

# 战略转型医疗服务的典范

## 买入首次评级

目标价格 12 元

### 投资要点:

- 脉络宁注射液增速加快, 毛利率回升;
- 宿迁医院高速增长, 模式可以复制。

### 报告摘要:

- **基本药物制度的完善, 将促使脉络宁注射液增速加快。** 我们脉络宁作为一个疗效显著、价格便宜、适应症广、副作用小的注射液, 10 亿以上的市场空间可以期待。但由于基本药物制度的配套的政策不完善, 过于重视价格的“安徽模式”打击了独家品种脉络宁的推广。后续随着基本药物制度的完善和招标政策的改革, 脉络宁的市场将会有较大幅度的提升。
- **金银花等药材价格回落, 脉络宁毛利率回升。** 近几年来, 中药材成本持续升高, 尤其是金银花的涨价导致脉络宁的毛利率持续下降。去年年中, 中药材价格全面回落, 金银花价格回落了 40%, 考虑到公司的原材料储备, 我们认为 2012 年一季度公司的成本就会有明显的改善。预计全年毛利率将回升 2~3 个百分点。
- **宿迁医院高速增长无忧, 模式可以复制。** 公司积极准备宿迁医院升级三甲医院, 鼓楼医院开展更深层次的对口支援活动, 新大楼即将落成完善硬件条件, 预计将在 2-3 年内升级三甲医院, 经营的业绩将会有较大的飞跃。宿迁医院的模式显示了强大的竞争力, 公司积累了丰富的经验, 并和鼓楼医院建立了成熟的战略合作关系, 未来可能进一步开拓医疗服务这块业务, 并在新的地区复制宿迁的成功经验。
- **盈利预测。** 根据假设, 预测 2011-2013 年 EPS 为 0.39、0.48、0.55, 目前股价对应的动态 PE 分别为 21X、17X、15X。脉络宁注射液的增长和盈利能力有好转的趋势, 同时医疗服务的业务占比升高推升估值水平。给予 2012 年 25XPE, 对应目标价 12 元, 给予买入评级。

| 主要经营指标    | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1967  | 2161  | 2323  | 2552  | 2807  |
| 净利润(百万元)  | 221   | 193   | 197   | 241   | 275   |
| EPS(百万元)  | 0.44  | 0.38  | 0.39  | 0.48  | 0.55  |
| P/E       | 18.59 | 21.31 | 20.88 | 17.08 | 14.92 |
| P/S       | 2.09  | 1.90  | 1.77  | 1.61  | 1.46  |
| P/B       | 2.00  | 1.87  | 1.72  | 1.58  | 1.44  |

### 中小市值上市公司研究组

#### 高级分析师

**王风华 (S1180511010001)**

电话: 010-88085761

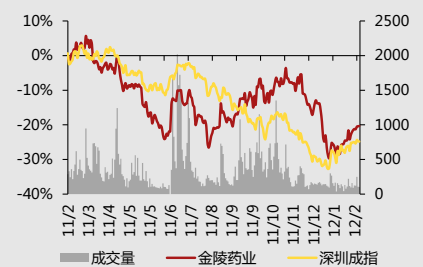
Email: wangfenghua@hysec.com

**吴洋 (S1180511080005)**

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

| 报告日期     | 户均持股数 | 筹码集中度 |
|----------|-------|-------|
| 20110930 | 6616  | 较集中   |
| 20110630 | 6850  | 较集中   |
| 20110331 | 3794  | 较分散   |

## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 一、公司基本情况 .....             | 4  |
| 公司简介 .....                 | 4  |
| 股权结构和实际控制人 .....           | 4  |
| 经营情况 .....                 | 5  |
| 二、核心推荐逻辑 .....             | 5  |
| 基药制度完善，独家品种脉络宁有望增速加快 ..... | 5  |
| 中药材价格回落，毛利率回升 .....        | 7  |
| 宿迁医院高速增长无忧 .....           | 7  |
| 战略转型医疗服务，宿迁模式可以复制 .....    | 9  |
| 三、盈利预测 .....               | 10 |

## 插图

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 图 1: 股权结构.....            | 4 |
| 图 2: 收入趋势.....            | 5 |
| 图 3: 净利润趋势.....           | 5 |
| 图 4: 收入产品结构（按行业）.....     | 5 |
| 图 5: 收入产品结构（按业务）.....     | 5 |
| 图 6: 脉络宁收入.....           | 6 |
| 图 7: 脉络宁毛利率变化.....        | 6 |
| 图 8: 金银花价格走势.....         | 7 |
| 图 9: 牛膝价格走势.....          | 7 |
| 图 10: 玄参价格走势.....         | 7 |
| 图 11: 石斛价格走势.....         | 7 |
| 图 12: 宿迁市人民医院的规模快速增长..... | 8 |
| 图 13: 宿迁市人民医院净利润率.....    | 8 |
| 图 14: 综合医院诊疗人次趋势.....     | 8 |
| 图 15: 综合医院平均收入增长趋势.....   | 8 |

## 表格

|                      |    |
|----------------------|----|
| 表 1: 江苏省内三甲医院分布..... | 9  |
| 表 2: 收入预测.....       | 10 |
| 表 3: 资产负债表（百万元）..... | 12 |
| 表 4: 利润表（百万元）.....   | 12 |
| 表 5: 现金流量表（百万元）..... | 13 |

## 一、公司基本情况

### 公司简介

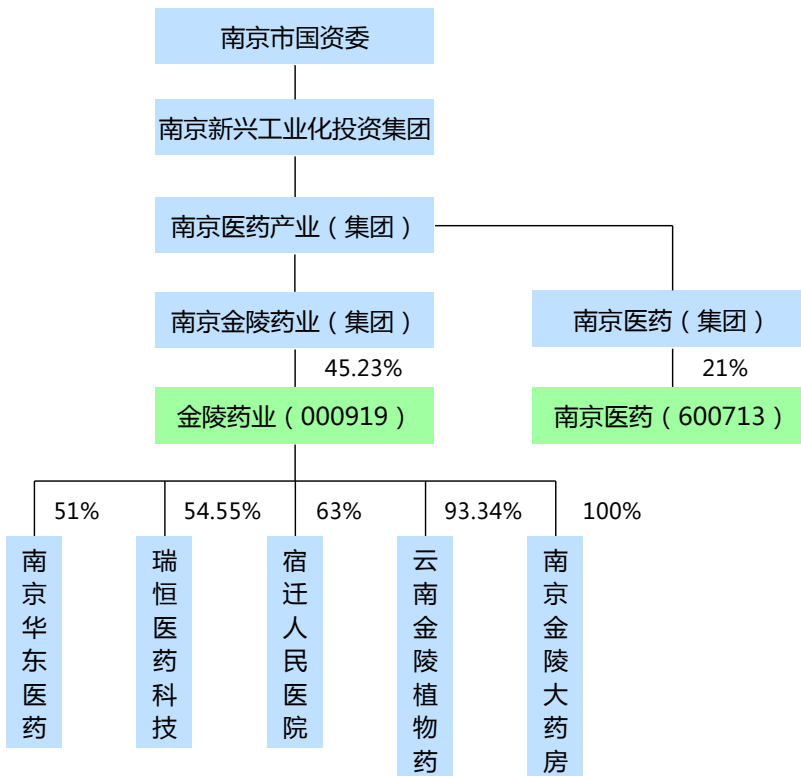
公司成立于1998年9月，是由南京金陵制药（集团）有限公司等五家单位共同发起设立。秉承“以诚信为本，做现代中药”的经营理念，形成了以中成药为主，中西药及医疗服务相结合共同发展的战略格局。

公司主要产品有：脉络宁系列产品、塞莱乐、双香排石颗粒、速力菲、胃得安、香菇多糖、丝白祛斑软膏、筋络宁、慢咽宁、明胶海绵等160个品种，其中“脉络宁注射液”、“胃得安片”、“香菇多糖注射液”为国家中药保护品种。

### 股权结构和实际控制人

公司控股股东为南京金陵药业（集团）有限公司，持有2.28万股股份，最终实际控制人为南京市国资委。

图 1：股权结构



资料来源：宏源证券

## 经营情况

公司上市以来，营业收入稳步增长，归属于母公司的净利润在 2004 年之前，增速不快，基本保持在 1 亿元的水平；2005 年~2007 年是快速增长的阶段，

图 2: 收入趋势

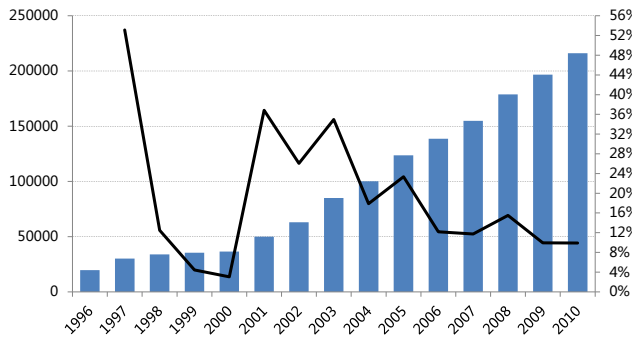
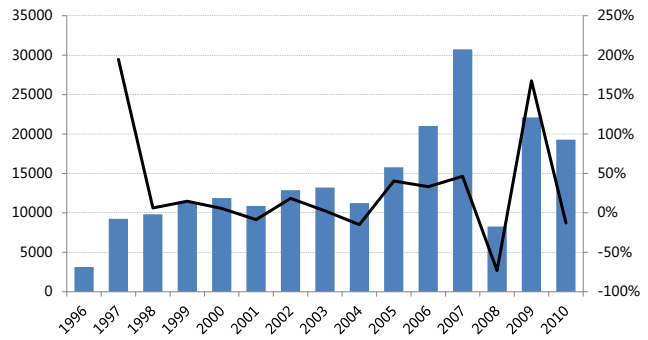


图 3: 净利润趋势

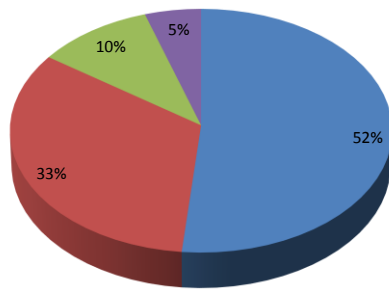


资料来源: WIND、宏源证券

资料来源: WIND、宏源证券

图 4: 收入产品结构 (按行业)

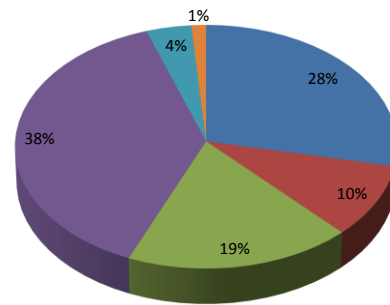
■ 化学药品 ■ 中药 ■ 医疗服务 ■ 其他



资料来源: WIND、宏源证券

图 5: 收入产品结构 (按业务)

■ 脉络宁 ■ 其他产品 ■ 宿迁医院 ■ 华东医药 ■ 金陵大药房 ■ 其他业务



资料来源: 宏源证券

## 二、核心推荐逻辑

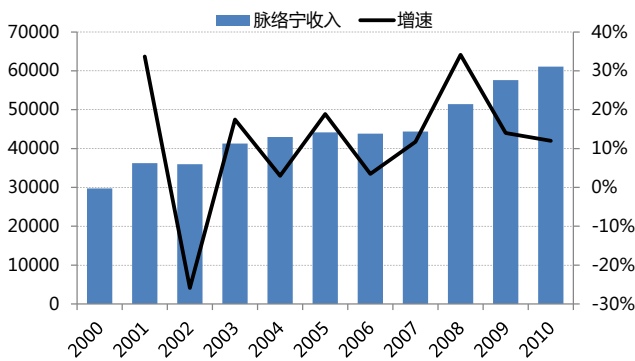
### 基药制度完善，独家品种脉络宁有望增速加快

主打产品脉络宁注射液为黄棕色至红棕色的澄清液体，是由牛膝、玄参、石斛、金银花等精制而成的复方中药注射剂，具有扩张血管、改善微循环、增加血流量、降低血液粘度等功效，临床用于治疗血栓闭塞性脉管炎、动脉硬化性闭塞症、脑血栓形成及后遗症、多发性大动脉炎、四肢急性动脉栓塞症、糖尿病坏疽、静脉血栓形成和血栓性静脉炎等疾病，总有效率达 94.5%。由于脉络宁具有起效快、疗效好、疗程短、副作用少，临床应用广泛等优点，脉络宁 1992 年被国家中医药管理局确定为全国中医医院急诊必备中成药，目前是国家基本药物和国家医保目录甲类品种。

脉络宁注射液曾是国家二级中药保护品种（保护期到 2008 年），并被国家科技部列为国家秘密技术项目（2014 年到期），同时公司也申请了专利保护（2012 年到期），较强的保护壁垒使得公司可以多年来拥有该独家品种。

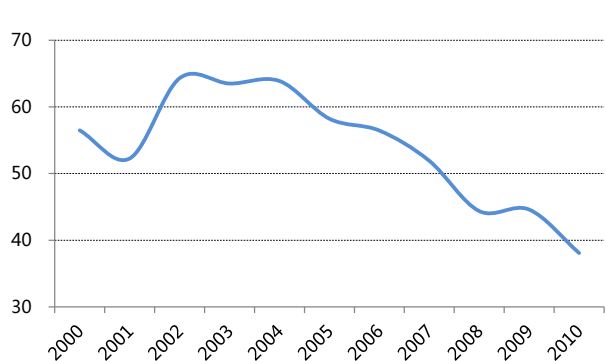
在中药保护和专利到期后，理论上竞争对手可以仿制生产脉络宁注射液，但对金陵药业难以构成实质性冲击。公司多年来形成的品牌知名度和美誉度已经根深蒂固，市场广度也没有什么空白，而且脉络宁注射液较低的利润空间也使得潜在竞争者的生存空间极小。

图 6: 脉络宁收入



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 7: 脉络宁毛利率变化



资料来源: 公司公告、宏源证券

脉络宁注射液作为最早的一批中药注射液，很早就实现了几亿元的销售规模。但近年来收入增速较慢，过去 10 年的平均增速仅 7.46%。脉络宁注射液特点价格相对较低且保持平稳，目前最高零售价为 10.8 元/支，中标价格基本在 9 元左右。价格便宜决定了公司销售主要在县及乡镇以下的基层医院。公司组建自有的销售队伍，负责其临床学术推广，目前有负责脉络宁注射液的销售人员 300 多人。

国家推行基本药物制度后，脉络宁注射液受益基药的推行应当放量，但实际趋势并不明显。主要原因是**基本药物制度的推行力度较弱、配套的政策不完善**。随着基本药物制度的完善和未来政策的出台，脉络宁的市场将会有较大幅度的提升。

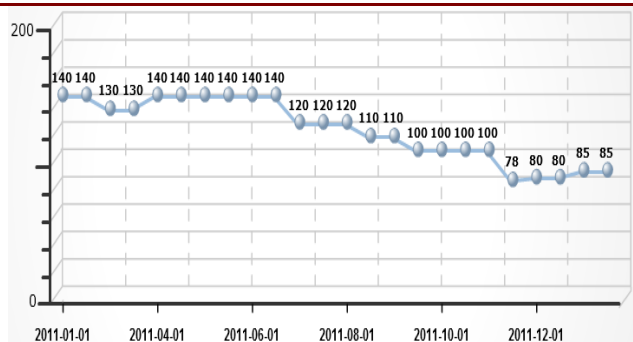
对于脉络宁的市场空间，我们认为目前的规模不是天花板，作为一个疗效显著、价格便宜、适应症广、副作用小的注射液，10 亿以上的市场空间可以期待。目前影响脉络宁增长缓慢的主要原因一是基本药物的招标压价，一是公司营销渠道仍较为薄弱。公司对脉络宁一直以来采取自建销售队伍做临床学术推广的营销模式，目前由销售人员 300 多人。2011 年将脉络宁从华东医药销售拿到了母公司中，后续将扩充销售渠道和人员。

蜀中事件之后，社会对目前招标中存在的问题进行了反思和讨论，对基本药物招标制度改革的呼吁，包括全国统一定价、定点生产等呼声渐起，我们认为未来的政策导向将会纠正现有招标中不断压价，越招越低的思路，作为独家品种的脉络宁将可能迎来新的增长契机。

## 中药材价格回落，毛利率回升

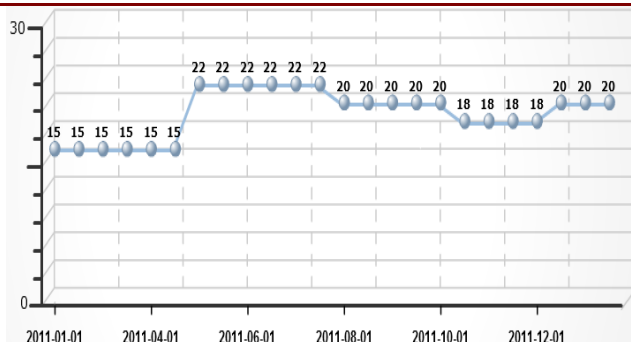
脉络宁的主要原材料为牛膝、玄参、石斛、金银花，四种原材料组分相当，金银花价格较高，占据了原材料成本一半以上。近几年来，中药材成本持续升高，尤其是金银花的非理性暴涨导致脉络宁的毛利率持续下降。2011年年中，中药材价格开始回落，金银花统货也从140元回落到80元，考虑到公司的原材料储备，2012年一季度公司的成本会有明显的改善。金银花栽种后的第三年丰产，之前大幅涨价势必造成种植规模增加，到2012年将是供给释放的周期，综合考虑到需求因素和货币因素，金银花价格大涨的可能性小，但回落的空间也有限。预计全年脉络宁的毛利率回升2~3个百分点。

图 8: 金银花价格走势



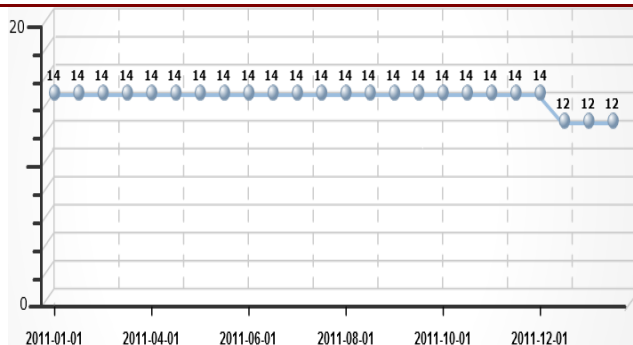
资料来源: 51zhongyao、宏源证券

图 9: 牛膝价格走势



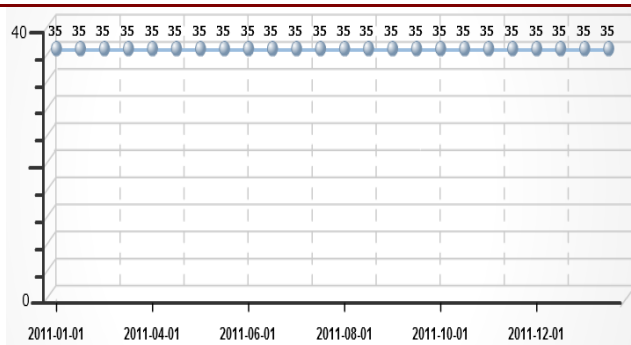
资料来源: 51zhongyao、宏源证券

图 10: 玄参价格走势



资料来源: 51zhongyao、宏源证券

图 11: 石斛价格走势



资料来源: 51zhongyao、宏源证券

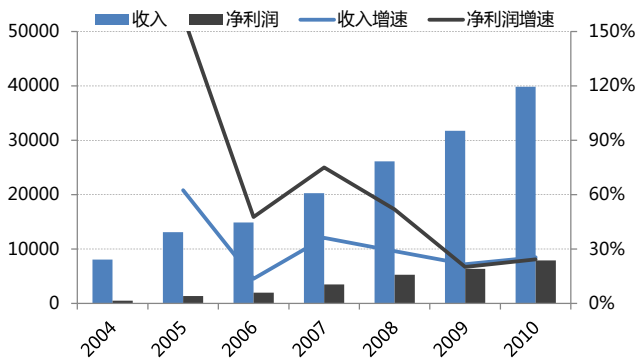
## 宿迁医院高速增长无忧

为改变以多年来脉络宁为单一利润来源的局面，实现多元化经营的目标。2003年，公司以7012.60万元从宿迁卫生局手中收购了宿迁市人民医院70%股权，宿迁市交通投资有限公司作为国资代表，受让其余30%股权。南京市鼓楼医院后以无形资产出资，持股7%，参与新医院的管理，金陵药业则控股63%。

收购之后，金陵药业对宿迁市人民医院进行了改制，成立南京鼓楼医院集团宿迁市人民医院有限公司。新医院主要由鼓楼医院进行医院管理和技术支持，鼓楼医院是江苏省一

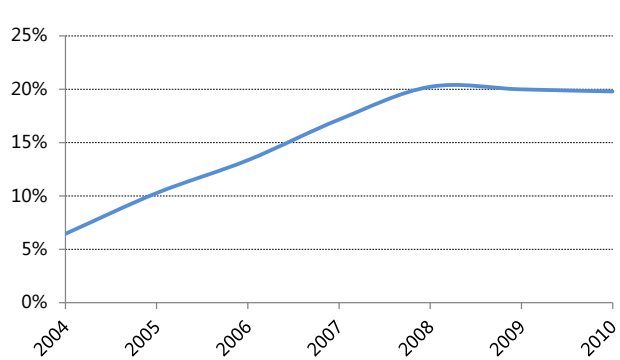
流的综合性三级甲等医院，科研和临床实力在省内乃至全国都有很高的知名度，从而大大提高了新医院的形象和底蕴，另外通过引进先进的管理经验，聘请和安排鼓楼医院专家教授常年坐诊，加强对医技人员轮训，引进优秀人才等手段，使得新医院的业务管理水平和服务能力跃上新台阶，2008年底确认升级成三级乙等医院。金陵药业主要负责财务管理，引入先进科学的企业化管理方法和经验，控制新医院的成本费用及现金流。通过发挥各自的优势，新医院的业务得到了快速发展。患者量在原基础上有显著增长，经营业绩也稳步提升。2003年接收时，仍是亏损的企业，到2004年即扭亏，2004年到2010年收入和净利润CAGR分别达到30.49%和57.27%，而同期2002~2009年综合医院诊疗人次CAGR为7.94%，综合医院平均收入增速为17.69%，这充分说明宿迁医院模式的先进性和竞争力。2010年，宿迁人民医院净利润7886.95万元，扣除税收因素的影响，实际净利润增长超过40%。同时，收购之后宿迁医院的盈利质量也是大幅提高，2004年—2008年，净利率每年都提高近3个百分点，目前已基本稳定在20%的水平，远高于非营利性医疗机构10%的平均水平。

图 12: 宿迁市人民医院的规模快速增长



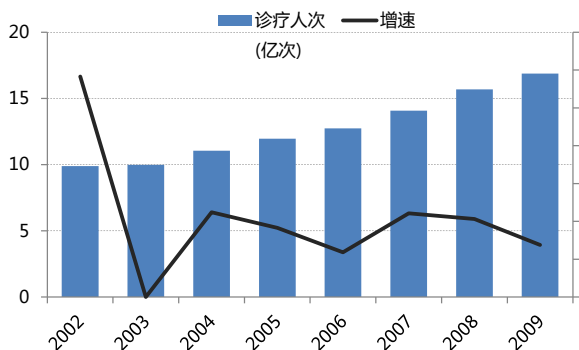
资料来源: 公司年报、宏源证券

图 13: 宿迁市人民医院净利率率



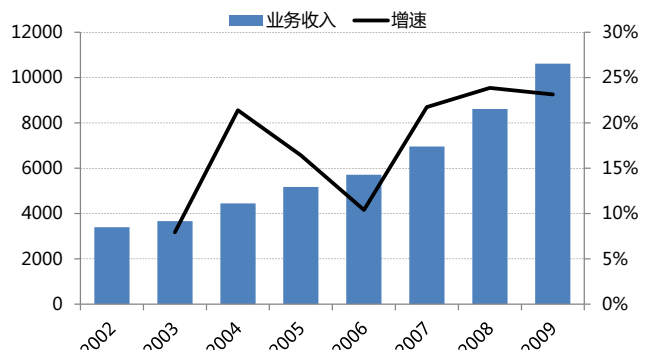
资料来源: 公司年报、宏源证券

图 14: 综合医院诊疗人次趋势



资料来源: 2010 卫生统计年鉴、宏源证券

图 15: 综合医院平均收入增长趋势



资料来源: 2010 卫生统计年鉴、宏源证券

未来随着经济的发展和医药需求的进一步释放, 医疗机构的收入将会保持在一个稳定较快的增速水平上。宿迁人民医院目前是全市唯一的三级综合医院, 超过行业的平均增速不成问题。目前, 公司积极准备宿迁医院申请升级到三级甲等医院, 如升级成功, 对整个医院的实力、知名度都将是极大的提高, 经营业绩有望再上一个台阶。

为了完成建设三个省级重点科室、达到三甲医院标准的目标, 2011年8月金陵药业、宿迁市政府和南京鼓楼医院三方举行了对口支援活动仪式, 在过去合作的基础上, 将帮扶合作形式、领域向纵深推进。目前, 普外科、心脏科、呼吸科、骨科四个科室已签订了对口帮扶协议。另外, 累计投资达1.5亿元、占地面积4.6万平方米、共21层的新病房大楼已封顶, 预计年内将投入使用, 将极大地增强医院的硬件条件。

从江苏省内目前医疗机构的分布情况看, 是非常不均衡的。南京医疗资源最丰富, 21家三甲医院数目。而苏南的城市平均80~200万人口对应一家三甲医院。苏北的城市医院资源稀缺, 拥有400多万人口的泰州市和淮安市仅有一家三甲医院, 宿迁市和盐城市更是一家也没有, 周围的患者对于三甲医院的需求也相当迫切。在这样的局面下, 我们认为宿迁人民医院在2-3年升级成三甲医院是非常有希望的, 届时将有效地吸引全市范围的患者乃至周边县市的患者前来就医, 业绩势必还有较大的飞跃。

尽管宿迁有新建另一家三级医院的规划, 但是短期内还很难和拥有优质品牌支撑和良好患者基础的宿迁人民医院竞争, 2-3年内, 我们对宿迁医院的持续成长没有担心。

**表 1: 江苏省内三甲医院分布**

| 地区  | 数目 | 常住人口数 (万人) | 平均每家医院 (万人) | 面积 (平方公里) |
|-----|----|------------|-------------|-----------|
| 南京  | 21 | 800.47     | 38.12       | 6598      |
| 无锡  | 8  | 637.26     | 79.66       | 4664      |
| 徐州  | 5  | 858.05     | 171.61      | 11571     |
| 常州  | 4  | 459.20     | 114.80      | 4375      |
| 苏州  | 4  | 1046.60    | 261.65      | 8848      |
| 南通  | 3  | 728.28     | 242.76      | 8001      |
| 镇江  | 3  | 311.34     | 103.78      | 3843      |
| 连云港 | 2  | 439.39     | 219.70      | 7444      |
| 扬州  | 2  | 445.98     | 222.99      | 6638      |
| 泰州  | 1  | 461.88     | 461.88      | 6029      |
| 淮安  | 1  | 479.99     | 479.99      | 10030     |
| 宿迁  | 0  | 471.56     | -           | 8660      |
| 盐城  | 0  | 726.02     | -           | 14983     |

资料来源: 宏源证券

## 战略转型医疗服务, 宿迁模式可以复制

近年来, 医药工业受制于终端价格压制和原材料上涨的双重压力, 经营难有突破。而

医疗服务行业方兴未艾，目前，正处于公立医院改革的起步阶段，有包括上海、鞍山、镇江在内的 16 个城市被列入 2010 年公立医院改革的试点地区，尽管各地的改革模式不同。但政府提倡机制改革和优化医疗机构布局的思路已经基本明确，这就意味政府必将撤出一部分非营利的医疗机构，而转向企业化运作，同时鼓励社会资本进入这个领域，建立多元化办医的格局。

收购宿迁医院时，公司就已经确立了较为明确的多元化经营战略。而现在这一战略思路愈加清晰，公司也积极同省内外相应地方医院联系，希望寻找合适的标的，进一步开拓医疗服务这块业务。一方面，公司背靠大股东南京市国资委，又有宿迁医院的成功经验，在进行相关谈判博弈中占有一定优势。另一方面，经过 8 年多来的经营实践，公司已经积累了丰富的医院管理的经验，同时和鼓楼医院建立了成熟的战略合作关系，收购医院以后，可以复制宿迁医院的经验，快速做大做强。

2011 年 8 月 23 日，公司董事会决议通过了新一期的激励方案《金陵药业股份有限公司 2011-2013 年度奖励基金实施办法》，待通过股东大会审批后实施。具体的办法类似 2008 年公司实施的激励方案，基数略有提高，提取超过之前几年的平均净利润的部分的 10%，作为高管的奖励基金，但必须用于购买公司的股票。我们认为，该方案可以在较长的时间窗口里激励管理层进一步挖掘企业潜力，或者通过外延式并购来释放业绩。

### 三、盈利预测

核心假设：

- 1) 基本药物制度不断完善，脉络宁收入增长维持在 10% 以上；
- 2) 中药材价格继续回落，脉络宁招标价格基本维持，毛利率回升；
- 3) 作为高新技术企业，继续享受 15% 的所得税优惠。

**表 2: 收入预测**

| 业务        | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 脉络宁注射液    | 51451  | 57625  | 61083  | 62915  | 69207  | 76128  |
| Yoy       | 16%    | 12%    | 6%     | 3%     | 10%    | 10%    |
| 医药商业（抵消后） | 84306  | 88560  | 91514  | 94260  | 97088  | 100000 |
| Yoy       |        | 5%     | 3%     | 3%     | 3%     | 3%     |
| 宿迁人民医院    | 26119  | 31754  | 39850  | 49813  | 60772  | 74142  |
| Yoy       | 29%    | 22%    | 25%    | 25%    | 22%    | 22%    |
| 其他        | 17012  | 18731  | 23666  | 25356  | 28092  | 30406  |
| Yoy       |        | 10%    | 26%    | 7%     | 11%    | 8%     |
| 合计        | 178888 | 196671 | 216114 | 232344 | 255159 | 280675 |
| Yoy       |        | 10%    | 10%    | 8%     | 10%    | 10%    |

资料来源：宏源证券估算

根据假设，预测 2011-2013 年 EPS 为 0.39、0.48、0.55，目前股价对应的动态 PE 分别为 21X、17X、15X。我们认为随着基药招标制度的变革和中药材价格的回落，脉络宁注射液的增长和盈利能力有好转的趋势，同时医疗服务的业务占比越来越高推升估值水平，公司在医疗服务领域的开拓决心和宿迁模式的可复制性增添了公司的想象空间。给予 2012 年 25XPE，对应目标价 12 元，给予买入评级。

**表 3: 资产负债表 (百万元)**

| 报表科目          | 2009        | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金          | 751         | 868         | 967         | 1133        | 1322        |
| 应收票据          | 198         | 330         | 355         | 390         | 429         |
| 应收账款          | 194         | 239         | 275         | 299         | 331         |
| 预付款项          | 33          | 49          | 49          | 49          | 49          |
| 其他应收款         | 13          | 11          | 13          | 15          | 16          |
| 存货            | 301         | 282         | 357         | 375         | 400         |
| 其他流动资产        | 2           | 2           | 2           | 3           | 3           |
| 长期股权投资        | 73          | 81          | 90          | 101         | 115         |
| 固定资产          | 444         | 505         | 485         | 456         | 422         |
| 在建工程          | 62          | 53          | 41          | 36          | 33          |
| 工程物资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 无形资产          | 73          | 69          | 67          | 65          | 63          |
| 长期待摊费用        | 1           | 2           | 2           | 1           | 1           |
| <b>资产总计</b>   | <b>2456</b> | <b>2744</b> | <b>2991</b> | <b>3235</b> | <b>3524</b> |
| 短期借款          | 20          | 70          | 80          | 80          | 80          |
| 应付票据          | 5           | 7           | 8           | 8           | 9           |
| 应付账款          | 143         | 175         | 201         | 219         | 240         |
| 预收款项          | 11          | 13          | 13          | 13          | 13          |
| 应付职工薪酬        | 81          | 85          | 93          | 103         | 113         |
| 应交税费          | 22          | 37          | 48          | 48          | 48          |
| 其他应付款         | 96          | 132         | 132         | 132         | 132         |
| 其他流动负债        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 长期借款          | 17          | 17          | 17          | 17          | 17          |
| <b>负债合计</b>   | <b>401</b>  | <b>544</b>  | <b>605</b>  | <b>633</b>  | <b>665</b>  |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2055</b> | <b>2199</b> | <b>2387</b> | <b>2602</b> | <b>2859</b> |

**表 4: 利润表 (百万元)**

| 报表科目    | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 1967 | 2161 | 2323  | 2552  | 2807  |
| 营业成本    | 1404 | 1590 | 1719  | 1877  | 2054  |
| 营业税金及附加 | 11   | 11   | 12    | 13    | 15    |
| 销售费用    | 127  | 136  | 123   | 135   | 148   |
| 管理费用    | 176  | 168  | 196   | 215   | 237   |
| 财务费用    | -10  | -5   | -9    | -11   | -15   |
| 资产减值损失  | 8    | 4    | -6    | 4     | 5     |
| 投资收益    | 48   | 22   | 15    | 25    | 30    |
| 汇兑收益    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 301  | 274  | 281   | 344   | 393   |
| 营业外收支净额 | 5    | -2   | -2    | -2    | -2    |
| 税前利润    | 306  | 273  | 280   | 342   | 391   |
| 减: 所得税  | 42   | 40   | 42    | 51    | 59    |

|            |      |      |      |      |      |
|------------|------|------|------|------|------|
| 净利润        | 264  | 233  | 238  | 291  | 333  |
| 减：少数股东损益   | 43   | 40   | 41   | 50   | 57   |
| 归属于母公司的净利润 | 221  | 193  | 197  | 241  | 275  |
| 基本每股收益     | 0.44 | 0.38 | 0.39 | 0.48 | 0.55 |
| 稀释每股收益     | 1967 | 2161 | 2323 | 2552 | 2807 |

**表 5: 现金流量表 (百万元)**

| 报表科目    | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润     | 264  | 233  | 238   | 291   | 333   |
| 折旧与摊销   | 57   | 59   | 65    | 67    | 69    |
| 经营活动现金流 | 189  | 252  | 201   | 272   | 291   |
| 投资活动现金流 | -55  | -55  | -71   | -42   | -41   |
| 融资活动现金流 | -1   | -21  | -31   | -64   | -61   |
| 现金净变动   | 133  | 176  | 99    | 166   | 189   |
| 期初现金余额  | 783  | 751  | 868   | 967   | 1133  |
| 期末现金余额  | 917  | 928  | 967   | 1133  | 1322  |

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员，中国人民大学硕士研究生，14年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010年加盟宏源证券研究所。

**主要研究覆盖:** 宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。主要研究覆盖公司：金陵药业、积成电子、三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、罗莱家纺、航民股份、报喜鸟、探路者等。

**吴洋:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，3年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

**机构销售团队**

|      |   |  |   |  |
|------|---|--|---|--|
| 华北区域 | <b>郭振举</b><br>010-88085798<br>guozhenju@hysec.com | <b>牟晚凤</b><br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | <b>孙利群</b><br>010-88085756<br>sunliqun@hysec.com    | <b>王艺</b><br>010-88085172<br>wangyil@hysec.com |
|      | <b>张珺</b><br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com  | <b>王俊伟</b><br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | <b>赵佳</b><br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com      | <b>奚曦</b><br>021-51782067<br>xixi@hysec.com    |
| 华东区域 | <b>曾利洁</b><br>010-88085991<br>zenglijie@hysec.com | <b>贾浩森</b><br>010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com  | <b>雷增明</b><br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com | <b>罗云</b><br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com  |
|      | <b>方芳</b><br>010-88085842<br>fangfang@hysec.com   | <b>胡玉峰</b><br>010-88085843<br>huyufeng@hysec.com   |   |  |
| 华南区域 |   |  |   |  |
| QFII |   |  |   |  |

**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。