



买入 **14.94%** ↑
目标价格: 人民币 32.70

红日药业

300026.SZ

价格: 人民币 28.45

目标价格基础: 35倍 2012年市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 核心品种血必净未来3年复合增长率超30%
- 康仁堂中药配方颗粒业务未来3年复合增长率超40%。
- 收购康仁堂剩余股权将增厚公司2013年业绩。

我们的观点有何不同?

- 公司未来高速增长确定, 可以支撑较高估值。

主要催化剂/事件

- 血必净与中药配方颗粒产能释放。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	71	21	50	48
相对新华富时A50指数	69	24	60	64

发行股数(百万)	227
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	2,968
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
天津大通投资集团有限公司	36.13

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年7月25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

制药: 中药

王军*

(8621) 2032 8310

jun.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

* 寇嘉焯、焦阳为本报告重要贡献者

高速增长中的明星中药企业

红日药业是以处方药注射剂和中药配方颗粒为核心业务的现代中药企业, 上市以来业绩一直保持高速增长。公司核心品种血必净注射液 2012年有望取得40%的增长, 2013年产能瓶颈解除后将继续快速增长。子公司康仁堂的中药配方颗粒业务正在大力拓展京津以外地区, 过去两年复合增速超过100%, 未来仍将保持超越行业平均水平的增速。筹划中的收购康仁堂少数股东权益有望增厚2013年业绩, 丰富的在研品种也为公司今后的发展打下了坚实的基础。我们预计公司2012-2014年每股收益分别为0.934元、1.252元、1.662元(未包括增发收购康仁堂剩余股权影响), 首次给予买入评级, 目标价32.70元。

支撑评级的要点

- 核心品种血必净注射液市场潜力大, 在完善了代理商和配送商体系后, 终端市场需求被大大激活, 随着新产能的释放, 我们预计未来3年复合增长率有望超30%。
- 政策壁垒为公司中药配方颗粒业务的发展提供了良好的环境, 在占据大部分北京市场基础上, 天津市场的拓展也颇具成效, 未来计划积极拓展全国市场。凭借自身销售能力的优势, 中药配方颗粒业务未来3年有望保持40%以上的增长, 逐渐逼近行业第二的位置。
- 公司计划以定向增发的形式收购康仁堂剩余36.25%股权, 目前已获证监会并购重组委有条件通过, 未来如顺利实施将增厚公司2013年业绩0.07-0.08元。
- 公司在研品种较丰富。近期硫酸氯吡格雷、脑心多泰胶囊、盐酸沙格雷酯三个品种未来有望获批, 这将为公司今后发展打下坚实基础。

评级面临的主要风险

- 大股东解禁后减持风险
- 中药配方颗粒市场竞争加剧风险

估值

- 我们预计公司2012-14年业绩增速分别为74%、34%和33%。公司增长迅速, 核心业务高速增长可持续, 我们给予公司2012年业绩35倍市盈率, 对应2012年目标股价为32.70元。首次评级买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	384	562	814	1,046	1,324
变动(%)	71	46	45	28	27
净利润(人民币 百万)	102	122	212	284	377
全面摊薄每股收益(人民币)	0.449	0.538	0.934	1.252	1.662
变动(%)	26	20	74	34	33
全面摊薄市盈率(倍)	48.3	40.3	23.2	17.3	13.1
每股现金流量(人民币)	0.459	0.236	0.714	1.191	1.742
价格/每股现金流量(倍)	47.3	92.0	30.4	18.2	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.4	25.6	15.5	11.4	8.3
每股股息(人民币)	0.300	0.240	0.280	0.376	0.499
股息率(%)	1.4	1.1	1.3	1.7	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
盈利预测和假设	4
估值	5
公司的核心竞争力	6
公司概况	7
血必净潜力巨大，价格稳定	10
中药配方颗粒业务领先行业性的高速增长	13
法舒地尔趋平，低分子肝素钙稳增	18
超募资金物尽其用	20
财务状况	21
风险因素	23
研究报告中所提及的有关上市公司	25

投资摘要

公司两大业务驱动业绩高速增长。核心品种血必净注射液销售额 2006-2011 年复合增长率达 45.2%，2011 年销售 1,370 万支，2012 年预计销售 1,920 万支，同比增长约 40%；子公司康仁堂的中药配方颗粒销售额 2011 年同比增长 153.8%，2012 年 1-6 月同比增长 60% 以上。此外，公司已公告拟收购子公司北京康仁堂剩余 36.25% 股权，已获证监会并购重组委有条件通过，正在等待予以核准的正式文件，我们预计 2013 年 1 季度并表，这也将增厚公司业绩。

我们预计公司 2012 年业绩增速 74%，其中 60% 增长来自于主业增速，14% 增长来自于康仁堂并表影响。公司目前股价相对于 2012 年每股收益的 30 倍，有一定上升空间。

目前市场对于公司投资价值的分歧在于血必净与中药配方颗粒两大核心业务的长期成长性。我们认为，两大业务长期成长性可以保证。

对于血必净注射液，首先其作为脓毒症治疗疗效明确的唯一品种，价格将会保持稳定；其次进入地方医保增补目录与公司销售渠道调整均会驱动血必净注射液终端放量增长。即使不考虑新增适用症情况，该品种 2012 年预计销量约 1,900 万支，相比脓毒症治疗至少年用 4,000 万支的市场预估还有较大空间。

对于中药配方颗粒业务，行业未来 3 年仍将保持 6 家拥有试生产批文的企业相互竞争的局面，行业放开的概率很低；我们看好存在大量空白市场并对传统中药饮片形成替代的中药配方颗粒业务的市场发展，更看好公司在华北地区的优势地位。公司具有从学术圈到医院圈的人脉优势，凭借人性化的客户服务，未来将保持快于行业平均水平的高速增长。

盈利预测和假设

盈利预测关键假设:

- 1) 2012 年全年血必净销量 1,920 万支。
- 2) 2012-2014 年血必净出厂价格稳定。
- 3) 2012-2014 年中药配方颗粒北京、天津地区销量稳定增长，京津外省区快速增长；至 2014 年，京津外省区销量占总销量的 50%。
- 4) 公司销售费用率 2012 年微升，2013-2014 年小幅回落，管理费用率小幅下降。

营业收入预测

图表 1. 公司营业收入预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
血必净注射液					
营业收入(百万元)	148.44	156.55	219.17	284.92	356.15
增长(%)	42.03	5.46	40.00	30.00	25.00
占比(%)	38.7	27.9	26.9	27.3	26.9
毛利率(%)	79.16	80.34	80.00	80.00	79.00
中药配方颗粒					
营业收入(百万元)	105.68	268.20	472.45	626.12	821.30
增长(%)	79.66	152.83	61.80	32.53	31.17
占比(%)	27.6	52.0	58.1	59.9	62.0
毛利率(%)	63.32	69.99	70.00	70.00	70.00
盐酸法舒地尔					
营业收入(百万元)	89.38	63.63	63.63	66.81	70.15
增长(%)	(2.10)	(28.81)	0.00	5.00	5.00
占比(%)	23.3	11.3	7.8	6.4	5.3
毛利率(%)	92.16	87.38	87.00	86.00	85.00
低分子肝素钙					
营业收入(百万元)	36.94	42.61	51.13	60.34	69.39
增长(%)	34.13	15.35	20.00	18.00	15.00
占比(%)	9.6	7.6	6.3	5.8	5.2
毛利率(%)	(12.25)	27.40	26.00	25.00	25.00
其他					
营业收入(百万元)	5.45	7.34	7.34	7.34	7.34
总计					
营业收入(百万元)	383.59	562.13	813.72	1045.53	1324.33
增长(%)	70.45	46.54	44.76	28.49	26.67
毛利率(%)	68.69	70.24	71.92	72.02	71.78

资料来源: 公司资料及中银国际研究

估值

公司主营业务持续高速增长，未来3年业绩较为确定；给予公司2012年业绩35倍市盈率，目标股价为32.70元，并将评级定为**买入**。

图表2.上市公司估值比较

公司简称	代码	总市值 (人民币, 亿元)	价格 (人民币, 元)	每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				11-14年 净利润复 合增长 (%)	净资产收益 (%)		
				2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E		2012E	2013E	2014E
上海凯宝	300039.SZ	66.34	25.22	0.637	0.891	1.119	1.373	39.59	28.31	22.54	18.37	29.17	15.51	16.6	18.43
精华制药	002349.SZ	25.78	12.89	0.241	0.326	0.385	0.479	53.49	39.54	33.48	26.91	25.73	9.55	9.55	11.05
康缘药业	600557.SS	64.09	15.42	0.439	0.537	0.7	0.87	35.13	28.72	22.03	17.72	25.61	14.06	16.07	16.6
中新药业	600329.SS	99.22	13.42	0.335	0.514	0.643	0.791	40.06	26.11	20.87	16.97	33.16	17.77	18.8	19.55
平均		63.86		0.413	0.567	0.712	0.878	42.07	30.67	24.73	19.99	28.59	14.22	15.26	16.41
红日药业	300026.SZ	64.45	28.45	0.538	0.936	1.255	1.665	40.34	23.24	17.34	13.06	45.98	20.09	22.67	24.98

资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的核心竞争力

公司的核心竞争力主要体现在两个方面，一是在新品种的引入方面嗅觉敏锐，眼光独到，能够不断地找到短期快速放量、长期潜力巨大的品种和业务；二是销售管理团队非常优秀，能够给予产品最精准的定位，并在不同阶段采取最为有利的销售策略。

公司于 2004 年同时取得血必净注射液和盐酸法舒地尔两个二类新药的批文。作为原研药品，血必净需要一定的市场培育期，而作为首仿药的盐酸法舒地尔则快速放量，推动公司业绩增长；当竞争对手的盐酸法舒地尔品种先后获批，市场竞争日益激烈时，血必净市场培育工作已经完成，进入快速扩张时期。两大品种产品差异导致时间上的错落，保证了公司发展初期的持续快速成长。

公司上市后规模、实力迅速扩大，一方面加速了血必净其他适应症的开发，更重要的是利用源自资本市场的超募资金完成了对北京康仁堂的绝对控股，使得公司快速切入行业性高速增长的中药配方颗粒领域。康仁堂的技术团队与公司的产业团队优势互补，使得公司中药配方颗粒业务的增长快于行业平均水平，在该业务行业地位提升的同时，也保证了公司整体业绩在血必净产能受限的 2011-2012 年继续快速成长。

伴随公司整体实力的强化，公司研发能力也日益增强，在研品种已达 30 余种。我们再次看到了类似当年盐酸法舒地尔与血必净的组合。最接近上市的三个在研品种中，沙格雷酯市场巨大，消费者教育成熟，公司若获得首仿资格将快速放量；氯吡格雷市场竞争格局正在松动，公司有望凭借其区域销售优势获得一块蛋糕；脑心多肽与步长脑心通相似，脑心同治潜力很大，但考虑在中药心脑血管市场中市场培育期较长，能够与前两个品种错开时间。公司还在加速开发治疗脓毒症的一类新药，由于礼来的同类品种活化蛋白 C 已于 2011 年下半年退市，未来如公司的在研品种成功获批，则将成为全球唯一治疗脓毒症的非中药品种，将为公司走出国门带来机会。

血必净销售模式的改变早在公司上市后不久就已开始试点实施，2011 年借政策压力和流通渠道整合的产业机会，公司以最小的代价完成了经销商渠道整合工作，体现了优秀的政策前瞻性和发展节奏感。

公司旗下的康仁堂原本在中药配方颗粒生产企业中规模最小，在中药配方颗粒行业由跑马圈地逐步过渡到短兵相接的背景下，凭借其客户导向型的销售策略与精准的市场定位牢牢把握住京津市场，并顺利走向全国，在京津外非传统优势地域加速扩张，直逼行业亚军华润三九，取得了不俗的业绩。

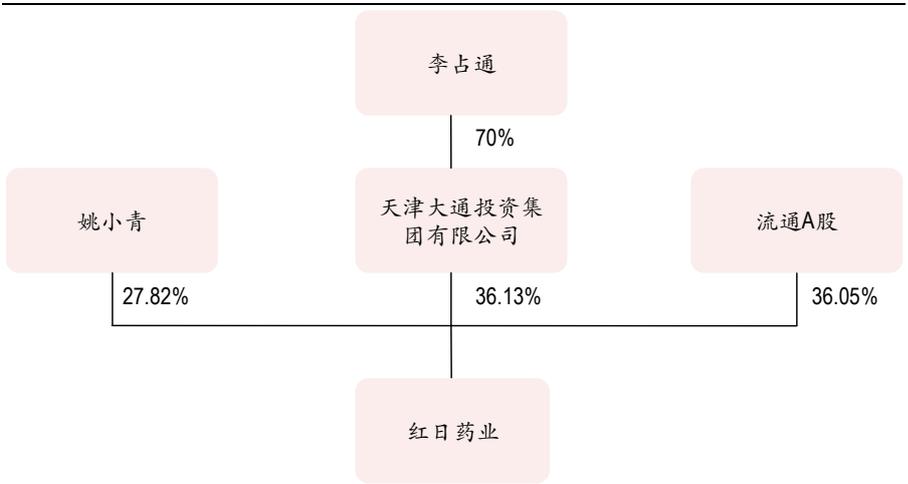
我们认为，核心品种高速成长的延续、新产品的持续开发、产品线投放时点与力度的准确判断、符合市场需求的销售策略四大因素将有力支撑公司的长期快速发展。

公司概况

公司前身系天津大通红日有限责任公司，2000年9月30日，公司整体变更设立为股份有限公司。公司旗下拥有脓毒症治疗独家品种血必净注射液，并先后于2010年、2011年分两次收购北京康仁堂共计63.75%股权，进入中药配方颗粒市场。公司已于2012年2月公告拟收购康仁堂剩余36.25%股权；目前定向增发已获证监会并购重组委有条件通过，公司正在等待予以核准的正式文件。

天津大通投资集团有限公司目前持有公司36.13%股权，为公司的第一大股东；公司董事长姚小青先生持有公司27.82%股权，为公司第二大股东。

图表 3. 公司股权结构图



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司总股本为22,654万股，其中8,161万股已流通（包括高管锁定股），剩余14,493万股将于2012年10月30日解禁。

图表 4. 公司解禁情况

解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁对象
2010-2-1	1,133	首发机构配售股份
2010-11-1	2,487	部分公司高管原股东所致股份
2012-10-30	14,493	天津大通投资有限公司、姚小青等高管持有股票

资料来源：公司资料及中银国际研究

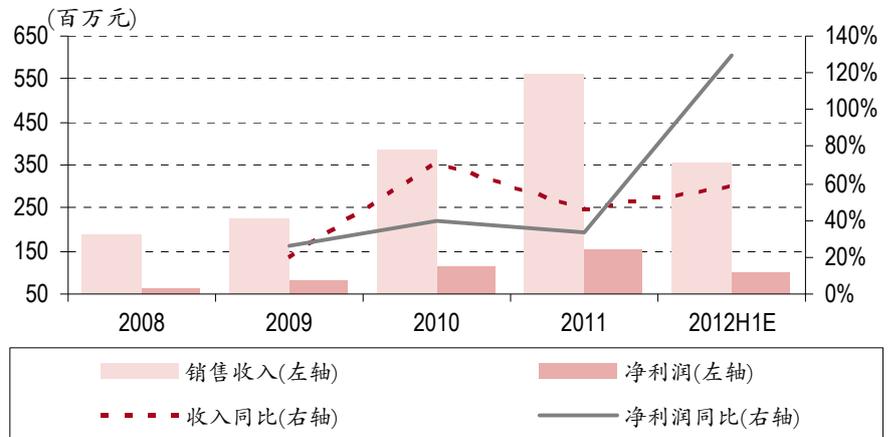
图表 5. 并表子公司基本情况

子公司	持股比例	主营业务	现行所得税率	并表时间
北京康仁堂	63.75%，收购另36.25%股权的定向增发已获证监会并购重组委有条件通过，公司正在等待予以核准的正式文件	中药配方颗粒	高新技术企业复审，暂按25%计税，预计2012年第3季度可获批复	2011年8月
天津红日药业科技公司	100%	生物医药技术开发转让	25%	2007年8月
天以红日医药科技公司	80%	医药产业专利引进	25%	2010年12月
兰州汶河医疗器械公司	60%	医疗器械生产研发	25%	2010年9月

资料来源：公司资料及中银国际研究

2008-2011 年间，公司的营业收入复合增长率达到 44.29%，净利润复合增长率为 32.83%。

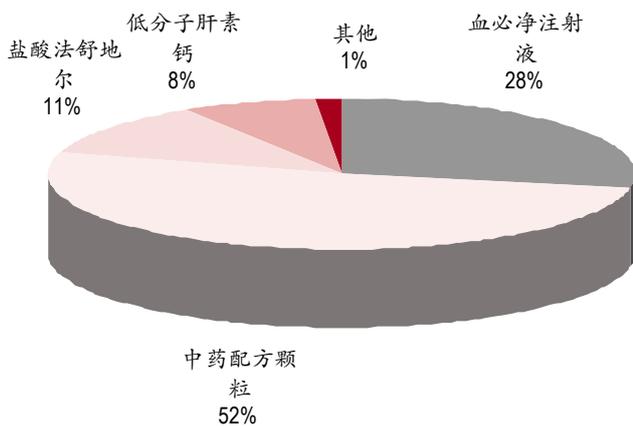
图表 6. 2008-2012 上半年公司销售收入和净利润情况及预计



资料来源：公司资料及中银国际研究

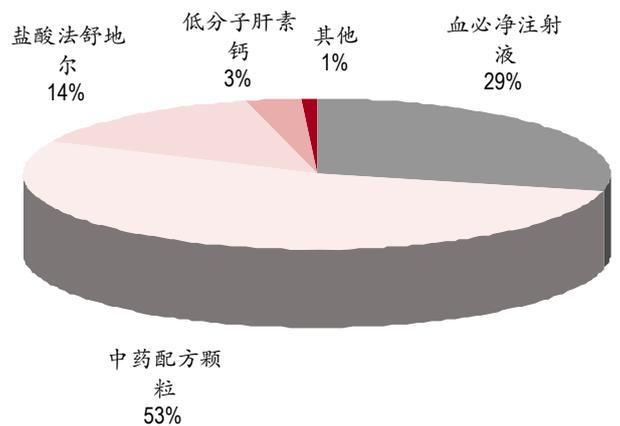
2011 年，公司实现销售收入 5.62 亿元，血必净注射液和中药配方颗粒合计占比约 80%；实现毛利 3.95 亿元，血必净注射液和中药配方颗粒合计占比 82%。我们预计，2012 年上半年，公司实现收入为 3.54 亿元，血必净注射液和中药配方颗粒合计占比超过 80%；实现毛利为 2.50 亿元，血必净注射液和中药配方颗粒合计占比提升至 85%。

图表 7. 2011 年公司营业收入结构图



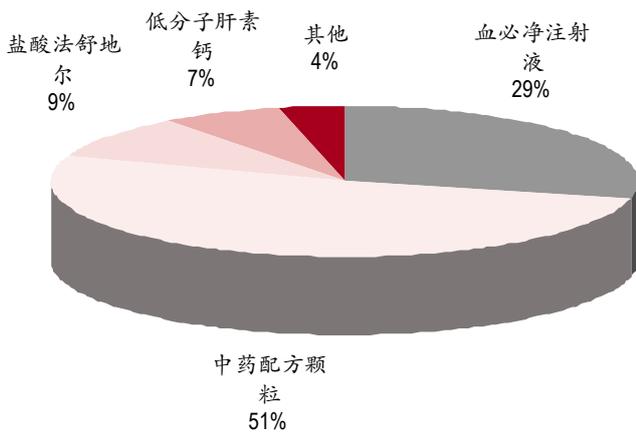
资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 8. 2011 年公司毛利结构图



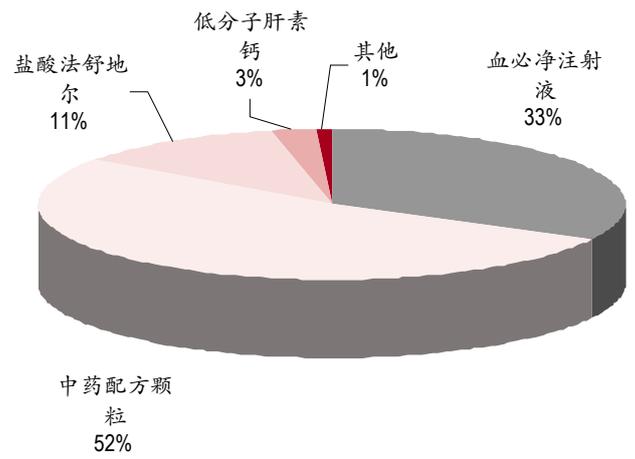
资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 9. 2012 上半年公司营业收入结构图预计



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 10. 2012 上半年公司毛利结构图预计



资料来源：公司资料及中银国际研究

血必净潜力巨大，价格稳定

公司核心品种血必净注射液主治脓毒症，是 SFDA 批准的唯一治疗该适用症的药品。脓毒症（sepsis）是指由感染引起的全身炎症反应综合征（systemic inflammatory response syndrome, SIRS），临床上证实有细菌存在或有高度可疑感染灶。按脓毒症严重程度可分脓毒症、严重脓毒症（severe sepsis）和脓毒性休克（septic shock）。严重脓毒症，是指脓毒症伴有器官功能障碍、组织灌注不良或低血压。脓毒性休克，是指严重脓毒症给予足量的液体复苏后仍然伴有无法纠正的持续性低血压，也被认为是严重脓毒症的一种特殊类型。脓毒症可以由任何部位的感染引起，临床上常见于肺炎、腹膜炎、胆管炎、泌尿系统感染、蜂窝织炎、脑膜炎、脓肿等；其病原微生物包括细菌、真菌、病毒及寄生虫等。

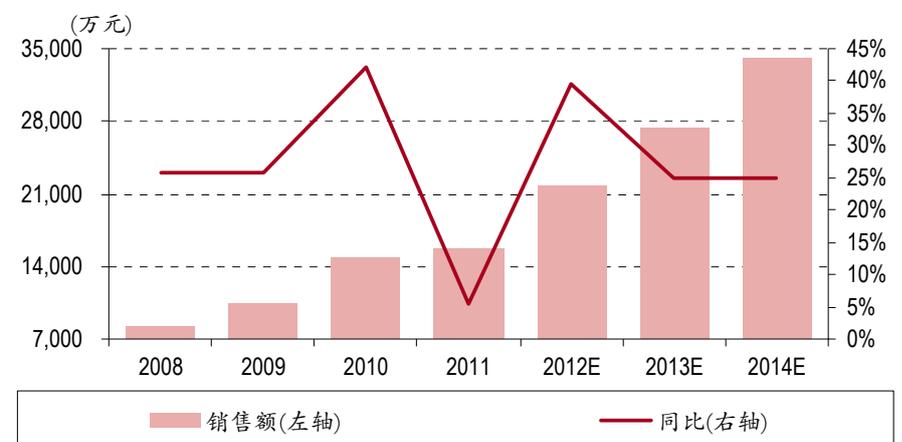
临床治疗脓毒症多以抗生素静脉注射为主，并辅之以液体复苏、机械通气、白蛋白等血液制品、血管活性药物、强心药、控血糖药、镇静镇痛肌松药物等复合方式治疗。血必净注射液应用红花、赤芍、川芎、丹参、当归等中药材提取物，具有活血化瘀、疏通经络、溃散毒邪的作用，可拮抗内毒素并抑制内源性炎性介质（TNF- α ）的失控释放，从而达到缓解炎症反应、阻断疾病恶化的治疗目的。

脓毒症患者每日应用血必净注射液 2-3 次，每次 50ml，对应血必净（10ml）日用量 10-15 支，平均 12 支；每个疗程 7-14 天，对应单个病人单疗程 85-170 支。

我国每年脓症患者约有 300 万人次，假定仅有 10% 使用血必净注射剂，市场年需求量约为 2,550-5,100 万支。此外，严重脓毒症、脓毒性休克以及多器官功能障碍综合症病人用药量要高于脓症患者。因此血必净年市场需求至少约 4,000 万支，2011 年全年销售约 1,370 万支，2012 年预计全年销售约 1,900 万支，潜在市场空间仍然很大。

除脓毒症治疗之外，公司也在积极扩展血必净其他适用症开发工作。公司目前已做或在做的项目有：在放疗过程中血必净干预预防肺纤维化循症医学研究、大样本重症肺炎中脓毒症依靠血必净治疗的临床循症观察、在围手术期血必净治疗循症医学研究等。我们认为这将支撑血必净产品的持续增长。

图表 11. 2008-2011 年血必净注射液销量情况及预计



资料来源：公司资料及中银国际研究

截至 2011 年底，血必净已进入 21 个省市地方医保目录，并在 18 个省市中标，覆盖 1,600 多家医院，包括 1,000 家以上的三级医院；血必净 70%-75% 的收入来自于三级医院。我们预计未来 3 年血必净覆盖医院将有望达到 2,000-3,000 家。

目前单医院单月用量超过 10,000 支将受到严格监控，但公司覆盖医院的平均水平是 1,000 支左右，血必净注射液扩张潜力充足。

图表 12. 血必净进入各省医保情况（截至 2011 年底）

省份	目录
江苏、黑龙江、湖北、广东、海南、贵州、青海、云南、山西、福建、江西、内蒙古、安徽、广西、重庆、新疆、吉林、天津	乙类医保增补目录
河南	乙类医保增补目录，限温热类疾病、瘀毒互结证全身炎症反应综合
辽宁	乙类医保增补目录，限二级以上医院
甘肃	乙类医保增补目录，限脓毒血症

资料来源：公司资料及中银国际研究

血必净注射液上市时公司的销售战略包括两方面，一是学术推广，二是代理销售，两大战略成为了公司发展的“双引擎”。由于医生原本并不大熟悉脓毒症及其治疗，也鲜有药品专门针对脓毒症的治疗，因此公司基于血必净研发的理论体系做了大量学术推广工作。

在产品销售初期，自建队伍需要的时间和财力较多，因此公司选择了发展代理商为主的代理销售体系，并借此迅速占领了市场。随着公司进一步的做大，原有的代理制模式逐渐限制了公司的发展，主要体现在一些区域代理商通常只主动覆盖 3-5 家医院，一方面存在较多的区域内未充分开发医院，另一方面还导致已覆盖医院的过度开发。这种状况既加大了政策风险，又对新增代理商构成了阻力。针对这种弊端，2010 年公司逐渐推行代理改革，将部分代理商的经营范围限制在以医院为单位区域内，并引入新的代理商开发原来的空白医院。

针对中药注射剂对冷链配送要求高的特点，公司积极开展与大型医药商业合作的工作，希望借此降低配送过程对产品质量的影响，提高产品使用的安全性。此外，与大型医药商业的合作还能提高公司的终端渗透率，并加强对产品终端销售的监控。

在代理商和配送体系的改革中，公司的销售活动受到了一定影响，经销商和渠道的库存得到了清理，导致 2011 年血必净的整体销售增速较低。直到 2012 年 1 季度末，经销商的血必净库存基本消化完毕，畅通的销售渠道和小规模补库存获得使得上半年血必净销售约 850 万支，与去年同期基数相比翻番。

血必净注射液现有年产能约为 1,500 万支左右，2013 年 6 月募投项目投产后产能合计约 2,600 万支，长期来看可以较好地满足市场需求。在新产能达产前，血必净年设计产能仍将维持在 1,500 万支左右，由于血必净注射液生产线在提取、灌封等环节生产弹性较小，生产时施行多班次生产的难度较大；按照实际产能扩产 25% 计算，2012 年血必净年产量将在 1,900 万支左右，对应全年同比增长约为 40%。

图表 13. 血必净注射液 2011-2012 半年期销售量预计

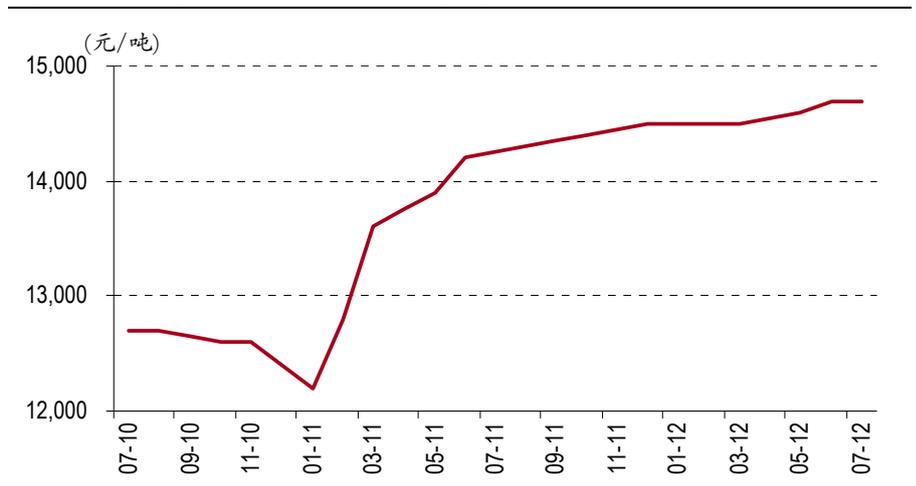
时间	销售量
2011 年上半年	430 万支
2011 年下半年	940 万支
2012 年上半年预期	850 万支
2012 年下半年预期	1070 万支

资料来源：公司资料及中银国际研究

血必净为注射液为中药独家品种，也是脓毒症治疗的唯一品种，在 2011 年 10 月礼来明星产品活性蛋白 C (APC) 因未通过欧盟 PROWESS-SHOCK 试验而全球退市后（退市前尚未进入中国市场），市场中甚至没有潜在竞品存在。从近几年部分省市中标情况看，血必净中标价格基本稳定。

去除生产成本与人工成本，血必净注射液可变成本主要来自于生产原料，其中药用乙醇的价格变化影响最大。基于药用无水乙醇价格走势，我们判断血必净毛利率将微降。

图表 14. 近两年药用无水乙醇价格走势 (2010.6-2012.6)



资料来源：健康网，中银国际研究

中药配方颗粒业务领先行业性的高速增长

中药配方颗粒，是以中药饮片为原料，经现代工艺提取、浓缩、干燥、制粒等工序精制而成的颗粒剂，供中医临床配方应用。用开水冲服，不需煎煮，使用方便。中药配方颗粒可分为复方配方和单味配方。

与传统中药饮片相比，中药配方颗粒在产品质量监控、流通储存、管理人员要求等方面优势明显，在患者使用方面也更为便捷。服用中药配方颗粒无需煎煮的繁复步骤，不弥散中药气味，只需开水冲服且方便服用与携带，符合现代社会节奏，很受年轻人的欢迎，相当一部分中老年人也非常接受。

中药配方颗粒的使用相当于中药单煎服用，而单煎与共煎的效果是否相同一直是学术研究的一个重点。从现阶段对中药方剂指纹图谱的研究结果来看，除少数经典方剂单煎和共煎的指纹图谱存在差别之外，多数方剂单煎和共煎的指纹图谱无显著差别。从实际应用的角度来讲，大多数的方剂使用中药配方颗粒与使用传统中药饮片的效果基本相同。目前整个中药饮片有1,000多种，而红日中药配方颗粒存有497种。

图表 15. 中药配方颗粒针对中药饮片的比较优势

	中药配方颗粒	中药饮片
产品质量监控	生产加工全程 GMP 监控, 避免在药材选取与配药时出错	生产缺乏标准与监控
使用方便与否	开水冲服, 方便服用与携带	必须煎煮后服用
流通储存	药性稳定且节省空间, 方便保管运输, 分量明确, 不易污染	易受虫蛀影响, 对温度湿度较为敏感, 易受污染, 分量易存在误差
人员管理	管理制度简单, 对人员专业水平需求低	管理要求较高, 对人员专业水平需求高
药效	单味剂分装, 多数经典药方的使用中与中药饮片等效	效果常受饮片质量参差不齐影响

资料来源: 中银国际研究

经草根调研, 我们发现中药配方颗粒价格日服用单价约为相应适用症的中药饮片价格的 2-2.5 倍, 不过绝对量相差有限; 且在大多数地区中药饮片和中药配方颗粒被同时列入甲类医保, 因此患者对于中药配方颗粒的价格并不敏感。

图表 16. 常见中药配方颗粒与中药饮片日服用单价对比

适用症	感冒防治	高血压防治	糖尿病防治	心脑血管梗死防治
中药配方颗粒日服用单价	25-30 元	55-60 元	55-60 元	55-60 元
中药饮片日服用单价	10-15 元	20-30 元	20-30 元	20-30 元

资料来源: 中银国际研究

中药配方颗粒在日韩以及台湾地区应用普遍。日韩在上世纪 70 年代开始研制颗粒剂，以复方为主，辅之以单味加减，产品列入医疗保险，产业化与社会接受程度较高。日本现有汉方药厂 40 多家，生产 210 多种中药经典方剂，单味中药浓缩颗粒 200 多种，受制于医生供给以生产复方颗粒剂为主，以传统经典方命名组方。70 年代从研制中药复方颗粒剂如四君子汤颗粒剂。小柴胡汤颗粒剂等开始，后又进行复方分解拆方，制成单味中药颗粒，再制成复方，在临床上应用复方+单味使用。缺点是随证加但无法随证减。台湾中药配方颗粒又称可续中药，科学中药厂 30 多家，生产复方 400 多种，单味中药 200 多种，注册要求较低。80 年代按日本模式研究中药配方颗粒，但思路侧重于单味中药配方颗粒研究，多采用复方加减，单味浓缩等。目前美国市场上单味中药配方颗粒基本是台湾产品，电子调配、临时包装，有别于其他国家和地区的固定包装。

自 1987 年起，卫生部与国家中医药管理局提出针对常用中药饮片剂型改革起，中药配方颗粒在我国内地一直处于试点运行期，前后 6 家企业获得试点生产资格。我们预计，在中药配方颗粒领域就产品质量、生产流程、生产与销售资格从严监管是大概率事件，但截至“十二五”末，中药配方颗粒行业将不会进一步放开。

图表 17.我国中药配方颗粒政策变化情况

时间	政策
1987 年 3 月	卫生部、国家中医药管理局要求对常用中药饮片进行研究和改革，“如制成粉状、颗粒状等”。
1992 年	江阴天江在中国内地率先自主研发，成为首家中药饮片改革试点单位。
2001 年 7 月	SFDA 颁布《中药配方颗粒管理暂行办法》，从 2001 年 12 月 1 日起中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴，施行批准文号管理。在未启动市场批准文号管理前仍属科学实验研究阶段，选择试点企业研究生产，由试点临床医院使用。试点生产企业经确认后，应将使用中药配方颗粒临床医院名单报医院所在地省药监局备案。
2001 年 11 月	天江药业、广东一方获批为中药配方颗粒试点生产企业。
2002 年 6 月	深圳三九、四川新绿色药业、北京康仁堂三家企业获批为中药配方颗粒试点生产企业。
2004 年	培力（南宁）药业获批为试点生产企业，是全国六家获批生产企业中唯一一家外企。
2008 年 6 月	科达机电以广东一方的 55.26% 股权对天江药业增资，从而使得天江药业成为中药配方颗粒的行业龙头。目前两家销售额合计约占全国中药配方颗粒销售额的 50%。
2009 年 4 月	北京将中药配方颗粒纳入医保报销范围。
2010 年 12 月	北京药监局发布《关于规范中药配方颗粒管理的通知》，规定试点使用中药配方颗粒的医疗机构须为经备案的二级及以上医院和中医药。
2011 年 4 月	世界中医药学会联合会通过中药配方颗粒国际化标准，研制 300 味中药配方颗粒国际组织标准，包括生产工艺标准和质量标准。
2011 年 4 月	中国中药协会组织召开“中药配方颗粒行业标准、科技暨管理规范工作研讨会”，国家药品监管部门、国家药典委、中国食品药品检定研究院以及 6 家试点生产企业均参加。协会表示将尽快组织试点企业建立统一的行业标准与生产质量管理规范。计划先出台 40 个左右没有争议品种的标准，此后再按照先易后难、先小宗后大宗的原则制定行业标准。
2011 年 7 月	国家科技部《国家“十二五”科学和技术规划》“民生科技示范重点”部分专门提及中医药，要求重点突破中药材规范种植、中药配方颗粒治疗标准、中药药效物质研究及中药质量评价等关键因素。
2012 年 6 月	北京市药品监督管理局联合天津、上海、江苏、广东、山东、四川等省市食品药品监督管理局召开中药配方颗粒监管工作研讨会，北京市药品监督管理局联合天津、上海、江苏、广东、山东、四川等省市食品药品监督管理局在北京召开中药配方颗粒监管工作研讨会，明确产品质量标准，加强生产全程和使用监管并加大违法行为的查处力度。

资料来源：公司资料及中银国际研究

自 1992 年江阴天江药业在中国内地最早研发试点, 2001 年获批试点生产以来, 国内前后共有 6 家企业获批生产, 其中深圳三九、北京康仁堂、江阴天江分别是华润三九、红日药业、上海家化和科达机电四家上市公司的子公司。国内企业以单味配方颗粒为主, 销售推广方面不需要招标, 只需要在各省药监部门作备案, 具体情况需要和医院直接洽谈。由于中药配方颗粒尚处于试生产阶段, 大多数省市医保报销与中药饮片趋于一致。

2006-2010 年, 中药配方颗粒全国销售额由 2.28 亿元上升到 15 亿元, CAGR 达 60%, 高于饮片同期 38% 的增速。2010 年, 中药配方颗粒年产量超过 1.3 万吨, 实现销售额约 15 亿元, 但仍不及中药饮片销售额的 3%, 市场空间巨大。

图表 18. 拥有配方颗粒生产资质的 6 家生产厂家基本情况

批准时间	2001	2001	2002	2002	2002	2004
批准单位	天江药业	广东一方	深圳三九	四川新绿色药业	北京康仁堂	培力(南宁)药业
主要市场	江苏、黑龙江、吉林	分布较广	广东	四川、重庆、云南	北京、天津、福建山东等多省区在开发	香港、广西
优势	中药配方颗粒市场龙头, 对行业政策走向影响力最大	08 年被天江药业并购	背靠中药 OTC 市场龙头华润三九, 品牌认可度较好	西南地域一支独大	华北市场影响力最强, 立足北京, 扩展天津, 京津外加速扩展	包装较好, 市场培育较为成熟

资料来源: 公司资料及中银国际研究

图表 19. 主要中药配方颗粒生产厂家销售额情况

销售额(亿元)	2008	2009	2010	2011	CAGR
江阴天江&广东一方	3.29	5.56	7.80	12.47	39.53%
深圳三九	1.50	2.13	2.98	约 4	27.79%
北京康仁堂	0.09	0.59	1.43	2.92	238.66%

资料来源: 公司资料及中银国际研究

北京康仁堂是公司的控股子公司。公司前后于 2010 年、2011 年分两次以现金收购康仁堂共计 63.75% 股权, 并于 2012 年 2 月公告拟通过定向增发收购康仁堂剩余 36.25% 股权。目前, 定向增发已获证监会并购重组委有条件通过, 公司正在等待予以核准的正式文件。

图表 20. 公司收购康仁堂股权情况

首次公告日	收购股权	收购价格	当年销售额	当年净利润	并表时间
2010 年 4 月	42%	5899 万元	2.92 亿元	6200 万	2010 年 6 月
2011 年 7 月	21.75%	1.78 亿元	预计 4.72 亿元	预计 1 亿元	2011 年 8 月
2012 年 2 月	36.25%	3.48 亿元	预计 6.26 亿元	预计 1.33 亿元	预计 2013 年 1 月

资料来源: 公司资料及中银国际研究

与其他竞争对手相比, 北京康仁堂的竞争优势主要有 5 点:

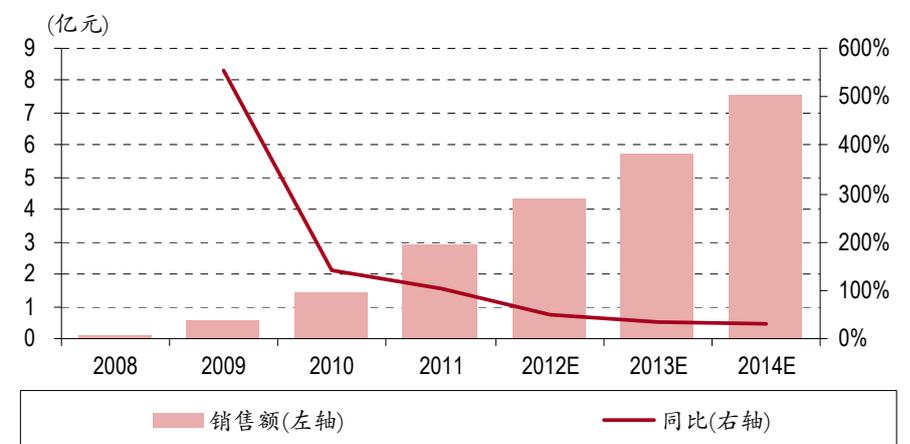
1. 公司为每家医院提供配套的自动配药机等设备与相关服务及维护人员, 为医院节省人力成本开支和维护费用。自动配药机的生产委托相关机械生产厂商提供, 根据协议, 相关厂商在协议内不可以向第三方销售。
2. 自动化配药机可以自动换算饮片和配方颗粒的量效关系, 医生完全按照开饮片的习惯开方, 拿到药房就可以配制颗粒, 减轻了医生的工作。
3. 不同于江阴天江和深圳三九单味单袋的包装模式, 公司提前针对中药配方颗粒品种进行了预混, 方便了医生工作与患者使用。

4. 自动化中药房的库存由电脑实时跟踪，公司可以做到实时补充库存，同时为医院节省了库存成本。
5. 康仁堂在学术界人脉资源较好，从高校再到高校附属医院的可复制营销模式有利于产品快速扩张。

自动配药机单台成本约 10 万元，虽然康仁堂投入设备和人力需要一定的成本，但是这种人性化服务方便了医院、医生与患者，对空白地区医院的开拓尤为有利；在学术推广的推动下，只要医院单产收入提高，完全可以覆盖这部分支出。

北京康仁堂目前市场份额约为 10%，增速极快，根据 2012 年上半年销售情况判断，2012 年全年销售额有望与深圳三九 2011 年销售额持平。

图表 21. 北京康仁堂销售情况及预计

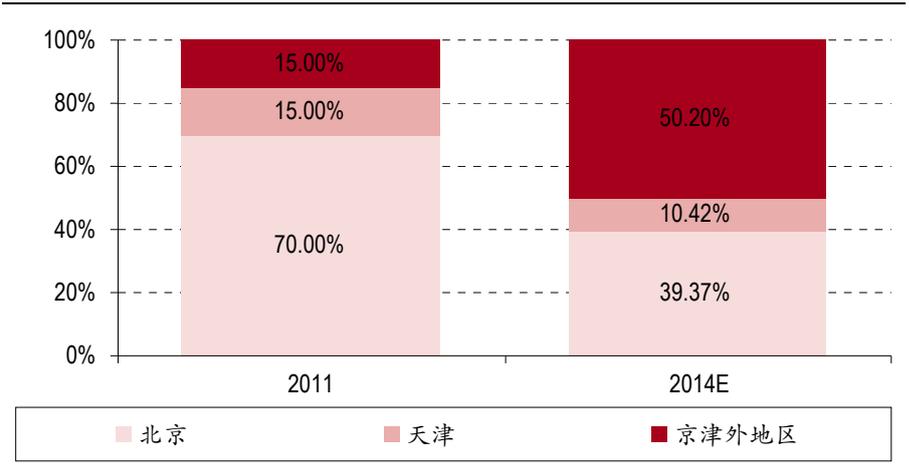


资料来源：公司资料及中银国际研究

目前公司销售策略是立足北京、拓展天津、积极进行京津外地域开发。目前北京覆盖 30 余家医院，其中东直门医院（含东方医院）2011 年贡献近 8,000 多万销售额，预计今年北京地区将新覆盖 1-2 家医院；天津目前已覆盖 67 家医院，其中 2011 年天津中医院贡献近 1,800 万销售额。2011 年北京、天津、京津外地区销售额占比约为 70%、15%、15%。我们认为京津大型三甲医院年单院市场空间约为 1-2 亿，目前潜力仍然很大。

京津外围市场销售人员已由 200 人扩展到 400 人（对应新增 1,000 余万的人工成本）；2012 年 1-6 月，康仁堂产品中药配方颗粒在京津外地区推广顺利：在吉林、辽宁、山东、福建销售情况良好（其中吉林为天江的腹地），河北、江西、河南持续加强区域投入与开发。我们预计至 2014 年，京津外地区销售额将超过北京地区。

图表 22. 北京康仁堂分地域销售情况及预计



资料来源：公司资料及中银国际研究

目前北京康仁堂产能约 100 吨，300 吨新产能预计会于 2012 年 10 月投产，这将保证北京康仁堂中药配方颗粒业务继续快速增长。

康仁堂一般在当年 8-9 月药材丰产时订全年的货，并在亳州等地专门建立的仓库，方便及时收取。我们认为，中药配方颗粒拥有提价空间，可以部分消化中药材价格上涨导致的成本上涨。目前中药材价格呈同比回落态势。且公司中药配方颗粒平均得率稳定在 17% 左右，故我们预计中药配方颗粒业务毛利率小幅上升。由于快速扩张早期可能带来期间费用率同比提升上升，我们认为公康仁堂的净利率将基本稳定。

法舒地尔趋平，低分子肝素钙稳增

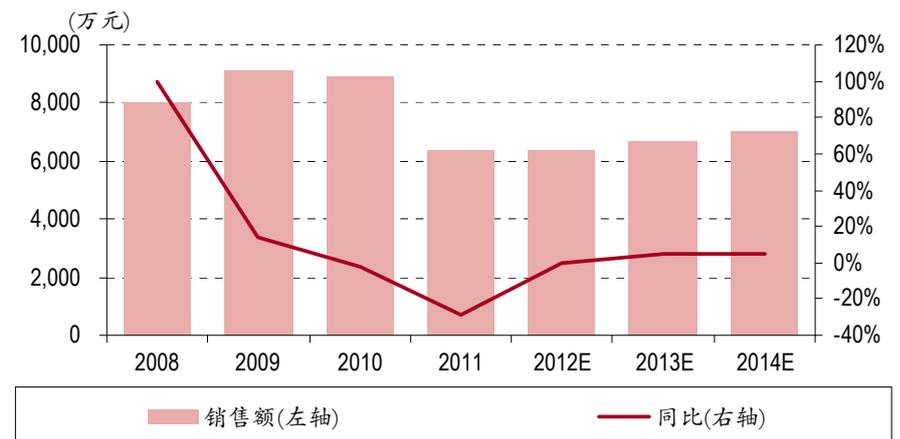
盐酸法舒地尔

盐酸法舒地尔注射液为 Rho 激酶抑制剂，多用于蛛网膜下腔出血后脑血管痉挛等引起的缺血性脑血管疾病症状的治疗与改善。目前盐酸法舒地尔国内共有 6 家生产，分别是红日药业、日本旭化成、湖北天药、山西普德、成都苑东、四川科瑞德，其中公司占法舒地尔的大部分市场份额。

盐酸法舒地尔注射液竞争对手不断增加。尽管公司经销商团队相对稳定，但盐酸法舒地尔医保改限三级医院使用导致终端需求的减少，2010-2011 年销量的持续下滑。同时 2011 年 9 月 1 日起发改委降低 88 个品类、459 个剂型规格的终端零售价，由此盐酸法舒地尔最高零售价下调 10%。

我们认为，由于盐酸法舒地尔治疗功效确定，终端医院覆盖尚有空白，终端需求降幅见底，同时公司产品市场培育成熟，经销商团队稳定，我们预计 2012 年公司盐酸法舒地尔业务有望同比趋平。

图表 23. 盐酸法舒地尔注射液销售情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

低分子肝素钙

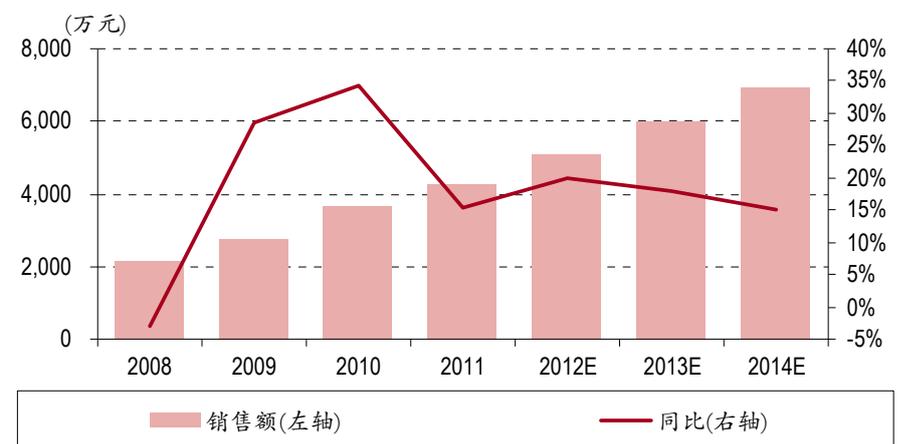
低分子肝素钙是医药终端抗血栓的常用药品，用于血液透析或血液过滤时在体外循环中血液凝固与血栓的预防；低分子肝素钙在皮下注射后不减少细胞间毛细血管胶质，且不改变血管通透性，基本消除类似竞品肝素钠皮下注射易致出血的副作用，并可避免了使用含钠离子的低分子肝素使血液中钠离子浓度增高而引起血压升高的不良反应，因此低分子肝素钙存在对低分子肝素钠的替代作用；其市场份额仅次于氯吡格雷和奥扎格雷钠，高于低分子肝素钠。

国内多家厂商拥有低分子肝素钙生产资格，公司市场份额仅次于原研公司葛兰素史克与拥有单独定价权的常山药业。目前来看，低分子肝素钙市场竞争格局较为稳定。

原材料肝素钙原料价格是影响低分子肝素钙毛利率的最重要因素。低分子肝素钙原料价格 2010 年见底，2011 年 2 季度以来低分子肝素钙原料价格呈震荡下行趋势，低分子肝素钙毛利率水平逐步回升。

公司低分子肝素钙产品一直以来呈自然增长态势，今年起公司加大了学术推广强度，目前市场反应效果良好。

图表 24. 低分子肝素钙销售情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

近期在研品种

公司在研品种储备丰富。近期有望获批的是硫酸氯吡格雷、脑心多肽胶囊、盐酸沙格雷酯三个品种；我们认为公司硫酸氯吡格雷和脑心多肽胶囊两个品种可以从竞争激烈的市场环境中获得一块蛋糕，盐酸沙格雷酯若首仿成功将有望短时间内超过原研公司三菱制药销售额。

图表 25. 公司近期在研品种

在研品种	适应症	是否医保	市场格局	预计上市时间
硫酸氯吡格雷及片剂	抗血小板聚集标准药物	医保乙类	原研药波利维(赛诺菲安万特生产)与首仿药泰嘉(信立泰生产) 7:3, 河南帅克新获批文; 多家企业在申请	2013 年
脑心多肽胶囊	口服植物提取物试剂, 脑心同治, 功效类似步长脑心通胶囊	--	心脑血管治疗药物中中药及植物提取类品种消费者教育成熟, 竞争十分激烈	2014 年
盐酸沙格雷酯及片剂	治疗慢性动脉闭塞症	--	原研三菱制药的安步乐 2006 年专利到期, 公司有望争得首仿资格并实现进口替代	2014 年

资料来源：公司资料及中银国际研究

超募资金物尽其用

公司上市时共计超募 4.54 亿元，截至 2012 年 6 月 30 日，超募资金已使用完毕。

图表 26. 公司超募资金的使用情况

超募资金用途	董事会及股东大会审议通过时间	金额
增资北京康仁堂药业，获得 42% 股权	2010 年 4 月 22 日	5,899 万元
与中科院上海药物研究所合作开发抗丙肝新药	2010 年 7 月 12 日	4,560 万元
增资血必净技改扩产项目	2010 年 9 月 8 日	3,749 万元
增资净研发中心项目	2010 年 9 月 8 日	6,287 万元
对现有生产及配套设备技术改造	2010 年 9 月 8 日	1,584 万元
实施 ERP 信息化管理	2010 年 9 月 8 日	297 万元
与第三军医大学第一附属医院合作开发治疗脓毒症一类新药项目	2010 年 11 月 19 日	4,285 万元
购买康仁堂 21.75% 股权	2011 年 8 月 1 日	17,782 万元
研发中心项目追加投资	2011 年 12 月 29 日	935 万元
共计		45,377.52 万元
超募资金		45,377.52 万元
剩余超募资金		0.00 万元

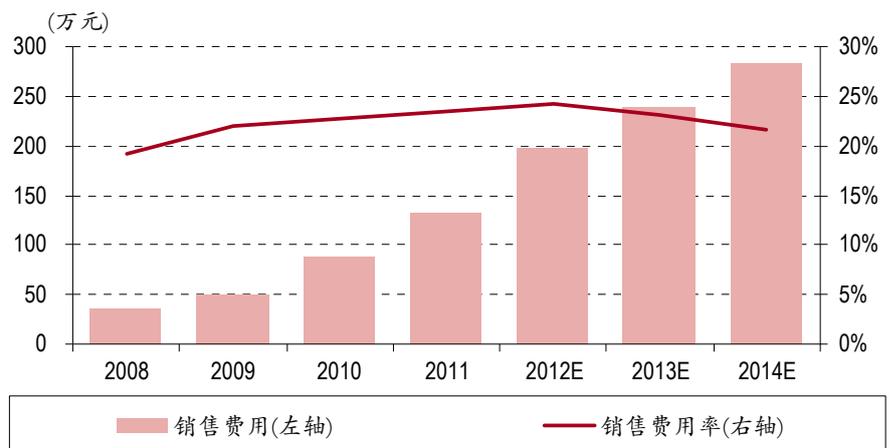
资料来源：公司资料及中银国际研究

我们认为公司分两次收购康仁堂 63.75% 股权，进入中药配方颗粒领域并取得公司绝对控股地位，这为公司带来二次成长的难得机会。增资研发中心并与科研机构合作新药开发，将保证公司的长期成长动力充足。

财务状况

2011年公司销售费用为1.32亿元，同比增长50.90%，销售费用率同比小幅上升0.71个百分点。销售费用的大幅增长主要源于同期公司销售额同比增长46.34%，会议费、招待费等费用等大幅增长所致。我们认为，在中药配方颗粒京津外省份迅速扩张，销售人员大幅增加的背景下，2012年销售费用率仍将维持上升态势。2013年-2014年，由于中药配方颗粒业务由外延式生长逐步转向内生式生长，我们预计销售费用率将小幅下降。

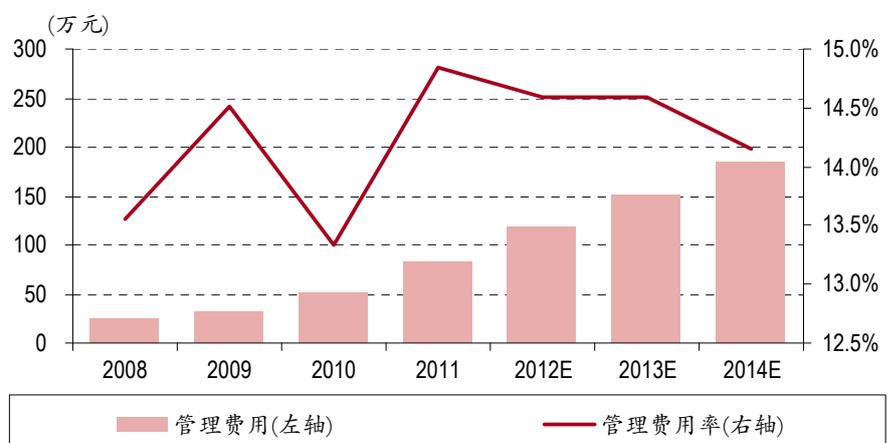
图表 27. 公司销售费用及销售费用率情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司2011年管理费用为0.83亿元，同比增长62.91%，管理费用率小幅上升1.51个百分点。管理费用的大幅增长主要源于公司薪酬与研发费用大幅增长。我们认为，公司仍将加大研发投入，整体薪酬也会继续上涨，考虑到营业收入同样增长迅速，未来3年公司管理费用率将小幅下降。

图表 28. 公司管理费用及管理费用率情况与预测

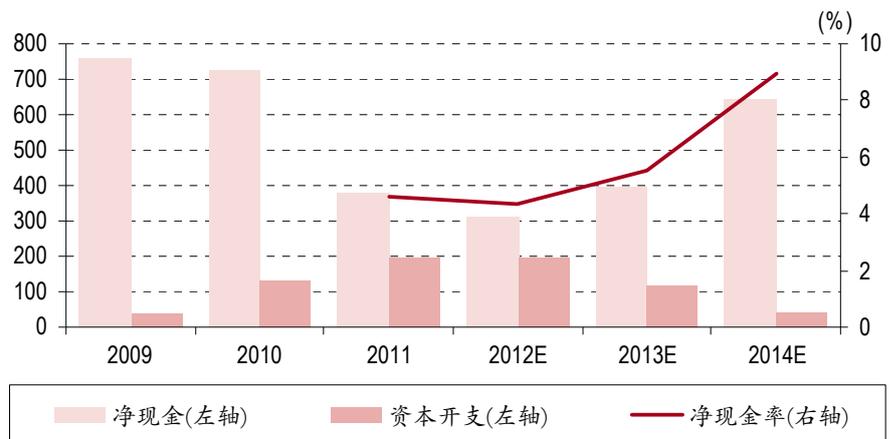


资料来源：公司资料及中银国际研究

公司 2009-2011 年的实际所得税率分别为 15.21%、16.00%、15.43%，母公司与主要利润来源子公司北京康仁堂拥有天津市高新技术企业认证，按照 15% 税率计税。目前母公司的高新技术认证已于 2012 年 1 季度通过复审，有效期 3 年；子公司北京康仁堂也在办理天津市高新技术企业认证，我们预计 2012 年 3 季度将通过复审，未来公司的实际所得税率为 15%。

公司于 2009 年 10 月上市，实际募集资金 7.21 亿元。截至 2012 年 1 季度末，公司账面现金 4.97 亿元（包括约 3.7 亿元的定期存单），现金较为充裕。目前公司在建血必净注射液与中药配方颗粒新产能，我们预计 2012-2014 年的资本开支分别为 1.96、1.16、0.41 亿元。

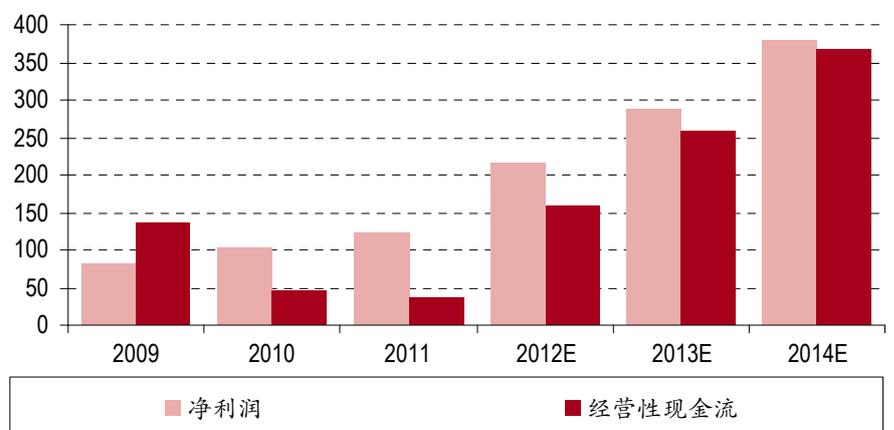
图表 29. 公司净现金及资本开支情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司 2010-2011 年应收账款大幅增长，主要原因是康仁堂的中药配方颗粒业务面向医院，账期较长所致。因此公司同期现金流低于净利润水平。我们认为中药配方颗粒业务的高增长仍会持续，未来 3 年公司经营现金流仍将小幅低于同期净利润。

图表 30. 公司现金流情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

风险因素

大股东解禁后可能减持风险：大股东解禁后如果大规模减持，对于股价与市场信心将产生较大负面影响。

中药配方颗粒市场竞争加剧风险：尽管我们判断短期内产业不会开放，但出于前瞻性考虑，具有中药配方颗粒生产资质的企业均在加速地域扩张工作；行业竞争局面正由跑马圈地逐步过渡到短兵相接的阶段，我们判断这将为公司京津外地域扩张进度带来一定的不确定性影响。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	384	562	814	1,046	1,324
销售成本	(120)	(175)	(229)	(293)	(374)
经营费用	(131)	(206)	(281)	(344)	(414)
息税折旧前利润	132	181	304	409	537
折旧及摊销	(11)	(16)	(39)	(46)	(48)
经营利润(息税前利润)	121	165	264	362	488
净利息收入/(费用)	15	16	16	16	16
其他收益/(损失)	(1)	(2)	10	10	10
税前利润	135	178	290	388	514
所得税	(22)	(28)	(43)	(58)	(77)
少数股东权益	(11)	(29)	(34)	(45)	(59)
净利润	102	122	212	284	377
核心净利润	734	734	204	276	369
每股收益(人民币)	0.45	0.538	0.936	1.255	1.665
核心每股收益(人民币)	3.23	3.23	0.90	1.22	1.63
每股股息(人民币)	0.30	0.24	0.28	0.38	0.50
收入增长(%)	71	46	45	28	27
息税前利润增长(%)	31	36	61	37	35
息税折旧前利润增长(%)	34	37	68	34	31
每股收益增长(%)	26	20	74	34	33
核心每股收益增长(%)	40	(0)	(72)	35	34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	135	178	290	388	514
折旧与摊销	11	16	39	46	48
净利息费用	(15)	(16)	(16)	(16)	(16)
运营资本变动	(68)	(137)	(108)	(90)	(74)
税金	(22)	(28)	(43)	(58)	(77)
其他经营现金流	4	21	0	0	0
经营活动产生的现金流	46	36	162	270	395
购买固定资产净值	(113)	(263)	(196)	(116)	(41)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(199)	79	(9)	(10)	(8)
投资活动产生的现金流	(312)	(183)	(205)	(125)	(49)
净增权益	0	4	0	0	0
净增债务	(3)	75	(20)	(10)	(3)
支付股息	(10)	(30)	(36)	(64)	(85)
其他融资现金流	(17)	0	16	16	16
融资活动产生的现金流	(29)	49	(41)	(58)	(73)
现金变动	(295)	(98)	(83)	87	274
期初现金	557	262	163	80	168
公司自由现金流	(250)	(137)	(16)	172	373
权益自由现金流	(251)	(72)	(47)	151	359

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	262	163	80	168	442
应收帐款	83	184	308	422	545
库存	99	96	160	220	284
其他流动资产	519	402	406	409	413
流动资产总计	962	846	954	1,219	1,684
固定资产	192	365	514	577	562
无形资产	55	61	68	75	82
其他长期资产	71	136	145	154	163
长期资产总计	318	562	727	806	807
总资产	1,280	1,407	1,682	2,025	2,491
应付帐款	102	184	244	307	395
短期债务	0	23	13	3	0
其他流动负债	71	60	67	85	105
流动负债总计	173	268	324	395	501
长期借款	0	72	72	72	72
其他长期负债	9	18	25	32	41
股本	227	227	227	227	227
储备	908	817	917	1,138	1,430
股东权益	1,009	968	1,144	1,364	1,656
少数股东权益	89	82	116	162	221
总负债及权益	1,280	1,407	1,682	2,025	2,491
每股帐面价值(人民币)	4.4	4.3	5.0	6.0	7.3
每股有形资产(人民币)	4.3	4.1	4.9	5.9	7.2
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.2)	(0.3)	0.0	(0.4)	(1.6)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	34.5	32.2	37.3	39.1	40.5
息税前利润率(%)	31.6	29.3	32.5	34.7	36.9
税前利润率(%)	34.6	32.7	35.6	37.1	38.8
净利率(%)	26.0	22.7	26.1	27.2	28.5
流动性					
流动比率(倍)	5.6	3.2	2.9	3.1	3.4
利息覆盖率(倍)	31.8	14.0	22.5	30.9	41.6
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)	5.0	2.8	2.4	2.5	2.8
估值					
市盈率(倍)	48.3	40.3	23.2	17.3	13.0
核心业务市盈率(倍)	6.7	6.7	24.1	17.8	13.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.1	10.1	36.3	26.8	20.1
市净率(倍)	4.9	5.1	4.3	3.6	3.0
价格/现金流(倍)	47.3	92.0	30.4	18.2	12.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.4	25.6	15.5	11.4	8.3
周转率					
存货周转天数	181.3	202.8	204.7	237.2	246.2
应收帐款周转天数	45.1	86.6	110.2	127.3	133.2
应付帐款周转天数	54.6	93.0	96.1	96.2	96.8
回报率					
股息支付率(%)	29.6	29.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	10.5	12.4	20.1	22.7	25.0
资产收益率(%)	9.7	11.2	15.9	17.8	19.3
已运用资本收益率(%)	13.8	17.0	23.3	26.5	29.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

上海凯宝 (300039.SZ/人民币 25.22, 未有评级)

精华制药 (002349.SZ/人民币 12.89, 未有评级)

康缘药业 (600557.SS/人民币 15.42, 未有评级)

中新药业 (600329.SS/人民币 13.42, 买入)

常山药业 (300255.SZ/人民币 10.64, 未有评级)

信立泰 (002294.SZ/人民币 27.69, 未有评级)

以 2012 年 7 月 25 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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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。

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士，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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371