



## 国内自营疫苗规模最大的优秀民企，三大疫苗品种打开成长空间

2017.03.28

唐爱金(分析师) 陈家华(研究助理)  
电话: 020-88836115 020-88836115  
邮箱: tangaj@gzgzh.com.cn Chenjiahua@gzgzhs.com.cn  
执业编号: A1310516100001

### 投资要点:

● 国内自营疫苗品种最丰富、销售规模最大的民营上市企业，疫苗及生物药品种有望继续丰富。

公司目前在售产品有2种一类疫苗：冻干甲型肝炎减毒活疫苗、吸附无细胞百白破联合疫苗以及4种二类疫苗：水痘减毒活疫苗、冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)、流感病毒裂解疫苗、ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗等。根据2016年批签发数据，公司疫苗销售收入超10亿元，核心品种狂苗、水痘、流感的市场占有率分别为20%、30%、18%，分列全国第四、第二、第四，产品具有竞争力。公司聚焦生物药领域，并与日本GTS合作开发阿达木单抗、设立并购基外延生物药，在10种疫苗研发取得较好进展，品种有望进一步丰富。

● 公司业绩稳步增长，净利润4年复合增速35%，2016年受疫苗事件影响销量下滑，但盈利能力提升3-4个百分点；2017年“疫苗新政”陆续实施，终端销售逐渐恢复，公司业绩有望持续30%高增长。

公司业绩稳步成长，净利润4年复合增速达35%，2016年因疫苗事件影响，公司总批签发量由2015年的2231万人份下降至1728万人份，但受益渠道调整，公司净利率水平提升3-4个百分点。2017年“疫苗新政”陆续实施，全国19个省级疾控中心已建成省级公共资源交易平台，同时多个省份已制定统一的二类苗接种服务收费标准，提高接种单位推广二类苗的积极性，疫苗终端接种量正逐渐恢复。公司的水痘和狂犬疫苗占营收近80%，为刚性需求品种，销量恢复迅速，我们预计2017年公司疫苗批签发量有望恢复至2000万人份，业绩有望超30%高增长。

● 水痘(2针)+四价流感+带状疱疹三大疫苗品种打开公司成长空间，未来持续高增长可期。

公司2016年实现营收10亿元，我们认为三大疫苗品种增量有望打开公司成长空间：A)水痘疫苗1针变2针，公司是国内唯一可以同时为1-12岁及13岁及以上人群接种2剂水痘疫苗的厂家，技术优势明显，理论市场有望翻翻达40亿，未来随着水痘疫苗“一针变两针”的普及、出口市场的进一步巩固和开拓，水痘疫苗有望继续推动公司营业收入稳步增长；B)公司研发的四价流感疫苗预计2017年底获生产批件，2018年初上市，有望替代市场现有的三价流感疫苗，假设10%的接种率，市场规模有望达40亿；C)公司研发的带状疱疹(VZV)疫苗处于II期临床阶段，有望2019/2020年上市，其临床进展远领先进口产家，有望抢先获批成为独家品种。目前该品种国内无上市产品，50岁以上成年人均可接种，国外销售额近8亿美金，国内理论市场空间达百亿级别。

● 盈利预测与估值：根据公司业务情况，我们测算公司17-18年EPS分别为0.56、0.66元，对应29/25倍PE。目前股价16.31元接近上次定增价16元，有安全边际；公司货币现金20亿，外延预期强烈；对比同行疫苗企业沃森(17年111倍PE)、智飞(17年64倍PE)、康泰(17年135倍PE)性价比凸显；首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价22.3元。

● 风险提示：疫苗市场恢复不及预期；渠道整合风险；行业政策风险；

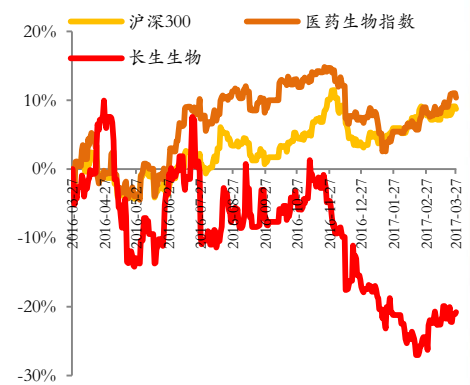
主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	795.52	1012.00	1309.00	1566.00
同比(%)	643.87%	27.21%	29.35%	19.63%
归属母公司净利润	293.06	422.22	542.51	643.40
同比(%)	1966.29%	44.07%	28.49%	18.60%
ROE(%)	14.66%	12.33%	16.26%	22.18%
每股收益(元)	0.30	0.44	0.56	0.66
P/E	27.36	37.45	29.14	24.57
P/B	2.44	4.44	5.09	5.87
EV/EBITDA	23.13	26.81	21.49	18.23

## 强烈推荐

现价: 16.31  
目标价: 22.3  
股价空间: 37%

### 医药生物行业

#### 股价走势



#### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
迪安诊断	4.80	-5.57	-18.31
医药生物	1.30	2.69	0.15
创业板	0.12	4.68	6.18

#### 基本资料

总市值(亿元)	158
总股本(亿股)	9.69
流通股比例	29.70%
资产负债率	11.36%
大股东	高俊芳、张洛豪
大股东持股比例	36.14%

#### 相关报告

广证恒生-疫苗行业专题报告：研发创新激发行业发展，重磅疫苗引爆百亿市场 -2017.2.27

广证恒生-疫苗行业专题报告：二胎政策增一类疫苗需求，创新促二类疫苗发展 -2016.08.03



## 目录

目录	2
图表目录	3
1. 国内自营疫苗销售规模最大的民营上市企业	5
1.1 公司股权结构及业务情况	5
1.2 疫苗品种丰富，国内自营疫苗销售规模最大的民营上市企业	5
1.3 品种有望进一步丰富，聚焦生物治疗领域	7
2. 业绩 4 年复合增速 35% 高增长，有望受益疫苗渠道调整盈利能力提升	8
2.1 公司营收及利润稳步增长，4 年业绩复合增速 35%	8
2.2 狂犬及水痘占营收 80%，受益渠道改革净利率提升 4%	9
2.3 “疫苗新政”实施，疫苗行业终端销售逐步恢复	11
3. 三大疫苗品种打开市值成长空间，未来持续高增长可期	13
3.1 水痘疫苗一针变两针，市场空间有望翻翻超 40 亿	13
3.2 流感四价有望替代三价，替代空间至少 16 亿	15
3.3 带状疱疹疫苗，国内市场空白的潜力重磅品种	18
4. 盈利预测	22



图表目录

图表 1.	公司股权结构图和业务布局 .....	5
图表 2.	公司冻干甲肝疫苗市占率为 21% .....	6
图表 3.	公司百白破疫苗市占率为 22% .....	6
图表 4.	公司冻干狂苗市占率排名第四 .....	6
图表 5.	公司水痘疫苗市占率排名第二 .....	6
图表 6.	公司流感疫苗市占率排名第四 .....	6
图表 7.	公司四价流脑疫苗市占率为 4% .....	6
图表 8.	公司的产品毛利率（2015 年）：狂苗和水痘最高 .....	7
图表 9.	公司是国内自营疫苗品种最丰富、销售规模最大的民营上市企业 .....	7
图表 10.	公司的四价流感疫苗、带状疱疹疫苗处于临床试验中 .....	8
图表 11.	公司营业收入 4 年复合增速为 23.86% .....	9
图表 12.	公司净利润 4 年复合增速为 35.09% .....	9
图表 13.	公司核心产品是狂苗和水痘，占比近 80% .....	9
图表 14.	公司 2016 年疫苗批签发总量下滑 29%（人份） .....	9
图表 15.	公司多款疫苗产品出厂价涨幅达 100%或以上 .....	10
图表 16.	长生 2016 年销售费用率显著提高 .....	10
图表 17.	康泰 2016 年销售费用率接近翻翻增长 .....	10
图表 18.	2016 年长生生物和康泰生物的净利率提升了 3-4 个百分点 .....	11
图表 19.	2016 年疫苗批签发数量总体下滑 21.31% .....	11
图表 20.	多款二类苗批签发数量出现较大幅度下滑 .....	11
图表 21.	全国超过一半的省市已建立省级公共资源交易平台，实施二类疫苗直接挂网采购 .....	12
图表 22.	水痘疫苗 2016 年批签发数量下降近 600 万剂 .....	13
图表 23.	2017Q1 公司水痘疫苗批签发恢复较快 .....	13
图表 24.	水痘疫苗的招标价在 130 元/剂以上 .....	13
图表 25.	接种 1 剂水痘疫苗保护效果有限 .....	14
图表 26.	接种 1 剂水痘疫苗保护效果随时间逐渐减退 .....	14
图表 27.	北京市丰台区各年水痘疫苗常规接种量：两针法实施后常规接种量几乎增加一倍（单位：人次） .....	14
图表 28.	公司的水痘疫苗技术优势明显 .....	15
图表 29.	公司水痘疫苗营收稳定增长（亿） .....	15
图表 30.	公司水痘疫苗产能利用率较高 .....	15
图表 31.	国内的流感疫苗主要有三种，目前国内主要使用流感裂解疫苗 .....	16
图表 32.	国内流感疫苗批签发量回落至 4000 万人份 .....	16
图表 33.	公司流感疫苗批签发量排名第四 .....	16
图表 34.	流感病毒裂解疫苗中标价约 40 元/人份 .....	17
图表 35.	Fluarix/FluLaval 全球销售收入大幅增长 .....	18
图表 36.	Fluarix/FluLaval 在美国销售增长强劲 .....	18
图表 37.	公司的四价流感疫苗研发进度较快，有望首家上市 .....	18
图表 38.	VZV 初次感染及再激活示意图 .....	19
图表 39.	HZ 发病率随着年龄增长而上升 .....	19
图表 40.	HZ 的发病率呈缓慢上升趋势 .....	19
图表 41.	默沙东的带状疱疹疫苗 Zostavax 是名副其实的重磅疫苗 .....	20
图表 42.	Shingrix 的临床结果明显好于 Zostavax .....	20
图表 43.	公司的带状疱疹疫苗处于 II 期临床，有望于 2019/2020 年上市 .....	21



图表 44.	带状疱疹疫苗在 2015 年全球前十大畅销疫苗中排名第八.....	21
图表 45.	公司业绩拆分和盈利预测 .....	22

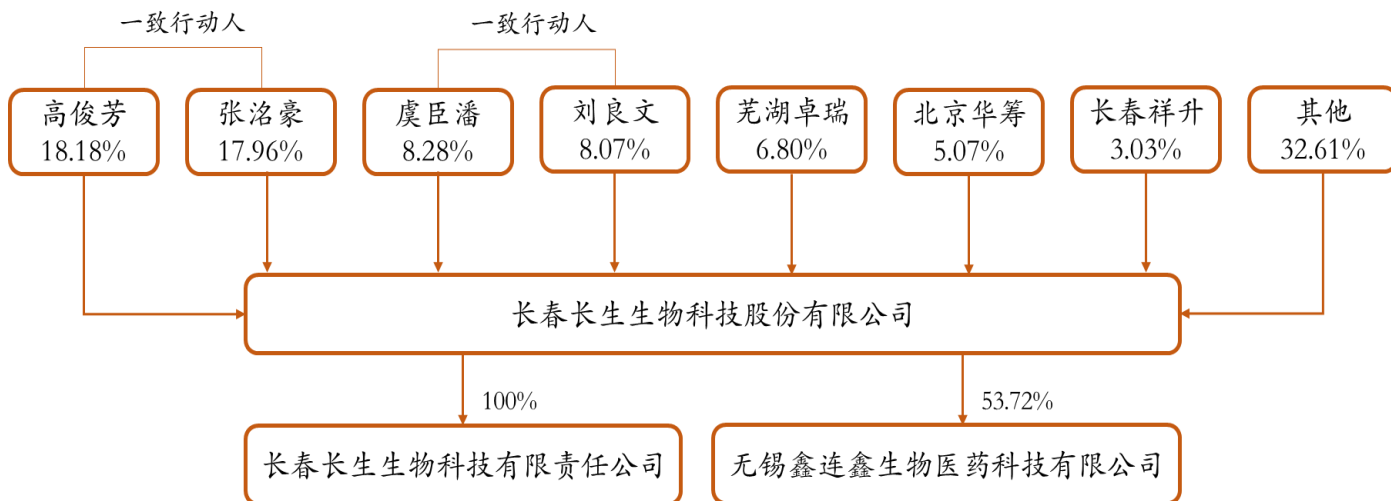
# 1. 国内自营疫苗销售规模最大的民营上市企业

## 1.1 公司股权结构及业务情况

公司创立于1992年8月18日，并于2015年7月借壳黄海机械上市，主营人用疫苗研发、生产、销售，是中国首批自主研发销售流感疫苗及人用狂犬病疫苗（Vero细胞）的国家级高新技术企业，是国内少数能够同时生产病毒疫苗和细菌疫苗的企业之一，也是中国最早获得许可采用细胞工厂技术生产甲肝减毒活疫苗的疫苗企业。公司实际控制人为高俊芳和张洛豪，合计持有公司股份36.14%。

公司下属两家子公司，分别是长春长生和无锡鑫连鑫：前者是上市公司主营业务的核心资产，后者是公司收购的一家技术研发型公司，主要研究方向为人用疫苗产品和相关的检测试剂，目前在研项目包括轮状减毒活疫苗、鸡胚细胞培养黄热病减毒活疫苗、发热伴血小板减少综合症疫苗制备工艺等产品，与公司目前的品种形成有益的互补，有利公司未来持续稳定的发展。

图表1. 公司股权结构图和业务布局

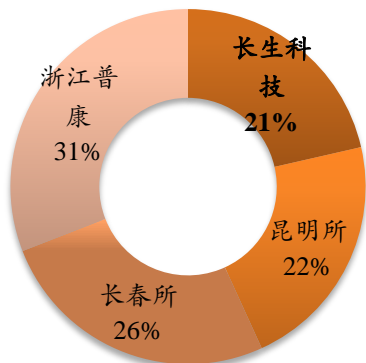


资料来源：公司公告、广证恒生

## 1.2 疫苗品种丰富，国内自营疫苗销售规模最大的民营上市企业

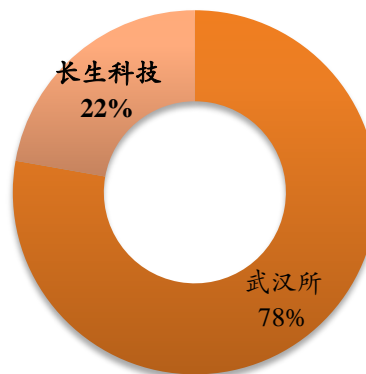
公司目前在售产品包括一类疫苗2种：冻干甲型肝炎减毒活疫苗、吸附无细胞百白破联合疫苗以及二类疫苗4种：水痘减毒活疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）、流感病毒裂解疫苗、ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗等，在品类上仅次于国有的6大生物制品研究所和北京天坛生物的中生集团，是国内疫苗企业产品品类最为丰富的民营企业之一。根据2016年批签发数据，公司甲肝疫苗市占率为21%，百白破疫苗市占率为22%。核心品种狂苗、水痘、流感的市场占有率分别为20%、30%、18%，在全国排第四、第二、第四，产品具有市场竞争力。

图表2. 公司冻干甲肝疫苗市占率为 21%



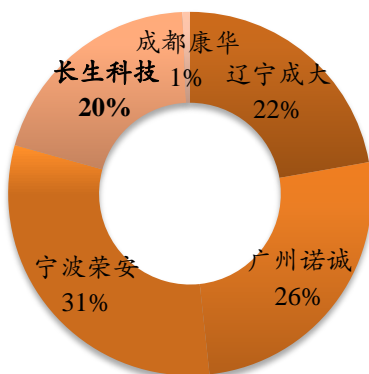
资料来源：中检所 2016 批签发数据、广证恒生

图表3. 公司百白破疫苗市占率为 22%



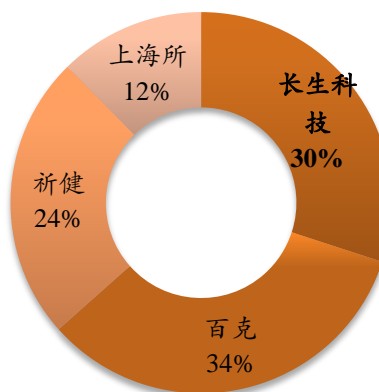
资料来源：中检所 2016 批签发数据、广证恒生

图表4. 公司冻干狂犬疫苗市占率排名第四



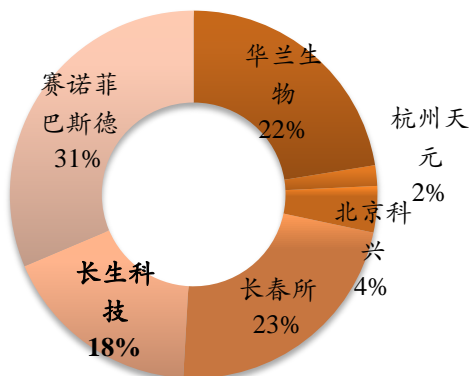
资料来源：中检所 2016 批签发数据、广证恒生

图表5. 公司水痘疫苗市占率排名第二



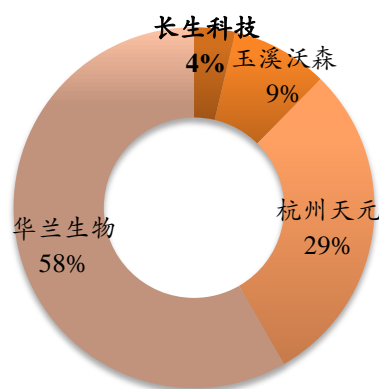
资料来源：中检所 2016 批签发数据、广证恒生

图表6. 公司流感疫苗市占率排名第四



资料来源：中检所 2016 批签发数据、广证恒生

图表7. 公司四价流脑疫苗市占率为 4%

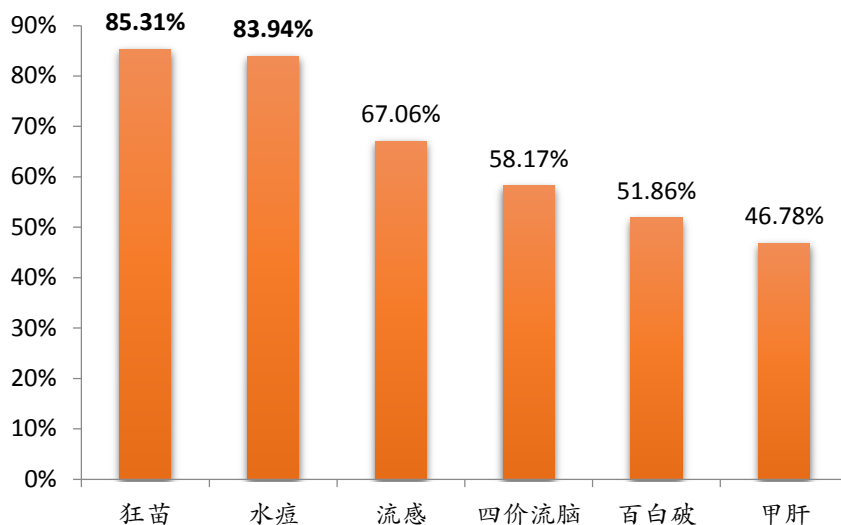


资料来源：中检所 2016 批签发数据、广证恒生



毛利率较高的品种狂苗和水痘疫苗，达80%以上，其次为流感（67.06%）和四价流脑（58.17%），一类苗（甲肝和百白破）由于是政府统一采购，毛利率相对较低（50%上下）。

图表8. 公司的产品毛利率（2015年）：狂苗和水痘最高



资料来源：公司招股书、广证恒生

除了长生生物，国内上市的疫苗企业主要有沃森生物、智飞生物、成大生物（创新层）、康泰生物、华兰生物等共6家企业（天坛生物正进行资产重组，拟置出疫苗资产集中发展血制品）。从产品结构和经营规模来看，公司是国内自营疫苗品种最丰富、销售规模最大的民营上市企业（成大生物隶属国企）。

图表9. 公司是国内自营疫苗品种最丰富、销售规模最大的民营上市企业

自营疫苗	长生生物	沃森生物	智飞生物	成大生物	康泰生物	华兰生物
一类疫苗	甲肝	流脑 AC 多糖	流脑 AC 多糖		乙肝	乙肝
	百白破		甲肝		麻风二联	
二类疫苗	狂苗	流脑 AC 结合	脑 AC 结合	狂苗	60μg 乙肝	流感
	水痘	Hib 疫苗	Hib 疫苗	灭活乙脑	四联苗	甲流
	流感	ACYW 135	AC-Hib			ACYW 135
销售规模	10 亿元	1-2 亿元	5 亿元	10 亿元	5 亿元	1 亿元

资料来源：公司公告、广证恒生

### 1.3 聚焦生物药治疗领域，品种有望进一步丰富

目前，公司已在 10 种疫苗产品的开发研制中取得显著的成果，形成了符合产业趋势且市场前景广阔的产品梯队。其中，四价流感病毒疫苗临床 III 期已经完成，预计 2017 年年底可以拿到生产批件，预计 2018 年上市；带状疱疹疫苗处于临床 II 期，预计 2018 年可以做临床 III 期。

2016 年 5 月 12 日，子公司长春长生与日本 Gene Techno Science 公司就阿达木生物仿制药项目签订了合作协议，GTS 公司同意将阿达木单抗生物仿制药在中国大陆（不包括香港、澳门、台湾）市场开发的许可权独家转让给长春长生，标志公司切入市场潜力巨大的单抗领域。



图表10. 公司的四价流感疫苗、带状疱疹疫苗处于临床试验中

疫苗名称	研发中	申请临床	临床获批	临床I期	临床II期	临床III期
四价流感疫苗						
带状疱疹疫苗						
23价肺炎多糖疫苗						
无细胞百白破疫苗						
百白破+Hib+AC群脑膜炎联合疫苗						
6价HPV疫苗						
二倍体细胞狂犬疫苗						
口服轮状病毒活疫苗						
黄热病减毒活疫苗						
新布尼亚病毒灭活疫苗						
阿达木单抗生物仿制药						

资料来源：公司年报、米内网、广证恒生

2016年8月3日，公司与北京重山远志投资管理中心(有限合伙)签署战略合作框架协议，后者将协助公司寻找、判断境内外并购业务标的，拓展在医疗大健康领域的产业链。未来2-3年内，公司将通过外延并购的方式补充产品梯队，丰富储备品种，外延方向不局限于疫苗类，同时考虑单抗、高分子药物等重磅品种，大力推动公司在生物治疗领域的发展。

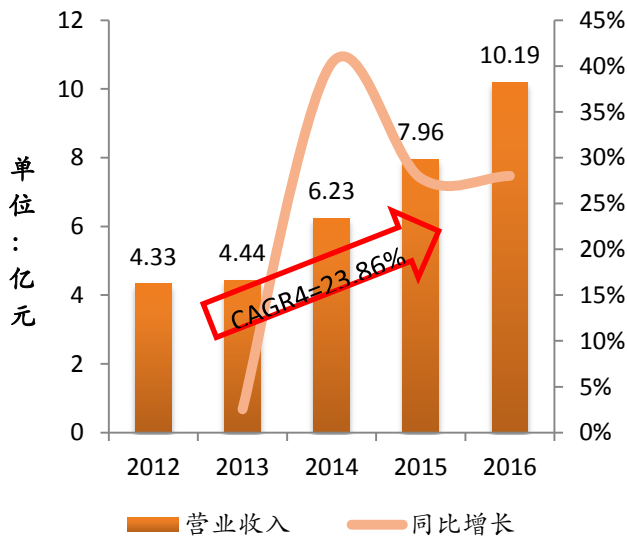
## 2. 业绩4年复合增速35%高增长，受益疫苗流通渠道调整，盈利能力提升

### 2.1 公司营收及利润稳步增长，4年业绩复合增速35%

作为国内产品结构最丰富的疫苗领袖企业之一，公司的经营规模和销售业绩在过去5年持续保持稳步高速增长。2016年，公司实现营业收入10.19亿元，同比增长28.02%，4年复合增速为23.86%；实现归母净利润4.23亿元（其中主营4.05亿元，略超业绩承诺），同比增长44.37%，4年复合增速为35.09%，净利润增速高于收入增速超10个百分点，公司经营规模和成长能力保持行业领先水平。

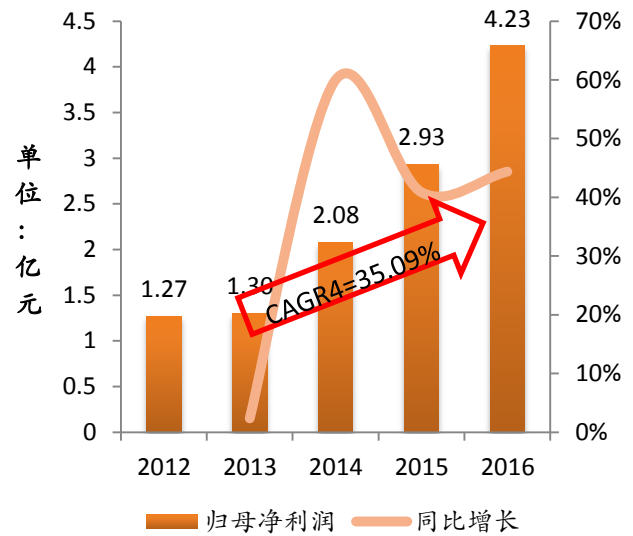


图表11. 公司营业收入4年复合增速为23.86%



资料来源: 公司公告、广证恒生

图表12. 公司净利润4年复合增速为35.09%

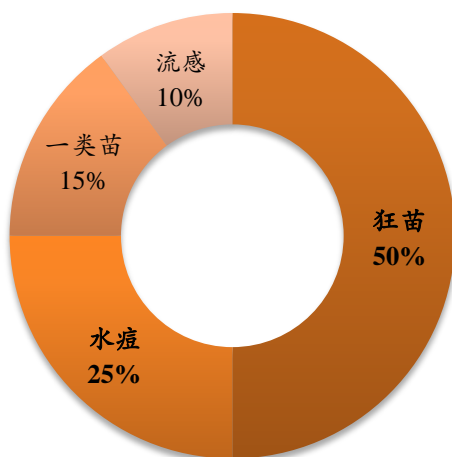


资料来源: 公司公告、广证恒生

## 2.2 狂犬及水痘占营收近80%，受益渠道改革净利率提升4个百分点

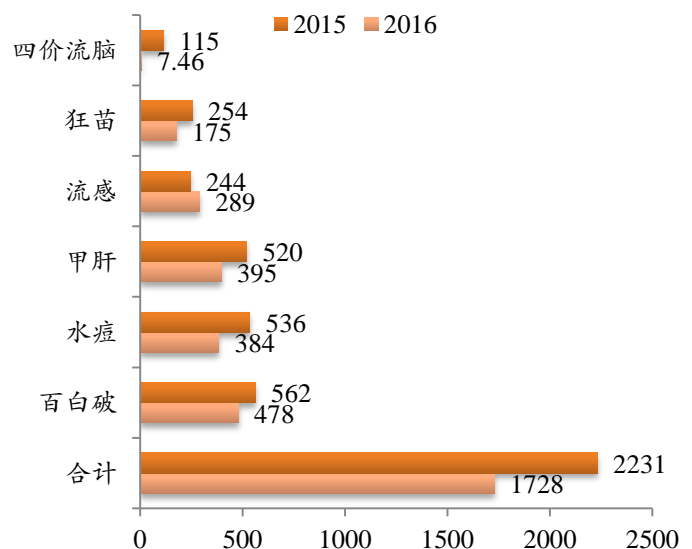
公司的核心产品是狂犬和水痘，两者合计营收占比接近80%。中检所2016年疫苗批签发数据显示，受山东疫苗事件和疫苗流通渠道变革等因素影响，公司大部分疫苗批签发数量出现了不同程度的下滑，总批签发数量从2015年的2231万人份下降至2016年的1728万人份，同比下滑29%，其中仅流感疫苗的销售量有所增长，主要是出口业务的增量。2017年随着疫苗销售逐步恢复，我们预计公司批签发总量有望回升至2000万人份，业绩有望增长约30%。

图表13. 公司核心产品是狂犬和水痘，占比近80%



资料来源: 根据2016年公司批签发数据测算、广证恒生

图表14. 公司2016年疫苗批签发总量下滑29%(万人份)



资料来源: 中检所2016批签发数据、广证恒生



2016年在批签发数量下滑29%的情况下，公司营收和净利润却分别实现同比28.02%和44.37%的较高增长，主要原因是疫苗出厂价“高开”带来收入和利润同步增长，具体分析如下：

(1) 从产品结构来看，公司疫苗产品种类丰富，其中一类疫苗业务基本未受到“山东非法经营疫苗案件”的影响，销售正常；核心产品狂苗和水痘属于刚性需求品种，由推广服务团队和自营团队组成的销售网络覆盖全国30多个省市，在疫苗新政下疫苗销量恢复较快，受到市场冲击较小。

(2) 从收入端来看，疫苗新政取消了疫苗批发企业经营疫苗的环节，相当于实行“一票制”，即疫苗出厂价从“低开”转“高开”，售价基本与招标价一致，平均涨价幅度达100%或以上，因此在销量下滑的情况下公司营收仍实现28.02%的增长；同时，由于单位分摊制造成本较为稳定，提价后产品毛利率显著提高（公司由于费用分摊的缘故三季度毛利率提高并不明显，需要等年报出来再做分析），例如康泰生物2016年Q3销售毛利率（75.48%）比2015年提高了12个百分点，智飞生物2016年毛利率（92.10%）比2015年提高了12个百分点。

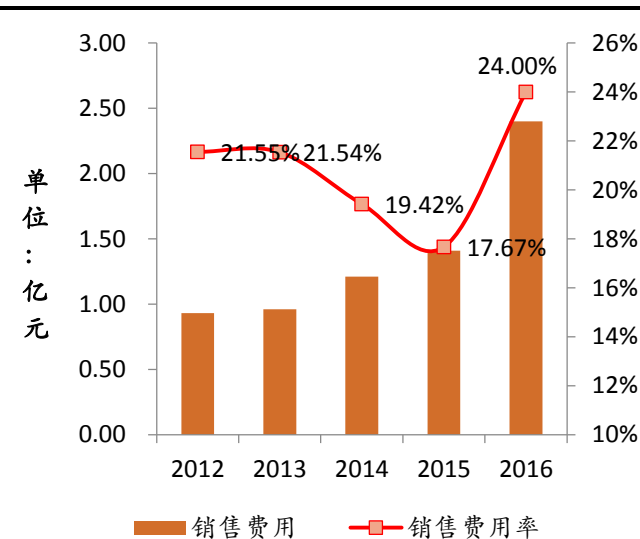
图表15. 公司多款疫苗产品出厂价涨幅达100%或以上

单位：元/人份	狂苗	水痘	甲肝	百白破	流感	四价流脑
低开出厂价	150	50	20	9	20	20
平均招标价	300	130	50	10.2	40	50
涨价幅度	100%	160%	150%	13%	100%	150%

资料来源：米内网、公司招股书、广证恒生整理

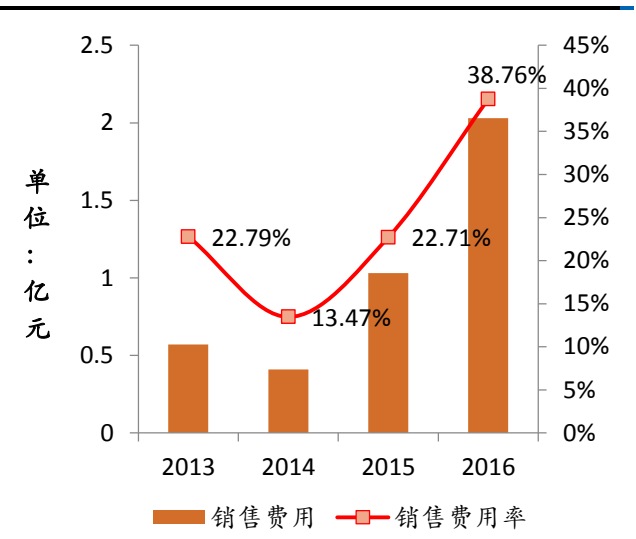
(3) 从费用端来看，流通渠道被进一步压缩，疫苗生产企业从经销转直销，需要大量招聘销售人员，承担仓储管理风险，构建冷链物流系统，导致销售费用率大幅提高；在税收方面，由于疫苗属于生物制剂，经营企业可以选择简易办法按照生物制品销售额和3%的征收率计算缴纳增值税，因此税费不会大幅增加，对利润的影响较小。

图表16. 长生2016年销售费用率显著提高



资料来源：公司公告、广证恒生

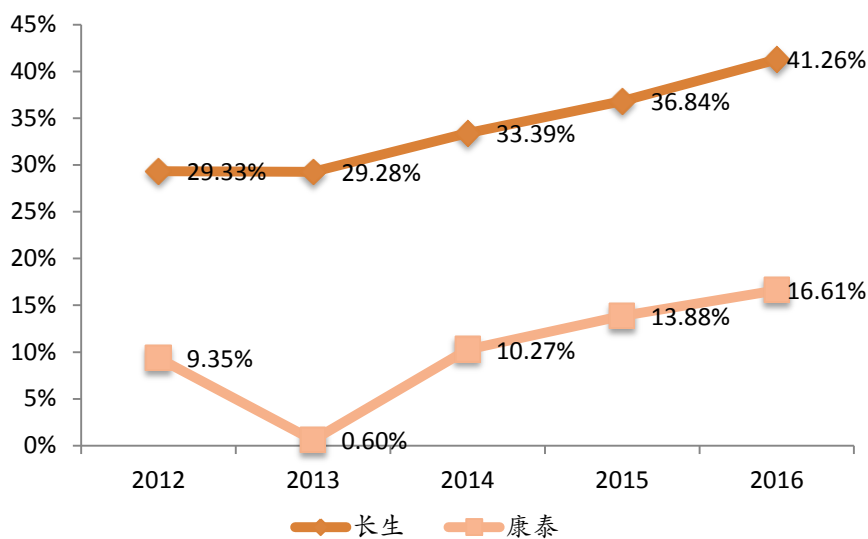
图表17. 康泰2016年销售费用率接近翻翻增长



资料来源：公司公告、广证恒生

虽然收入和费用同时增加，但是总体来看，疫苗出厂价的大幅增长有效对冲了销售费用的增加（2016年公司收入端增加2个多亿，销售费用只增加约1亿），净利率提高3-4个百分点。由于2016年疫苗新政是从二季度开始实行，尚不足一个完整会计年度，因此预计2017年净利率提升的变化相对显著。可见，在同等产品销量的前提下，疫苗流通渠道调整扩大了厂家的营收规模，也一定程度上提升其盈利能力。

图表18. 2016年长生生物和康泰生物的净利率提升了3-4个百分点



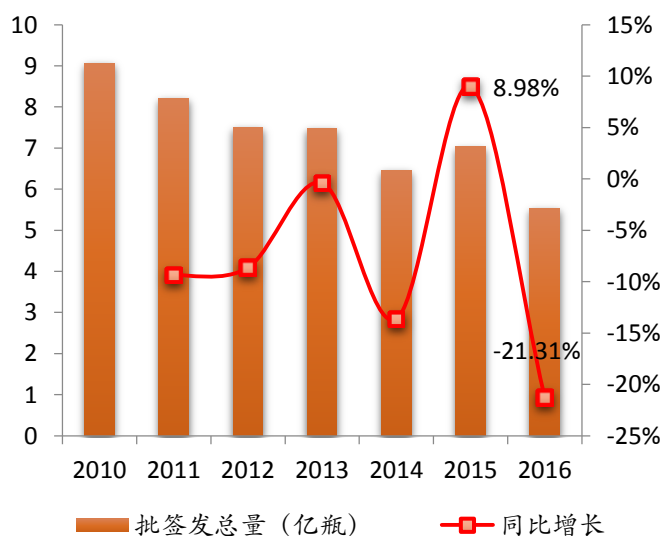
资料来源：公司年报、广证恒生

## 2.3 “疫苗新政”实施，疫苗行业终端销售逐步恢复

2016年4月23日，国务院修改《疫苗流通和预防接种管理条例》，疫苗采购需在省级公共资源交易平台上进行，但全国大部分省份尚没有这样的平台，因此各地停止了第二类疫苗的采购工作，市场上出现缺货，全国多地陆续出现接种不到第二类疫苗的现象。

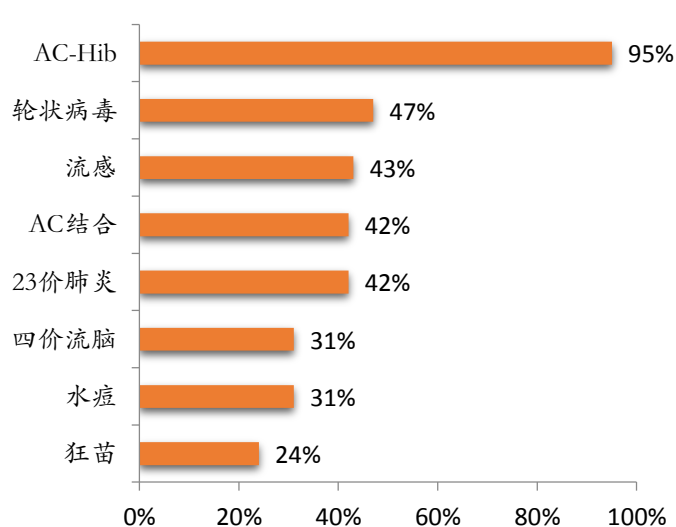
2016年6月国家推出疫苗流通过渡期政策，提出条件不成熟的省市可以参照现有的一类苗采购模式采购二类苗，或者由县级以上疾病预防控制机构直接向疫苗生产企业订购，疫苗紧缺现象得到部分缓解，但疫苗终端销售仍受到较大冲击：我们统计2016年批签发总量5.54亿瓶/剂/粒，同比下滑21.3%，其中二类疫苗受影响较大，较2015年减少了5712.8万瓶/剂/粒，下滑近1/3。

图表19. 2016年疫苗批签发数量总体下滑21.31%



资料来源：中检所、广证恒生

图表20. 多款二类苗批签发数量出现较大幅度下滑

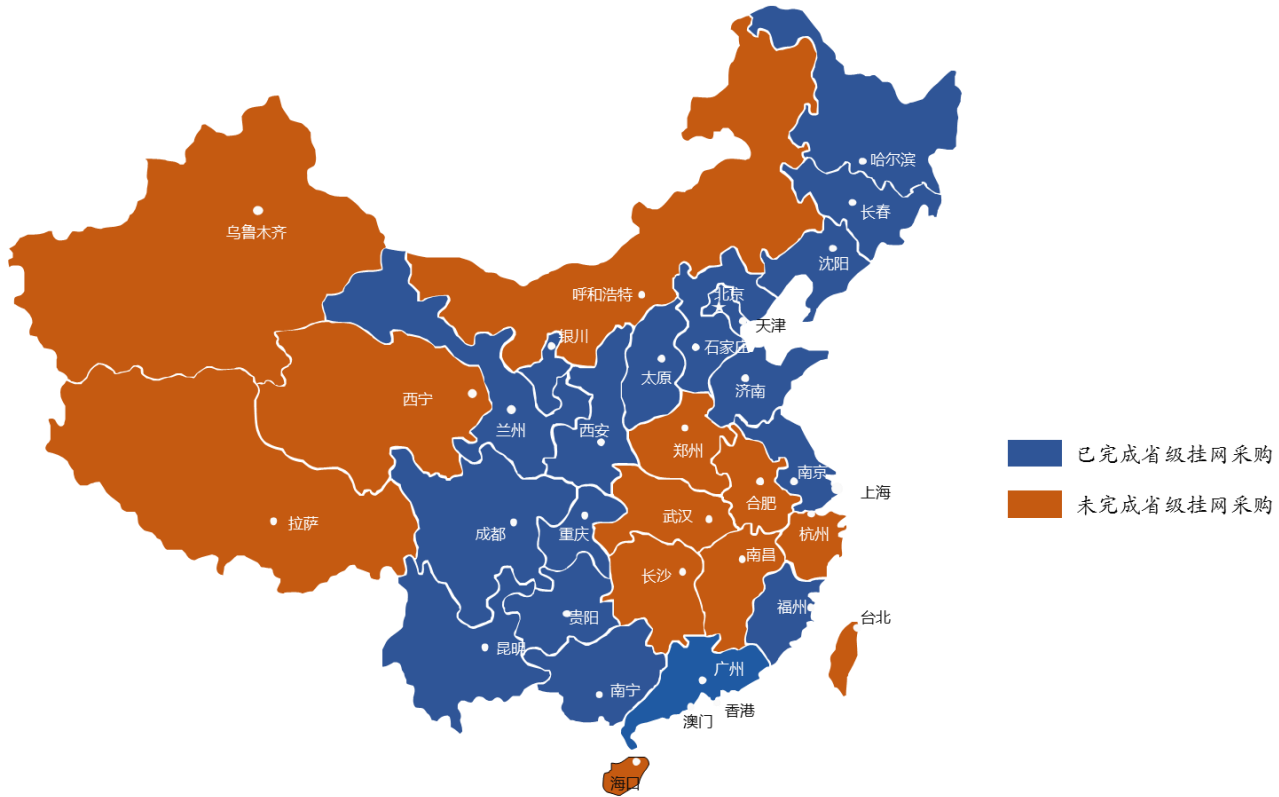


资料来源：中检所、广证恒生

进入2017年一季度，山东疫苗事件的负面影响逐渐消除，以国务院办公厅印发《关于进一步加强疫苗流通和预防接种管理工作的意见》为契机，疫苗新政在全国各省市陆续落地实施，各省级疾控中心正积

极筹建省级公共资源交易平台，我们统计目前全国共有 19 个省市完成省级挂网采购，加上民众对疫苗的消费和使用渐趋理性，主动接种意愿增强，疫苗终端销售正逐步恢复。

图表21. 全国超过一半的省市已建立省级公共资源交易平台，实施二类疫苗直接挂网采购



资料来源：各省市疾控中心官网、广证恒生整理

根据国务院修订的《疫苗流通和预防接种管理条例》，接种单位接种第一类疫苗不得收取任何费用，接种单位接种第二类疫苗可以收取服务费、接种耗材费，具体收费标准由所在地的省、自治区、直辖市人民政府价格主管部门核定。但是在“疫苗新规”颁布之前，大部分省市地区没有疫苗接种服务费这个项目，所以也没有制定统一的收费标准，各地暂行的二类疫苗接种服务费按当地基层医疗卫生机构一般诊疗费标准执行，一般不超过 10 元/人次，收费偏低。在新政实施导致成本增加的情况下，接种单位对二类苗的推广缺乏积极性，进一步导致二类苗终端接种量下滑。

针对以上问题，国务院在《关于进一步加强疫苗流通和预防接种管理工作的意见》中提出，完善预防接种相关价格政策，科学合理核定接种单位第二类疫苗接种服务费标准。今年以来，包括山东、广东、甘肃等在内的省份制定了统一的二类苗接种服务收费标准（基本在 20-25 元之间），进一步提高接种单位推广二类苗的积极性，我们预计二类苗终端接种量有望逐渐恢复。

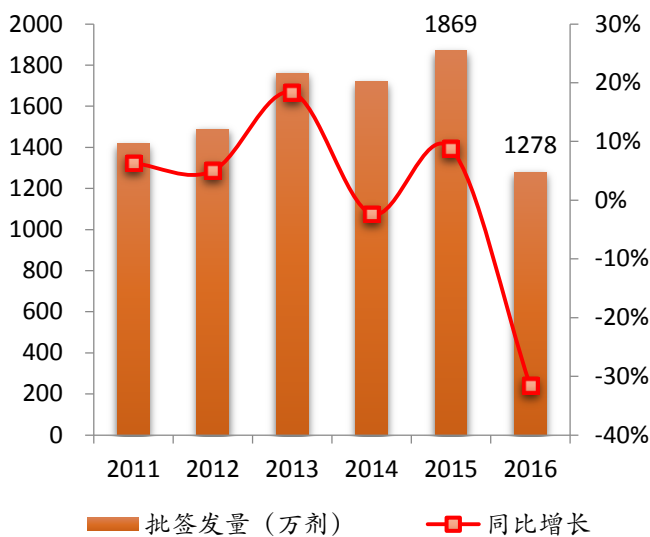


## 3. 三大疫苗品种打开市值成长空间，未来持续高增长可期

### 3.1 水痘疫苗一针变两针，市场空间有望翻翻超 40 亿

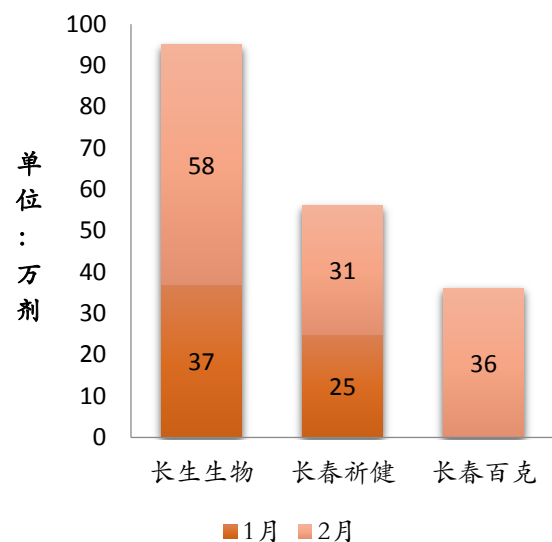
水痘是一种呼吸道及接触传播的病毒性传染病，水痘疫苗是预防水痘感染的唯一手段。2010-2015 年其批签发量呈稳步上升态势，基本稳定在 1800 万剂左右，终端接种率 90% 以上。2016 年受山东疫苗事件影响，批签发量减少了超过 500 万剂。根据 2016 年的批签发数据，公司市占率约 30%（384 万剂），市场排名第二，第一名长春百克 34%（427 万剂）。2017 年一季度恢复较快，公司批签发数量共 95 万剂，领先同行。

图表22. 水痘疫苗 2016 年批签发数量下降近 600 万剂



资料来源：中检所、广证恒生

图表23. 2017Q1 公司水痘疫苗批签发恢复较快



资料来源：中检所、广证恒生

根据江西省、广西省 2017 年二类疫苗招投标情况，水痘疫苗的招标价在 130 元/剂以上，以 1800 万剂/年计算，总市场规模约 23.40 亿元，未来在二胎政策的刺激下有望进一步扩容。

图表24. 水痘疫苗的招标价在 130 元/剂以上

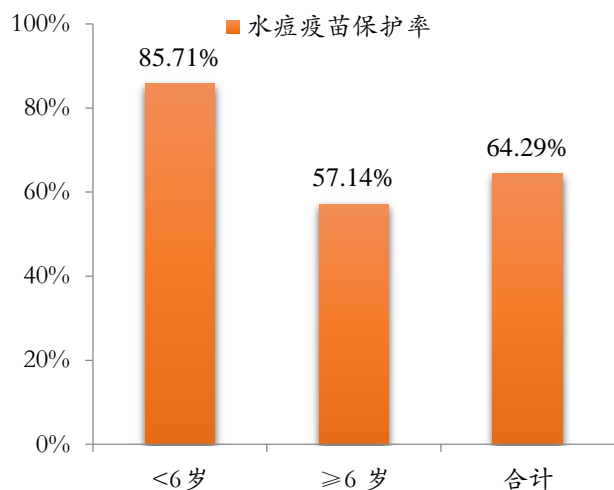
规格	生产厂家	广西中标价 (元)	江西中标价 (元)
预充式, 0.5ml/瓶	长春百克	149.8	149.8
	长生生物	148	-
西林瓶, 0.5ml/瓶	长春百克	136	136
	长春祈健	136	136
	上海所	136	136
	长生生物	131	131

资料来源：广西/江西疾控中心、广证恒生

目前，国内绝大多数省（区、市）水痘疫苗接种采用“一针法”，即孩子满 1 周岁后接种一针水痘疫苗，虽然接种率已经接近 90%，但由于突破病例（接种水痘疫苗 42 d 后发生的水痘病例）的比例越来越

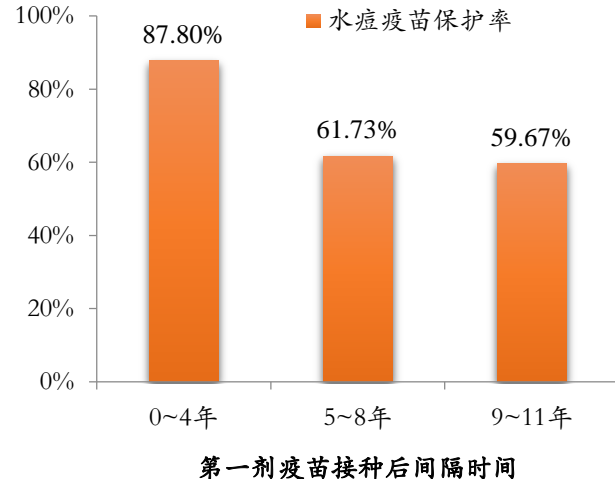
大, 水痘疫情屡有暴发, 多地区出现接种过一针疫苗的儿童仍然患水痘的病例, 接种一剂水痘疫苗对于水痘疫情的防控并不理想。研究显示, 随着接种后时间的推移, 疫苗的保护效果逐渐降低。因此, 专家建议尽早将水痘疫苗两针法纳入常规免疫程序, 巩固人群免疫力, 防止水痘疫情的蔓延。

图表25. 接种1剂水痘疫苗保护效果有限



资料来源:《中华微生物学和免疫学杂志》、广证恒生

图表26. 接种1剂水痘疫苗保护效果随时间逐渐减退



资料来源:《热带医学杂志》、广证恒生

2006年, 美国疾病预防控制中心和美国儿科学会即开始推荐接种两针水痘疫苗。近几年, 国内的不少省市, 如北京、山东、福建、黑龙江等先后建议辖区内实施两剂水痘疫苗接种程序。北京于2012年开始实施两剂程序, 2013年大规模推广, 常规接种量几乎增加一倍。我们预计, 如果水痘两针法全国铺开, 市场规模将翻翻超40亿。

图表27. 北京市丰台区各年水痘疫苗常规接种量: 两针法实施后常规接种量几乎增加一倍 (单位: 人次)

剂次	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
第1剂	24479	21423	25008	25542	24539	25722	24986
第2剂	-	-	-	6385	35056	23149	20822
合计	24479	21423	25008	31927	59595	48871	45808

资料来源:《预防医学情报杂志》、广证恒生

目前, 国内仅有长生生物和长春百克的水痘疫苗可以使用2针法接种, 竞争格局良好; 公司于2013年取得药品补充申请批件(2013B01387)获准对13周岁以上人群接种两针水痘疫苗, 是国内唯一可以同时为1-12岁及13岁及以上人群接种2剂水痘疫苗的厂家, 实现与国际水平的接轨, 技术优势明显。

图表28. 公司的水痘疫苗技术优势明显

# 技术优势

国内率先采用无人血蛋白成分、无明胶技术，大大降低疫苗接种过敏反应并避免人血白蛋白在生物安全性方面的隐患。

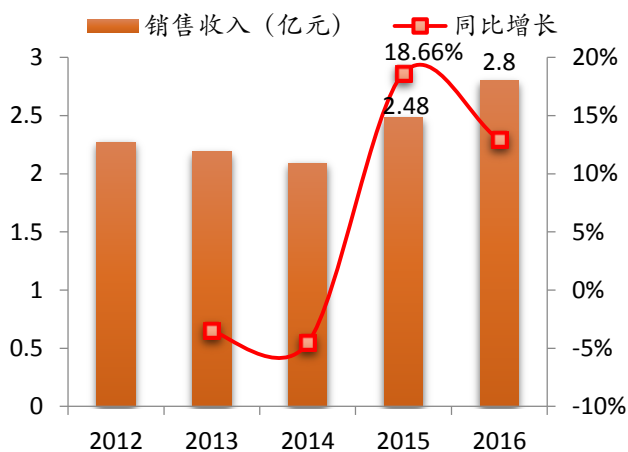
国内首家使用冻干水痘减毒活疫苗预充器接种方法。

国内唯一一家可以同时为1-12岁及13岁及以上人群接种2剂水痘疫苗的企业，实现与国际水平的接轨。

资料来源：公司年报、广证恒生整理

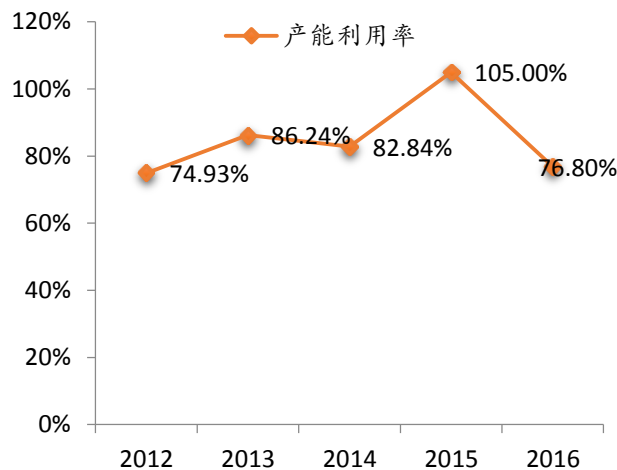
公司的水痘疫苗销售稳定，产能利用率较高。2015年批签发数量536万人份，产能利用率超100%（产能500万人份），销售收入2.48亿元，同比增长18.66%，主要是出口业务大幅增加所致（2014年出口41.09万人份，2015年一季度即实现出口61.10万人份），2016年受“疫苗新政”影响，国内批签发下滑至384万人份。未来随着水痘疫苗“一针变两针”的普及、出口市场的进一步巩固和开拓，水痘疫苗有望继续推动公司营业收入的稳步增长。

图表29. 公司水痘疫苗营收稳定增长



资料来源：公司公告、广证恒生

图表30. 公司水痘疫苗产能利用率较高



资料来源：公司公告、广证恒生

## 3.2 流感四价有望替代三价，替代空间至少16亿

WHO 报告：全球 80-90% 的人为流感易感人群，接种疫苗为预防流感的最好手段。国内的流感疫苗主要有三种：第一代全病毒灭活疫苗、第二代裂解疫苗和第三代亚单位疫苗。目前中检所批签发的主要是流感裂解疫苗，该疫苗在灭活疫苗的基础上裂解流感病毒，免疫效果好、安全性较高。



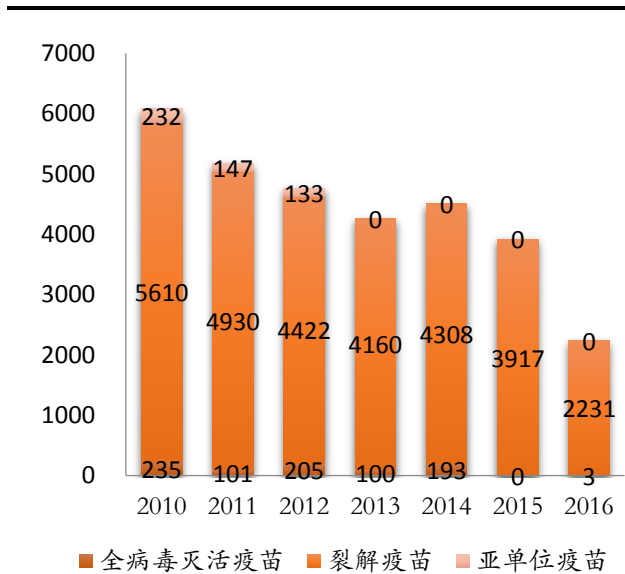
图表31. 国内的流感疫苗主要有三种，目前国内主要使用流感裂解疫苗

流感疫苗种类	优点	缺点
第一代：全病毒灭活疫苗	较高的免疫原性和相对较低的生产成本	在接种过程中副反应发生率较高，同时不得应用于6岁以下儿童，我国2014年后基本没有再批
第二代：裂解疫苗	免疫效果好、安全性较高，是世界上最先进的流感疫苗	在制备过程中须添加和去除裂解剂
第三代：亚单位疫苗	较安全，副作用小，价格便宜	免疫源性较弱不如裂解疫苗，我国自2013年起没有再批

资料来源：互联网、广证恒生整理

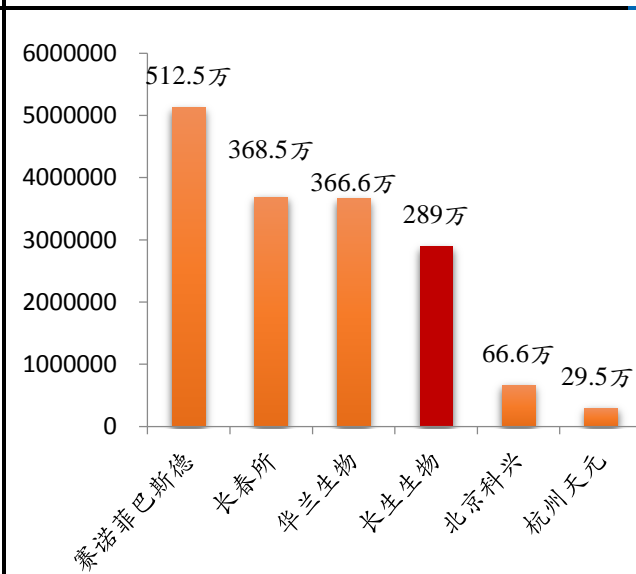
2009-2010年受甲流疫情爆发的影响，国内流感疫苗批签发量达到6000多万人份的峰值（不包括甲流疫苗），随后开始回落并稳定在4000万人份左右，一方面是因为流感疫情得到控制，另一方面流感病毒每年都在变异，每年的疫苗都是针对当年流行毒株进行研制，造成生产企业研发滞后，加上新版GMP标准的影响，国内流感疫苗批签发量呈下降趋势。2016年公司的流感疫苗批签发量为289万人份，相比2015年增加了45万人份，市场排名第四，销售收入接近1个亿，同比增长接近100%，主要是出口业务带来的增量。

图表32. 国内流感疫苗批签发量回落至4000万人份



资料来源：中检所、广证恒生

图表33. 公司流感疫苗批签发量排名第四



资料来源：中检所、广证恒生

根据江西省、广西省2017年二类疫苗招投标情况，流感病毒裂解疫苗中标价约40元/人份，以4000万人份/年计算，总市场规模约16亿元。目前国内流感疫苗在易感人群中的接种率仅3-5%，对比欧美发达国家30%的接种率，仍有较大的提升空间。



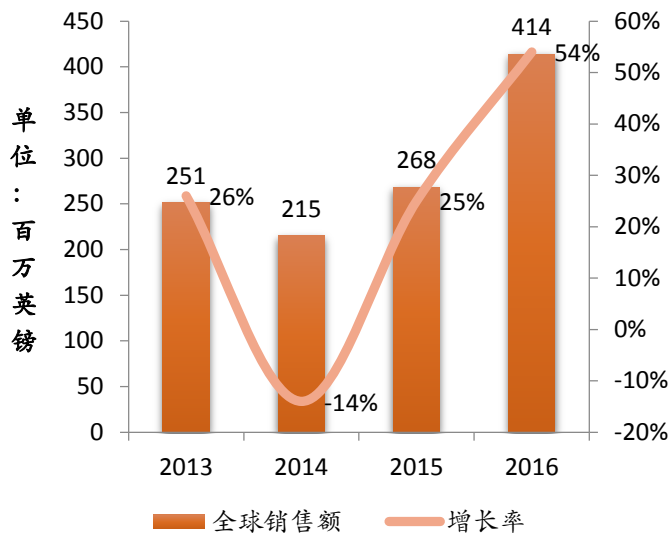
**图表34. 流感病毒裂解疫苗中标价约 40 元/人份**

规格	生产厂家	广西中标价（元）	江西中标价（元）
儿童西林瓶,0.25ml/瓶(2瓶/人份)	上海所	28	26
	<b>长生生物</b>	<b>23</b>	-
	大连雅立峰	23	-
	北京科兴	26	22
儿童预充式,0.25ml/瓶(2瓶/人份)	大连雅立峰	26	24
	长春所	31	27
	上海所	31	27.2
	北京科兴	27.5	23
	赛诺菲	47	-
	华兰生物	25	-
	<b>长生生物</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
成人西林瓶,0.5ml/瓶(1瓶/人份)	大连雅立峰	45	37
	长春所	44	30.8
	上海所	47	40
	华兰生物	41	-
	<b>长生生物</b>	<b>45</b>	-
	北京科兴	43	36
成人预充式,0.5ml/瓶(1瓶/人份)	大连雅立峰	49	42
	长春所	53	47
	上海所	53	47.5
	华兰生物	46.5	-
	北京科兴	47.5	39
	<b>长生生物</b>	<b>49</b>	<b>47</b>

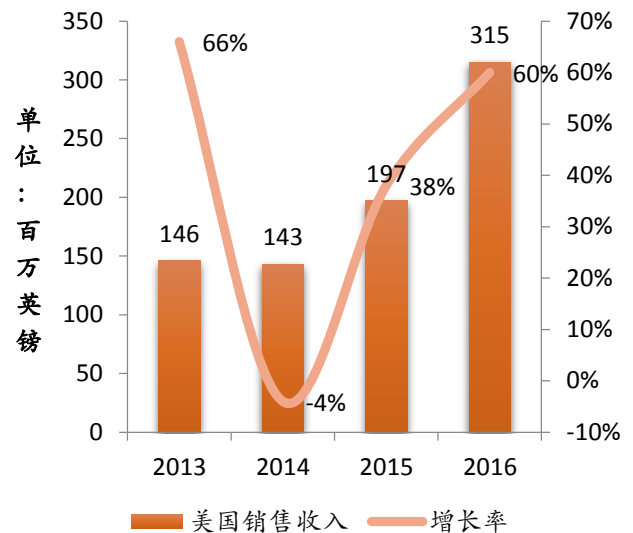
资料来源：广西/江西疾控中心、广证恒生

目前国内上市的流感疫苗主要是三价疫苗，包含两种 A 型流感（H3 和 H1）和一种 B 型流感（BV 或 BY），其中 B 型流感病毒代表 20~25% 流行的流感病毒株，是所有年龄组流感相关疾病发生率和死亡率的常见原因。由于 BV 和 BY 之间交叉保护较低，多年的流行病学调查证实，**三价流感疫苗对部分接种人群没有保护效果，而四价疫苗可以预防所有 B 型流感，保护范围更大。**世界卫生组织在 2012 年 2 月第一次提出了一项关于四价流感疫苗应包含两种乙型谱系毒株的建议。

目前美国上市的四价流感灭活疫苗主要是 GSK 的 Fluarix（2012 年获批，2013 年首个上市销售的 4 价流感疫苗）/FluLaval（2013 年获批）和赛诺菲的 Fluzone（2014 年获批）。2013 年 Fluarix 和 FluLaval 在美国的推出使得相应疗法的销售额上涨了 26%，达到 2.51 亿英镑，其中美国市场的销售额大幅上涨 66% 至 1.46 亿英镑。2016 年 Fluarix 和 FluLaval 实现全球收入 4.14 亿英镑，同比增长 54%，增长势头强劲。

**图表35. Fluarix/FluLaval 全球销售收入大幅增长**


资料来源：GSK 年报、广证恒生

**图表36. Fluarix/FluLaval 在美国销售增长强劲**


资料来源：GSK 年报、广证恒生

根据 CFDA 的数据,目前国内已经开展四价流感临床试验的有 4 个厂家,分别是长生生物、华兰生物、武汉所、江苏金迪克生物,其中公司和金迪克均已完成三期临床,其他 9 个厂家均处于临床申请或临床获批阶段。预计公司四价流感疫苗 2017 年底拿到生产批件,2018 年上市,有望成为国内首个上市的四价流感疫苗。

**图表37. 公司的四价流感疫苗研发进度较快,有望首家上市**

厂家名称	申请临床	临床获批	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	完成三期临床
长生生物						
江苏金迪克						
华兰生物						
武汉所						
智飞生物						
赛诺菲巴斯德						
科兴生物						
浙江天元						
上海所						
成都康华						
沃森生物						
天坛生物						
成大生物						

资料来源：米内网、广证恒生

参考四价流感疫苗在美国的销售情况,四价流感作为现有疫苗的改良性品种,具备一定的市场教育基础,我们预计该疫苗在国内上市能增厚公司业绩,成为公司新的业绩增长点。未来随着国内流感疫苗接种率的提升,假设 10% 以上的接种率,市场规模有望达 40 亿。

### 3.3 带状疱疹疫苗，国内市场空白的潜力重磅品种

水痘-带状疱疹病毒 (varicella-zoster virus, VZV) 是一种具有高度传染性的疱疹病毒，主要经接触和飞沫传播，人是其唯一的宿主。该病毒经呼吸道或结膜进入人体，初次感染可引发水痘，之后长期潜伏于脊髓后根神经节或脑神经感觉神经节内。当机体免疫力下降时，潜伏的病毒再次被激活，沿感觉神经到达支配的皮肤，迅速增殖复制引起带状疱疹 (herpeszoster, HZ)。最常见的严重并发症是 VZV 感染后神经痛 (post-herpetic neuralgia, PHN)，疼痛可持续数月，在重症患者中可达数年，导致生活质量下降。其他并发症包括神经系统障碍 (脑膜炎、脊髓炎和血管病变等) 以及眼部疾病 (急性或慢性外层视网膜坏死) 等。

图表38. VZV 初次感染及再激活示意图

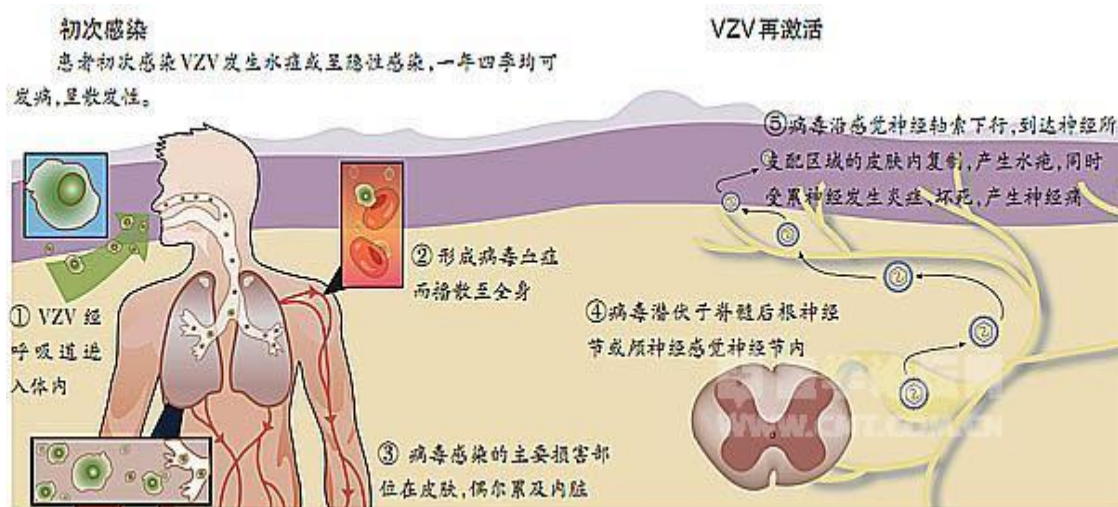
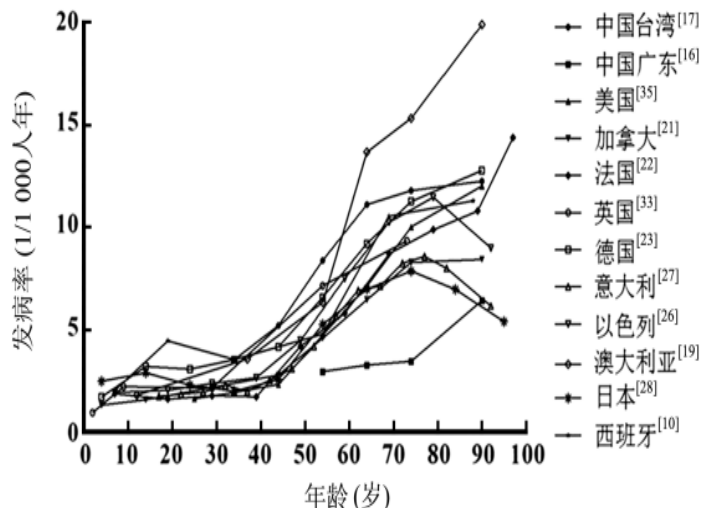


图 VZV初次感染及再激活示意图

资料来源：互联网、广证恒生

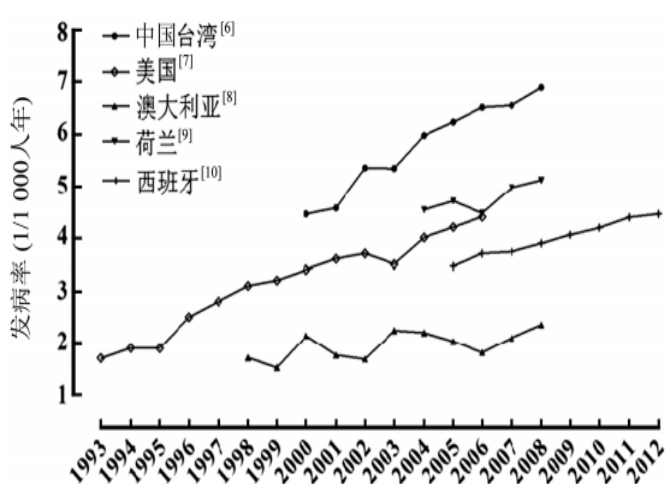
随着年龄的增长，HZ 发病率及严重程度也随之上升，有研究显示，60%以上 HZ 患者患病年龄超过 50 岁，近半数 85 岁以上老年人发生过至少一次 HZ，全人群年龄调整的 HZ 发病率为 3.4/1000 人年~5.0/1000 人年。因此，近年来随着人口老龄化加剧，加之慢性疾病高发导致免疫力下降，HZ 在全球多个国家的发病率呈缓慢上升趋势。

图表39. HZ 发病率随着年龄增长而上升



资料来源：《中华微生物学和免疫学杂志》、广证恒生

图表40. HZ 的发病率呈缓慢上升趋势

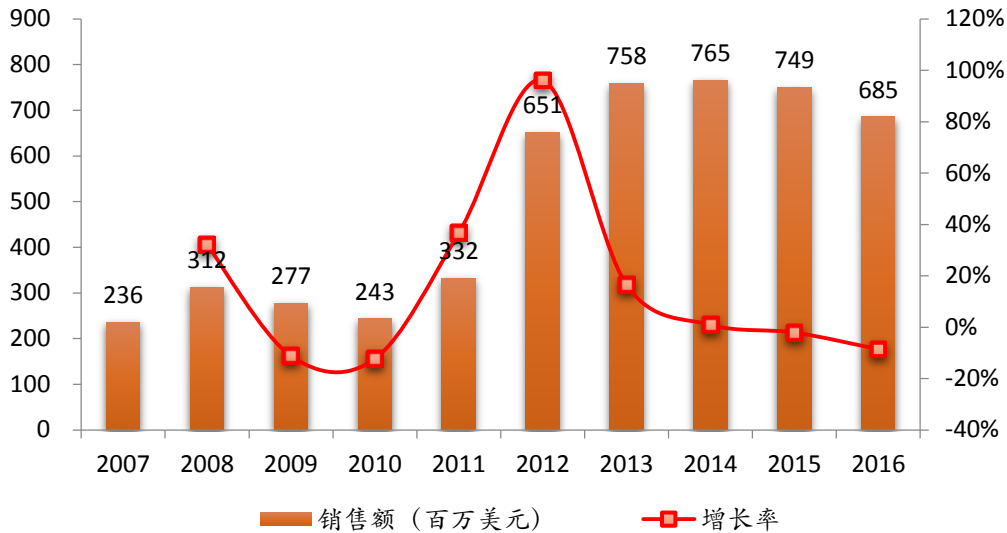


资料来源：《中华微生物学和免疫学杂志》、广证恒生

在我国，HZ 未被列入国家甲乙类法定报告传染病范畴，流行病学数据较少。一项针对广东 50 岁以上人群的研究显示，2011-2013 年间 HZ 年发病率分别为 4.1 /1000、3.4 /1000 和 5.8 /1000 人年，与英国 HZ 发病率相近。

针对 HZ 及 PHN，临床上尚无有效的治疗药物。因此，研发疫苗成为控制 HZ 及其并发症的重要手段。默沙东的 Zostavax 是国外唯一获批上市的带状疱疹疫苗，2015 年销售额达 7.5 亿美金，已在欧盟、美国、加拿大等 60 多个国家被批准使用，是名副其实的重磅品种。

图表41. 默沙东的带状疱疹疫苗 Zostavax 是名副其实的重磅疫苗



资料来源：默沙东年报、广证恒生

注：近几年销量有所下滑，主要是因为随着疫情的缓解，Zostavax 在美国的销量逐年萎缩，目前默沙东在着力开发美国以外的市场。

2016 年底，葛兰素史克向美国 FDA 提交批准带状疱疹疫苗 Shingrix 的生物制品许可申请，目前已完成三期临床试验，尚未获批，但鉴于 HZ/su 的临床结果明显好于前者，国外分析师预测 Shingrix 上市后的销售额能够超过 10 亿美金。

图表42. Shingrix 的临床结果明显好于 Zostavax

比较项目	Zostavax	Shingrix
生产商	默沙东	葛兰素史克
疫苗类型	冻干、减毒活疫苗	重组亚单位疫苗
疫苗成分	带状疱疹疫苗 Oka 株	糖蛋白 E(gE)、佐剂 AS01B
适用年龄范围	≥50 岁	≥50 岁
免疫程序	0d	0/2 月
免疫途径	皮内注射	肌肉注射
上市时间	2006 年	尚未获批
疫苗保护率	50~60 岁人群为 69.8%，60 岁以上人群为 61.1%	50 岁及以上人群中高达 97.2%
综合评价	降低老年人群中 HZ 和 PHN 的发病率；随年龄升高保护率降低	显著降低 50 岁及以上人群 HZ 发病率；各年龄组保护率相仿

资料来源：《中华微生物学和免疫学杂志》、广证恒生



随着我国社会人口老龄化趋势的不断发展，HZ 防控形势日益严峻，目前中国大陆尚无带状疱疹疫苗上市，进口厂家默沙东申请临床但没有获批，国产厂家仅有**长生生物**和**长春百克**开展临床试验，竞争格局良好，两者同处于 II 期临床阶段，**预计最快于 2019/2020 年上市**。根据国家统计局的数据，2016 年我国 60 周岁及以上人口 2.31 亿人，占总人口的 16.7%，同比增加 0.6 个百分点，以香港带状疱疹疫苗接种价格（约 1000 元/针）的 50% 即 500 元/针计算，假设接种率为 10%，则国内理论市场规模达 100 亿以上，具有巨大的发展潜力，该疫苗的上市将为公司的业绩腾飞注入强大的发展动力，值得关注。

图表43. 公司的带状疱疹疫苗处于 II 期临床，有望于 2019/2020 年上市

厂家名称	申请临床	临床获批	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	完成三期临床
长生生物						
长春百克						
北京万泰						
长春祈健						
上海所						

资料来源：米内网、广证恒生

带状疱疹疫苗在 2015 年全球前十大畅销疫苗中排名第八，是少数几个国内市场尚且空白的重磅潜力品种，其他大品种如 HPV 疫苗、13 价肺炎疫苗、EV71 疫苗在国内已经有同类产品获批，行业竞争激烈。我们认为，国产 VZV 疫苗在国内临床试验进度远远领先进口厂家，竞争优势明显，未来将大概率主导国内 VZV 疫苗市场，看好公司在 VZV 疫苗研发的领先优势，未来有望抢先获批成为独家品种。

图表44. 带状疱疹疫苗在 2015 年全球前十大畅销疫苗中排名第八（单位：亿美元）

批名	商品名	用途	厂家	销售额
1	Prenar/Prevnar13	肺炎球菌疫苗	辉瑞	62.45
2	Gardasil/Gardasil 9	人乳头瘤病毒疫苗	默沙东	19.09
3	ProQuad,M-M-R,Varivax	麻疹-腮腺炎-风疹-水痘四联疫苗；麻疹-流行性腮腺炎-风疹三价疫苗；水痘病毒活疫苗	默沙东	15.05
4	Pentacel,Pentaxim、Imovax	白喉、破伤风、百日咳、脊髓灰质炎和 B 型流感嗜血杆菌五联苗；脊髓灰质炎疫苗	赛诺菲	15.15
5	Vaxigrip、Fluzone	流感疫苗	赛诺菲	14.86
6	Infanrix/Pediarix	白喉、破伤风类毒素、百日咳、乙型肝炎和脊髓灰质炎五联灭活疫苗	GSK	11.21
7	Havrix、Twinrix	甲型肝炎灭活疫苗 (Havrix)；甲型肝炎灭活疫苗和乙型肝炎 (重组体) 疫苗 (Twinrix)；乙肝疫苗 (Engerix-B)	GSK	8.26
8	Zostavax	带状疱疹病毒活疫苗	默沙东	7.49
9	Menactra	脑膜炎双球菌疫苗	赛诺菲	6.9
10	Rotarix	口服轮状病毒减毒活疫苗	GSK	6.38

资料来源：广证恒生整理



## 4. 盈利预测

### 假设前提：

1. 疫苗新政逐步落地，省级公共资源交易平台逐步建立，公众对二类苗的认识趋于理智，终端接种意愿增强，疫苗市场进一步恢复；
2. 2017 年公司疫苗批签发数量逐步恢复，整体回升 15%-20%，接近 2000 万人份；
3. 2018 年四价流感顺利上市，加上疫苗终端销售进一步恢复，总批签发数量上升至 2300 万人份左右；
4. 2016 年公司产品出厂价从二季度开始“高开”，2017 年全年“高开”，因此预计 2017 年提价因素仍会对公司收入产生积极影响；

图表45. 公司主营业务业绩拆分和盈利预测

单位：万人份		狂苗	水痘疫苗	甲肝疫苗	百白破疫苗	三价流感	四价流脑	四价流感	合计	净利率	净利润/亿元	同比增长
2015 A	批签发	254	536	520	562	244	115		2,231			
	出厂单价	142	46	20	9	20	20					
	收入/亿元	3.61	2.48	0.72	0.48	0.55	0.06		7.90			
2016 A	批签发	175	384	395	478	289	7.46		1,728			
	出厂单价	300	130	50	10	40	50					
	收入/亿元	5.00	2.80	0.70	0.50	1.00	0.12		10.12	40%	4.05	44.30%
2017 E	批签发	200	430	440	530	370	30		2000			
	出厂单价	300	130	50	10	40	50					
	收入/亿元	5.50	3.61	1.80	0.54	1.50	0.15		13.09	40%	5.24	29.29%
2018 E	批签发	230	480	480	550	300	60	200	2300			
	出厂单价	300	130	50	10.2	40	50	50				
	收入/亿元	6.20	4.20	2.20	0.56	1.20	0.30	1.00	15.66	40%	6.26	19.63%

注：由于当年实际销售量往往小于批签发量，因此表中的收入金额小于批签发数量和出厂单价的乘积；政府补贴、理财收益等没有考虑在内。



附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	3053.02	3262.89	2949.34	2896.08	<b>经营活动现金流</b>	185.64	253.92	515.66	601.32
现金	2259.13	2219.56	1753.28	1500.36	净利润	293.08	423.29	542.92	644.34
应收账款	459.06	477.71	686.64	780.33	折旧摊销	26.99	38.69	53.65	66.42
其它应收款	13.51	11.08	18.28	19.51	财务费用	0.01	-31.07	-20.38	5.17
预付账款	27.24	22.55	28.65	29.39	投资损失	-0.16	0.00	0.00	0.00
存货	274.18	439.42	404.34	487.83	营运资金变动	-162.64	-181.03	-55.59	-120.69
其他	19.90	92.57	58.16	78.66	其它	28.36	4.04	-4.93	6.07
<b>非流动资产</b>	641.54	740.21	953.53	1092.71	<b>投资活动现金流</b>	107.31	-154.16	-258.57	-209.80
长期投资	42.31	24.04	33.17	28.61	资本支出	-68.33	-177.47	-205.11	-194.08
固定资产	423.82	576.34	736.65	871.57	长期投资	-15.85	46.99	-23.50	11.75
无形资产	51.50	74.74	97.40	120.99	其他	191.49	-23.68	-29.97	-27.46
其他	123.91	65.09	86.31	71.54	<b>筹资活动现金流</b>	1513.52	-139.33	-723.37	-644.45
<b>资产总计</b>	3694.56	4003.10	3902.87	3988.79	短期借款	50.00	-25.00	254.71	417.35
<b>流动负债</b>	371.79	417.38	768.14	1265.01	长期借款	5.50	0.01	0.01	0.01
短期借款	50.00	25.00	279.71	697.06	其他	34.81	-114.34	-154.11	-237.83
应付账款	67.40	77.83	82.91	92.63	<b>现金净增加额</b>	1806.47	-39.57	-466.28	-252.92
其他	254.39	314.55	405.52	475.31					
<b>非流动负债</b>	35.89	20.94	25.48	26.79	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期借款	5.50	5.51	5.51	5.52	<b>成长能力</b>				
其他	30.39	15.44	19.97	21.27	营业收入增长率	643.87%	27.21%	29.35%	19.63%
<b>负债合计</b>	407.68	438.33	793.62	1291.79	营业利润增长率	2130.67%	45.57%	24.36%	18.07%
少数股东权益	1.25	1.27	1.30	1.33	归属于母公司净利润	1966.29%	44.07%	28.49%	18.60%
归属母公司股东权益	3285.63	3563.51	3107.96	2695.66	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3694.56	4003.10	3902.87	3988.79	毛利率	77.67%	82.21%	83.73%	84.99%
					净利率	36.84%	41.72%	41.45%	41.09%
					ROE	14.66%	12.33%	16.26%	22.18%
					ROIC	8.00%	11.02%	15.47%	19.07%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	11.03%	10.82%	20.37%	32.45%
					净负债比率	13.61%	7.06%	36.06%	54.47%
					流动比率	821.16%	791.41%	383.22%	228.50%
					速动比率	747.42%	692.82%	330.68%	190.01%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	35.53%	26.32%	33.14%	39.69%
					应收账款周转率	319.29%	216.06%	224.85%	213.50%
					应付账款周转率	366.77%	258.54%	275.29%	267.75%
					<b>每股指标（元）</b>				
					每股收益（最新摊薄）	30.23%	43.55%	55.96%	66.37%
					每股经营现金流（最	38.30%	29.11%	50.09%	61.95%
					每股净资产（最新摊	677.88%	367.49%	320.46%	277.83%
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.36	37.45	29.14	24.57
					P/B	2.44	4.44	5.09	5.87
					EV/EBITDA	23.13	26.81	21.49	18.23

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



### 广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。





廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG