



技改扩充产能, FDA 认证在即

买入(首次)

投资要点:

- 公司管理层战略清晰, 低分子肝素钙注射液是核心竞争力
- 肝素处于黄金增长期, 肝素钠原料药价格预计仍有 10% 的下跌空间
- 技改解决水针产能瓶颈, 原料药预计 4 个月内通过 FDA 认证

报告摘要:

- 调研收获。**公司管理层战略规划清晰, 逐步提高公司低分子肝素钙注射液业务的比重, 增强盈利能力, 减少原料药价格波动的影响程度。公司的低分子肝素钙注射液今年技改使产能提高到 2.5 倍, 质量标准最高, 不但享受发改委单独定价, 而且价格比其他企业高一倍, 是公司的核心竞争力。
- 肝素行业处于黄金增长期。**我国抗血栓药物中肝素系列占比 25%, 是术后防止血栓形成的唯一用药, 临床使用增速逐年增长, 2010 年增长 40%。2009 年进入国家医保目录, 2010 年进入国家基本药物目录, 在基层还有较大的空间。使用肝素抗凝后, 深静脉血栓和肺栓塞发生率会大大降低, 随着国内普及度及手术率的增加, 肝素使用空间巨大。
- 肝素钠原料药价格判断。**肝素钠原料药的价格波动是影响公司盈利的重要因素, 调研发现, 公司销售平均价格已低至 3.7 万元/亿单位。预计价格还会继续下行至 3.2-3.3 万元/亿单位, 然后保持平稳。公司已完成 FDA 现场检查, 预计 4 个月内获得 FDA 认证。
- 盈利预测与投资建议。**假设肝素钠原料药未来三年价格为 3.6、3.25、3.25 万元/亿单位, 由于粗品价格下降更多, 毛利率反而提高到 30%。公司车间技改后产能提高 2.5 倍, 假设未来三年低分子肝素钙注射液销量 700、900、1150 万支。综合毛利率提高到 32.2%。预计 2011-2013 年 EPS0.75/1.05/1.44 元, 对应 PE33/24/17X。虽然估值不低, 但公司是肝素行业里受原材料价格波动影响最小的, FDA 认证 4 个月内即可通过, 业绩快速增长态势明显, 产能扩充后业绩超预期可能较大。因此首次给予“买入”评级。

主要指标(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	254	467	483	636	871
同比增长率	129%	84%	3%	32%	37%
净利润	36	60	81	113	155
同比增长率	292%	66%	35%	39%	37%
每股收益(元)	0.45	0.74	0.75	1.05	1.44
净资产收益率	22.8%	27.4%	8.2%	10.5%	13.0%

医药研究组

孙伟娜(S1180511010011)

电话: 010-88085269

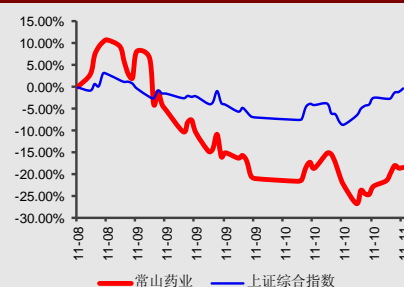
Email: sunweina@hysec.com

吴洋(S1180511080005)

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	24.65
一年内最高/最低	35.97/21.65
总股本/ 流通 A 股 (百万股)	107.85/21.6
B 股/ H 股(百万)	0.0/0.0

数据来源: Wind

目录

一、调研收获	4
(一) 公司管理层战略规划清晰	4
(二) 公司的核心竞争力	4
二、肝素行业梳理：国内肝素行业处于黄金增长期	4
(一) 肝素行业的产业链	4
(二) 肝素行业的成长性	4
(三) 肝素在国内大有使用空间	5
三、肝素行业格局：将形成寡头垄断	6
(一) 肝素钠原料药格局：公司出口依赖程度最低	6
(二) 肝素钠制剂格局：公司原料完全自给	7
四、低分子肝素制剂：未来企业的竞争力	7
五、风险因素：人工合成肝素取得进展	8
六、盈利预测与假设	8

插图

市场表现	1
图 1: 2010 年我国抗血栓药物竞争格局	5
图 2: 我国临床用抗血栓药销售金额及增速	5
图 3: 全球肝素制剂销售情况及预测	5
图 4: 我国肝素类产品出口规模及增速	5
图 5: 2010 年我国肝素钠原料药出口金额占比	6
图 6: 肝素钠原料(精品)出口价格走势(美元/Kg)	6
图 7: 2010 年我国肝素钠制剂竞争格局	7
图 8: 2006-2010 年低分子肝素钙竞争格局	8
图 9: 低分子肝素钙 2010 年企业竞争格局	8
图 10: 产品收入及成本预测	9
图 11: 财务报表预测	10

表格

表 1: 在使用抗凝药物预防和不预防情况下深静脉血栓和肺栓塞的发生率	6
--	---

2011 年 10 月，我们前往河北省石家庄，在这个具有 5000 年悠久历史的正定县城里，拜访了常山药业的管理者。我们试图在肝素这个充满活力又竞争激烈的行业里，发现常山药业特有的竞争优势。

一、调研收获

（一）公司管理层战略规划清晰

通过对公司以及肝素行业的研究，我们认为国内肝素企业的发展路径可分为两种，一种就是将肝素原料药做强做大，产品认证程度提高，成为全球供应原料药的几大巨头之一，掌控稳定而较大的出口订单，对原料药价格有更大的话语权，譬如海普瑞，产品 95% 以上出口，出口额占到全国出口额的 45% 以上，产品获得美国 FDA 认证。另一种就是致力于开发高端肝素制剂，并且原料自给。在肝素产业链中，虽然中国具备无可比拟的原料优势，但是真正毛利率高盈利能力强的还是高端制剂，有些企业虽然原料药规模不是最大、认证不是最高，但是如果在高端制剂方面，譬如低分子肝素钙制剂方面获得先机，占领更高的市场份额，在肝素行业中可能具备更强的竞争优势。

常山药业就是走的第二种路线，管理层战略规划明确。肝素钠原料药出口额虽然仅占全国出口总额的 3% 左右，但公司不会急切的扩大肝素钠原料药的产能，也不会扩大出口的比例，而是一半出口，一半自用，将更多的精力放在高端制剂，也就是低分子肝素钙注射液的生产上。

（二）公司的核心竞争力

低分子肝素钙注射液是肝素制剂中的高端产品，目前仍是外资企业占据一半的市场，剩下一半的市场由国内企业瓜分，而在国内企业中，常山药业的低分子肝素钙注射液质量标准最高，不但享受发改委单独定价，而且价格比其他企业高了一倍。也可以说，在国内的企业中，只有常山药业最具备与外资企业抗衡的能力，公司的战略规划也正是要逐步提高这块业务的比重，这是公司的核心竞争力。另外，公司已具备自己供应低分子肝素钙原料药的能力，待 SFDA 认证通过，募投项目 2000Kg 的低分子肝素钙原料药产能投产，公司即可完全实现原料自给。

二、肝素行业梳理：国内肝素行业处于黄金增长期

（一）肝素行业的产业链

肝素是一种糖胺聚糖，从猪小肠中提取出来，1935 年就正式用于临床，用于抗凝血和抗血栓。行业的产业链较长，包括生猪屠宰→肝素粗品→肝素原料药→标准肝素制剂→低分子肝素制剂。越往下游延伸，产品毛利率越高。由于我国生猪出栏量占全球的 50% 以上，因此我国是肝素粗品生产大国。目前我国企业以生产粗品和原料药为主，欧美国家以生产制剂为主。近年来，国际市场对肝素原料药的需求快速增长，因此国内生产企业都在纷纷扩大产能，肝素原料药的价格也呈现波动趋势。

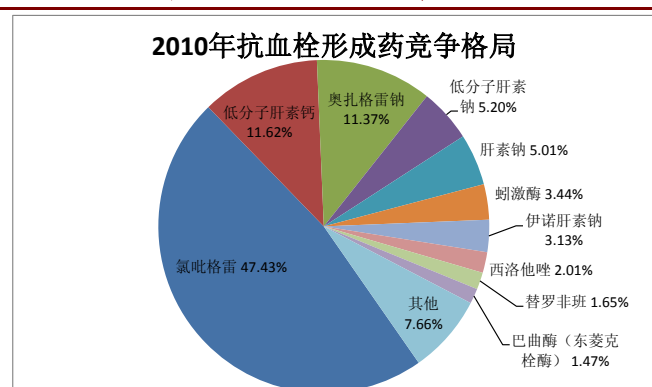
（二）肝素行业的成长性

肝素全球增速 10%，肝素原料药全球增速 26%，我国抗血栓药物增速 23%。肝素行业市场化程度较高，2009

及 2010 年我国肝素出口大规模增长的主要原因是国际市场需求急剧增长，导致肝素钠原料药价格增长较快，2010 年底以来，肝素钠原料药价格已大幅回落，表明肝素的供需正在逐步建立稳定的平衡，但国际市场对肝素的需求不会减缓，在一个较长的时间周期上来看，肝素行业将始终呈现波动性的态势。

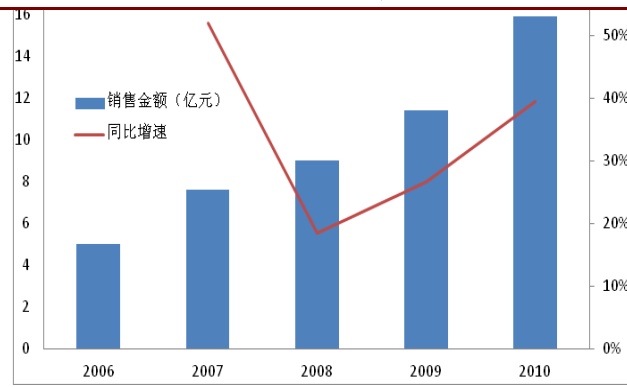
在临床使用的抗血栓药物中，除了口服常用药氯吡格雷份额最大，占据 47%以外，肝素系列（低分子肝素钙、低分子肝素钠、肝素钠、依诺肝素钠）合计占比已高达 25%。肝素制剂是术后防止血栓形成的唯一用药，没有替代产品，因此临床使用增速逐年增长，2010 年增长 40%。2009 年新进入国家医保目录，2010 年进入国家基本药物目录，是唯一抗凝血和溶栓药物。意味着在基层还有较大的空间。

图 1：2010 年我国抗血栓药物竞争格局



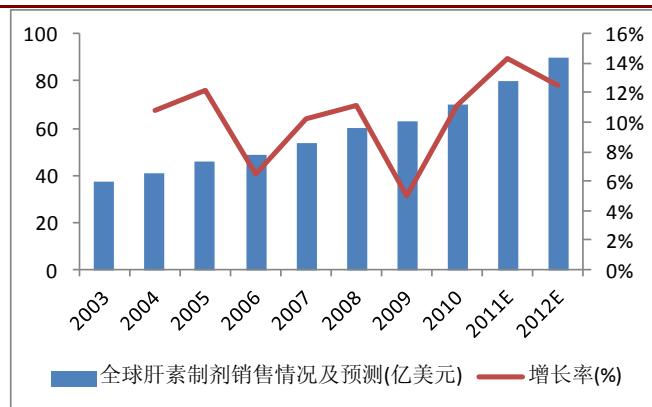
资料来源：米内网、宏源证券

图 2：我国临床用抗血栓药销售金额及增速



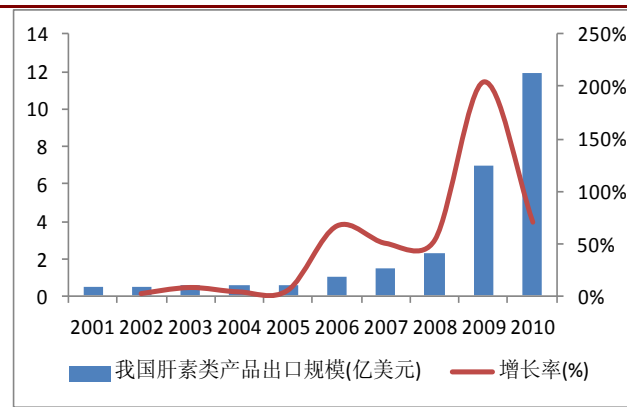
资料来源：米内网、宏源证券

图 3：全球肝素制剂销售情况及预测



资料来源：公司招股说明书、宏源证券

图 4：我国肝素类产品出口规模及增速



资料来源：米内网、宏源证券

（三）肝素在国内大有使用空间

在国外，肝素制剂是手术后抗凝的首选药物，国外有大规模临床证据表明，尤其是骨科手术后，40-50%的病人会发生 DVT（深静脉血栓），因此基本上所有外科手术后会应用抗凝。

但是国内抗凝使用率比较低，主要是因为普及的不够，另外就是手术类型有所不同。比如在国外，关节置换和骨科手术率较高，但在国内关节置换的费用很高，换一个关节要 4-6 万元，因此治疗率不高。也就是说，国内使用肝素制剂还是处于起步阶段。但抗凝药物的使用还是非常必要的，如下表所示，在临床使用和不使用抗凝的情况下，深静脉血栓（DVT）和肺栓塞（PE）的发生率相差还是很大的。因此国内使用肝素制剂还大有空间，

近两年已表现出高增长态势。

表 1: 在使用抗凝药物预防和不预防情况下深静脉血栓和肺栓塞的发生率

危险因素	未预防情况下		预防情况下	
	近端深静脉血栓	致死性肺栓塞	深静脉血栓	致死性肺栓塞
髋置换术	20-30%	2-4%	5%	0.1-0.2%
膝置换术	20-30%	2-4%	5%	0.1-0.2%
髋部骨折	25-35%	2-4%	10%	0.2-0.4%
大的创伤	20%	0.5-1.0%	10%	<0.1%
癌症手术	20%	0.5-1.0%	10%	<0.1%
冠脉搭桥术	5-7%	0.5%	<1%	<0.1%
人年龄>40 岁	5%	<0.5%	<1%	<0.1%

资料来源:医学文献、宏源证券

三、肝素行业格局：将形成寡头垄断

(一) 肝素钠原料药格局：公司出口依赖程度最低

首先，国家政策非常扶持肝素钠原料药出口，2009 年 6 月，肝素钠原料药的出口退税率由原来的 13%上调至 15%。2010 年肝素及其盐已出口到 51 个国家和地区，出口额已超过 Vc，跃居为我国第一大西药重点出口商品。

国内生产肝素钠原料药的企业有 20 多家，其中前十家占据了出口市场份额的 90%，集中度非常高。常山药业出口金额排名第 7 位，虽然排名不算靠前，但是前 6 位的企业都是以出口为主，出口量占企业总产量的 90%以上，而常山药业的出口量只占企业总产量的 60%，其他的 40%内销或自用，出口依赖程度低。从产品标准看，海普瑞和千红制药的原料药已通过 FDA 认证，常山药业将成为第三家通过 FDA 认证的企业。

肝素钠原料药的价格波动是影响公司盈利的重要因素，健康网的数据显示，从 2011 年开始，肝素钠原料药出口价格处于下行通道，9 月份的价格为 9900 美元/Kg,实际上数据具有滞后性，我们调研发现，公司目前销售肝素钠原料药平均价格已低至 3.6 万元/亿单位。我们预计价格还会继续下行，可能会下行至 3.2-3.3 万元/亿单位的平稳水平。从投资的角度来看，如果肝素钠原料药价格处于高位，投资者会担心价格下滑使公司盈利下滑，因此在目前肝素钠处于下降通道时，则投资的时机正渐渐逼近。

图 5: 2010 年我国肝素钠原料药出口金额占比

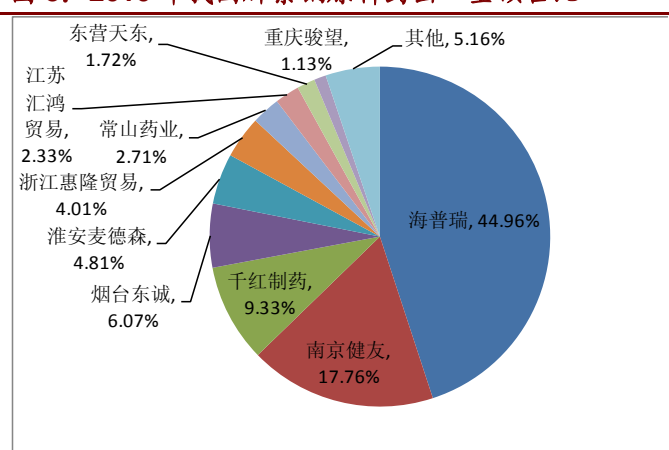
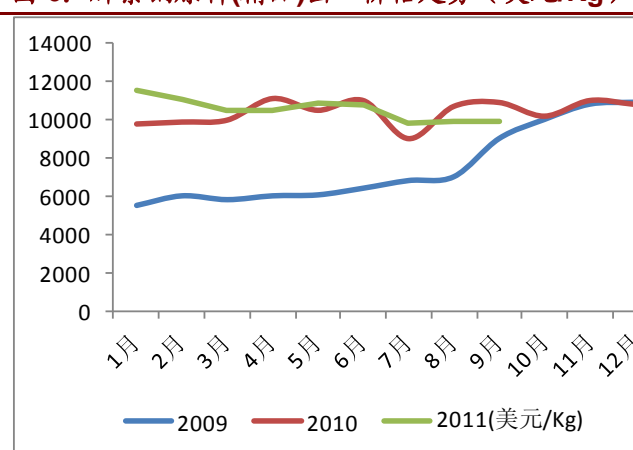


图 6: 肝素钠原料(精品)出口价格走势 (美元/Kg)



资料来源：公司招股说明书、宏源证券

资料来源：健康网、宏源证券

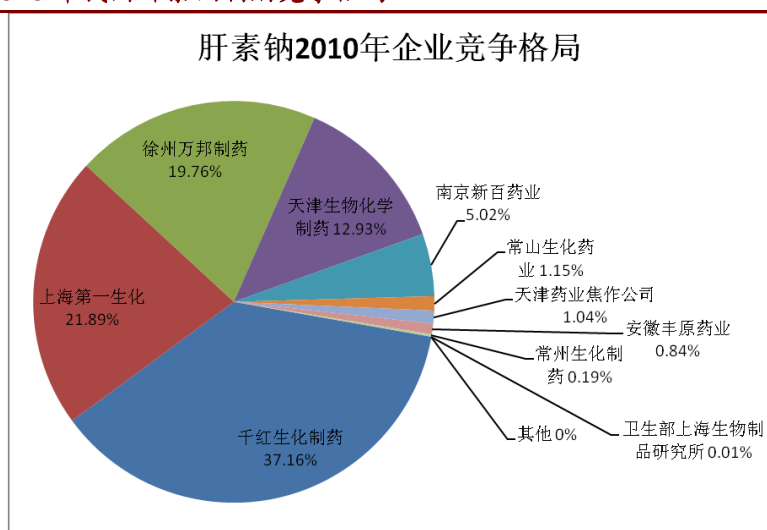
（二）肝素钠制剂格局：公司原料完全自给

国家对肝素钠制剂的使用也非常扶持，2009 年不但被调入国家医保目录，标准肝素钠注射液还入选基本药物目录，零售价格还从 4.9 元/支提高到 11.7 元/支。

国内生产肝素钠制剂的企业也有 20 多家，其中前 4 家就占据了 90% 的市场份额，分别是千红制药、上海第一生化、江苏万邦和天津生化，常山药业仅占 1.15% 的份额。虽然常山药业占比较小，但它能够完全自己供应原料药，而前 4 家都不掌握上游原料药。这是常山药业独特的优势。

公司的低分子量肝素钙注射液生产线与肝素钠注射液生产线均安装在小容量制剂车间，在同一时段只能生产一种产品，因此会优先保证低分子量肝素钙注射液的生产。因此，我们预计肝素钠注射液今年的产量可能只有 60 万支左右。

图 7：2010 年我国肝素钠制剂竞争格局



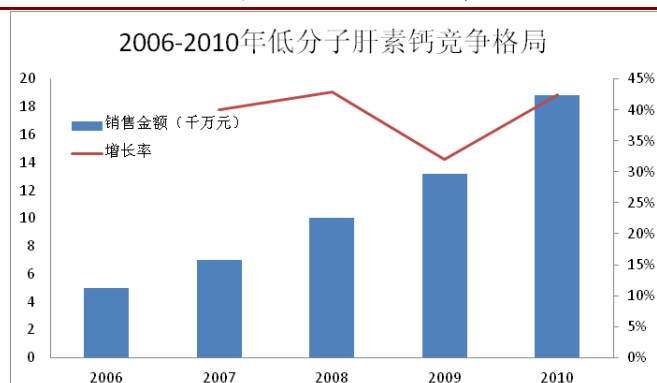
资料来源：米内网、宏源证券

四、低分子肝素制剂：未来企业的竞争力

低分子量肝素钙注射液是肝素钠或肝素钙注射液的升级品种，在使用后不会导致血压升高、皮下出血等不良反应，不减少细胞间毛细血管的钙胶质，对肾病、心脏病患者的刺激性更小，因此是目前肝素产品中毛利率高、盈利能力最强的产品。

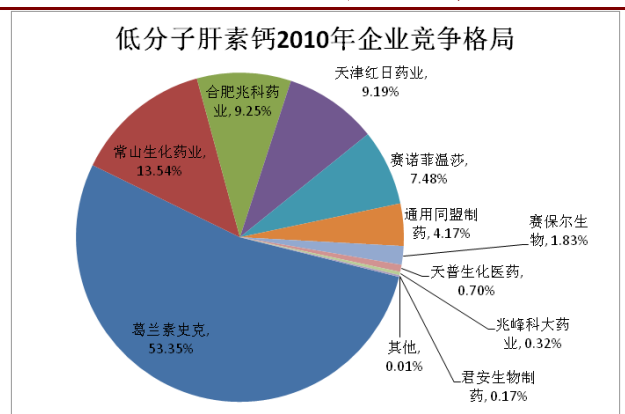
国内低分子肝素制剂的生产企业有 10 家左右，由于起步较晚，份额最大的还是葛兰素史克，占据了 53% 的市场份额。国内的企业中常山药业的份额最大，产品质量最高，是注射液剂型中享受发改委单独定价的品种，每支最高零售价格为 57.5 元，而其他肝素钙注射液的最高零售价还不到 30 元，盈利能力遥遥领先。除了注射液剂型，只有合肥兆科药业生产粉针剂型，也享受单独定价，但粉针剂型在国际上并不通用。这也显示出，常山药业在低分子肝素钙领域是国内企业中最有竞争力的，可逐步与葛兰素史克争夺国内市场份额。

图 8：2006-2010 年低分子肝素钙竞争格局



资料来源：米内网、宏源证券

图 9：低分子肝素钙 2010 年企业竞争格局



资料来源：米内网、宏源证券

五、风险因素：人工合成肝素取得进展

肝素被发现以来，一直是从动物身上提取，但人工合成肝素的研究一直没有停止过。最新的《科学》杂志发表了一篇研究论文，北卡罗莱纳大学的教授采用化学酶法，使得人工合成肝素出产率高达 40%，一改过去出产率 0.1% 的局面。他们合成的是超低分子肝素，含 5-10 个寡戊糖链，在动物实验中取得了和磺达肝素类似的抗凝效果。虽然该超低分子肝素还需要优化，需要合成更多的链，但也不排除存在 10 年后可能替代天然肝素的风险。

六、盈利预测与假设

肝素钠原料药：

公司募投项目之一为，肝素钠原料药产能由目前的 8,500 亿单位扩大到 38,500 亿单位。公司的产能（8500 亿单位）比海普瑞（50000 亿单位）和千红制药（22000 亿单位）的产能少很多，规模还有较大的提升空间。2010 年产能利用率已高达 125%。今年募投新产能不能释放，只能通过启用备用生产线，所以产能提升有限。正好由于今年三季度原料药车间迎接 FDA 的现场检查，停产了 50 天，所以预计今年销量能达到 9500 亿单位。明年会有较大幅度的增长，预计销量能达到 13500 亿单位。肝素钠原料药价格已经比去年下降了 10%，我们预计今年可能继续下降，估计还有 10% 的下降空间，假设今年平均价格 3.6 万元/亿单位，明后两年价格维持平稳，则销售价格约 3.25 万元/亿单位。

由于肝素钠原料药的原料肝素粗品价格下降的幅度会更大，因此该产品毛利率会提高到 30% 以上。对今年业绩构成支撑。另外，肝素钠原料药的 FDA 现场检查已经完成，预计 4 个月内可通过 FDA 认证，即可打开美国市场，因此未来三年的业绩可能会超预期。

肝素钠注射液和低分子肝素钙注射液：

公司募投项目之二为低分子量肝素钙注射液产能由 400 万支扩大到 2,400 万支，新增低分子量肝素钙产能 2,000 公斤。新产能将在 2013 年才能释放，因此公司今年通过进行技改来增加产能，更换了配液罐、灌装机，使得产能提高到 2.5 倍，预计四季度可正常生产，预计今年低分子肝素钙注射液销量能达到 700 万支，明年有可能使产能提高更多，预计达到 900 万支，后年新产能释放，保守按照 1150 万支预测。肝素钠注射液预计今年销量在 60 万支左右，明年提高到 300 万支。

由于肝素钠原料药价格下跌,使得肝素钠注射液和低分子肝素钙注射液的毛利率大幅提高,因此预计今年的综合毛利率由去年的 26.7%提高到 32.1%。

根据以上假设,不考虑肝素钠原料药 FDA 认证后带来的增量,也不考虑低分子肝素钙的原料药获得 SFDA 的批文后,届时原料自给带来的毛利率进一步提高的情况。我们对公司业绩进行了预测,预计 2011-2013 年能实现 EPS0.75、1.05、1.44 元,对应 PE33、24、17 倍。

对于一个需要应对原材料价格波动的企业,33 倍的 PE 不算便宜。但是因为公司的制剂比例逐步增大,原料药价格下跌,制剂毛利率就提高,所以公司是肝素行业里受原材料价格波动影响最小的一个。公司未来三年的净利润复合增长率 36%,处于业绩快速增长阶段。我们长期看好公司的发展前景,首次给予“买入”评级。

图 10: 产品收入及成本预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
注射级肝素钠原料药	销售收入(万元)	18176.64	36818.85	34200	43875	61750
	增长(YOY)	111.6%	102.6%	-7.1%	28.3%	40.7%
	主营业务成本	11531.26	27098.6736	23846.833	30523.946	42733.524
	增长(YOY)	96.8%	135.0%	-12.0%	28.0%	40.0%
	毛利(万元)	6645.3796	9720.1764	10353.167	13351.054	19016.476
	毛利率	36.6%	26.4%	30.3%	30.4%	30.8%
非注射级肝素钠原料药	销售收入(万元)	1663.89	3714.63	3520	4160	4800
	增长(YOY)		123.2%	-5.2%	18.2%	15.4%
	主营业务成本	1455.571	2859.89364	2688.3	3145.311	3629.0599
	增长(YOY)		96.5%	-6.0%	17.0%	15.4%
	毛利(万元)	208.31903	854.736363	831.69998	1014.689	1170.9401
	毛利率	12.5%	23.0%	23.6%	24.4%	24.4%
低分子量肝素钙注射液	销售收入(万元)	2994.57	5161.17	8540	10980	14030
	增长(YOY)	69.7%	72.4%	65.5%	28.6%	27.8%
	主营业务成本	1983.9026	3437.85534	4709.8618	6028.6231	7698.5517
	增长(YOY)	79.0%	73.3%	37.0%	28.0%	27.7%
	毛利(万元)	1010.6674	1723.31466	3830.1382	4951.3769	6331.4483
	毛利率	33.8%	33.4%	44.8%	45.1%	45.1%
肝素钠注射液	销售收入(万元)	314.38	77.22	456	2250	2960
	增长(YOY)	97.5%	-75.4%	490.5%	393.4%	31.6%
	主营业务成本	270.27249	53.729676	306.25915	1509.8576	1986.3687
	增长(YOY)	98.5%	-80.1%	470.0%	393.0%	31.6%
	毛利(万元)	44.107514	23.490324	149.74085	740.14237	973.63131
	毛利率	14.0%	30.4%	32.8%	32.9%	32.9%
其他	销售收入(万元)	938.05	882.45	1588.41	2382.615	3573.9225
	增长(YOY)	201.5%	-5.9%	80.0%	50.0%	50.0%
	主营业务成本	846.87154	741.43449	1260.4386	1890.6579	2835.9869
	增长(YOY)	191.9%	-12.5%	70.0%	50.0%	50.0%
	毛利(万元)	91.17846	141.01551	327.97137	491.95705	737.93558
	毛利率	9.7%	16.0%	20.6%	20.6%	20.6%
合计	营业收入	25375.346	46671.7968	48304.41	63647.615	87113.923
	增长(YOY)	128.9%	83.9%	3.5%	31.8%	36.9%
	营业成本	17790.169	34189.993	32811.692	43098.396	58883.492
	增长(YOY)	130.7%	92.2%	-4.0%	31.4%	36.6%
	毛利	7585.177	12481.8038	15492.718	20549.219	28230.431
	增长(YOY)	124.9%	64.6%	24.1%	32.6%	37.4%
	综合毛利率	29.9%	26.7%	32.1%	32.3%	32.4%

资料来源: 宏源证券

图 11：财务报表预测

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	92	779	739	697	营业收入	467	483	636	871
应收票据	5	21	26	36	营业成本	342	328	431	589
应收账款	36	27	36	49	营业税金及附加	1	1	1	2
预付款项	7	33	67	114	销售费用	11	16	21	29
其他应收款	33	23	30	41	管理费用	33	36	48	65
存货	150	216	283	387	财务费用	12	7	3	4
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
固定资产	46	52	62	72	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	4	12	16	18	营业利润	67	95	132	182
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	2	1	1	1
无形资产	57	58	58	58	税前利润	70	95	133	182
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	9	14	20	27
资产总计	431	1221	1318	1474	净利润	60	81	113	155
短期借款	174	140	140	165	减：少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	60	81	113	155
应付账款	11	4	6	8	基本每股收益	0.74	0.75	1.05	1.44
预收款项	3	7	11	17	稀释每股收益	0.74	0.75	1.05	1.44
应付职工薪酬	1	1	1	1	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	3	7	11	16	成长性				
其他应付款	4	5	5	6	营收增长率	83.9%	3.5%	31.8%	36.9%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT增长率	57.0%	26.6%	33.1%	37.6%
长期借款	0	50	50	50	净利润增长率	65.5%	34.6%	39.4%	37.3%
负债合计	211	228	239	278	盈利性				
股东权益合计	219	993	1079	1196	销售毛利率	26.7%	32.1%	32.3%	32.4%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	12.9%	16.8%	17.7%	17.8%
净利润	60	81	113	155	ROE	27.4%	8.2%	10.5%	13.0%
折旧与摊销	5	7	8	9	ROIC	17.6%	7.3%	9.1%	11.2%
经营活动现金流	23	8	12	-3	估值倍数				
投资活动现金流	-111	-22	-22	-22	PE	33.1	32.8	23.5	17.1
融资活动现金流	152	701	-30	-16	P/S	4.3	5.5	4.2	3.1
现金净变动	64	687	-40	-42	P/B	9.08	2.68	2.46	2.22
期初现金余额	28	92	779	739	股息收益率	0.0%	1.0%	1.4%	1.8%
期末现金余额	92	779	739	697	EV/EBITDA	24.2	19.1	14.7	11.1

资料来源：宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、佐力药业、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 乐普医疗、昆明制药、信立泰、阳普医疗、安科生物、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。