



**买入**

**49% ↑**

目标价格:人民币 9.24

000078.CH

价格:人民币 6.20

目标价格基础:32倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

# 海王生物

## 外延加速实现跨越式发展, 打造区域流通龙头

医药商业领域受政策驱动集中度迅速提升, 2017年“两票制”落地将促使区域龙头具有更强并购整合动力, 在市场更替中抢占更大份额。海王生物抓住行业整合良机积极开疆拓土, 在山东、河南、安徽、黑龙江等地区通过兼并收购快速占领市场, 有望成为区域性流通龙头。同时公司作为阳光集中配送领航企业, 规模优势已经逐渐显现, 业绩高速增长趋势确立, 预期未来三年内将实现快速扩张。维持目标价 9.24 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 公司作为行业内最早进入阳光集中配送的企业之一, 销售规模提升后市场开拓费用下降, 公司管控能力增强, 且去年增发后财务费用减少, 公司已进入业绩高速增长期。2016年扣非净利润同比增加 198%; 2017年上半年业绩预告实现归母净利润 2-2.5 亿, 同比增长 99.73%-149.66%, 预计年内都将保持高速增长。
- 行业面临快速整合的历史性机遇。“两票制”正式推进将推动医药商业并购的浪潮到来, 行业集中度迅速提升。公司并购速度加快, 预期下半年会显著增厚公司收入和利润, 实现业绩的跨越式增长。账面资金、公司债、信托贷款及 ABS 等方式可为收购提供充足弹药。
- GPO 模式是医药流通领域未来发展趋势。集团下属子公司全药网在深圳地区的集中采购的推进也将对公司业务产生正向推动, 且广东省其他城市也将陆续开始 GPO 试点, 会推动公司集中配送的业务发展。

### 评级面临的主要风险

- 并购速度不达预期的风险; 市场竞争加剧的风险; 相关政策变化风险。

### 估值

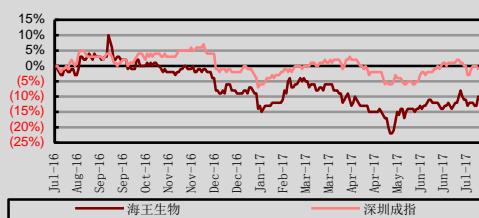
- 流通行业受政策推动集中度加速提升, 公司 GPO 业务增长稳健, 积极并购加速业绩增长, 预计 2017-2019 年净利润分别为 7.52、9.93、11.70 亿元, 对应每股收益分别为 0.29、0.37、0.44 元。维持目标价 9.24 元, 对应 17 年 32 倍市盈率, 维持买入评级。

### 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)	11,118	13,606	25,959	34,673	44,533
变动(%)	13	22	91	34	28
净利润(人民币 百万)	475	418	752	993	1,170
全面摊薄每股收益(人民币)	0.631	0.158	0.286	0.374	0.441
变动(%)	1,840.2	(75.0)	81.3	30.7	17.9
市场预期每股收益(人民币)			0.300	n.a.	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	9.8	39.2	21.6	16.6	14.0
价格/每股现金流量(倍)	51.5	(11.0)	14.6	33.7	38.3
每股现金流量(人民币)	0.12	(0.57)	0.42	0.18	0.16
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.0	17.8	9.1	6.7	5.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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	(2.2)	3.9	5.3	(15.1)
相对深证成指	(2.5)	6.1	4.4	(10.0)

发行股数(百万)	2,648
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	11,511
3个月日均交易额(人民币 百万)	85
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
深圳海王集团股份有限公司	46

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2017 年 7 月 26 日收市价为标准

### 相关研究报告

《2017 年医药行业春季投资策略报告》 2017.3.10

《2017 医药行业中期策略报告》 2017.6.29

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: 医药商业

邓周宇\*

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

\*高睿婷为本报告重要贡献者

## 目录

<b>多产业平台综合性医药企业，医药流通区域龙头 .....</b>	<b>5</b>
海王集团下属核心上市公司，综合实力雄厚 .....	5
<b>区域流通龙头，内生外延奠定高速增长基础.....</b>	<b>9</b>
规模效应提升盈利能力，主要子公司增长稳健 .....	11
积极开展并购，加速开疆拓土 .....	14
股权激励激发内部动力，激励标准保证短期目标和长期发展 .....	15
<b>阳光集中配送引领者，GPO 模式受医改推动将成为发展趋势 17</b>	
阳光集中配送实现多方共赢.....	17
药品集中采购将成为医药流通领域主流发展方向 .....	18
<b>医药工业：去芜存菁，打造核心竞争力 .....</b>	<b>19</b>
剥离亏损企业，集中优势资源 .....	19
创新药研发保证未来持续性成长动力 .....	20
<b>进军精准诊疗，实现肿瘤治疗领域的跨越式发展 .....</b>	<b>21</b>
<b>财务分析及盈利预测 .....</b>	<b>23</b>
<b>风险提示.....</b>	<b>25</b>
<b>研究报告中所提及的有关上市公司.....</b>	<b>27</b>

## 图表目录

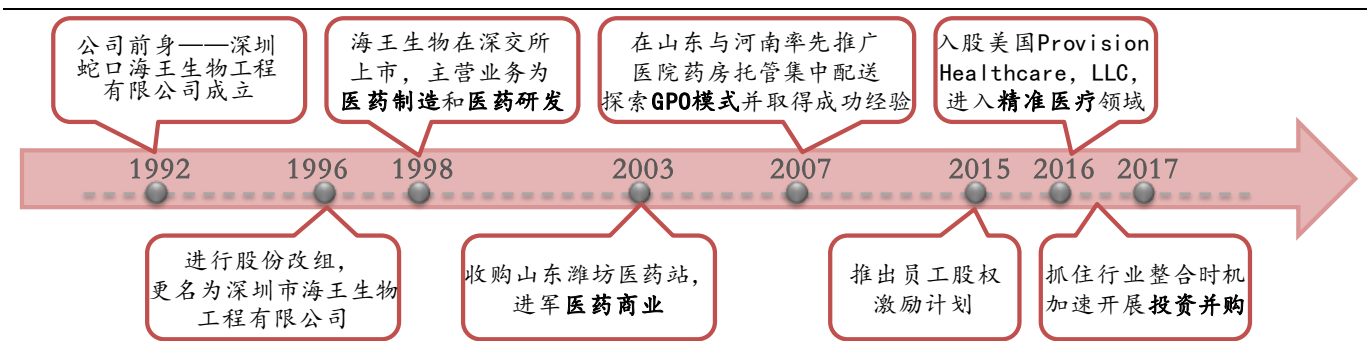
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展路径及主要事件.....	5
图表 2. 股东结构.....	5
图表 3. “海王”品牌价值多年位居医药行业首位.....	6
图表 4. 2016 年主营业务收入结构.....	6
图表 5. 2016 年主营业务利润结构.....	6
图表 6. 收入比重变化情况.....	7
图表 7. 各板块毛利率变化情况.....	7
图表 8. 主要平台子公司.....	7
图表 9. 区域集团公司设立情况.....	8
图表 10. 医药流通板块收入及毛利率变化.....	9
图表 11. 医疗器械板块收入及毛利率变化.....	9
图表 12. 各地区收入占比.....	9
图表 13. 海王生物流通业务覆盖地区示意图.....	10
图表 14. 2016 年批发企业主营业务收入百亿以上企业排序.....	11
图表 15. 山东地区医药流通子公司情况.....	11
图表 16. 山东海王银河收入增长稳健.....	12
图表 17. 山东海王银河净利润及净利率均有大幅提升.....	12
图表 18. 枣庄银海收入增长稳健.....	12
图表 19. 枣庄银海净利润及净利率均有明显增长.....	12
图表 20. 河南地区医药流通子公司情况.....	13
图表 21. 河南东森收入增长稳健.....	14
图表 22. 河南东森净利润及净利率均有明显增长.....	14
图表 23. 两票制对流通环节影响.....	14
图表 24. 2016 年-2017 年对外公告的收购企业情况.....	15
图表 25. 限制性股票解锁安排.....	15
图表 26. 限制性股票的解锁条件.....	错误!未定义书签。
图表 27. 医疗供应链中集中采购组织 (GPO) 的作用.....	18
图表 28. 药品制造板块收入及毛利率变化.....	19
图表 29. 食品保健品制造板块收入及毛利率变化.....	19
图表 30. 质子治疗肿瘤相比传统疗法可减少损害.....	21

图表 31. 质子刀与传统 X 射线放疗治疗 III 期非小细胞肺癌优势 ....	21
图表 32. 公司单季度归母净利润及同比增速 .....	23
图表 33. 销售费用及销售费用率 .....	24
图表 34. 管理费用及管理费用率 .....	24
图表 35. 财务费用及财务费用率 .....	24
图表 36. 单季度三费同比下降明显 .....	24
损益表(人民币 百万) .....	26
资产负债表(人民币 百万) .....	26
现金流量表(人民币 百万) .....	26
主要比率 (%) .....	26

## 多产业平台综合性医药企业，医药流通区域龙头

海王生物为深圳海王集团股份有限公司控股的一家具有医药商业、医药工业、医药研发等多产业平台的具有较强综合实力的品牌企业。上市早期公司主业为医药及保健品的研发和生产，2003年通过收购山东潍坊医药采购站正式跨入医药流通领域，并以山东、河南为根据地，于2007年率先实行医院用药集中配送的模式，并推广至其他地区，是最先探索医院药房托管集中配送模式的公司之一。

图表 1. 公司发展路径及主要事件

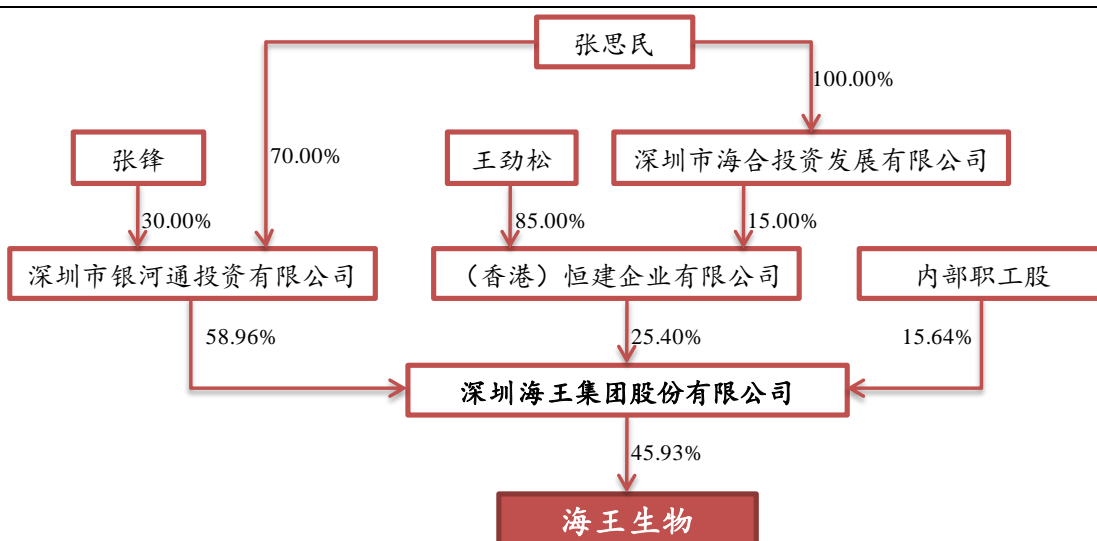


资料来源：公司公告，中银证券

### 海王集团下属核心上市公司，综合实力雄厚

公司自上市以来一直由深圳海王集团股份有限公司控股，2016年6月对大股东定向增发后控股比例由23.98%增加至45.93%。公司实控人张思民先生通过直接持股深圳银河通和间接持股香港恒建实际控制海王集团。集团旗下另有港股上市公司海王英特龙（海王生物控股70.38%）和海王星辰（原纽交所上市，已于去年私有化退市）与海王生物为同一实控人。

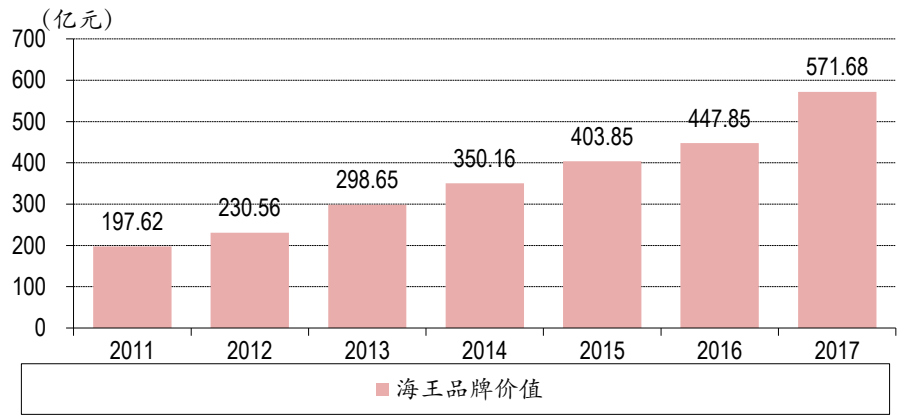
图表 2. 股东结构



资料来源：公司公告，中银证券

“海王”是国内医药行业的知名品牌，已连续 14 年蝉联《中国 500 最具价值品牌》医药行业榜首，根据 World Brand Lab 发布的 2017 年数据，“海王”的品牌价值已突破五百亿达 571.68 亿元。

图表 3. “海王”品牌价值多年位居医药行业首位



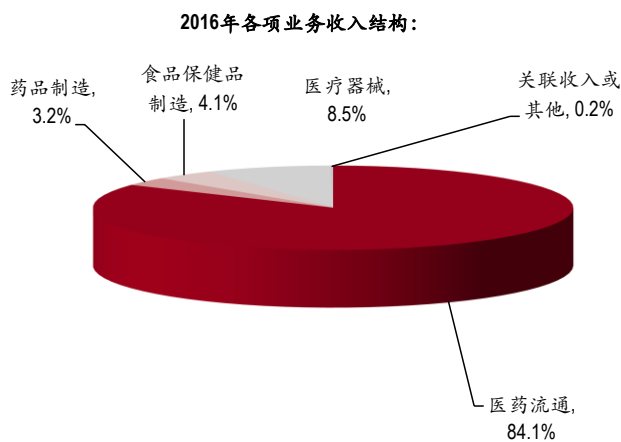
资料来源：World Brand Lab，中银证券

### 主营业务结构和地区结构

医药流通板块为公司主要营收来源，2016 年公司总收入 136 亿，其中流通业务收入 114.39 亿元，同比增长 78.5%，占收入总体的 84%；毛利占比 60.5%，毛利率 10.7%；工业板块实现收入 9.91 亿元，增长较为稳定，收入占比为 7.3%，但由于工业板块的毛利率较高，药品及保健品制造的利润贡献约占总额的四分之一。

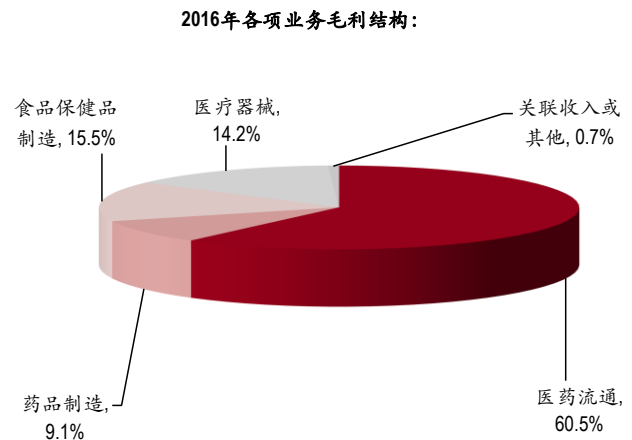
医疗器械板块增长最为迅速，16 年收入增速 78.5%，三年复合增速达 58%，利润占比由 15 年的 7.7% 增长到 14.2%，预期公司会对器械耗材板块进行重点培育，未来将对公司利润产生更大贡献。

图表 4. 2016 年主营业务收入结构



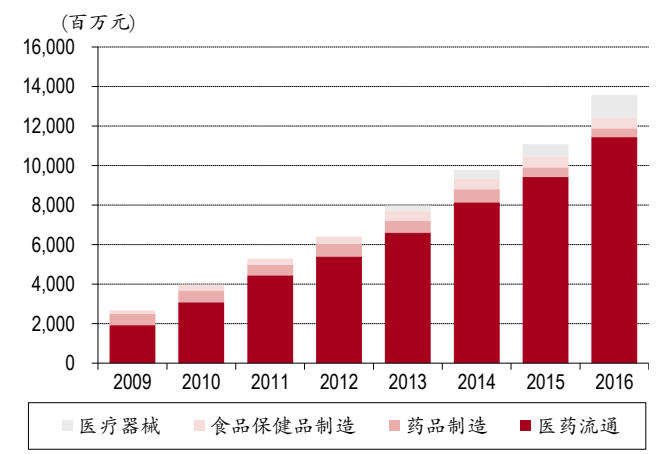
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2016 年主营业务利润结构



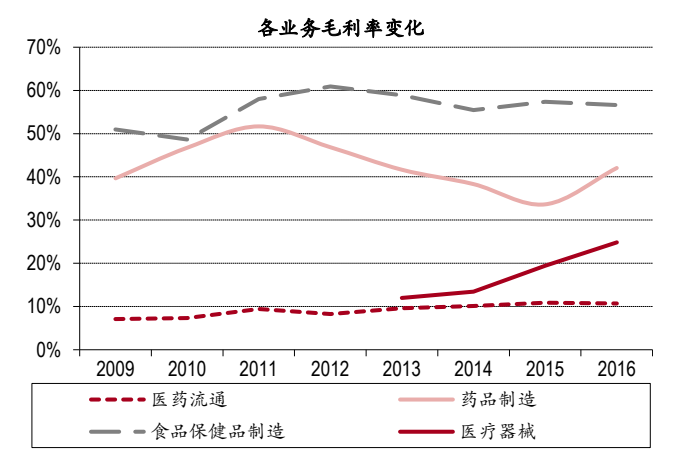
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 收入比重变化情况



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 各板块毛利率变化情况

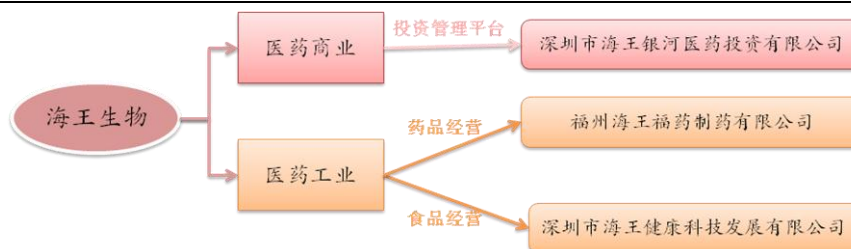


资料来源: 公司公告, 中银证券

### 主要子公司平台及区域集团公司

公司医药商业的投资管理业务主要以全资子公司——深圳市海王银河医药投资有限公司为平台进行管控, 并通过山东海王、河南东森、河南海王、湖北海王、枣庄银海等一系列子公司构成了覆盖全国各地的医药商业物流网络, 2016 年末公司合并报表企业有 73 家, 其中医药商业子公司 46 家。同时药品和保健品制造业板块也已形成多元化的产品体系, 分别以海王福药和海王健康科技作为经营主体。

图表 8. 主要平台子公司



资料来源: 公司公告, 中银证券

同时为增强在山东、河南、湖北、安徽、黑龙江等省及其周边地区在各地招投标中的综合竞争实力、提升议价能力、便于公司内部管理, 公司在山东、河南、湖北、安徽、黑龙江五省投资设立六家区域集团公司, 其中山东地区设立两家, 其他省份各一家, 作为公司医药商业体系区域集团化业务发展与管理的平台, 对所在区域的海王医药商业公司实现统一管理, 提升公司在相关省及周边区域的集中采购议价能力、仓储物流调配效率和投招标综合竞争实力, 更好地整合和发展各地区业务。

**图表 9. 区域集团公司设立情况**

	注册资本 (亿元)	设立主体	集团出资形式
海王山东集团	4.5	济南银海医药有限公司	山东海王银河医药有限公司 90% 股权、威海海王医药有限公司 43.33% 股权，威海海王银河投资有限公司 100% 股权
海王苏鲁集团	1.5	枣庄银海医药有限公司	菏泽海王医药有限公司 44.12% 股权、菏泽海王银河投资有限公司 100% 股权及枣庄海王银河投资有限公司 100% 股权
海王河南集团	4.5	河南海王医药集团有限公司	河南东森医药有限公司 100% 股权、濮阳海王医药有限公司 45% 股权
海王湖北集团	3	通过新设（含收购兼并）全资子公司或以现有全资子公司为主体设立	以公司在湖北省区域内未作为区域集团主体公司的股权作价出资。目前公司和深圳银河投资在湖北区域内直接持有孝感海王银河投资有限公司 100% 股权、湖北海王德明医药有限公司 45% 股权。
海王安徽集团	1.5	通过新设（含收购兼并）全资子公司或以现有全资子公司为主体设立	以公司在安徽省区域内未作为区域集团主体公司的股权作价出资。目前公司在安徽省间接持有亳州海王银河医药有限公司 90% 股权、安庆海王银河医药销售有限公司 75% 股权、安徽省海王医药有限公司 80% 股权，共同持有安徽海王银河医药有限公司 65% 股权。
海王黑龙江集团	1	通过新设（含收购兼并）全资子公司或以现有全资子公司为主体设立	以公司在黑龙江区域内未作为区域集团主体公司的股权作价出资。目前公司在黑龙江以全资子公司深圳银河投资持有黑龙江省海王医药有限公司 65% 股权、黑龙江海王华通医疗器械有限公司 65% 股权、黑龙江省海王戊康医药有限公司 60% 股权、佳木斯海王医药有限公司 100% 股权。

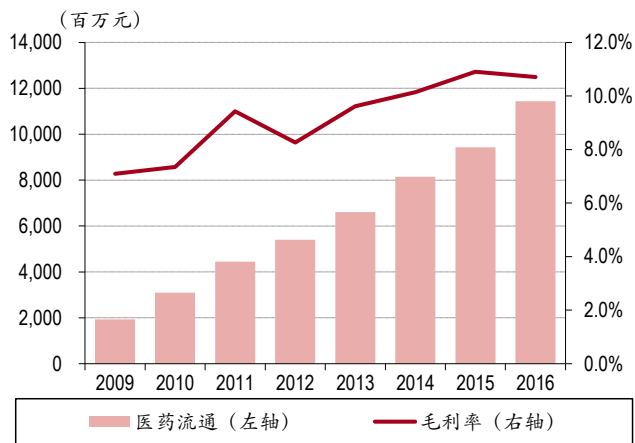
资料来源：公司公告，中银证券



## 区域流通龙头，内生外延奠定高速增长基础

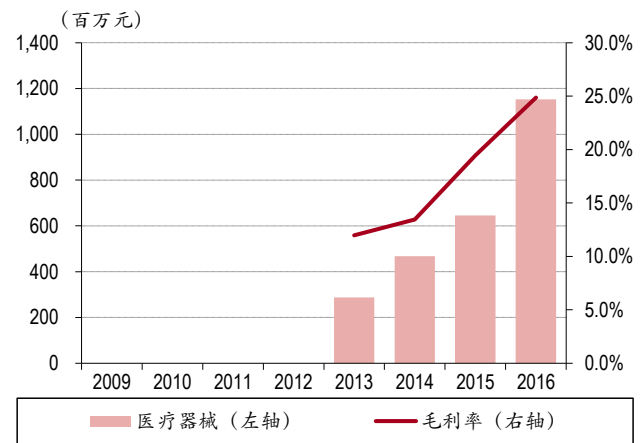
2016年医药流通板块实现收入114.39亿元，同比增长21.3%；医疗器械板块收入11.53亿元，同比增长78.5%，已经开始对业绩有明显贡献，利润率也在不断提升。由于规模效应使得成本率降低，且公司费用管控造成费率下降，公司内生利润增长快于收入增速。

图表 10. 医药流通板块收入及毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

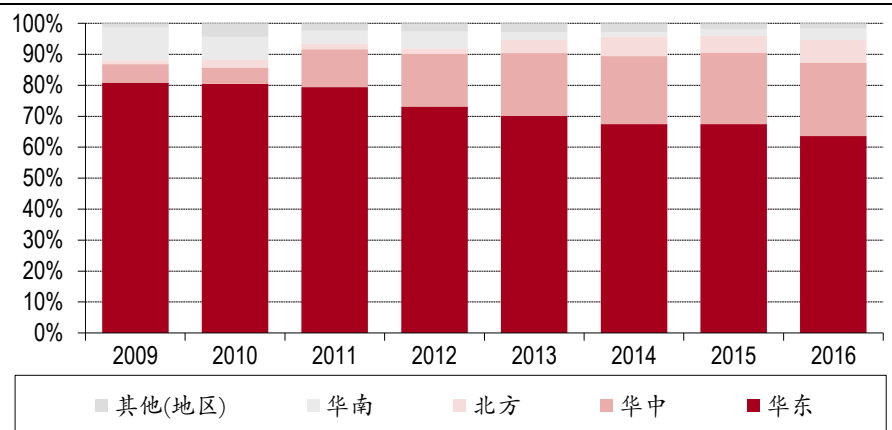
图表 11. 医疗器械板块收入及毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

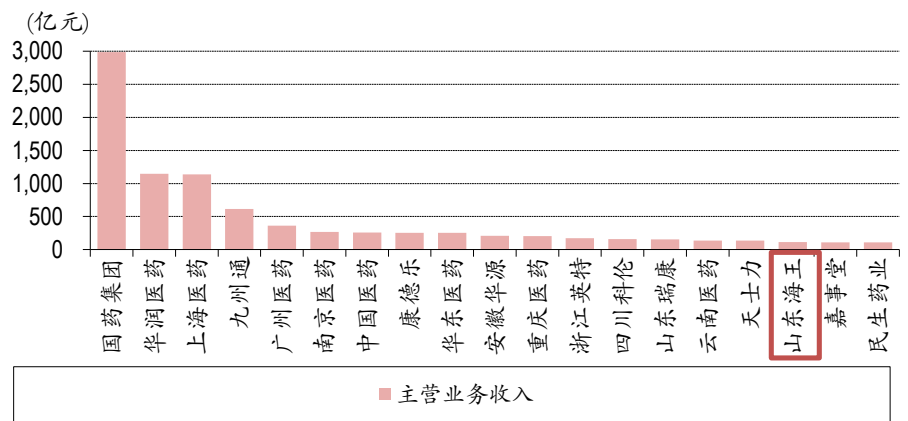
海王生物的医药商业业务由山东潍坊开始发展，2010年前华东地区业务占比在80%以上，随业务发展现在主要业务区域集中在山东、河南、湖北、安徽、东北等一系列人口密集、医疗需求大但行业竞争相对较弱的二线省份，山东单省收入仍逐年稳定增加，但总体占比更趋均衡。2016年华东地区收入占总额的63%，华中地区占比为24%，北方地区和华南地区由于基数较小以及去年有新增的流通子公司增长较快，分别达到70.8%和100%。

图表 12. 各地区收入占比



资料来源：公司公告，中银证券



**图表 14. 2016 年批发企业主营业务收入百亿以上企业排序**


资料来源：国家商务部，中银证券

### 规模效应提升盈利能力，主要子公司增长稳健

公司自 2003 年收购山东潍坊医药站正式进入医药商业领域，并以山东省为根据地逐步展开流通体系的搭建。目前山东省仍为主要的营收来源地区，现有商业子公司 16 家，渗透潍坊、菏泽、枣庄、青岛、烟台、济南、威海等各个地区。

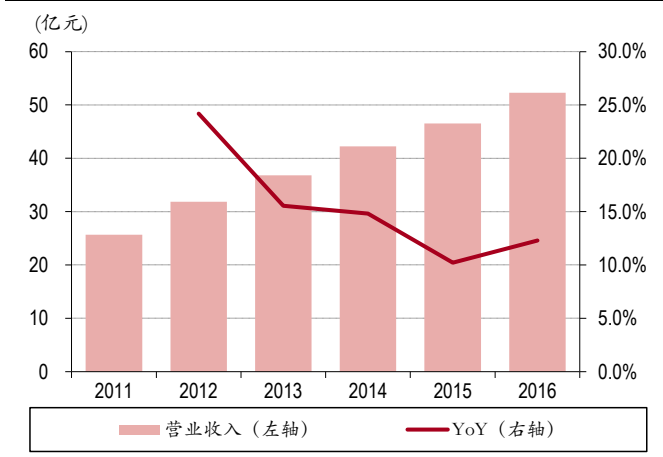
**图表 15. 山东地区医药流通子公司情况**

序号	子公司名称	主要经营地区	设立或并购时间	直接持股	间接持股	业务领域
1	烟台海王医药有限公司	烟台	2004		90	医药流通
2	山东海王银河医药有限公司	潍坊	2005		90	医药流通
3	青岛海王银河医药有限公司	青岛	2006		90	医药流通
4	枣庄银海医药有限公司	枣庄	2009		85.5	医药流通
5	威海海王医药有限公司	威海	2010	10	90	医药流通
6	菏泽海王医药有限公司	菏泽	2011		83.83	医药流通
7	滨州海王黄河医药有限公司	滨州	2013		72	医药流通
8	滕州海王医药有限公司	滕州	2013		85.5	医药流通
9	山东海王银河医疗器械有限公司	潍坊	2013		49.5	医药流通
10	济宁海王华森医药有限公司	济宁	2014		59.85	医药流通
11	东明金鑫药业有限公司	菏泽	2014		58.68	医药流通
12	潍坊海王银河健康大药房有限公司	潍坊	2014		90	医药流通
13	山东浩诚医疗设备有限公司	济南	2014		55.58	医疗器械
14	山东海银医疗器械有限公司	青岛	2014		49.5	医疗器械
15	济南银海医药有限公司	济南	2016	20	80	医药流通
16	山东康诺盛世医药有限公司	烟台	2017		80	医药流通

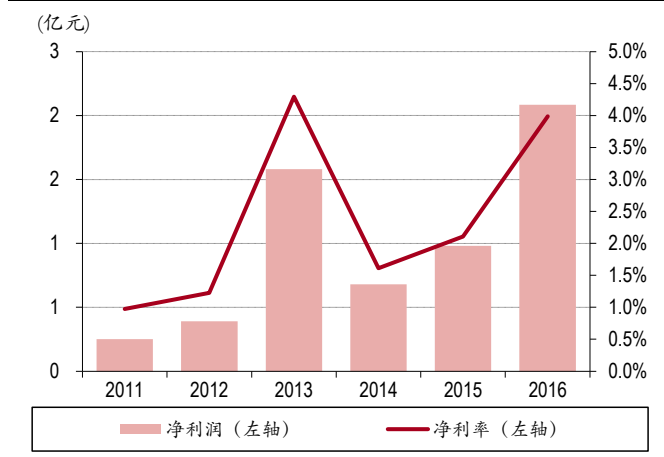
资料来源：公司公告，中银证券

### ■ 山东海王

山东海王银河医药有限公司是公司收入利润的主要来源，2016 年实现营业收入 52.27 亿，净利润 2.08 亿，收入占比达 38.4%，净利润占比达 41.7%，比上年度增加了 112.6%。同时盈利能力得到大幅提高，净利率提高了 1.88 个百分点至 3.99%

**图表 16. 山东海王银河收入增长稳健**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 17. 山东海王银河净利润及净利率均有大幅提升**


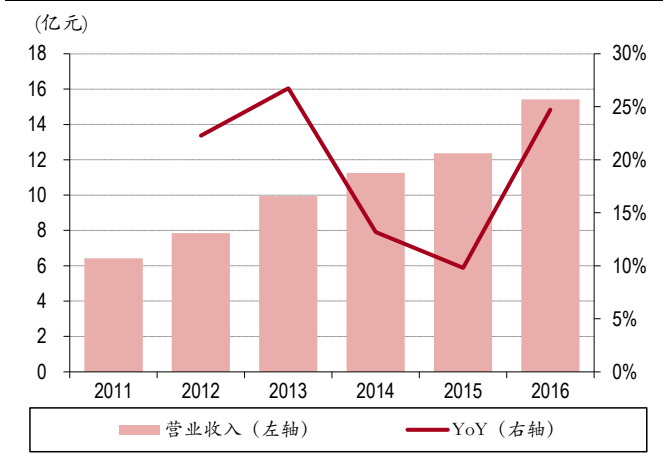
资料来源：公司公告，中银证券

由于山东地区业务开展最早，现在已进入较成熟阶段，收入增长较为稳健，主要来自于新开发医院和存量医院配送业务规模的增长。相对而言利润增速更高，一方面收入规模增大对于盈利能力的正向促进作用明显，另一方面公司管控体系愈加完善，需要投入的费用较前期下降，因此公司净利率近年来一直逐步升高（除 2013 年有出售土地的非经常性损益影响），且近两年来利润率的提升速度明显加快。

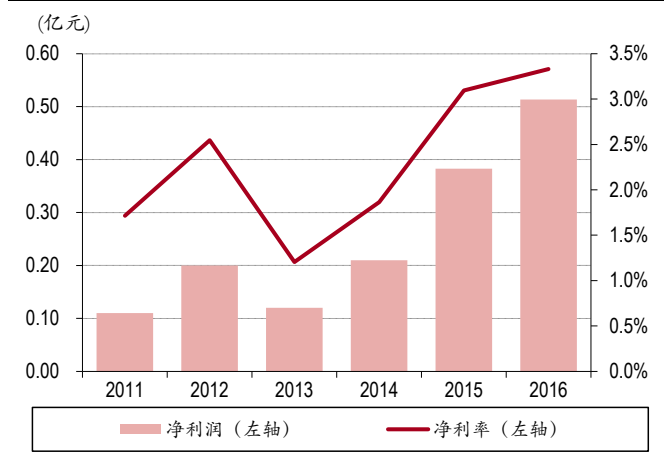
### ■ 枣庄银海

枣庄银海为目前山东地区第二大流通子公司，是海王银河在鲁西南地区的物流配送中心。2016 年实现收入 15.42 亿，同比增长 24.7%；净利润 5,136 万元，同比增长 34.2%。枣庄银海在“阳光集中配送”基础上，还为医院量身打造药库共管、自动化药房、院内物流 SPD 等精细化的延伸服务。

公司下一步计划以枣庄银海为主体设立海王苏鲁集团，使其成为山东地区第二个区域性集团公司，用以整合子公司股权结构、增强管控能力，并便于之后子公司股权激励的开展。近两年在进军了济宁、济南等市场后枣庄银海增速获得较大提升，且作为区域集团公司后控费能力进一步提升、员工动力增加，利润率仍有向上增长的空间。

**图表 18. 枣庄银海收入增长稳健**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 19. 枣庄银海净利润及净利率均有明显增长**


资料来源：公司公告，中银证券

## ■ 河南东森

河南地区是公司目前第二大业务开展省份，是最早开始推广医院药房托管集中配送模式的地区，2016 年收入规模 20 亿以上，预计今年在河南进行外延并购后收入规模将有大幅提升。

图表 20. 河南地区医药流通子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地区	设立或并购时间	直接持股	间接持股	业务领域
1	河南海王医药集团有限公司	郑州	2003		100	医药流通
2	河南东森医药有限公司	南阳	2010	49	51	医药流通
3	濮阳海王医药有限公司	濮阳	2015		80	医药流通
4	河南国联医疗科技有限公司	濮阳	2016		48	医药流通
5	河南海王汇通医药有限公司	南阳	2016		70	医药流通
6	海王百草堂药业有限公司	濮阳	2016		70	医药流通
7	漯河海王新源药业有限公司	漯河	2016		60	医药流通
8	河南海王医疗器械有限公司	郑州	2016		100	医药流通
9	海王平顶山医药有限公司	平顶山	2016		70	医药流通

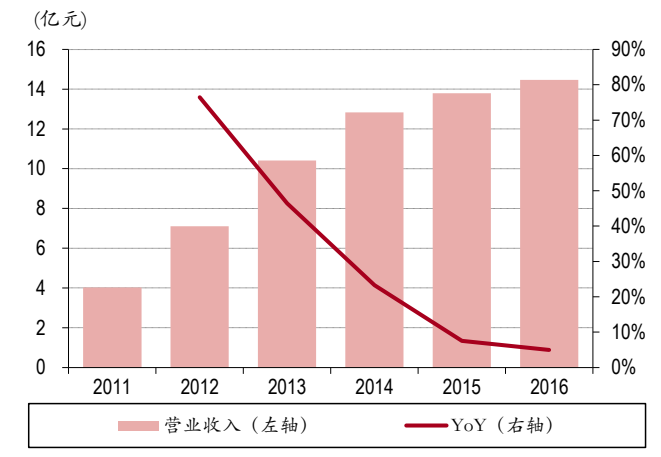
资料来源：公司公告，中银证券

河南东森是 2016 年利润贡献排名第二位的子公司，始建于 2002 年，2010 年与海王生物兼并重组，成为海王集团旗下流通体系的支柱企业。河南东森目前已与国内 1,000 余家知名企业建立了代、销业务，与 300 余家医院、医疗机构及 1,000 余家药店建立了稳定长期的战略合作关系，销售网络覆盖了南阳十三县的县级以上医院及部分乡镇卫生院。

河南东森在 2003 年在南阳市率先通过了国家 GSP 认证，是河南省首批、南阳市首家通过 GSP 认证的企业，2014 年 6 月通过国家新版 GSP 复认证。东森医药物流中心的医药物流系统是公司在考察美国麦肯森和日本铃谦公司先进医药物流的基础上，按照我国 GSP 实施细则，采用 ERP 经营管理信息化系统和 WMS 仓储管理系统建成的现代化医药物流仓库，能够实现药品经营全流程的无缝衔接，已处于国际领先水平。同时河南东森的电子商务平台集电子商务、呼叫中心、网上交易、网上支付和第三方物流配送跟踪等技术于一体；全面整合 ERP、呼叫中心、移动商务、多媒体视频、网上银行等工具为一体的大型垂直医药电子商务平台，可以为医药供应商和下游终端客户减少流通环节；降低采购成本；加速产品和资金周转；是集商流、物流、资金流、信息流为一体的新型医药 B2B 电子商务平台。

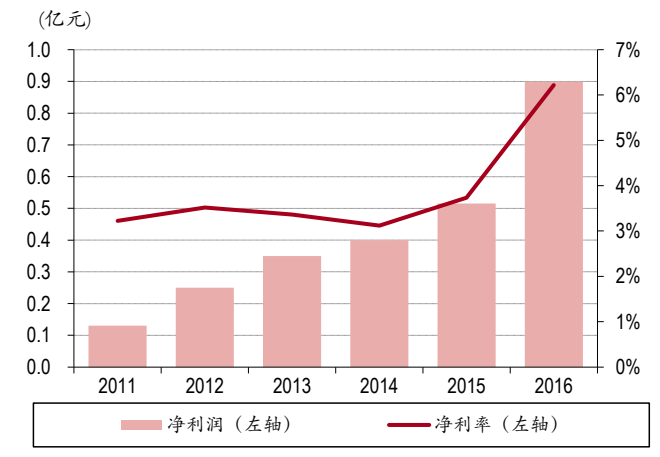
河南东森是豫西南最规范、最具规模、最有市场竞争力和活力的医药流通企业。近两年虽然收入增速放缓，但仍支撑利润的快速增长，去年净利率达 6.22%。而且公司有意识通过并购等方式增大医疗器械业务规模，去年还设立了河南海王医疗器械有限公司，由于器械耗材的净利率高于药品，预计今年河南地区的收入和利润都将有大幅上涨。

图表 21. 河南东森收入增长稳健



资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 河南东森净利润及净利率均有明显增长



资料来源：公司公告，中银证券

### 积极开展并购，加速开疆拓土

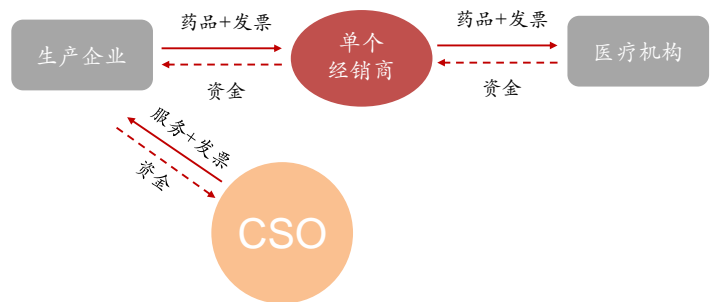
“两票制”的推进使得原有过票公司彻底失去生存空间，而小型医药流通公司的市场也会由于没有议价力而渐渐被龙头企业蚕食，会渐渐消亡或者主动寻求被大型流通公司兼并，实际执行过程中的政策倾斜和大型企业本身的规模优势和较强议价力将使得资源迅速向龙头企业集中。而在这一过程中，能够具有前瞻性、抓住整合机遇、快速抢占市场的企业将获得最高的成长性。

图表 23. 两票制对流通环节影响

两票制实行前：



两票制实行后：



资料来源：中银证券

海王早年通过并购进入流通领域，并且 2016 年开始大踏步前进，并购速度显著加快。2016 年度收购流通子公司 9 家，同时新设 7 家医药流通子公司，将原有业务覆盖区域进一步扩展到新疆、陕西、广西、北京等地，同时深化在山东、深圳、安徽、河南等地的布局。17 年公告收购的山东康诺盛世为烟台第二大商业流通企业，资质较好。由于并购公司多在年中或下半年完成工商变更登记，因此子公司利润贡献并未完全体现。除了直接增厚利润，新开发区域的流通公司也为公司流通业务市场开拓打开了更大空间，同时增强了原有区域的综合实力，提高上下游议价力，而且为完成跑马圈地后的后续增长做好准备，蓄力待发。

**图表 24. 2016 年-2017 年对外公告的收购企业情况**

序号	被收购公司	地区	公告时间	收购股份比例 (%)	股权取得成本 (万元)	至 16 年末收入 (万元)	至 16 年末净利润 (万元)
1	亳州海王银河医药有限公司	安徽	2016.1.21	90	378.9	19,145.34	323.16
2	河南国联医疗科技有限公司	河南	2016.2.25	60		2,074.11	144.46
3	安庆海王银河医药销售有限公司	安徽	2016.4.6	75	352.5	2,117.56	3.09
4	河南海王汇通医药有限公司	河南	2016.4.6	70		8,999.02	658.89
5	深圳市深业医药发展有限公司	深圳	2016.6.7	75	5,800.0	21,782.41	452.75
6	海王百草堂药业有限公司	河南	2016.6.24	70	43.8	1,252.83	59.74
7	海王建昌(北京)医疗器械有限公司	北京	2016.9.30	80	21,600.0	5,967.59	711.96
8	湖南海王医药有限公司	湖南	2016.11.25	70	20,160.0		
9	济南银海医药有限公司	山东	2016.12.28	100	8,500.0		
10	安徽省海王医药有限公司	安徽	2016.12.29	80	6,400.0		
11	广东海王龙康医疗技术服务有限公司	广东	2017.4.24	80		70,548	315
12	安徽海王国安医药有限公司	安徽	2017.4.24	80		96,381	295
13	山东康诺盛世医药有限公司	烟台	2017.4.28	80	41,000.0	144,691.23	1,946.73

资料来源：公司公告，中银证券

(注：其中海王龙康和海王国安的“至 16 年末收入”和“至 16 年末净利润”为 16 年全年收入和净利润，康诺盛世为 16 年 1-11 月数据)

### 股权激励激发内部动力，激励标准保证短期目标和长期发展

为健全公司及医药商业体系的激励和约束体系，调动核心管理人员和业务骨干的积极性，提升管控及经营效率，海王生物先后在公司及下属集团公司层面实行股权激励计划，以实现员工和公司的利益绑定。

2015 年激励计划的对象主要为公司的董事、中高级管理人员和核心技术人员等，同时制定了 2015-2017 年的业绩考核目标，今年解锁条件为净利润在 8.1 亿元以上。今年为提高管控效率计划设立六家区域医药集团公司，进行结构优化的同时也进而提升商业子企业的发展驱动力，确保管理层的人员稳定性。深圳银河投资的激励方案为在完成公司要求的 2017 年-2020 年各期业绩及其他相关考核指标的前提下，于 2018 年-2021 年将深圳银河投资 3% 的股权分四期转让给被激励对象；集团公司的激励方案为在完成其他相关考核指标的前提下，于 2018 年-2021 年将各区域医药集团公司 20% 的股权分四期转让予被激励对象。转让当期每股转让价格均为上一年度经审计的每股合并净资产。

**图表 25. 限制性股票解锁安排**

解锁期	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量比例(%)
第一个解锁期	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40
第二个解锁期	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30
第三个解锁期	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30

资料来源：公司公告，中银证券

**图表 26. 限制性股票的解锁条件**

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	公司 2015 年的净利润不低于 1.3 亿元
第二个解锁期	公司 2016 年的净利润不低于 4 亿元
第三个解锁期	公司 2017 年的净利润不低于 8.1 亿元

资料来源：公司公告，中银证券

公司将对深圳银河投资及新成立的六家区域医药集团公司 2017 年-2020 年四个会计年度业绩目标的完成情况进行总结与考评，制定相应的股权回购方案，于 2022 年启动股权回购相关工作，以 2021 年经审计合并经营性每股净收益 8-10 倍的价格回购受激励对象所持深圳银河投资及六家区域医药集团公司的股权。股权激励一方面确定了公司近期的发展目标，另一方面也保证了员工尤其是管理层的积极性和稳定性，使公司具有持续性的发展动力。



## 阳光集中配送引领者，GPO 模式受医改推动将成为发展趋势

### 阳光集中配送实现多方共赢

长期以来药品流通中间环节过多、医院药品采购行为不规范、灰色交易时有发生、药品安全隐患凸显，一直是阻碍医改进程的难题。海王银河首创的药品阳光集中配送模式是在遵循国家药品管理政策不变、省级药品集中采购挂网招标价格不变、医院用药选择权不变“三个不变”前提下，通过政府公开遴选一家或几家优秀配送企业作为主要配送商，承担医院用药的集中配送任务。海王作为阳光集中配送的创新领导者，是业内最早采用 GPO (Group Purchasing Operation) 模式开展配送业务的企业。

山东海王银河于 2009 年在潍坊首先开展“阳光集中配送”模式，并逐步在东营、枣庄、威海、菏泽等地推广，并进一步复制到了河南南阳、濮阳、郑州、黑龙江佳木斯、湖北孝感、淮南等全国 20 多个地区。集中配送的药品遵循省挂网招标价格，部分品种低于省网价格。实施阳光集中配送的潍坊、枣庄、威海等地医院，药品平均降价幅度从 3%-8% 不等，部分医院可达到 10% 以上。

阳光集中配送解决了流通行业多年的痛点，实现了多方共赢。对医院来说在保证药品质量的同时直接降低了药费。在实施药品阳光集中配送的同时，山东海王银河还与医院深化合作关系，利用自身较强的供应链管理和服务能力为医院提供延伸服务。在开始实施时，医药分开仍未全力推进，现在随着控费压力的增大，医院的降价需求更强。同时通过海王成熟的药房管控体系，可以通过提升医院药房的信息化程度，监控医院药房的药品耗材使用动态，实现药品耗材需求的快速响应，提高医院药房的药品周转率，减少药房人力占用，实现医药药房运营效率的提升。

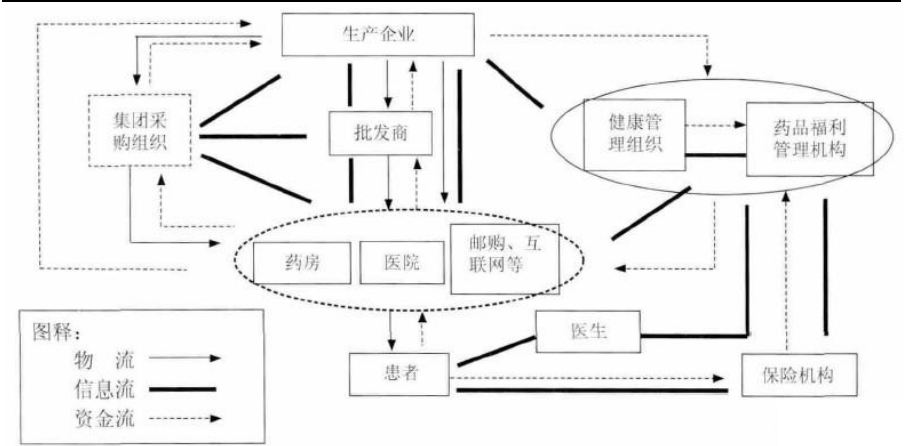
对政府而言，阳光集中配送的实施，改变了一家医院面对多家配送商分批包销的局面，降低了工商、药监等监管部门的监管难度。同时提高了整个行业的税收创造能力。对患者来说，由于药品加价空间从医院端向上游分摊到原先低效的流通商或生产商中去，因此医药药房的药品也存在更好的降价空间，延伸服务给患者带来的服务满意度也更高，用药费用更低。

与传统的医院纯销业务相比，阳光集中配送模式的区别主要在于医院全品种的配送供应保障，并且通过医院药事管理综合解决方案和医药物流延伸服务的提供，配送企业在保障医院药品及时安全可靠供应的同时，也与各级医院建立了更为紧密的战略合作伙伴关系。更重要的是，集中采购和统一配送使得配送企业在上游可以获得更高的议价能力，对医院端的话语权和选择权也会提高，通过集中配送的规模效应可以有效压缩运营成本和管理费用，完善的冷链运输体系也进一步提高了准入门槛，因此阳光集中配送的毛利率要高于纯销业务。随着集中配送的规模增大，对于利润的释放将更为明显。

### 药品集中采购将成为医药流通领域主流发展方向

GPO 模式在 20 世纪初最早出现于美国，GPO 企业将医院订单集成后再以大规模订单与供应商进行谈判以提升议价力，还提供一系列延伸服务，让医疗机构专注于诊疗技术的提升。现在美国 96% 的医院至少加入了一个 GPO 组织，整个采购量的 56% 会通过全国范围的 GPO 机构来进行，而 19% 的采购则通过本地 GPO 来进行，剩余的采购则是通过自行谈判，以合同或非合同的形式来进行。有研究指出，如果脱离 GPO，医疗机构可能每年要多支出 60 万至 80 万美元的谈判沟通成本，而医疗机构与 GPO 组织之间往往也是一个长期的合作关系，一家医院参与某一个 GPO 的时间平均可达 11.2 年。

图表 27. 医疗供应链中集中采购组织（GPO）的作用



资料来源：中银证券

在政策推动和控费压力之下，现在国内各省市的流通领域进入集中采购模式是大势所趋，降低采购成本、重构用药格局也成为了各地医疗部门积极寻求解决之道的方向。

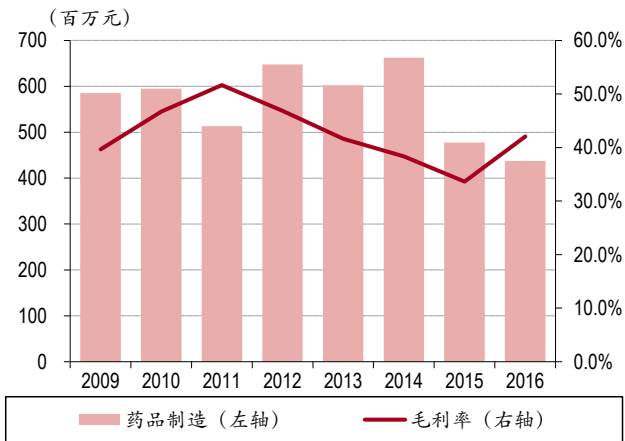
上海是最早开展 GPO 试点的地区，2016 年 2 月 29 日，上海市华山医院等五家三甲医院会同徐汇、普陀、闵行等六个区所属公立医疗机构一起，自发组成了上海市公立医疗机构药品集团采购联盟，并委托第三方机构上海医健中心进行药品集团采购。

2016 年 7 月 5 日，深圳市卫计委也发布了《深圳市推行公立医院药品集团采购改革试点实施方案》，提出“药品总费用下降 30%”的目标，并确定由海王集团下属子公司“全药网”为试点期深圳市公立医院药品集团采购组织，负责全市公立医院临床常用药品的统一采购。深圳卫计委已公布两批集中采购药品目录，采购业务也于年前展开。但由于医院之前囤货较多库存较满，而且医院签约需要按批进行，因此今年 2 季度才开始逐渐放量。虽然配送商需由生产企业与医院指定，但公司凭借渠道优势也将受益获得部分配送市场份额。现在广州、东莞等市也将陆续进行 GPO 试点，公司在其他城市的配送业务竞争中也将具有一定优势。

## 医药工业：去芜存菁，打造核心竞争力

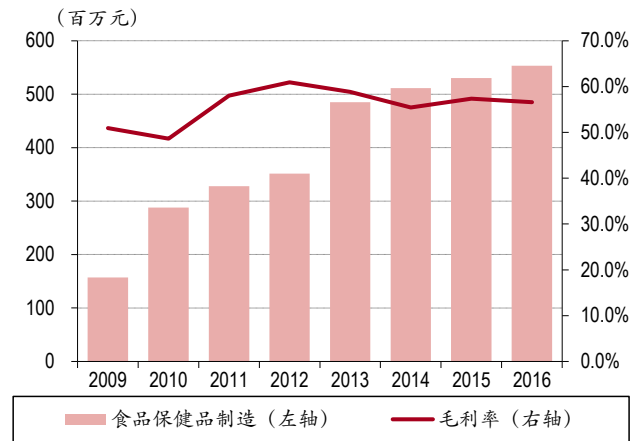
2016年药品板块实现收入4.38亿元，占总收入的3.2%，毛利率提升8.35个百分点达42%；食品保健品板块实现收入5.53亿元，同比增长4.3%，收入占比4.1%，毛利占比15.5%，毛利率稳定在56%左右水平，总体均呈现较为稳定的态势。

图表 28. 药品制造板块收入及毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

图表 29. 食品保健品制造板块收入及毛利率变化



资料来源：公司公告，中银证券

### 剥离亏损企业，集中优势资源

海王生物药品生产的主体主要是福州海王福药、福州海王金象中药制药等子公司，保健品生产经营主体主要是海王健康科技。2015年剥离海王药业、三亚海王、杭州海王等一系列亏损子公司后公司将资源集中，用于新药研发及一致性评价等工作，提升工业板块的核心竞争力。

公司药品的优势产品线集中在抗肿瘤，心血管、海洋药物、呼吸系统、抗感染等疾病领域，以心脑血管和肿瘤线产品为主导，其他主要治疗领域合理匹配，处方药、非处方药协同发展，产品线涵盖化学药、中药、生物药、健康产品等自有产品11种剂型总计500多个品种。

福州海王福药主要产品为抗生素、精麻药物和植物提取药物等，拥有17个中西药制剂剂型和6个原料药品种，450多个药品批文号，7个经GMP认证的现代化中西药生产车间和一个省级企业技术中心，生产药品300余种。是国家在福建省唯一指定的麻醉品生产基地和国家在福建省唯一的药品战备储备企业。同时公司在不断进行新药研发创新，拥有一系列抗生素类、保肝类、循环系统类、神经系统类、抗肿瘤类、中药制剂类的新产品，以保证后续不断的新药投放能力。

海王金象中药是福州海王福药的控股企业，主要是非处方药品种，多糖蛋白片为金象的独家品种，是白细胞减少、传染性肝炎、神经衰弱等病症的辅助用药，医院渠道增长较快。但受辅助用药的限制增速逐渐放缓。

## 创新药研发保证未来持续性成长动力

研发和创新能力为药品生产企业发展源动力，为加快公司内部新药研发，同时抓住国家开展药品一致性评价的契机，公司于 2016 年设立了深圳海王医药科技研究院有限公司和海王药品一致性评价研究中心，将研发平台由成本中心转化为盈利能力创造中心，同时通过市场化提高研发中心的利用效率，在提高自身研发能力的同时也开辟了新的利润增长区间。

公司也在新药的研发储备上倾注了大量精力，由海王自主开发、具有完全自主知识产权的中药一类新药虎杖苷注射液，已进入临床试验后期；同时在美国已获得 FDA 的临床试验许可，并已完成了第一阶段的人体药代动力学及安全性试验，入组 24 例美国受试者中未出现与虎杖苷相关的不良反应，成功地揭示了虎杖苷在美国人体内的药代动力学参数，为下一步在美国开展更大规模的人体试验提供了科学依据和基础。在澳大利亚和新加坡等国家也已陆续获得授权。海王是全球范围内唯一一家进行虎杖苷注射液临床人体试验的医药企业，将继续全力推动临床试验进展。

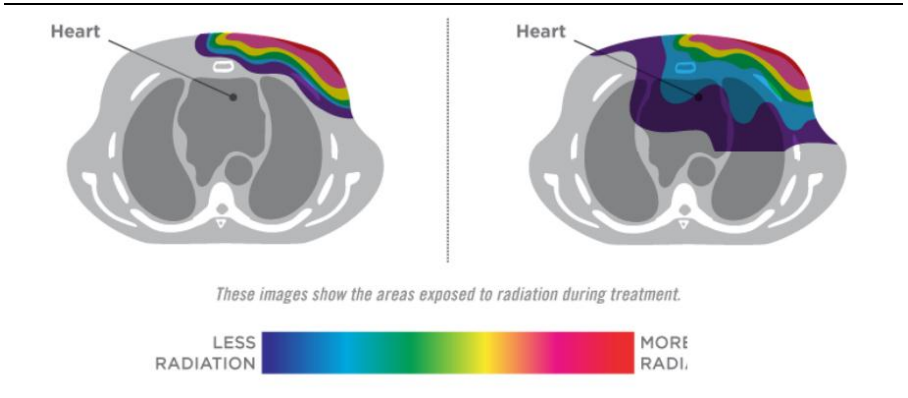
另外公司积极开展针对创新天然药物、创新化学药物以及仿制药的研发工作，靶向抗肿瘤的口服一类化学新药萘普替尼通过临床研究申请，西地那非、卡培他滨、来曲唑获得仿制药临床批件，将构成公司较为完善的新产品体系。

## 进军精准诊疗，实现肿瘤治疗领域的跨越式发展

随着全球科学技术的发展，新型肿瘤治疗技术的出现，肿瘤治疗进入精准医学时代。质子治疗作为精准医学时代放射治疗的首选，其优异的性能已经赢得全球医学界高度认可。海王于 2016 年中与美国 Provision 集团合作，共同设立中国合资公司并取得了 Provision 质子治疗系统在中国境内的独家经营权，在肿瘤治疗领域实现了跨越式发展，同时提升了公司的综合竞争实力和行业影响力。

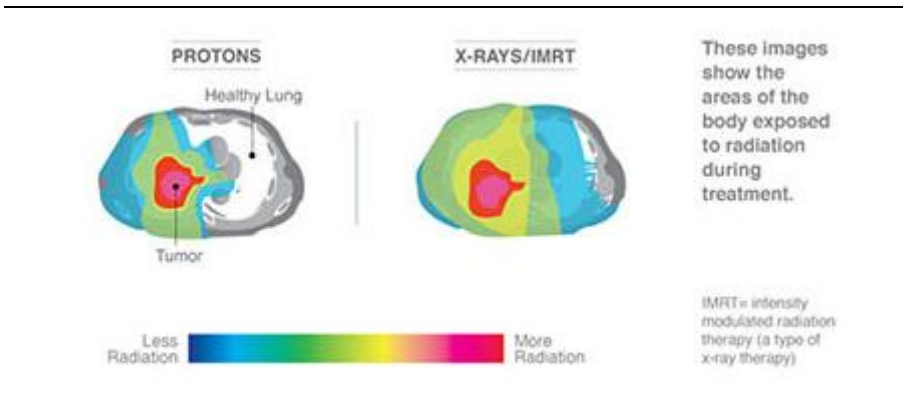
Provision 集团下设的 ProNova 质子设备公司生产的 ProNova 肿瘤质子治疗设备是国际上最新一代质子治疗设备，具有 360 度旋转治疗舱，集成了图像引导技术，运用了超导磁铁和笔型束扫描技术，是全球市场上的领先产品。同时 Provision 集团还是一家综合性癌症诊疗中心，具有提供一系列癌症诊断、治疗、研究和护理的综合性解决方案的能力。海王与 Provision 的合资公司将是 中国境内 Provision 质子治疗系统的独家经销商，并且拥有在中国境内开发质子中心或肿瘤中心的独家权利。合资公司入股 Provision Healthcare 也使合作双方利益更加一致，利于未来在中国市场的长期发展。

图表 30. 质子治疗肿瘤相比传统疗法可减少损害



资料来源：The New England Journal of Medicine，中银证券

图表 31. 质子刀与传统 X 射线放疗治疗 III 期非小细胞肺癌优势



资料来源：Provision Healthcare，中银证券

现在 Provision 集团研发的质子治疗系统已于去年 12 月通过 FDA 认证，并已和国内两家肿瘤医院签订协议。每台设备（3 舱）单价约 6,000 万美金。质子治疗系统在国内市场潜力巨大，国内的设备独家经销权和股权价值就具有很大增值潜力。目前质子治疗市场空白度高，医院端需求大，已有较多肿瘤医院表现出购买意向，未来拥有较好成长空间。质子治疗板块除了设备出售和耗材配送两项基本业务外，还可以利用建立的销售渠道进一步开展质子治疗业务和现有配送业务的深度合作。考虑到购置质子治疗设备的多为大型医院，深度合作可能为公司带来更大的市场。

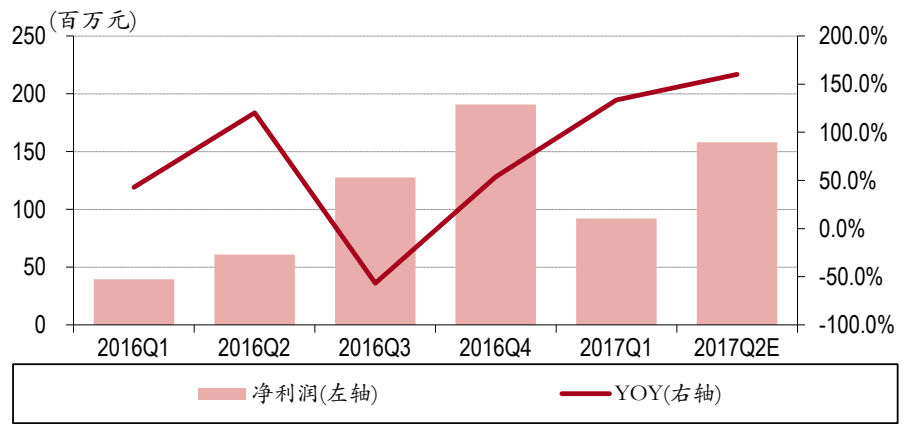
目前中国国内目前只有两家正在运营的质子中心，而国内肿瘤治疗市场处于急速增长期，公司选择了 Provision 作为合作伙伴，可以借助其先进的技术和设备，同时借助其在肿瘤诊疗服务方面的经验优势，同时利用海王多年来在中国市场的渠道网络及资源优势，在需求爆增的节点进行资源整合，并迅速进入抢占市场，布局肿瘤治疗领域的制高点。

## 财务分析及盈利预测

前期市场开拓需要时间且需要较大费用投入，随着收入规模增长，管控体系日趋完善，公司已经进入利润高速增长阶段。同时随着外延并购速度加快，多家新收购公司将对收入利润带来明显贡献。

2016年公司收入同比增加22.38%，扣非后归母净利润增长率达197.79%；2017年1季度营业收入同比增加33.91%，扣非后归母净利润增长154.98%。中报预告归母净利润2-2.5亿，我们预计实际业绩接近2.5亿，2季度单季利润约1.5亿，较去年同期增长约150%，并将稳定保持高速增长态势。

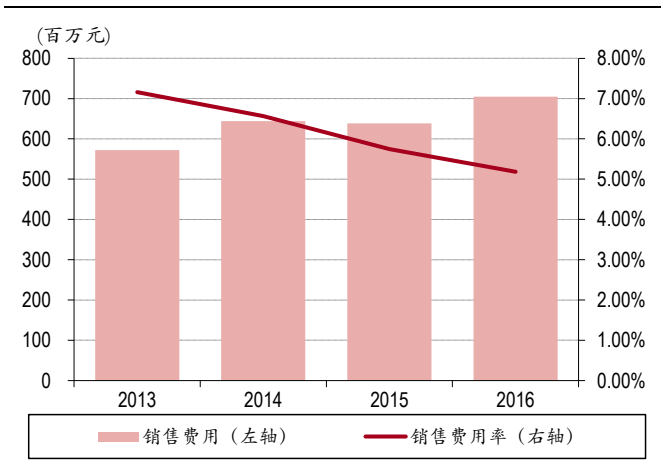
图表 32. 公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中银证券

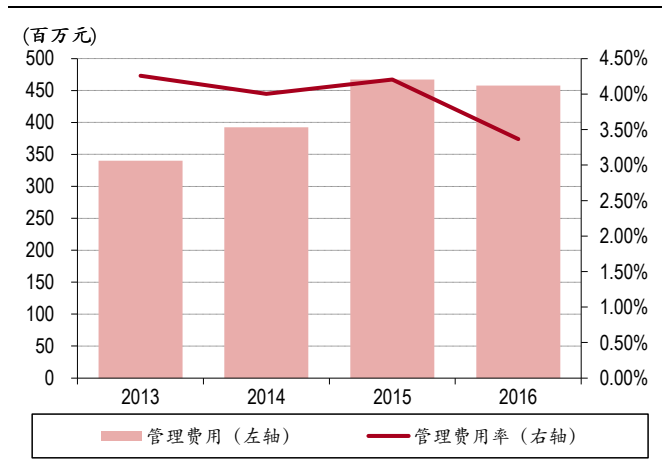
公司近几年销售费用和管理费用都保持在相对稳定的水平，且收入规模增大后费用率下降明显。2016年全年销售费用率5.18%，较15年下降了0.56个百分点。早期打通渠道和市场开拓投入较大，现前期铺设的销售渠道体系已渐成熟，不需大量支出来维持市场增长。公司内部管控能力也有加强，上年度管理费用较15年减少了近1,000万，管理费用率降低了0.83个百分点至3.37%。去年向大股东定向增发的30个亿中有15个亿用来归还银行贷款，下半年度减少6,000余万的财务费用，财务费用率也大幅下降至1.19%，同时资产负债率得到显著改善，考虑到去年上半年仍有较多银行贷款产生的费用影响，预计今年财务费用将会进一步下降。

图表 33. 销售费用及销售费用率



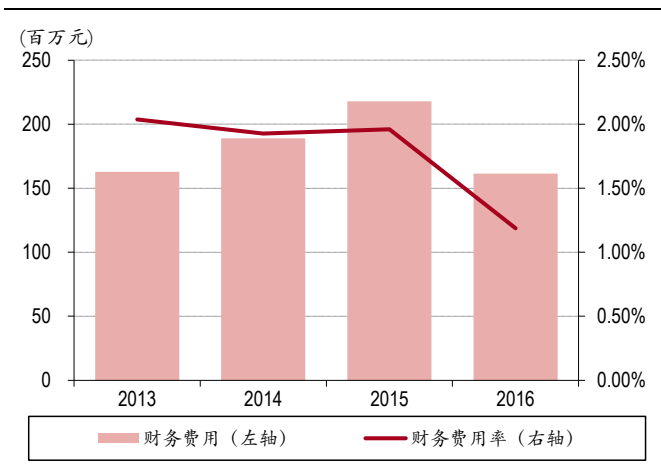
资料来源：公司公告，中银证券

图表 34. 管理费用及管理费用率



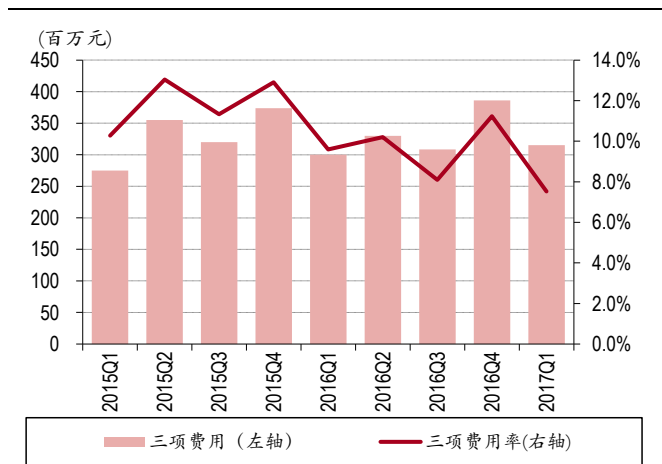
资料来源：公司公告，中银证券

图表 35. 财务费用及财务费用率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 单季度三费同比下降明显



资料来源：公司公告，中银证券

公司作为医药流通行业的区域性龙头，一方面受益于“两票制”政策推动和行业集中度提升，另一方面自身业务进入高速成长期释放利润，同时抓住行业整合良机积极开展外延并购，做大做强。上半年扣除财务费用减少和收购子公司并表的影响，内生增速在 30% 以上，下半年新增并表公司将贡献更多利润，同时集中配送的业务毛利率更高，各地区 GPO 的推进也会对公司业务产生积极影响。

预计 2017-2019 年净利润分别为 7.52、9.93、11.70 亿元，对应每股收益分别为 0.29、0.37、0.44 元。维持目标价 9.24 元，对应 17 年 32 倍市盈率，维持买入评级。



## 风险提示

- 并购速度低于预期的风险
- 医药流通行业市场竞争加剧的风险
- 相关政策推进不达预期的风险

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	11,118	13,606	25,959	34,673	44,533
销售成本	(9,524)	(11,630)	(22,392)	(30,019)	(38,682)
经营费用	(1,056)	(1,099)	(1,991)	(2,584)	(3,303)
息税折旧前利润	538	877	1,575	2,070	2,548
折旧及摊销	(80)	(75)	(83)	(107)	(123)
经营利润(息税前利润)	457	802	1,492	1,963	2,425
净利息收入/(费用)	(218)	(161)	(180)	(261)	(356)
其他收益/(损失)	390	14	9	17	17
税前利润	629	654	1,321	1,719	2,086
所得税	(111)	(155)	(316)	(378)	(483)
少数股东权益	(44)	(80)	(253)	(348)	(432)
净利润	475	418	752	993	1,170
核心净利润	476	420	754	994	1,172
每股收益(人民币)	0.631	0.158	0.286	0.374	0.441
核心每股收益(人民币)	0.632	0.159	0.285	0.375	0.442
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	13	22	91	34	28
息税前利润增长(%)	36	75	86	32	24
息税折旧前利润增长(%)	27	63	80	31	23
每股收益增长(%)	1,840	(75)	81	31	18
核心每股收益增长(%)	1,730	(75)	79	32	18

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	629	654	1,321	1,719	2,086
折旧与摊销	80	75	83	107	123
净利息费用	218	161	180	261	356
运营资本变动	(356)	(1,836)	1,768	(1,492)	548
税金	(67)	(75)	(310)	(379)	(484)
其他经营现金流	(414)	(477)	(1,918)	271	(2,200)
经营活动产生的现金流	91	(1,497)	1,125	487	429
购买固定资产净值	18	34	114	215	60
投资减少/增加	322	(394)	10	10	10
其他投资现金流	(429)	(372)	(131)	(445)	(143)
投资活动产生的现金流	(89)	(732)	(7)	(220)	(73)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(38)	(495)	1,605	1,634	1,860
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	728	2,915	122	1	(170)
融资活动产生的现金流	690	2,447	1,780	1,737	1,911
现金变动	691	217	2,898	2,004	2,268
期初现金	1,530	3,076	3,072	5,970	7,975
公司自由现金流	1	(2,229)	1,118	267	356
权益自由现金流	181	(2,563)	2,902	2,161	2,573

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	3,186	3,126	6,044	8,054	10,311
应收帐款	6,744	9,393	18,125	20,146	29,578
库存	1,066	1,485	3,424	3,138	5,336
其他流动资产	179	311	779	572	1,180
流动资产总计	11,174	14,314	28,372	31,910	46,405
固定资产	509	580	611	719	657
无形资产	333	366	366	366	365
其他长期资产	585	716	595	667	686
长期资产总计	1,426	1,662	1,573	1,752	1,708
总资产	12,762	16,661	30,508	34,211	48,670
应付帐款	6,344	6,797	16,040	16,352	25,283
短期债务	2,763	2,243	3,136	4,075	5,171
其他流动负债	1,327	1,579	3,207	3,242	4,915
流动负债总计	10,434	10,619	22,383	23,669	35,368
长期借款	0	24	736	1,431	2,196
其他长期负债	185	140	132	152	142
股本	753	2,648	2,648	2,648	2,648
储备	1,220	2,826	3,844	5,197	6,771
股东权益	1,973	5,474	6,492	7,846	9,419
少数股东权益	339	512	765	1,113	1,546
总负债及权益	12,762	16,661	30,508	34,211	48,670
每股帐面价值(人民币)	2.62	2.07	2.45	2.96	3.56
每股有形资产(人民币)	2.18	1.93	2.31	2.82	3.42
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.42)	(0.30)	(0.79)	(0.93)	(1.09)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	4.8	6.4	6.1	6.0	5.7
息税前利润率(%)	4.1	5.9	5.7	5.7	5.4
税前利润率(%)	5.7	4.8	5.1	5.0	4.7
净利率(%)	4.3	3.1	2.9	2.9	2.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
利息覆盖率(倍)	2.1	5.0	8.3	7.5	6.8
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)	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.8	39.2	21.6	16.6	14.0
核心业务市盈率(倍)	9.8	39.1	21.8	16.5	14.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.6	58.3	32.5	24.6	20.9
市净率(倍)	2.4	3.0	2.5	2.1	1.7
价格/现金流(倍)	51.5	(11.0)	14.6	33.7	38.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.0	17.8	9.1	6.7	5.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	39.6	40.0	40.0	39.9	40.0
应收帐款周转天数	194.4	216.4	193.5	201.4	203.8
应付帐款周转天数	170.0	176.3	160.6	170.5	170.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	27.8	11.2	12.6	13.8	13.6
资产收益率(%)	3.4	4.2	4.8	4.7	4.5
已运用资本收益率(%)	2.5	1.6	2.0	1.9	1.8

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

海王生物 (000078.CH/人民币 6.19, 买入)

以2017年7月27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