实现营收 300 亿，目前集团营收 30 亿左右，外延式发展是大概率事件。集团已经在外延条件准备上跨出第一步，2017 年 2 月，江西省设立千亿规模的发展升级引导基金，其中包括江中集团与子基金签订项目合约，未来不排除集团在外延并购和产业整合方面持续有项目落地，将助力公司规模实现跨越式增长。

我们认为，公司在核心品种健胃消食片恢复性增长和潜力单品快速增长带动下 OTC 业务将保持平稳增长，提供充足的安全边际；集团未来在外延并购和产业整合方面布局值得期待；在国企改革全面推进的背景下，集团混改进展取得阶段性成果具备现实的可能性；暂不考虑外延并购，我们预计 2017-2019 年每股收益分别为 1.41、1.58、1.63 元，当前股价对应市盈率分别为 25.17、22.46、21.77 倍，给予买入评级。

公司简介：中成药 OTC 消化领域绝对领导者

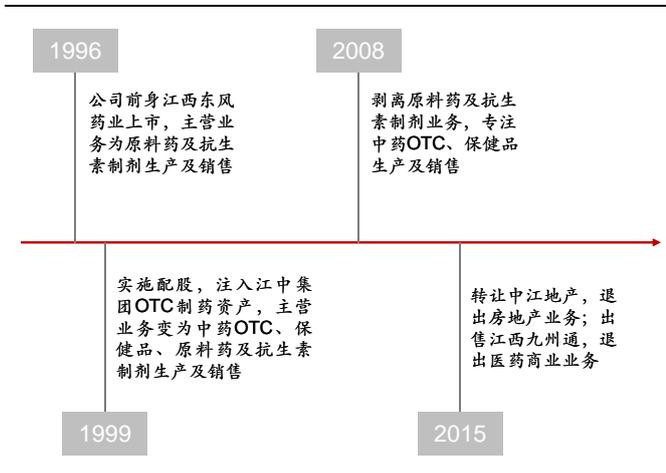
公司概况

江中药业是江西省国资委出资监管的江中制药集团旗下唯一的医药上市平台，前身是 1996 年上市主营原料药和抗生素制剂的江西东风药业股份有限公司，1998 年注入了原江中药厂中药 OTC 和保健品业务，2008 年剥离抗生素业务。经过多年的发展，现已成为集中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售于一体的大型制药企业。公司拥有“江中”和“初元”中国驰名商标；江中牌草珊瑚含片是全国第一个销量过亿元的中药 OTC 产品；江中牌健胃消食片已连续 11 年荣获“中国 OTC 单品销量冠军”；高端滋补保健品参灵草被誉为“中国中医药文化瑰宝”。2016 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜，“江中”品牌价值 140.00 亿元，位列中国品牌 500 强第 239 位。

江中制药集团是公司的第一大股东，持股比例 43.03%，江西省国有资产监督管理委员会持有江中集团 41.53% 股份，是上市公司的实际控制人。江中集团早在 2010 年完成股权多元化改制，引进了大连一方集团（股权占比 27.143%）和中国人民解放军军事医学科学院（7.286%），实现了管理层在集团层面持股（21.86%），其中董事长钟虹光、总经理易敏之持股比例分别为 7.29%、2.7%。

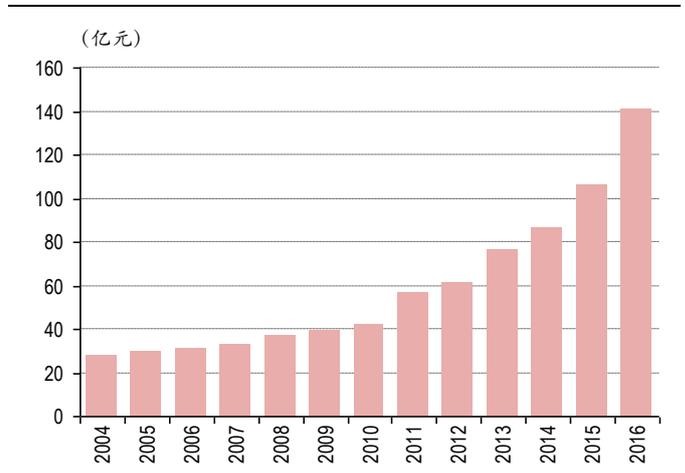
母公司主要负责健胃消食片、草珊瑚含片、初元、参灵草的生产；江中医药贸易公司负责销售；宁夏朴卡酒业生产朴卡酒，杞浓酒业是其销售平台；江中高科和本草天工科技是参股的药物研发平台；为聚焦医药主业，公司在 2015 年 9 月对外转让了江西九州通 51% 股权。

图表 1. 公司发展历程



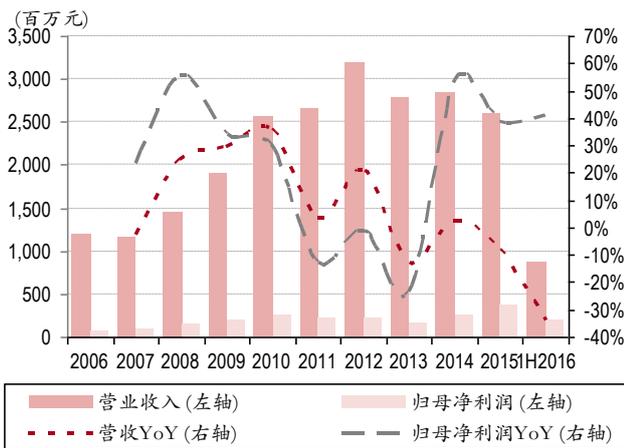
资料来源：公司网站、中银证券

图表 2. 江中药业品牌价值连年增长



资料来源：品牌实验室、中银证券

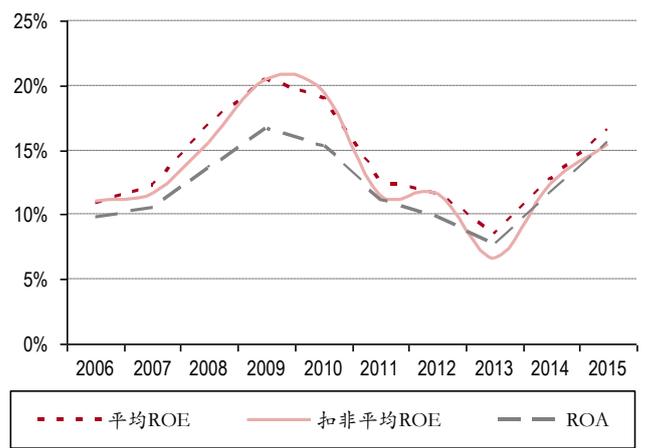
图表 3. 公司近 10 年经营情况



资料来源：公司年报、中银证券

*2015 年公司营收大幅下降是因为对外转让了江西九州通 51% 股权不再并表

图表 4. 公司近 10 年 ROE、ROA



资料来源：公司年报、中银证券

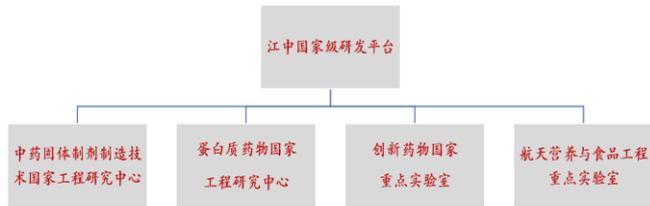
图表 5. 江中药业股东及参控股子公司



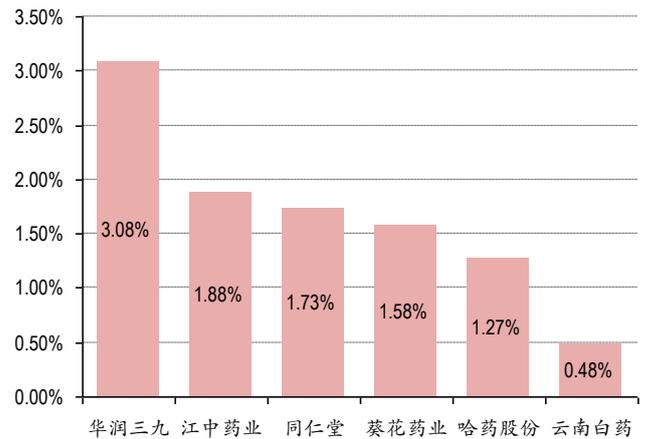
资料来源：公司网站、中银证券

匠心打造极致产品，树立中药行业标杆

公司始终坚持科研创新，目前在中国的制药企业中，江中集团是唯一拥有四个国家级研发平台的企业，拥有国内外各种发明专利超过 500 件，承担国家省部级科研项目 126 项；每年研发经费占销售收入 2% 以上，超其他同类药企。公司打造 3,000 亩生态厂区江中药谷，引进全球首条无人化操作中药液体生产线，不断优化改进产品原料、配比、生产工艺、造型、包装等。极致的工匠精神使得江中牌健胃消食片在消化类激烈的市场竞争中脱颖而出，单品市场份额 80% 以上，常年位居消化类非处方药第一名；参灵草被誉为“中国中医药文化瑰宝”，成为国礼相赠外国元首；猴菇饼干在上市三个月销售额近亿元，开创饼干市场的食疗先河。2016 年 2 月习近平总书记亲临江中药谷制造基地考察，对江中集团不断研发新产品、严把原料和产品检测关的做法表示肯定；江中集团成为 2016 年主席访问捷克的唯一一家代表中医药领域的企业。

图表 6. 江中集团 4 个国家级研发平台


资料来源：公司网站、中银证券

图表 7. 公司研发投入居行业前列


资料来源：公司网站、中银证券

图表 8. 江中药业主要产品介绍

分类	产品	组分	功效
OTC	江中牌健胃消食片	太子参、陈皮、山药、炒麦芽、山楂	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食，嗳腐酸臭、脘腹胀满；消化不良见上述证候者
	乳酸菌素片	乳酸菌素	适应症为用于肠内异常发酵、消化不良、肠炎和小儿腹泻
	复方草珊瑚含片	肿节风浸膏、薄荷脑、薄荷素油	疏风清热、消肿止痛、清利咽喉。用于外感风热所致的喉痹，症见咽喉肿痛，声哑失音；急性咽喉炎见上述证候者
保健品	初元牌复合肽特殊膳食营养液（术后型）	海洋鱼皮胶原低聚肽、大豆低聚肽、酪蛋白磷酸肽及矿物质、枸杞提取物	酪供术后人群食用，促进伤口愈合，增强免疫力，有利于手术后患者早日康复
	初元牌复合肽特殊膳食营养液（体质虚弱型）	海洋鱼皮胶原低聚肽、大豆低聚肽、酪蛋白磷酸肽及矿物质、枸杞提取物	酪供体质虚弱人群食用。增强病人的免疫功能，有助于病人身体康复
酒	参灵草口服液	西洋参、灵芝、冬虫夏草、玫瑰花	缓解体力疲劳、增强免疫力
	朴卡酒	宁夏优质枸杞酿造	保健酒

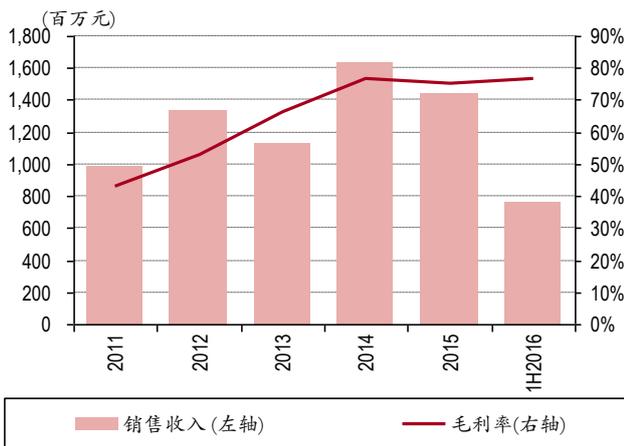
资料来源：公司年报、中银证券

做强做优非处方药，积极培育保健品和食疗业务

OTC 业务是公司的支柱性业务

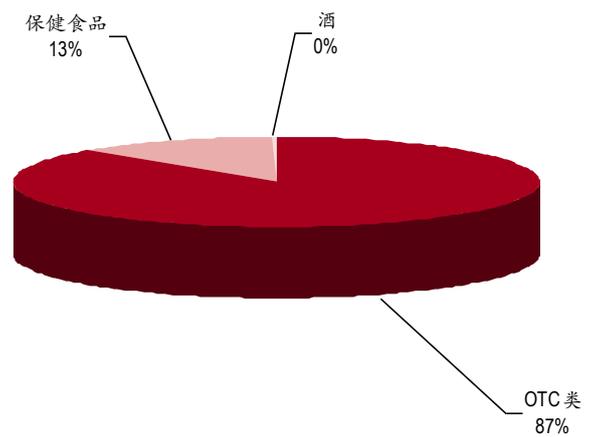
OTC 业务是公司的核心业务，几乎贡献了公司的全部利润，毛利率保持在 70% 水平，高于同行业参考公司。主导产品江中牌健胃消食片是中药 OTC 助消化领域绝对领导品牌，品牌知名度达 95% 以上，为中国非处方药物协会 2015 年度中国非处方药产品中成药综合统计排名的消化类第一名，单品贡献了公司超过 60% 的利润，年收入早已经超 10 亿元。2014 年新推出的乳酸菌素片在上市当年实现 1.8 亿销售额，被誉为药店的“黄金单品”；江中牌复方草珊瑚含片是中药行业首个销售额过亿的品种，市占率第二；借助江中品牌及渠道管理优势，公司适时推出古优男女钙、肝纯片、消毒湿巾、六味地黄膏等非广告品种，丰富了 OTC 的产品品种。

图表 9. OTC 业务近 5 年收入和毛利率情况



资料来源：公司网站、中银证券

图表 10. OTC 是公司收入的主要来源



资料来源：公司网站、中银证券

保健品业务是大健康战略的重要布局

公司坚持以中药产业为核心布局大健康领域，2008 年进军保健品领域。推出保健品初元，定位探病市场，2009 年销售过 2 亿元，2012 年突破 3 亿元，现已成为探病市场第一品牌；秉承“打造极致产品”的理念，公司 2010 年推出定位高端人群的高级滋补保健品参灵草口服液，被中医药专家认定为我国中医药文化瑰宝，并成为国礼，同时也成为我国航天员的保健品，探索在医院内用于肿瘤患者提高免疫力。

图表 11. 初元成为探病市场第一品牌



资料来源：公司网站、中银证券

图表 12. 参灵草定位高端的滋补保健品



资料来源：公司网站、中银证券

食疗业务是集团跨界新尝试

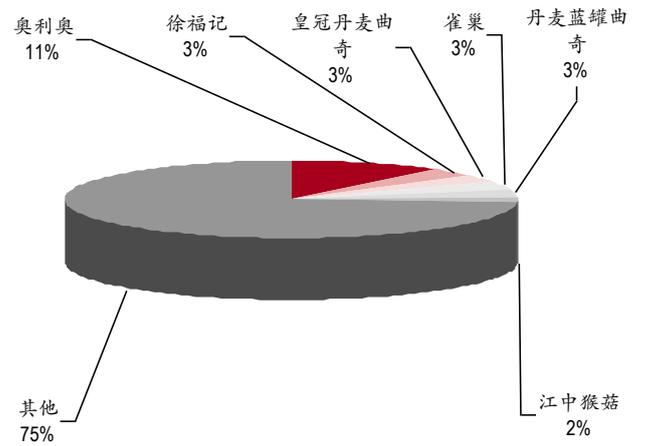
基于中药“药食同源”的理念，江中集团围绕“养胃”推出了功能性饼干猴菇饼干，13 年 9 月上市首年实现销售额 7,000 万，15 年销售额将近 14 亿，位列饼干销售排行榜第六位，市场份额 2.4%，从激烈竞争的饼干市场另辟出一片蓝海。

图表 13. 猴菇饼干主打养胃



资料来源：公司网站、中银证券

图表 14. 2014/2015 年度饼干销售排行榜



资料来源：凯度消费指数、中银证券

内生增长：主业平稳增长，提供充足安全边际

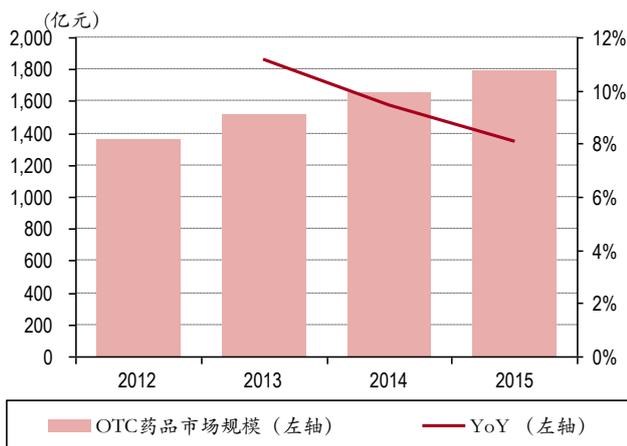
健胃消食片稳增长，乳酸菌素片快速上量，OTC有望恢复性增长

行业背景-OTC行业持续稳定发展，品牌OTC强者恒强

受益于经济增长、卫生保健意识和医药消费提高、政府政策支持及医改驱动等因素，近年来，我国OTC行业一直保持高于行业平均水平的增速稳步增长，2015年OTC药品的市场空间1,790亿元，增长率8.09%。

由于国家打击以药养医、招投标限制等系列政策的进一步实施，导致更多的处方药企业转型进入OTC领域，包括外企开始重视OTC产品与市场营销，加剧了OTC市场竞争。但是在OTC行业马太效应明显，有品牌、有团队的OTC的传统强势企业，会推出更多的重磅产品及其二线产品，牢牢占领OTC市场。面对外企的竞争，《国家中医药法》（征求意见稿）出台后给予中医药产业更多的扶持，加上中医药安全性，助力中成药OTC产品抢占化学药品在OTC市场份额。

图表 15. 中国 OTC 药品市场空间及增速



资料来源：IMS、中银证券

图表 16. 公司 OTC 销售收入及毛利率



资料来源：公司年报、中银证券

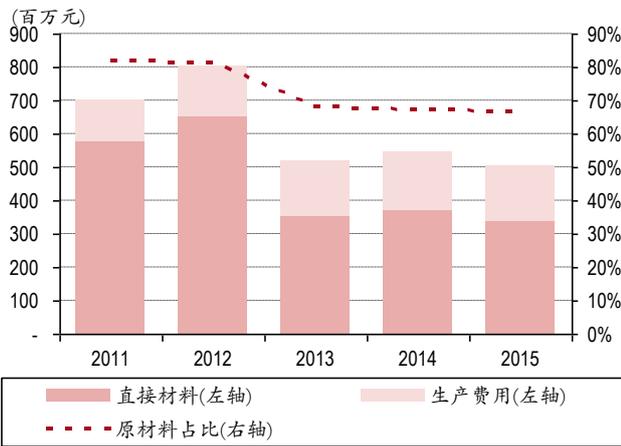
健胃消食片-受益于品类丰富、渠道补库存、原材料价格稳定等，有望保持稳定增长

系列产品不断丰富-健胃消食片已有的品类包括成人装和儿童装，公司在2015年推出了无糖型健胃消食片，根据我们草根调研的结果，在药店购买无糖型的顾客多为糖尿病患者。糖尿病患者因葡萄糖利用率降低导致机体处于“饥饿状态”容易引发多食，消化不良的概率增加，但是糖尿病患者需严格控制各种途径糖的摄入量。无糖型消食片既能健胃消食又能符合糖尿病患者无糖的需求，而且在药店的同类竞品少，叠加品牌影响力，深受患者认可。我国约有1.5亿糖尿病患者，假设1%患者常备一盒无糖型健胃消食片，增量约1,500万盒，相当于15年销售量的7%。另外，公司推出了属于保健食品的江中消食片，销售渠道从药店扩宽到便利店、商超等，预计能带来明显的增量。

渠道补库存带动销量阶段性上升-为了做精做专经销商，优化渠道价值链，公司在原有“广深优稳”策略基础上，实施渠道精控策略。这一策略的实施影响渠道库存量，加之2016年医药流通行业94号令、飞检、两票制、营改增等政策的执行，重塑行业格局，部分终端持观望态度甚至被迫关停，影响了终端出货量。随着营改增、两票制等政策的短期冲击效应逐步消化，工业制早的渠道库存趋于健康，渠道补库存将带动销量阶段性上升，公司产品销售额有望实现恢复性增长。

原材料价格稳定-健胃消食片的主要原材料有太子参、陈皮、山药、炒麦芽、山楂等，其中太子参占原料成本比例超过60%，太子参的价格直接影响健胃消食片的毛利情况。2010-2011年太子参价格暴涨，从20元/kg暴涨至最高400元/kg，导致公司中成药毛利率从77%下滑到43%，销售计划和盈利能力受到很大影响。2014年太子参价格跌到40元/kg，中成药毛利率恢复到70%以上。目前公司太子参库存储备充足，虽近期太子参价格略微上涨，但对原材料成本影响极小。

图表 17. OTC 产品原料成本占比及产能利用



资料来源：公司年报、中银证券

图表 18. 近 5 年太子参价格走势



资料来源：中药材天地网、中银证券

综上所述，叠加产品不断丰富、拓宽新渠道、渠道补库存和原材料成本稳定等多重因素，我们认为，健胃消食片能恢复 5% 左以上的增长，考虑到规模效应，利润贡献将明显增加。

乳酸菌素片-下一个媲美健胃消食片的潜力品种

公司 14 年推出新品乳酸菌素片是公司由 OTC 中成药业务向功能性食品延伸的关键布局，以调节肠道健康为诉求，是公司由 OTC 中成药业务向功能性食品延伸的关键布局，实现了从健胃到调肠的功能延伸，巩固并拓展公司在胃肠道用药领域的领先地位。乳酸菌素片在 2014 年上市当年销售额达 1.8 亿元，被誉为药店“黄金单品”。**乳酸菌素片和健胃消食片在适用人群、产品推广上存在极大的协同效应，借助消食片已有的销售渠道和终端，叠加乳酸菌素片本身的药食双属性，是公司下一个媲美健胃消食片的重磅品种。**

复方草珊瑚含片-部分终端提价影响甚微，继续保持平稳增长

“江中牌”复方草珊瑚含片是精选草珊瑚（药名：肿节风）浸膏入药，配以薄荷脑及薄荷素油，主要用于外感风热所致的喉痹，是中药 OTC 行业首个过亿的品种。由于传统咽炎用药市场空间维持稳定，市场品牌竞争格局相对稳定，公司草珊瑚含片近年来销售额稳定维持在 2 亿元左右，在多数省份终端价格在 10 元左右，浙江省 7 元左右。自 2014 年浙江省放开低价药价格限制后，集团根据市场调研的结果，在 2016 年 11 月提高了浙江终端价格至 13 元左右。由于浙江省销售占比较小，产品提价后仍属低价药，消费者接受程度高，提价对销售量影响有限，预计 17 年仍维持在 1.5 亿左右的销售额。

保健品业务-6 年探索，重新定位再出发

保健品市场良莠不齐，品牌中药具有天然优势

据 IMS 数据显示，2015 年保健食品在零售药店占有 12.9% 的市场份额，年增长率达到 9%，超过处方药和 OTC 的增长速度。中国消费者平均用于保健品方面的花费占其总支出的 0.07%，而欧美国家的消费者平均用于保健品方面的花费占其总支出的 25%，相差甚远，这充分说明中国保健食品市场的可发展潜力巨大。随着生活水平的提高和养生保健意识的增强，消费者对功效产品的认识将越来越客观和理性，具备保健、养生、改善健康、提升品质功能的大健康消费产品将具有巨大的市场潜力。

目前保健品行业发展迅速，但有不少因素制约其良性发展，例如保健品产品同质化严重、产品质量安全问题、行业缺乏统一标准、“坑蒙拐骗”乱象屡禁不止，同时也侵犯了消费者权益和健康。随着消费经验的积累和保健水平的提高，消费者趋于理性和成熟，更倾向身边的口碑宣传，重复消费功效显著、品质可靠、品牌知名度高的保健品。中药企业尤其是品牌中药向健康消费产品领域拓展具有天然的优势，中医药养生文化、药食同源理论、丰富的药材资源、研发品控优势、品牌效应等能提升保健品行业低信任度现状。

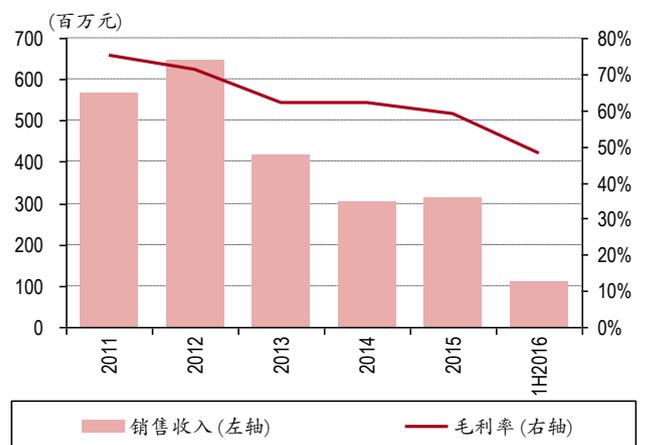
公司基于传统中医文化，充分发挥自身中医药优势，综合运用中医理论、精选药食同源药材、现代制药技术跨界保健品领域，推出了初元系列营养品、参灵草高端滋补品。

图表 19. 中国保健品市场规模及增速



资料来源：公司年报、中银证券

图表 20. 公司保健品近 5 年销售收入及毛利率



资料来源：公司年报、中银证券

初元·重新定位再出发，业绩拐点向上

初元复合肽饮品是公司进军保健品行业推出的首款营养饮品，是由海洋鱼皮胶原低聚肽、大豆低聚肽、酪蛋白磷酸肽及矿物质、枸杞提取物等组成的，具有增强体质，促进创口愈合及机体营养吸收的功效。初元系列产品包括初元营养饮品I/II型、初元酪蛋白、初元核黄素、初元蛋白营养粉等。

图表 21. 初元系列品类

				
<p>复合肽营养饮品I型 单价：¥148/箱 规格：100mlx8瓶 适用人群：术后康复</p>	<p>复合肽营养饮品II型 单价：¥148/箱 规格：100mlx8瓶 适用人群：提高免疫力</p>	<p>初元蛋白营养粉 单价：¥198/罐 规格：450g/罐 功能：提高免疫力</p>	<p>初元核黄素氨基酸口服液 单价：¥118/箱 规格：100mlx5瓶 功能：改善亚健康</p>	<p>初元酪蛋白氨基酸口服液 单价：¥99.50/箱 规格：100mlx5瓶 功能：增强免疫力</p>

资料来源：公司网站、中银证券

初元在上市初期定位专为病人设计的系列康复礼品，品牌名称“初元”设计巧妙——预示着人们恢复到最初的元气状态，同时谐音“出院”；传统喜庆色金、红作为产品包装的主打色深得国人喜爱；广告词“看病人，送初元”简单明了传达本质；结合中国人购买礼品习惯，主要在商超渠道推广；同时公司投入大量广告费用、组建专门销售队伍，初元迅速成长为探病品类第一品牌。

根据卫计委统计 2015 年中国入院人数约 2 亿人，一般探望病人花费从数百元到千元不等，假设以探望病人花费 100 元估算，约有 10% 的患者被探望，探病市场空间保守计算 20 亿元。作为探病类第一品牌的初元销售额将近 3 亿元，因此还有很大空间。

继初元首先抢占探病空白市场后，在全民养生时代，初元再定位为日用保健品，目标人群从病人扩大到 40-60 岁中老年病弱群体、亚健康白领阶层、孕妇等，将品牌形象塑造成为“新时代日用保健品专家，致力于改善术后及亚健康人群营造状况、增强抵抗力的贴心医师”。公司也积极进行营销改革，结合市场需求变化，优化产品规格和包装，同时积极开发系列产品；狠抓终端、标杆店打造以及强化库存、费用及成本管控等。未来初元增长有望重回快车道。

参灵草·摸索新定位，伺机再发

参灵草是由江中集团秉承“打造极致产品”的理念，首次将西洋参、灵芝、冬虫夏草配伍成复方，结合世界先进制造工艺，定位高端人群的滋补保健品。参灵草的核心价值是复方滋补，通过药材之间的协同效应，使复方效果发生了超越单一药材的飞跃，被 30 多位中医院士、国医大师及各领域专家组成的评审组，一致推介为唯一的“中医文化瑰宝”。

但由于上市当年受“三公消费”政策限制等，冬虫夏草等高端滋补品的市场需求受到进一步抑制，参灵草业务没有呈现高增长。对此，公司一方面组建了参灵草线上平台，以尽量低的成本加强推广；另一方面启动在医院的临床观察项目，主要就其对肿瘤患者在放化疗期间防止白细胞降低、改善人体顺应性的功能进行临床研究，如果临床数据理想，将开辟参灵草在医院的新应用，预计能带来明显增量。

食疗业务潜力巨大，为集团发展带来想象空间

中国自古就有“寓医于食”、“药食同源”之说，即“食疗”，在享受美食和营养的同时，养身保健、防病治病，避免了化学药物因治疗疾病带来的身体伤害。食疗文化在中国有深厚的积淀，无需过多市场教育，消费者接受程度高；相较外企，能够建立起一道护城河。因此，提前布局食疗市场的中药企业未来大概率能获得很好的发展。

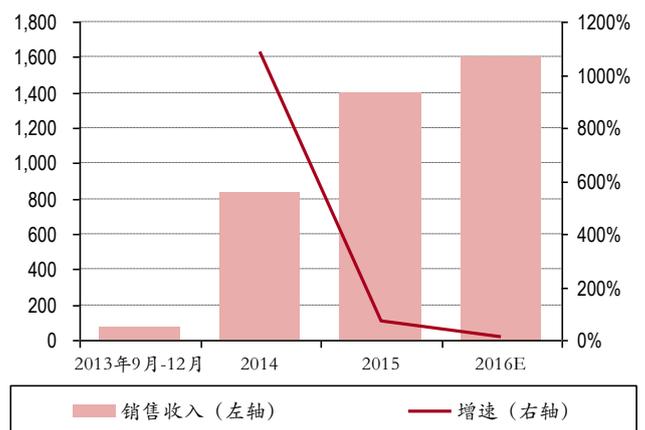
江中集团结合 40 多年来在中药科研和生产领域积累的经验 and 品牌知名度，瞄准食疗领域进行产业延伸，致力于制造出既有营养美味，又能明显改善健康的“食疗”产品。2013 年向市场推出了首款主打“养胃”的功能性饼干-江中猴菇饼干。猴菇饼干的独特之处在于基于中国传统食疗理念添加了 11%猴头菇（每天的用量达 10g，超过治疗剂量 6-8g/天）。猴头菇是传统的养胃名贵食材，具有“健脾养胃；安神；抗癌”功效。在现行的《中华人民共和国卫生部药品标准》中明确记载：“猴菇片为猴头菇经加工制成，具有养胃和中的功效，用于胃、十二指肠溃疡及慢性胃炎的治疗。现代研究表明，猴头菇中的猴头菇菌丝、发酵液及子实体均具有抑制幽门螺杆菌体外生长的作用。

图表 22. 猴头菇具有养胃功效



资料来源：公司网站、中银证券

图表 23. 猴菇饼干上市以来销售情况



资料来源：公司提供、中银证券

猴菇饼干主打健康和高端品牌，在市场上接受度高，消费者粘性高。上市当年实现销售收入 7,000 万；15 年猴菇年度销售超过 10 亿元，在饼干类产品的单品销售收入排名第六位，是唯一上榜的国内品牌，占据饼干市场 2.4% 份额。**我们认为，在全民养生的大背景下，功能饼干在消费者中认可度逐渐提高，猴菇饼干的市场份额有望进一步向品牌企业倾斜。**

公司陆续推出新品，丰富食疗品类：2014 年 12 月推出了以蓝莓和枸杞为原料具有明目功效的蓝枸饮料；16 年下半年推出适应现代消费群体快节奏生活的兼具营养保健的猴菇米稀，在猴菇饼干的品牌效应下，米稀有望再创佳绩。

图表 24. 集团食疗产品品类

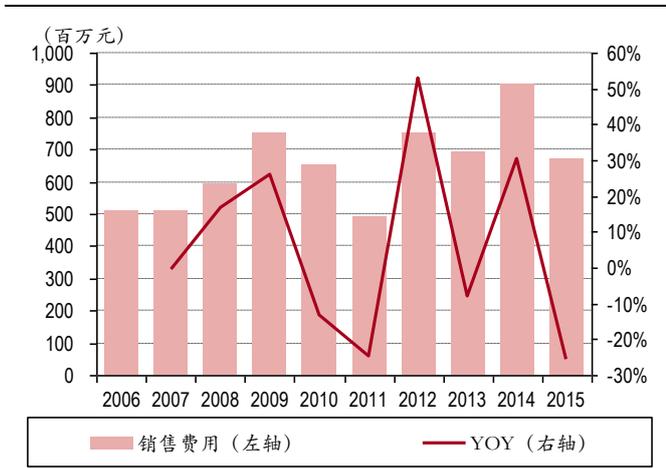
			
<p>江中猴菇早餐米稀 单价：¥105.60/箱 规格：6杯/箱 功能：养胃</p>	<p>江中猴菇饼干 单价：¥116.00/箱 规格：40包/盒 功能：养胃</p>	<p>江中猴菇饮料 单价：¥7.90/罐 规格：310ML/罐 功能：养胃</p>	<p>蓝枸饮料 单价：¥60/箱 规格：12罐/箱 功能：明目</p>

资料来源：公司网站、中银证券

积极调整营销策略，净利润率逐步提高

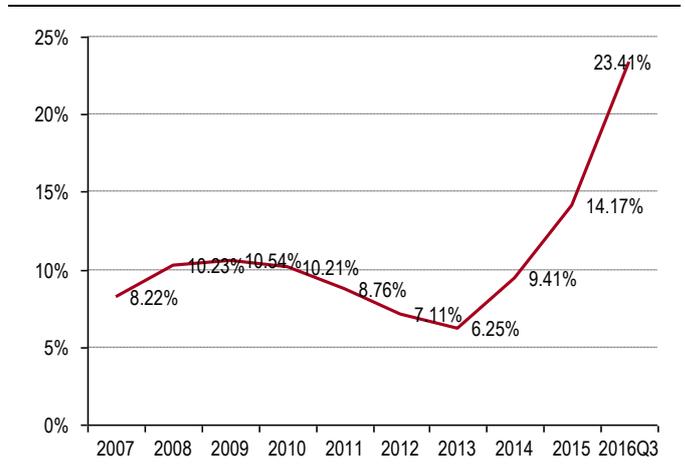
江中集团传统的营销模式是“大产品（市场容量大的单品）+大广告（几亿的广告费）+大终端（组建一支全国性的销售队伍广泛开拓终端）”，巨大的广告投入费用使得公司销售费用率高居不下，净利润率徘徊在 10%左右。2015 年起公司优化广告投放策略，由传统的卫视渠道转向新兴社交媒体及视频网站渠道，受众广泛，单位转化成本降低。15 年初见成效，销售费用同比减少 25.42%，销售费用率由上年同期 31.79%下降为 25.87%，净利润率提升至 14.2%（较上年增加 4.8pp）；16 年前三季度净利润率大幅提升至 23.4%。**我们认为，公司积极调整营销策略，加强费用管控等多项举措并行，净利润率有望提升至 25%以上行业较高水平。**

图表 25. 公司近 10 年销售费用情况



资料来源：公司年报、中银证券

图表 26. 公司近 10 年净利润率水平



资料来源：公司年报、中银证券

外延可期：天时地利，外延打开市场想象空间

江西省打造“中医药强省”，标杆企业江中率先受益

江西省中医药底蕴深厚，具有良好的资源条件、文化积淀和产业基础，发展前景十分广阔。在2016年2月习近平总书记亲临江中药谷发表的“江中讲话”中，对江西把中医药产业列为支柱之一的决策给予充分肯定，并提出“一定弘扬好中医药”的要求；2016年4月，江西省印发了《江西中医药健康服务发展规划（2016-2020年）》；5月，江西省政府和国家中医药管理局在江西南昌正式签署《共同推进中医药发展合作框架协议》和《共建江西中医药大学协议》；6月，省政府又印发了《关于加快中医药发展的若干意见》，为加快推进江西省中医药发展指出明确的方向；12月，国家中医药管理局正式批复同意江西省为国家中医药综合改革试验区；同月，国家中医药管理局印发《关于支持江西中医药事业发展措施及其分工方案》。“建设中医药强省”上升至江西省发展战略。

根据省“建设中医药强省”的有关部署，把江西省中医药行业标杆的江中企业打造成为全国中医药产业的“靓丽名片”，支持进一步扩大规模，进入全国领先行列。

外延准备就绪，借势冲刺全国特色药企

随着中医药在经济社会发展中的地位 and 作用愈加重要，中医药产业的发展迎来了前所未有的大好时机。江中集团将借势冲刺全国特色药企，规划到2020年，整体主营收入达到300亿元，建成全国中医药研发创新的重要基地，培育出全国知名的大健康品牌，成为中医药产业龙头企业和拓展海外市场的探路者、排头兵，并构筑中医药国际交流的重要平台。

江中集团在江西中医药强省建设发挥引领示范作用，也肩负着将中医药走向国门发扬光大的重任。未来集团将坚持以中药产业为核心，继续做强非处方药，大力发展保健品和食疗产业。江中集团将增强资本运营的发展动力，充分运用上市公司的资本优势，对符合江中集团战略方向的国内外资源予以并购整合；加强对外合作，适时开展国际并购，大力开拓国际市场。

集团已经外延发展条件准备上迈出第一步，2017年2月，江西省设立千亿规模的发展升级引导基金，其中包括江中集团与子基金签订项目合约，未来不排除集团在外延并购和产业整合方面持续有项目落地，将助力公司规模实现跨越式增长。

图表 27. 集团内生外延战略

致力于成为中药行业的“苹果”

集团规划到2020年，整体主营收入达到**300亿元**，建成全国中医药研发创新的重要基地，培育出全国知名的大健康品牌，构筑中医药国际交流的重要平台。

内生

主业升级和多板块协同推进

- 做强非处方药，力争打造三个年销售额超**10亿元**的知名品牌；
- 大力发展食疗产业，形成两个年销售额超**50亿元**的食疗产品；
- 发展保健品，打造两个年销售额超**10亿元**的保健品。

外延

整合符合集团战略的国内外资源

- 通过并购基金、加强合作等多种方式补齐外延式发展短板。
- 将增强资本运营的发展动力，充分运用上市公司的资本优势
- 适时开展国际并购，大力开拓国际市场

资料来源：江西省国资委网站、中银证券

江西省国企改革加速推进，江中集团混改有望深化

中央层面构建 1+n 政策体系，国企改革趋势确定

2015 年 9 月，国务院出台《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》的纲领性文件，随后相继出台 15 项国企改革配套文件，国企改革的顶层设计和框架体系基本完成；2016 年 2 月“十项试点”下发明确了改革的具体方向，再次彰显了中央推进国企改革的决心；2016 年 12 月份召开的中央经济会议再次强调把国企改革放到 2017 年基础性关键性改革第一位。一系列政策、意见、会议集中落地和快速推进，2017 年将是国企改革的真正落地之年。

打造“江西样板”，江西省改革进程加速推进

江西省积极稳妥推进新一轮国企改革，打造国改之“江西样板”。江西省计划用 5 年时间使 70% 左右的国企发展成为混合所有制企业，使 80% 左右国有资本集中在关键领域和优势领域，省属国有资产总量、营业收入双超“万亿”。目前江西省在引资重组、探索混改、简政放权、国资运营、完善法人治理结构等方面取得实质性进展；近期出台了《关于打造国有企业改革“江西样板”的实施意见》，提出将在六个方面打造改革的“江西样板”。随着一系列改革措施落地，江西省国企改革纵深推进，国有资产集中度、混改率、资产证券化率均将达到新高度。

图表 28. 江西省混改取得实质性进展

国改领域	代表国企改革进程
混合所有制改革	1. 江盐集团：江西省国资体系首例混改，通过混改引进战投，核心员工持股 5.93%； 2. 中国瑞林：专业技术人才和管理骨干持股 49% 3. 江西建工集团：在引进战投和员工持股后，继续深化混改 4. 江铜集团、省旅游集团、省招标咨询集团等 5 家省属集团混改也在有序开展 大力推进开放性市场化战略重组，完成了六大集团的战略重组。
引资重组	1. 凤凰光学集团引进央企中电海康重组； 2. 昌河汽车引进北汽集团战略重组； 3. 引进北汽通航公司以增资扩股的方式重组江西直升机投资公司顺利完成； 4. 挂牌转让中江地产； 5. 完成江钨有限股权重组；6. 是通过整合并购省内军工业务及资产。
简政放权	江铜集团开展“自主拓展、自主决策、自主经营”改革试点，将由企业自主经营决策的事项全部归位于企业，下放投资决策等 6 个方面 26 项审核备案事项，将主业投资决策权全部下放，不管金额多高，都由企业自主决策，国资委进行事后评价考核和激励约束。
国资运营	组建三大国资运营平台省属国控公司、省投资集团、大成国资公司，实现从管企业到管资本的转变
完善法人治理结构	2014 年江中集团被江西省国资委确定为省属国有企业开展完善法人治理结构试点单位，明晰出资人与企业的权责定位、董事会与经营层的管理边界。

资料来源：江西国资委网站、中银证券

集团混改取得阶段性成果条件具备

江中制药集团原控股股东为江西中医学院，持有 99% 股权。江西省国资委对江中制药集团行使出资人职责。2010 年 9 月江西省国资委对江中制药集团启动股权结构多元化改制工作。中国人民解放军军事医学科学院通过股权转让获得 7.286% 股份；管理层 24 人通过获得奖励和现金配售相结合方式获得 21.875% 股份；大连一方集团以货币形式增资获得集团 27.143% 股份。

在本次的股权激励方案中，管理层必须按照引进其他战略投资者的价格购买集团 21.875% 股份，奖和买一体，必须同时进行，而且管理层要根据股权比例承担集团债务。此外，在之前 2009 年 1 月江中药业公布的股权激励草案中激励对象 32 人，实际上国资委确定的方案中只有 24 人。因此，此次股权激励无论是从激励的效果还是人数范围上还有很大提升空间。

江中集团引入大连一方集团的目的是补齐集团当时补资产规模小、体制机制不够灵活、缺乏商业地产运营经验等短板。随着集团发展战略调整，2015 年上半年剥离了中江地产业务；2015 年下半年对外转让了江西九州通 51% 股权，一系列动作表明集团聚焦医药工业发展的决心。近年来江西省不断引进“央企进赣”实现合作共赢，未来不排除引进实力强劲的战略投资者的可能。

综合考虑，在国企改革趋势确定，江西省国企改革加速推进的大背景下，我们认为，作为江西省中药行业标杆和国资委唯一医药上市平台，公司混改取得阶段性进展具备现实的可能性。

盈利预测、估值与投资评级

关键假设

1. 我们预计17年OTC药业务营业收入13.9亿元，增速6%，其中主要产品健胃消食片销售收入预计增长5%，收入在10.5亿左右；乳酸菌素片销售收入2亿元，增速48%，草珊瑚含片销售收入约1亿，基本与之前持平。
2. 我们预计17年保健品销售收入2.5亿，其中初元2亿元，参灵草0.5亿元。
3. 假设OTC毛利率75%，保健品毛利率50%。
4. 公司营销策略调整，优化广告投放策略，减少市场推广费用，假设2017年销售费用率约32%；管理费用率及财务率维持在1%、6.8%水平。

综上，暂不考虑外延并购，我们预计2017-2019年每股收益分别为1.41、1.58、1.63元，当前股价对应市盈率分别为25.17、22.46、21.77倍，给予**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	2,597	1,562	1,653	1,738	1,828
销售成本	(1,311)	(489)	(505)	(513)	(540)
经营费用	(781)	(574)	(586)	(609)	(650)
息税折旧前利润	505	499	562	617	638
折旧及摊销	(68)	(66)	(65)	(64)	(64)
经营利润(息税前利润)	438	433	497	552	574
净利息收入/(费用)	(28)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益/(损失)	30	11	15	19	15
税前利润	440	444	511	571	588
所得税	(72)	(64)	(87)	(97)	(100)
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	369	380	424	474	488
核心净利润	371	379	425	474	489
每股收益(人民币)	1.223	1.266	1.414	1.579	1.627
核心每股收益(人民币)	1.235	1.265	1.416	1.581	1.628
每股股息(人民币)	0.400	0.000	0.314	0.289	0.220
收入增长(%)	(8)	(40)	6	5	5
息税前利润增长(%)	20	(1)	15	11	4
息税折旧前利润增长(%)	13	(1)	13	10	3
每股收益增长(%)	39	3	12	12	3
核心每股收益增长(%)	37	2	12	12	3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	440	444	511	571	588
折旧与摊销	68	66	65	64	64
净利息费用	28	0	0	0	0
运营资本变动	51	287	(154)	81	(169)
税金	(71)	(64)	(87)	(97)	(100)
其他经营现金流	(5)	(35)	20	(142)	101
经营活动产生的现金流	511	698	355	477	485
购买固定资产净值	(26)	(12)	(44)	(33)	(30)
投资减少/增加	22	11	11	15	13
其他投资现金流	(136)	5	140	35	64
投资活动产生的现金流	(140)	3	107	17	47
净增权益	(120)	0	(94)	(87)	(66)
净增债务	(105)	10	30	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(501)	(91)	62	(183)	(206)
融资活动产生的现金流	(726)	(54)	50	(167)	(51)
现金变动	(355)	648	512	328	480
期初现金	606	250	898	1,410	1,738
公司自由现金流	371	701	462	494	531
权益自由现金流	294	712	492	494	532

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	421	1,029	1,565	1,890	2,364
应收帐款	761	475	608	601	704
库存	158	188	71	207	119
其他流动资产	29	56	13	59	24
流动资产总计	1,369	1,747	2,257	2,757	3,211
固定资产	719	722	641	570	503
无形资产	349	336	308	282	254
其他长期资产	106	114	110	112	114
长期资产总计	1,173	1,172	1,060	964	871
总资产	2,678	3,066	3,409	3,842	4,197
应付帐款	45	48	94	60	73
短期债务	20	30	50	50	50
其他流动负债	257	348	182	341	243
流动负债总计	323	426	326	451	365
长期借款	0	0	176	65	84
其他长期负债	1	24	13	13	17
股本	300	300	300	300	300
储备	2,054	2,316	2,594	3,012	3,431
股东权益	2,354	2,616	2,894	3,312	3,731
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,678	3,066	3,409	3,842	4,197
每股帐面价值(人民币)	7.85	8.72	9.65	11.04	12.44
每股有形资产(人民币)	6.69	7.60	8.62	10.10	11.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.77)	(2.89)	(4.50)	(5.59)	(7.19)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.5	32.0	34.0	35.5	34.9
息税前利润率(%)	16.8	27.7	30.0	31.8	31.4
税前利润率(%)	16.9	28.4	30.9	32.8	32.2
净利率(%)	14.2	24.3	25.7	27.3	26.7
流动性					
流动比率(倍)	4.2	4.1	6.9	6.1	8.8
利息覆盖率(倍)	15.7	1,914.5	2,483.4	2,762.5	2,869.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.8	3.7	6.7	5.7	8.5
估值					
市盈率(倍)	29.0	28.0	25.1	22.5	21.8
核心业务市盈率(倍)	28.7	28.1	25.1	22.4	21.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	40.0	39.0	34.8	31.2	30.3
市净率(倍)	4.5	4.1	3.7	3.2	2.9
价格/现金流(倍)	20.8	15.3	30.0	22.3	22.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.6	19.6	16.6	14.5	13.3
周转率					
存货周转天数	65.6	129.2	93.5	98.8	110.0
应收帐款周转天数	117.0	144.3	119.5	126.9	130.3
应付帐款周转天数	24.8	10.9	15.7	16.2	13.3
回报率					
股息支付率(%)	32.5	0.0	22.2	18.3	13.5
净资产收益率(%)	16.7	15.3	15.4	15.3	13.9
资产收益率(%)	12.2	12.9	12.7	12.6	11.9
已运用资本收益率(%)	3.6	3.8	3.7	3.6	3.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

华润三九(000999.CH/人民币 27.43, 谨慎买入)

同仁堂(600085.CH/人民币 32.69, 未有评级)

葵花药业(002737.CH/人民币 37.00, 未有评级)

哈药股份(600664.CH/人民币 7.78, 未有评级)

云南白药(000538.CH/人民币 87.11, 未有评级)

以2017年3月24日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371