

## 大病保障水平提高释放需求 腹膜透析市场扩容可期

### 投资要点:

- **继发性肾衰竭患者大幅增加,大病保障水平提高释放透析需求,透析患者人数形成向上拐点:**原发性肾衰竭过去占到了肾衰竭患者比重一半以上。随着糖尿病、高血压等慢性病发病率的提升,继发性的肾衰患者人数快速上升。我国目前肾衰竭患者存量有100多万人,每年新进入肾衰竭的病人约26万人。到2009年进入透析治疗的病人约23万人左右,有80%的病人因为经济原因退出和得不到治疗。随着社会的进步,我国医保将由“低水平、广覆盖”逐渐过渡到提高大病保障水平方面,肾衰竭作为重点保障疾病之一,治疗需求将随着医保政策的覆盖而释放。
- **公司与卫生部合作推广,最大程度受益腹膜透析市场扩容:**腹膜透析和血液透析等血液净化治疗是改善终末期肾脏病患者生存质量的有效手段。与血液透析治疗相比,腹膜透析同样“安全、有效”,并且具有操作简单、易于管理、价格相对低廉的优势。推进腹膜透析,可以在节省医疗资源及卫生支出的同时让更多患者受益。公司和政府合作开展腹膜透析示范工作,打造华仁品牌,将直接受益于市场扩容。
- **普通输液前瞻性的定位中高端市场:**目前玻瓶、塑瓶招标价格已到底部,软袋价格也接近底部,行业下行空间有限,但行业情况向好还需要等待。公司普通输液定位高端,符合未来行业发展趋势。
- **预测与估值建议:**医保政策的倾斜将释放肾衰竭治疗的需求,公司与政府合作推广腹膜透析产品,将直接受益于市场扩容;公司普通输液定位高端,符合行业发展趋势。预计2012~2013年EPS分别为0.49元、0.71元,维持“谨慎推荐”评级。
- **主要风险因素:**腹膜透析产品市场推广低于预期;普通大输液招标价格继续下行的风险。

### 主要财务指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	338.30	405.31	603.79	831.61	1,061.21
收入增长率%	17.24%	19.81%	48.97%	37.73%	27.61%
EBITDA(百万元)	126.10	126.03	160.30	222.27	322.64
净利润(百万元)	76.32	87.56	106.02	154.51	238.47
摊薄EPS(元)	0.36	0.41	0.49	0.71	1.09
PE	40.91	35.66	29.45	20.21	13.09
EV/EBITDA	20.49	21.89	17.60	12.89	8.60
PB	2.77	2.56	2.36	2.13	1.85
ROIC	7.13%	6.59%	7.83%	10.36%	13.95%

资料来源:中国银河证券研究部

华仁药业(300110.SZ)

**谨慎推荐** 维持评级

### 分析师

黄国珍 行业分析师

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据	时间 2012.08.14
A股收盘价(元)	14.30
A股一年内最高价(元)	14.55
A股一年内最低价(元)	9.23
上证指数	2142.53
市净率	2.62
总股本(万股)	21836.35
实际流通A股(万股)	8828.10
限售的流通A股(万股)	13008.25
流通A股市值(亿元)	12.62

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 1、继发性肾衰患者大幅增加，未来存量患者人数形成向上拐点，医保政策倾斜释放治疗需求

原发性肾衰竭过去占到了肾衰竭患者比重一半以上。随着糖尿病、高血压等慢性病发病率的提升，上述疾病诱导的继发性的肾衰患者人数急剧上升。

我国目前肾衰竭患者存量有 100 多万人，每年新进入肾衰竭的病人大约 26 万人。而每年进入透析的新病人只有 10 多万人，其中大约 1 万人进入腹膜透析治疗。到 2009 年底透析登记的病人只有 17 万人左右，实际估计约 23 万人左右，有 80% 的病人因为经济原因退出和得不到治疗。

我国医保建设工作在过去几年完成“低水平、广覆盖”的任务后，未来将逐渐向大病保障倾斜，肾衰竭作为重点保障疾病之一，治疗需求将随着医保政策的覆盖而释放。

#### 2、公司与政府合作推广腹膜透析，将直接受益于市场扩容

腹膜透析和血液透析等血液净化治疗是改善终末期肾脏病患者生存质量的有效手段。与血液透析治疗相比，腹膜透析同样“安全、有效”，并且具有操作简单、易于管理、价格相对低廉的优势。推进腹膜透析，可以在节省医疗资源及卫生支出的同时让更多患者受益。公司和政府合作开展腹膜透析示范工作，打造华仁品牌，将直接受益于市场扩容。

#### 3、普通大输液业务下行空间有限

目前玻瓶、塑瓶招标价格已到底部，软袋价格也接近底部，行业下行空间有限，但行业情况向好还需要等待。公司普通输液定位高端，符合未来行业发展趋势。

### 我们与市场不同的观点:

市场认为腹膜透析市场吸引力一般，我们认为这只反映了过去的情况。事实上，腹膜透析液输液成分技术壁垒不高，但厂商有限，核心原因就是诸多企业没有看到这一块未来宽广的发展空间和潜力。慢性病发病率提高后继发性肾衰竭患者的增加以及大病保障水平提高后需求的拐点都显示了腹膜透析市场未来较为广阔的空间。

### 估值与投资建议:

我们认为，医保政策的倾斜将释放肾衰竭治疗的需求，公司与政府合作推广腹膜透析产品，将直接受益于市场扩容；公司普通输液定位高端，符合行业发展趋势，同时若收购洁晶药业 70% 的股权，有助于迅速扩大公司产能，提高公司的市场份额。不考虑此次收购，预计 2012~2013 年 EPS 分别为 0.49 元、0.71 元，维持“谨慎推荐”评级。

### 股价表现的催化剂:

- 1、腹膜透析液销售超预期。
- 2、普通大输液招标价格触底回升。

### 主要风险因素:

腹膜透析产品市场推广低于预期。普通大输液招标价格继续下行的风险。

## 目 录

<b>一、高效的民营企业，专注于高端大输液产品，腹膜透析液是看点</b> .....	<b>1</b>
(一) 高效的民营企业，股权激励的实施实现长效激励.....	1
(二) 产品结构：普通大输液为主 腹膜透析液是看点.....	2
<b>二、继发性肾衰竭患者快速增加，大病保障水平提高释放透析需求</b> .....	<b>3</b>
(一) 肾衰竭存量患者多，慢性病发病率提高带动继发性肾衰竭发病率上升.....	3
(二) 80%的患者因经济原因无法治疗，大病保障水平提高后治疗需求陡升.....	4
<b>三、腹膜透析液市场启动在即，公司与卫生部合作是市场扩容受益明确标的</b> .....	<b>7</b>
(一) 腹膜透析液市场扩容在即.....	7
(二) 公司与卫生部合作推广腹膜透析液，塑造品牌优势.....	10
<b>四、普通输液前瞻性的定位中高端市场，先发优势明显</b> .....	<b>12</b>
(一) 中低端市场饱和，未来看点在产品升级与集中度提升.....	12
(二) 行业基本面正出现积极变化，但仍需等待.....	13
(三) 前瞻性的定位于中高端市场，先发优势明显.....	14
<b>五、盈利预测与估值建议</b> .....	<b>16</b>
<b>六、风险因素</b> .....	<b>16</b>
插图目录.....	错误！未定义书签。
表格目录.....	错误！未定义书签。

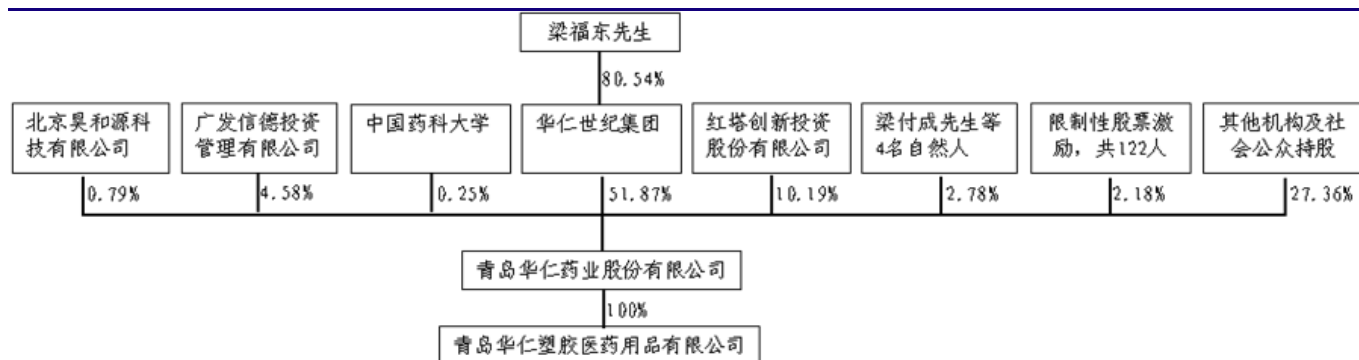
## 一、高效的民营企业，专注于高端大输液产品，腹膜透析液是看点

### (一) 高效的民营企业，股权激励的实施实现长效激励

公司成立于1998年5月，2001年8月完成股份制改造，专业生产非PVC软袋输液，拥有普通型输液、治疗型输液、营养型输液三大类产品，共有二十七品种、六十七个规格的产品成功上市。。2010年8月25日在深交所创业板正式挂牌上市。

公司是由华仁世纪集团控股，红塔创新投资控股有限公司、广发信德投资股份有限公司、中国药科大学等国内知名企业、院校参股的集产、学、研一体的新型股份公司。梁福东先生持有华仁世纪集团80.54%的股份，是公司的实际控制人。公司是董事长梁富友先生是军人出身的民营企业家，有强大的执行力和管理能力。公司注册资本2.2亿元，总资产12.5亿元。

图 1: 公司持股结构



资料来源：公司公告 中国银河证券股份有限公司

公司在2011年实施了股权激励计划，向122名激励对象授予了476.35万股限制性股票。通过实施股权激励计划建立了与公司业绩和长期战略紧密挂钩的长效激励机制，完善了公司整体薪酬结构体系，吸引、保留和激励了公司核心技术人员和关键管理人员，促进了公司长期战略目标的实现并加强了公司凝聚力。

表 1: 公司股权激励计划股票解锁的业绩条件

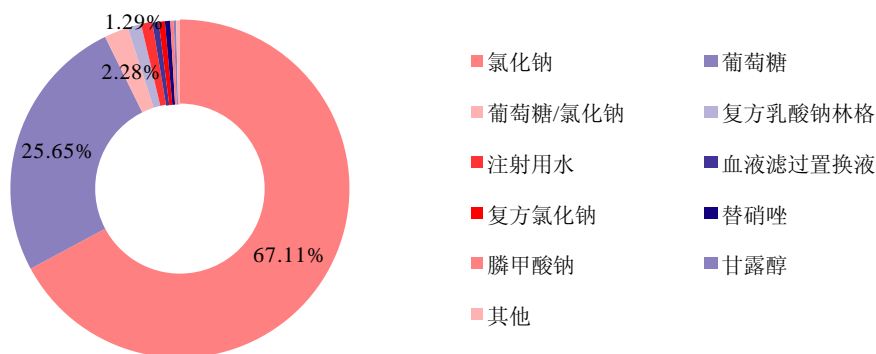
锁定期	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
激励对象获授的限制性股票自授予日后的12个月	第一批于授予日12个月后至24个月内解锁	以2010年合并报表净利润为固定基数，2011年合并报表净利润增长率不低于15%；2011年合并报表营业收入不低于4亿元。	33%
	第二批于授予日24个月后至36个月内解锁	以2010年合并报表净利润为固定基数，2012年合并报表净利润增长率不低于33%；2012年合并报表营业收入不低于6亿元。	33%
	第三批于授予日36个月后至48个月内解锁	以2010年合并报表净利润为固定基数，2013年合并报表净利润增长率不低于73%；2013年合并报表营业收入不低于8亿元。	34%

资料来源：公司公告 中国银河证券股份有限公司（注：上述净利润增长率指标以扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据。授予日：2011年12月28日）

## （二）产品结构：普通大输液为主 腹膜透析液是看点

公司专业生产非PVC软袋输液，拥有普通型输液、治疗型输液、营养型输液三大类产品，共有二十七品种、六十七个规格的产品成功上市。

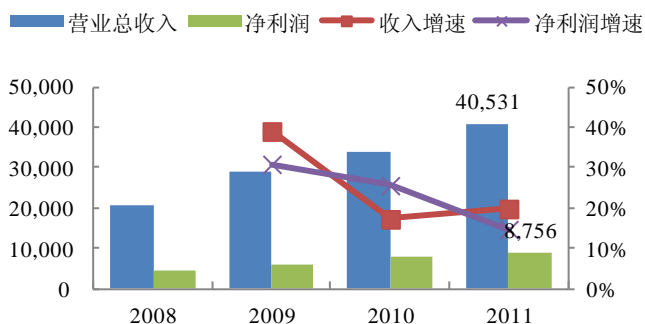
图 2：公司 2011 年产品结构格局



资料来源：公司公告 中国银河证券股份有限公司

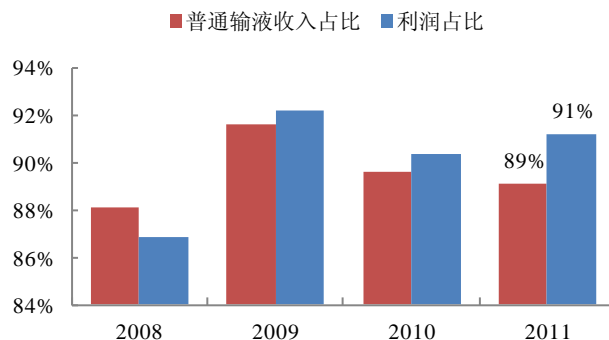
公司拥有国内最大的非PVC软袋输液单体工厂，年产能达10,000万袋。普通大输液（包括氯化钠和葡萄糖）是公司目前主要收入和利润来源，2011年占公司收入和净利润的比重分别为89%和91%，2008-2011年收入和净利润年复合增长率分别为24.99%、23.55%。

图 3：公司收入、净利润及增速



资料来源：公司公告 中国银河证券股份有限公司

图 4：普通大输液是公司目前主要收入和利润来源



资料来源：公司公告 中国银河证券股份有限公司

血液净化产品是公司重点发展的新产品。2011年初，公司腹膜透析液10个规格获得国家食品药品监督管理局核发的药品注册批件，并于6月17日与卫生部医院管理研究所签署《卫生部腹膜透析培训、示范及推广项目合作协议》，成为我国首个上市销售的非PVC包装的血液净化产品品牌。截止到2011年12月31日，公司完成沈阳、北京、山东、江苏、上海、武汉、广州等区域人员体系和管理系统的建设，实现腹透市场初步布局。公司组建了血液净化产品团队，目前团队成员50多人。我们认为，受益于医保政策的倾斜，腹膜透析液将是公司未来利润的重要来源。



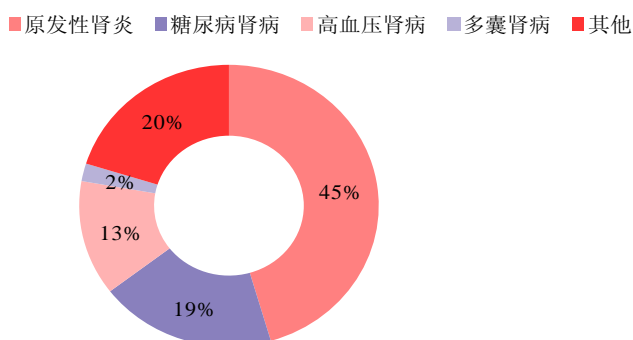
## 二、继发性肾衰竭患者快速增加，大病保障水平提高释放透析需求

### (一) 肾衰竭存量患者多，慢性病发病率提高带动继发性肾衰竭发病率上升

肾衰竭又称终末期肾病（ESRD，俗称尿毒症），是很多疾病的最后的表现：如糖尿病，高血压，红斑狼疮，免疫系统疾病等，最后发展都将会影响到肾脏。部分病人发展成肾衰竭。

在世界大部分地区，糖尿病肾病（DN）是终末期肾病的首要病因。根据美国肾脏数据系统 1996 年资料，在 ESRD 病因中 DN 占 36.39%，居首位；1997~2001 年美国医保接受肾替代治疗的新增 ESRD 患者中，DN 占第 1 位(45%)，在日本(1998 年)占 35.7%。在我国，根据中国医院协会血液净化中心管理分会统计数据 displays，2008 年 ESRD 的主要原因是肾小球肾炎、糖尿病、高血压。

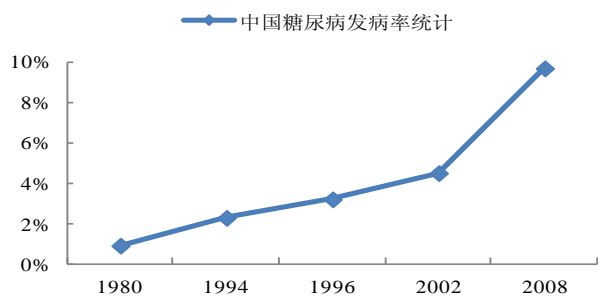
图 5：我国 ESRD 患病因素统计



资料来源：中国银河证券研究部

但最近几年肾衰竭患者结构发生了较为显著的改变，继发性肾衰竭患者迅速增加，占到了新发肾衰竭患者比重的一半以上。这与最近一些慢性发病率逐年提高不无关系：如糖尿病发病率从上世纪 80 年代的 0.9% 已经攀升到近 10%，高血压的发病率也达到了 18.8%。一般而言，30% 糖尿病患者会合并糖尿病肾病，10% 的高血压患者会发生高血压肾病。大量继发性肾衰竭患者的出现显著提高了肾衰的发病率和增加了患者人数。

图 6：中国糖尿病发病率迅速攀升



资料来源：中华医学会糖尿病学分会 中国银河证券研究部

我国是一个人口大国，据统计肾脏损害（CKD）病人有一亿人左右，临床研究认为约有肾衰竭（ESRD）的发病率 200 人/百万人，每年新进入肾衰竭（ESRD）的病人大约 26 万人。我国目前肾衰竭患者存量有 100 多万人，每年新进入肾衰竭的病人大约 26 万人，考虑到糖尿病等慢性病发病率的提升，未来肾衰竭患者将持续增多。

## （二）80%的患者因经济原因无法治疗，大病保障水平提高后治疗需求陡升

### 肾衰竭治疗需求因经济原因受到严重压制

肾衰竭治疗手段包括血液透析、腹膜透析和肾脏移植，其中肾脏移植受限于供体数量的限制，每年仅有 6000 多例，因此透析治疗是肾衰竭的主要治疗手段。

我国目前肾衰竭患者存量有 100 多万人，每年新进入肾衰竭的病人大约 26 万人。而每年进入透析的新病人只有 10 多万人，其中大约 1 万人进入腹膜透析治疗。到 2009 年底透析登记的病人只有 17 万人左右，实际估计约 23 万人左右，其中腹膜透析病人 2.6 万人左右。即使再加上每年 6000 多例的肾脏移植手术，仍有 80% 的病人因为经济原因退出和得不到治疗。

表 2: 肾衰竭治疗手段及接受治疗人数

治疗手段	接受治疗人数
肾衰竭病人	存量 100 多万，每年新进入 26 万
血液透析	每年 20 多万人左右
腹膜透析	每年 2.6 万人左右
肾脏移植	受限于供体，每年 6000 多例

资料来源：中国银河证券研究部

### 未来医保政策将由“低水平、广覆盖”向大病保障倾斜，肾衰竭治疗需求将释放

在过去的几年，我国医保建设工作的重点是“低水平、广覆盖”，建立全民医保。经过几年的努力，我国基本医保已覆盖全国 95% 的人口，构建起世界上最大的基本医保网，实现了全民医保，未来医保政策将由“低水平、广覆盖”逐渐向大病保障倾斜。

表 3: 未来医保政策将逐渐向大病保障倾斜

时间	规划
2011.3	卫生部部长陈竺：尿毒症、乳腺癌、宫颈癌等 5 种疾病年内将试点提高新农合报销比例。
2012.1.30	<b>卫生部 2012 年卫生工作要点</b> 提高新农合基金统筹层次，探索建立省级统筹的重特大疾病保障基金。以省（区、市）为单位全面推开儿童白血病、儿童先天性心脏病、 <b>终末期肾病</b> 、乳腺癌、宫颈癌、重性精神疾病、耐多药肺结核、艾滋病机会性感染等 8 类重大疾病保障工作，不断提高保障水平。
2012.3.23	<b>医改十二五规划：</b>

探索建立重特大疾病保障机制。充分发挥基本医保、医疗救助、商业健康保险、多种形式补充医疗保险和公益慈善的协同互补作用，切实解决重特大疾病患者的因病致贫问题。……有效提高重特大疾病保障水平。

- 2012.7.19 中共中央政治局常委、国务院副总理、国务院深化医药卫生体制改革领导小组组长李克强主持召开国务院深化医药卫生体制改革领导小组第十一次全体会议。他强调，要围绕“十二五”深化医改重点工作和人民群众迫切需要，健全多层次的医疗保障体系，提高重特大疾病保障水平，破除以药补医，形成公立医院运行新机制，把医改不断推向深入
- 2012.7.25 人力资源和社会保障部 25 日召开新闻发布会  
 通报 2012 年第二季度人力资源和社会保障工作进展情况。人社部新闻发言人尹成基表示，将逐步提高重大疾病最高支付限额。同时，对于重特大疾病患者及时实施医疗救助，建立医疗救助基金。

资料来源：中国银河证券研究部

在向大病保障倾斜的过程中，卫生部会优先选择儿童、妇女的疾病以及一些重特大疾病作为保障病种。今年初卫生部的年度规划明确提出了将以省（区、市）为单位全面推开儿童白血病、儿童先天性心脏病、**终末期肾病**、乳腺癌、宫颈癌、重性精神疾病、耐多药肺结核、艾滋病机会性感染等 8 类重大疾病保障工作，不断提高保障水平。透析治疗作为终末期肾病的主要治疗手段，已经陆续在各地医保政策中受到关注。

表 4：部分已出台政策地区政策一览

地区	政策	时间	具体内容
河北省	新农合	2011 年 7 月	发生的医疗费用按定额付费标准 70% 的比例给予补偿。 定额费用：血液透析（每次） 400 元 380 元 360 元 腹膜透析（每袋） 42 元 42 元 42 元（省 市 县）
江苏省	新农合	2011 年 9 月	应达到定额费用标准的 70%；对符合救助条件的患者再予医疗救助，救助比例应达到定额费用标准的 20%。定额费用各市确定。
山西省	新农合	2012 年 5 月	新农合基金对试点病种的补偿比例为 70%，医疗救助对符合条件的患者再救助 20%。腹膜透析（每袋）定额费用：40 元。
广西省	新农合	2012 年 2 月	终末期肾病（慢性肾衰竭，包括门诊和住院的血液透析或腹膜透析）的医疗费用，新农合补偿 70%，参合农民患者自付 30%。
内蒙古	新农合	2011 年 9 月	血液透析（一般每周每人不超过 3 次），腹膜透析（一般每日透析液不超过 4 袋）。患者在二级医院救治每月自付 100 元，在三级医院救治每月自付 150 元。定额付费标准（不含自付部分）：血液透析和腹膜透析每月 5000 元。
山东省	新农合	2012 年 3 月	重大疾病的实际住院报销比例将达到 70%
山东省临沂市	新农合	2011 年	终末期肾病住院费用，其新农合报销比例统一提高到 70%
山东省烟台市	新农合	2012 年 3 月	住院报销比例统一为 70%
湖南省	新农合	2011 年	住院报销比例提高至 70% 以上，其中在县级医院住院的规定报销比例可结合实际提高至 80% 以上。终末期肾病门诊血液透析补助标准提高至 240 至 280 元/次，门诊腹膜透析补助可比照住院规定报销比例予以报销。
新疆	新农合	2010 年	实行慢性病门诊医药费补偿，不设起付线，费用累计算，每季度结报一次，按 40% 的比例进行补偿，全年累计封顶线为 2000 元。尿毒症患者门诊透析大额门诊治疗的费用，将比照同级医院住院补偿执行，半年结报一次
海南省	新农合	2012 年	腹膜透析（每袋）：限价标准二级 40；新农合基金定额支付：省市二级 28，市县二级 34
贵州省	新农合	2011 年 10 月	新农合按救治费用标准的 70% 予以补偿，患者自付救治费用标准的 30%



贵州省遵义市	新农合	2011年9月	新农合按救治费用标准的70%予以补偿，患者自付救治费用标准的30%。诊疗费用如超出救治费用标准，超出部分由定点医疗机构负担。
云南省	新农合	2012年4月	由新农合资金按总费用70%报销
福建省	新农合	2012年2月	重症尿毒症透析保障水平也有大幅度提高。今年将采取定额补偿办法，每周按不高于3次的透析次数，每次透析费用给予70%的补偿，年度限额4万元。
天津市	新农合	2011年12月	将从过去的60%提高到不低于70%
甘肃省	新农合	2011年8月	单病种每年最高补偿可达16.1万，且不计入患者当年新农合封顶线计算基数
	新农合	2012年5月	由新农合基金直接支付总费用的70%。
吉林省长春市	新农合	2012年2月	终末期肾病报销比例提高到70%，年度报销封顶线8万元。
北京市	新农合	2012年6月	终末期肾病(肾透析)住院费用报销比例由70%提高至75%。
辽宁省	新农合	2012年5月	补偿比例提高到70%
河南省	新农合	2011年3月	尽快将包括终末期肾病(即尿毒症)在内的五种大病纳入到大病报销范围，届时，这些疾病的实际报销比例将超过70%。

资料来源：各地卫生局、人社部网站 中国银河证券研究部

我们认为，过去我国80%的肾衰竭患者由于经济原因得不到治疗，未来医保政策的倾斜将释放治疗需求。此外，过去由于治疗率低，尿毒症患者生存期短；治疗率提升后，存活时间延长能够显著的增加存量患者人数，形成正反馈。

### 三、腹膜透析液市场启动在即，公司与卫生部合作是市场扩容受益明确标的

#### (一) 腹膜透析液市场扩容在即

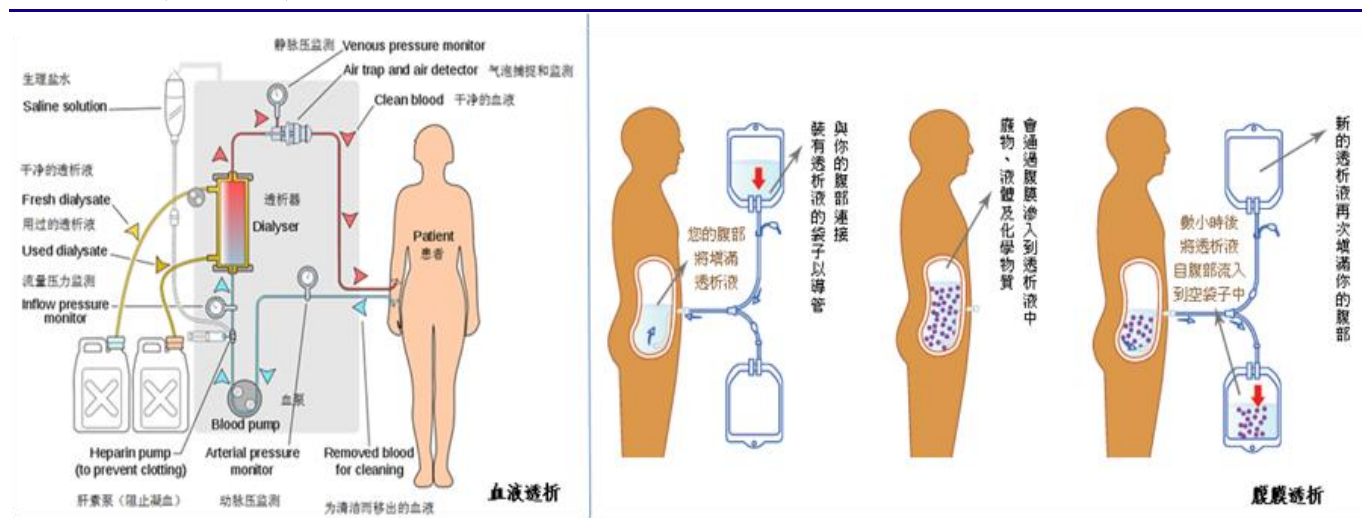
我们认为，医保政策的倾斜将推动对透析治疗需求的释放。同时，与血液透析治疗相比，腹膜透析同样“安全、有效”，并且具有操作简单、易于管理、价格相对低廉的优势，将充分享受市场扩容，腹膜透析液市场扩容在即。

#### 血液透析、腹膜透析临床疗效相差不大

目前治疗肾衰竭的主要办法是透析治疗或肾移植。其中肾脏移植受限于供体数量的限制，每年仅有 6000 多例，因此透析治疗是肾衰竭的主要治疗手段。

在透析方面，包括了血透析和腹膜透析两种办法，血透析是将病人的血液通过管道引到透析器即“人工肾”内进行清洗，把血液内的毒素和多余水分清除掉，然后再把血液回输到病人体内，循环往复达到清除体内部分毒素的目的；而“腹膜透析”是利用病人腹膜作为半透膜，通过特殊的腹膜透析管向腹腔注入腹膜透析液，达到对血液超滤脱水的目的。

图 7：血液透析和腹膜透析示意图



资料来源：中国银河证券研究部

与血透析相比，腹膜透析能最大限度地保持残余肾功能，其饮食的限制相对较少。腹膜透析比血透析还有一个优点是，病人本人或家属经过训练后可自行在家操作，许多病人可以进行家务、短途旅行，甚至参加工作，基本可以做到自己照顾自己，也不需要像血透析那样较高难度的扎针。同时伴有糖尿病、高血压等心血管疾病的病人，做腹膜透析对心血管的保护则较好。

**表 5: 腹膜透析和血液透析临床比较**

临床对比	腹膜透析	血液透析
<b>机理</b>	腹膜作为半透膜，通过腹膜腔内透析液和毛细血管内血浆弥散和渗透原理，清楚代谢废物	将病人的血液通过管道引到透析器即“人工肾”内进行清洗，把血液内的毒素和多余水分清除掉，然后再把血液回输到病人体内
<b>装置</b>	透析液、腹膜透析管、连接系统及消毒系统、腹膜透析机	透析液、血液透析机
<b>操作性</b>	内置导管，简便易行。一般每日 4 袋，如果患者身体素养较好，可照常上班，不用前往医院，可在家自行操作。	需实施静脉内瘘术，根据肌酐和尿量多少，每周必需前往医院治疗 2—5 次不等，医生建议每周 3 次，每次 4—5 个小时，必需到医院，依赖血液透析机。
<b>禁忌症</b>	腹腔血管疾患、严重肺功不全等	心功能不佳、血管条件不适合等
<b>并发症</b>	易发生腹膜炎、腹膜感染，但发病率呈现逐年下降态势	易发生乙型和丙型病毒性感染
<b>临床特点</b>	对中分子量物质清除较充分，患者自觉良好，对免疫系统的干扰相对较少，失血少，透析时低血压发生率低，保护残余肾功能。是伴有严重心血管疾病、脑血管疾病、糖尿病以及老年患者首选的透析方式。	尿素氮、肌酐等小分子清除效果佳，技术成熟，疗效可靠，见效快。每次降肌酐可达 30% 左右。肾功能下降速率快。
<b>饮食</b>	不限钾、水分，鼓励摄取高蛋白质，适量限糖	摄取适量热量及蛋白质，控制水分、盐分，不限糖，摄取膳食纤维

资料来源：中国银河证券研究部

血液透析和腹膜透析两种治疗方式并不相互矛盾，而是互补的。现代医学观点认为，早期行腹膜透析更有利于保护残存的肾脏功能，做几年之后如果残余肾功能丢失地多了，或者要加强清除小分子毒素，可以改做血透析。这样比较血液透析失败后再行腹膜透析要好（腹膜功能受累）。具体选择主要取决医生的认识，心血管情况，血管条件，腹壁条件等。

### 血透市场供需矛盾逐渐突出，医院血透场地设备扩展受限

当前，我国医疗资源仍相对不足，部分地区血液透析资源还不能满足终末期肾病患者救治的需要。据初步统计，截至 2011 年 2 月，全国共有 3048 家医疗机构开展血液透析服务，共有血液透析机 34410 台，东部最多，其次为中部和西部。

我国终末期肾病患者数量众多，按照卫生部血液净化病例信息登记系统数据统计，截至 2011 年 5 月，我国接受血液透析的患者约为 26 万余例，接受腹膜透析的患者数量约为 2 万例，实际需要接受血液净化治疗的患者数量更加庞大。据此分析，我国现有的血液透析机数量远远不能满足患者治疗的需要。

由于血液透析不仅需要高昂的设备（一台血透机约 12 万元，加上配套的设施造价达到 20 余万元），透析速度固定（每个患者做一次血透需要 4 至 4 个半小时，一般一台血透机一天仅能做 2 名患者），而且由于血透过程还需要配备专职的人员以及其他配套环节，医院短期内大量拓展场地和设备能力非常有限。目前，全国各地都不论发达地区还是欠发达地区，医院的血液透析都呈现出需要透析的病人人满为患，透析设备及相应的医务人员有限的矛盾，并且在逐渐加剧。

### 腹膜透析医疗资源占用少，政策支持未来市场看好

我国腹膜透析开展不是十分理想，从临床统计数据来看，约 70% 左右的肾衰竭病患者既适合血液透析，也适合腹膜透析，但是其中 90% 的患者最终都接受了血液透析，仅有 10% 的血液净化患者接受腹膜透析，而我国香港特别行政区 90% 的血液净化患者都使用腹膜透析治

疗。

**表 6: 我国腹膜透析比例较低**

地区	腹膜透析占透析比例
中国	约 10%
香港、墨西哥	80%以上
欧洲、澳大利亚、韩国	20-30%
美国、日本	约 10%

资料来源：丁香园 中国银河证券研究部

相比血液透析，腹膜透析不需要透析机器，在医生的指导下患者可以回家自行治疗，不受场地和仪器设备的限制。我们认为，过去限制腹膜透析推广的因素主要包括学术观念、科室实际利益，以及易发感染和长期行腹膜透析后腹膜硬化。随着保障条件和操作规范程度的提升，感染的发生几率大幅下降。

我国终末期肾病患者总数约 100 万例，数量较大但其中仅有 20% 的病人接受治疗，经济问题以及医疗服务的可及性是限制需求释放的主要因素。腹膜透析和血液透析等血液净化治疗是改善终末期肾脏病患者生存质量的有效手段。与血液透析治疗相比，腹膜透析同样“安全、有效”，并且具有操作简单、易于管理、价格相对低廉的优势。推进腹膜透析，可以在节省医疗资源及卫生支出的同时让更多患者受益。

**表 7: 腹膜透析医疗资源占用少**

	腹膜透析	血液透析
<b>医疗资源</b>	初始投入少  内置导管，简便易行。不用前往医院，可在家自行操作。 不占用场地和病床	血透机价格 12 万元，连带配套设备（制水和消毒等）总体约 20 万元。  患者首先需要打穿刺针，难度远大于输液。同时为了保证血液在体外循环的生物安全，必须有专业人士在场。 占用场地和病床，影响周转
<b>卫生支出</b>	30-40 元/袋/2L  一天 3-4 袋，根据患者病情不同，平均约 1000 次/年  5-6 万元	400-500 元/次  一周 3 次，平均约 150 次/年  8-10 万元

资料来源：中国银河证券研究部

卫生部于 2011 年 6 月启动全国终末期肾病腹膜透析工作，并委托中华医学会肾病学分会和卫生部肾病学专业医疗质量控制中心组织开展腹膜透析规范化培训工作。卫生部在全国范围内认定了 31 家腹膜透析培训示范中心、28 家腹膜透析培训示范中心培育单位，通过辐射和带动作用推广腹膜透析。

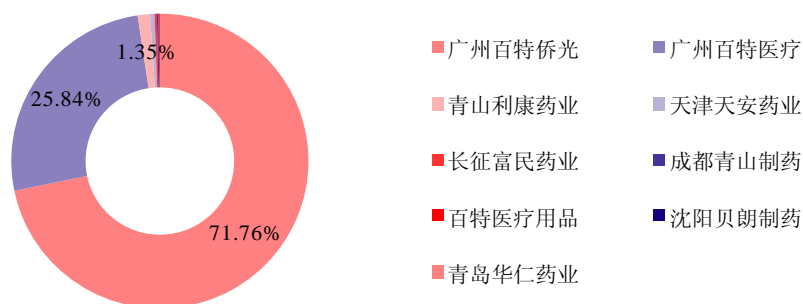
我们认为，腹膜透析可以在节省医疗资源及卫生支出的同时让更多患者受益；在卫生部的推动下，未来市场前景广阔。

## (二) 公司与卫生部合作推广腹膜透析液，塑造品牌优势

### 目前市场外企主导，品牌和学术推广是关键

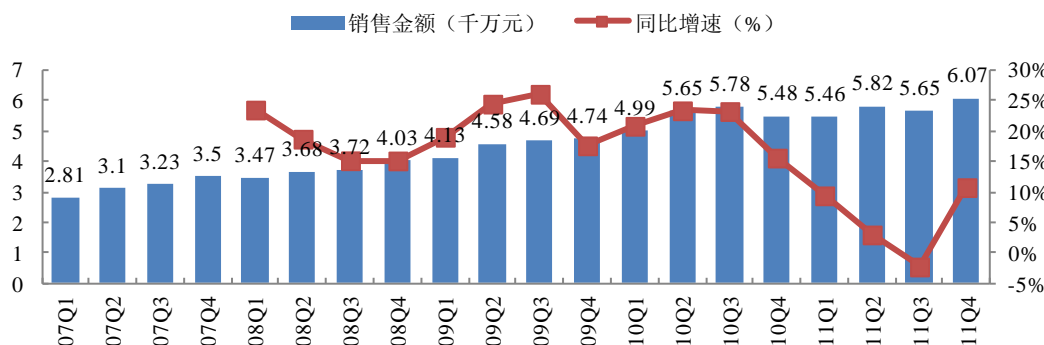
我国腹膜透析相对于血液透析推广较差，目前国内腹膜透析液市场容量大约 3000-4000 万袋/年，其中绝大多数份额被广州百特所占据。其余生产企业规模较小，基本可以忽略不计。

图 8: 2011 年腹膜透析液市场竞争格局



资料来源: 米内网 中国银河证券研究部

图 9: 样本医院临床用腹膜透析液分季度销售情况



资料来源: 米内网 中国银河证券研究部

百特作为目前国内腹膜透析的主导企业，一直致力于学术营销打造品牌，公司长期拥有约 200 人的学术推广及销售人员。从中标价格来看，百特的中标价近几年基本维持在约 34 元/2L，而内资企业的中标价则分布在 25-28 元/2L 之间，价格相差了约 20%，但百特仍然占据了 95% 以上的份额，可见品牌优势和学术推广是核心竞争力。



## 公司与政府合作推广腹透，打造华仁品牌优势

华仁药业是目前国内唯一一家可生产非 PVC 腹膜透析液的企业，并与卫生部医院管理研究所共同开展为期 5 年的“国家卫生部腹膜透析培训、示范及推广项目”。公司为已经建立的 31 家全国腹膜透析培训示范中心提供医护人员《腹膜透析操作标准规程（SOP）》培训、腹膜透析液产品，规范腹膜透析治疗。

**表 8: 公司腹膜透析液项目进程介绍**

时间	事件
2011.3	使用超募资金建设年产 3000 万袋非 PVC 腹膜透析液生产线
2011.4	血液净化工程中心项目拿到建筑工程许可证
2011.6	与卫生部医院管理研究所签订合作协议，开展“国家卫生部腹膜透析培训、示范及推广项目”，为期 5 年
2011.7	首批腹膜透析液产品发货
2011.12	初步完成腹膜透析市场布局（沈阳、北京、山东、江苏、上海、武汉、广州）
2012.10	预计非 PVC 软包大输液、非 PVC 软包装腹膜透析液项目达到预定可使用状态

资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

我们认为，腹膜透析液的技术壁垒并不高，且公司缺少先发优势，但公司的优势在于和政府合作开展腹膜透析示范工作，打造华仁在该领域的品牌。公司目前已有约 50 人的专业推广团队，配合示范工作的同时进行学术推广，塑造自身专业的品牌形象。

除此之外，公司腹膜透析液相对于百特的产品具有价格、包材等方面的优势，未来前景看好（表 2）。

**表 9: 华仁药业与广州百特腹膜透析液比较**

	价格	包材	销售	推广优势
<b>华仁药业</b>	出厂价约 23 元/袋， 招标价格约 28 元/袋	非 PVC 包材，行业发展方 向	约 50 人的专业推广团 队，未来会稳步扩张	与卫生部医院管理研究 所合作推广
<b>广州百特</b>	招标价约 34 元/袋	PVC 包材，含增塑剂等 有毒辅助材料	有 200 人的专业销售 团队及学术支持	已经在市场树立很好的 品牌和形象

资料来源：中国银河证券研究部

公司现有腹膜透析液的生产来自普通大输液生产线的改造，产能约 200 万袋/年，年产 3000 万袋非 PVC 腹膜透析液生产线预计今年年底可建成投产。我们认为，在医保政策倾斜释放需求的前提下，公司的腹膜透析液有望凭借专业的学术推广而放量。

## 四、普通输液前瞻性的定位中高端市场，先发优势明显

普通输液是公司的主要板块，未来公司的战略方向就是定位于中高端，力求尽可能多的享受先发优势。

### （一）中低端市场饱和，未来看点在产品升级与集中度提升

大输液是指容量在 50ml 或以上的大容量注射液，在临床上应用于静脉注射治疗。由于输液成分创新空间有限，且技术壁垒不高，中低端市场迅速饱和，价格低迷。行业未来看点在于包材带动的产品升级与准入壁垒提高后行业集中度的提升。

在大输液行业发展历史中，使用的包装技术经历了几次重大变革，目前主要有玻璃瓶包装（玻瓶输液），PE、PP 塑料瓶包装（塑瓶输液），PVC 单层塑料袋（PVC 软袋输液），和 PE、PP 等非 PVC 多层复合共挤膜包装（非 PVC 软袋输液）四种类型。早期的大输液包装，由于存在稳定性差、二次污染或包材不利于人体健康等问题，使用量正在逐年下降，而上世纪 80 年代末期国际企业开发的非 PVC 软袋输液，融合了第三代 PVC 软袋输液中无需空气回路的优势，而且改良后的材料材质稳定，符合药用和环保的要求，代表了大输液包装技术发展的方向。

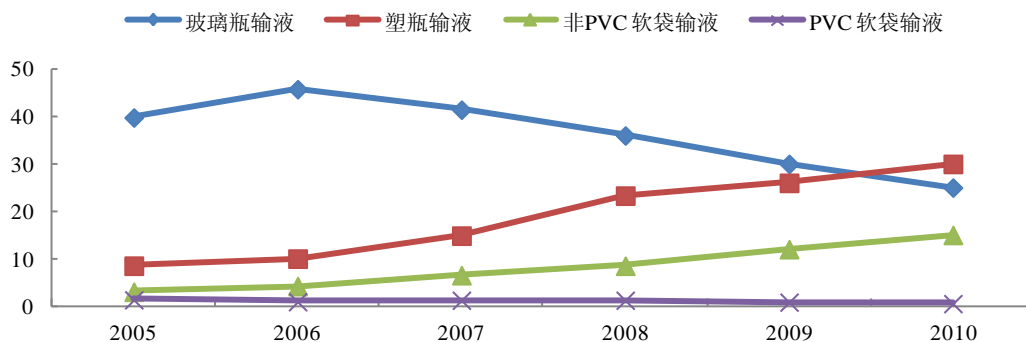
表 10：几种大输液产品比较

包装形式	玻璃瓶	塑瓶	PVC 软袋	非 PVC 软袋
化学稳定性	一般	较高	较高	较高
口部密封性	一般	较高	较高	较高
二次/交叉感染	有可能	有可能	可能性低	可能性低
便于运输	一般	比较适合	比较适合	比较适合
材质毒性	较低	较低	含毒性物质	较低
价格	较低	中等	较高	较高

资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部

目前大输液行业市场容量已经趋向饱和，每年使用量约 100 亿瓶/袋左右。未来行业发展主要来自产品升级（高端替代低端）以及行业集中度的提升。具体表现为塑瓶输液和非 PVC 输液对于玻瓶输液和 PVC 输液的替代趋势。随着国家食品药品监督管理局对于玻璃瓶包装予以控制并于 2000 年起停止 PVC 输液袋的注册，玻瓶输液和 PVC 输液已成逐年减少趋势。据中国数字医药网预测，到 2012 年非 PVC 软袋销量将达到 21 亿袋，CAGR(09-2012)为 20.6%，非 PVC 软袋代表着大输液产业升级发展的方向。

图 10: 不同包装输液产品历年销售数量 (单位: 亿瓶/袋)



资料来源: 公司招股说明书 中国银河证券研究部

## (二) 行业基本面正出现积极变化, 但仍需等待

### 承受着剂型调整和产能过于分散的双重压力

过去由于激励机制扭曲, 我国大输液存在较为明显的过度医疗现象, 目前全国医院终端大输液年产销大约 100 亿瓶 (袋), 行业容量已趋饱和; 另一方面, 由于技术壁垒不高, 内容物创新空间有限, 大输液行业产能迅速扩张, 企业规模和产品质量等级参差不齐。

### 优质不能优价, 产业无序竞争破坏了企业技改积极性

我国共有约 500 家, 目前通过新版 GMP 认证的约 30 家; 通过认证的企业与没通过的在药品招标和采购价格上无优势优惠, 投入和产出不匹配, 企业技改动力不足。

我国现阶段大量中小型输液企业之所以能够生存, 主要有以下两方面原因: 一是输液行业有 500~1,000 公里的运输半径, 在行业龙头企业没有在全国市场完成布局之前, 中小型企业在当地市场仍然有生存空间; 二是医院使用大输液有着倾向低成本的沿革。

### 新版 GMP 促进产业集中度提升, 招标规则调整利好品牌企业

大输液是注射剂型直接输入血液, 是风险较高应该严格监管的产业部门。国家新版 GMP 要求所有注射剂型生产企业 2013 年 12 月 31 日完成新版 GMP 的认证, 不能通过的将不再允许生产。目前通过认证的大输液企业较少, 除了部分企业存在侥幸心理外, 由于产品价格低, 行业利润微薄无力技改者也占有相当数量。

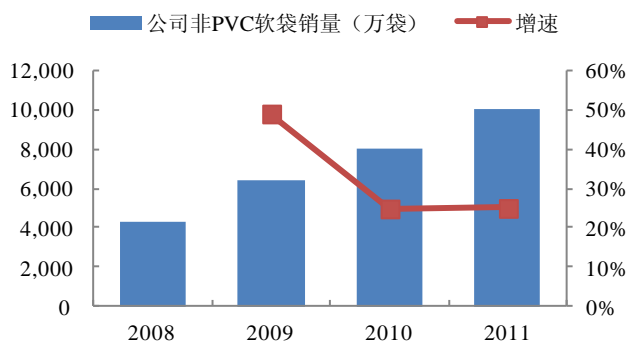
目前从我们与企业的沟通来看, 玻瓶和塑瓶的价格已经到了企业成本线底部。近期曝光的一些由于价格低廉导致企业偷工减料的事件已经影响到了药品安全, 倒逼了招标规则进行调整。但短期内我们判断不会大面积反弹, 毕竟小、散产能在没能通过新版认证停产前还会持续释放产能, 行业供需格局不会马上改变, 但趋势是向好的。

### (三) 前瞻性的定位于中高端市场，先发优势明显

公司专注于双管双阀非 PVC 软袋的生产，是国内高端大输液代表企业，1998 年率先从欧洲引进了世界最先进的制水、配液、制袋灌装、灭菌等核心生产设备，保证了产品品质，并引进了双室袋生产线，填补了国内空白。之后随着市场的不断增长，华仁药业二期工程于 2008 年 4 月开工，并于次年 8 月整体通过 GMP 认证，使公司拥有近亿的产能；该工程拥有国内同行业最先进的自动化生产线，以及一个全自动的现代化立体仓库。

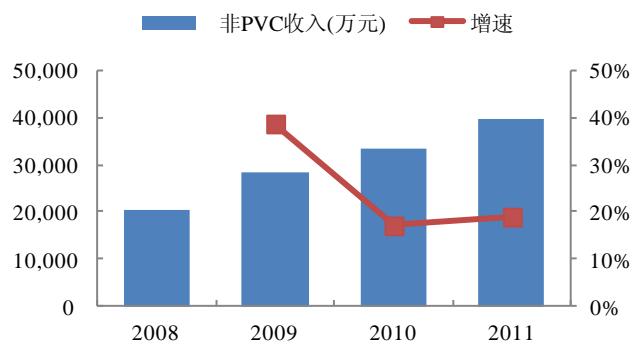
公司已积累了 330 余家医院客户（其中 70 余家三级医院）和近 400 家医药公司客户。产品成功进入北京、上海、广东、南京、浙江、湖北、山东、东北三省等全国 26 个省市；全国已建立了 12 个销售中心。公司 2008 年销量 4,300 万袋，占全国产品市场总量的 5.06%，2009 年非 PVC 软袋输液产销量 6,407 万袋，2011 年达到 1 亿多万袋，在高端市场增速较快，目前在全国非 PVC 软袋输液市场占有率居前三甲。

图 11: 公司非 PVC 软袋销量



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

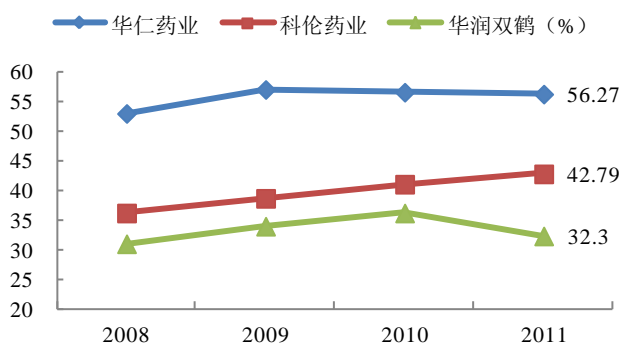
图 12: 公司非 PVC 软袋收入



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

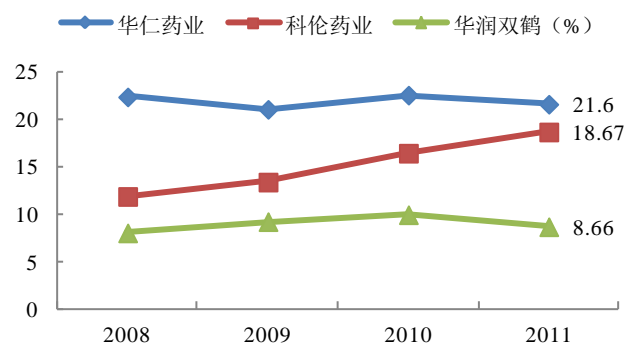
公司过去增长较快的主要原因是受益于非 PVC 软袋输液行业的高度景气，并且在产品和营销上具有一定的优势：华仁的双管双阀非 PVC 软袋国内领先，竞争对手较少；以自主营销为主的销售模式，毛利率较高，而且对终端的掌控能力更强。我们认为，公司普通输液定位高端市场，子行业增速较快，且产品定价较高，符合行业发展趋势。

图 13: 部分大输液企业毛利率对比



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

图 14: 部分大输液企业净利率对比



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

此外，公司还于近日公告，拟收购山东日照市大输液企业洁晶药业。洁晶药业现已可生产抗菌消炎类、心脑血管类、抗病毒类、消化系统类、肿瘤止吐类、止血类、营养类、造影剂、血容量扩充剂、麻醉剂等十大类 50 余个品种近 100 个规格的大输液，在山东省拥有一批山东省日照市人民医院和泰山医学院附属医院的优质客户。“洁晶”牌大输液产品是山东省名牌产品。此次若收购洁晶药业 70% 的股权，有助于迅速扩大公司产能，提高公司的市场份额，进一步丰富产品品种，优化产品结构，并协同发挥公司的供应链、生产、技术、管理及资本等优势。

**表 11: 公司及洁晶药业收入和净利润情况**

单位: 万元		2011	2012H1
华仁药业	收入	40,531	22,500-23,500
	净利润	8,756	4,370-4,500
洁晶药业	收入	17,604	9,423
	净利润	1,128	95
单位: 万元		2011-12-31	2012-6-30
洁晶药业	总资产	31,587	33,075
	所有者权益	14,282	11,718

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部



## 五、盈利预测与估值建议

我们认为,医保政策的倾斜将释放肾衰竭治疗的需求,公司与政府合作推广腹膜透析产品,将直接受益于市场扩容;公司普通输液定位高端,符合行业发展趋势,同时收购洁晶药业 70% 的股权,有助于迅速扩大公司产能,提高公司的市场份额。不考虑此次收购,预计 2012~2013 年 EPS 分别为 0.49 元、0.71 元,维持“谨慎推荐”评级。

表 12: 公司分产品收入预测

		2011A	2012E	2013E
普通大输液	收入(万元)	36,116	50,562	63,203
	增速	19.1%	40.0%	25.0%
	毛利率	57.5%	57.0%	57.0%
治疗性输液	收入	3,498	4,198	5,037
	增速	15.7%	20.0%	20.0%
腹膜透析液	销量(万袋)		200	600
	单价(元/袋)		23	23
	收入(万元)		4,600	13,800
	增速			200.0%
	毛利率		40.0%	55.0%
其他	收入(万元)	849	1,019	1,121
	增速	77.1%	20.0%	10.0%
收入合计	收入(万元)	40,531	60,379	83,161
	增速	19.8%	49.0%	37.7%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 六、风险因素

腹膜透析产品市场推广低于预期。

普通大输液招标价格继续下行的风险。

**附表 1: 华仁药业 (300110.SZ) 财务报表预测**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	471	306	341	331	456	营业收入	338	405	604	832	1061
应收票据	49	57	84	116	148	营业成本	147	177	273	365	443
应收账款	137	184	273	377	480	营业税金及附加	4	4	6	9	11
预付款项	18	43	66	89	108	销售费用	61	94	148	204	233
其他应收款	8	9	13	18	23	管理费用	31	37	54	75	96
存货	50	48	74	98	119	财务费用	10	(6)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	3	3	3	3
固定资产净额	363	350	510	469	478	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4	195	0	50	0	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	47	45	49	52	56	营业利润	84	95	120	178	277
递延所得税资产	1	2	2	2	2	营业外净收入	8	8	5	5	5
资产总计	1152	1247	1421	1610	1877	税前利润	92	104	125	183	282
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	16	16	19	28	43
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	76	88	106	155	238
应付账款	17	22	34	46	55	归属母公司净利润	76	88	106	155	238
预收款项	3	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.36	0.41	0.49	0.71	1.09
应交税费	13	12	12	12	12	摊薄每股收益	0.36	0.41	0.49	0.71	1.09
其他应付款	15	11	11	11	11						
一年内到期的非	0	0	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
长期应付款	0	0	0	0	0						
专项应付款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	10	40	74	108						
负债合计	48	56	97	143	187						
所有者权益合计	1104	1192	1323	1467	1690						
<b>现金流量表</b>						<b>财务指标</b>					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	76	88	106	155	238	<b>成长性</b>					
折旧与摊销	0	0	38	42	44	营业收入增长率	17%	20%	49%	38%	28%
经营活动现金流	76	88	14	54	144	EBIT 增长率	5%	-2%	32%	47%	55%
投资活动现金流	0	0	(5)	(55)	(5)	净利润增长率	26%	15%	21%	46%	54%
融资活动现金流	0	0	27	(9)	(14)	<b>盈利能力</b>					
净现金流	76	88	36	(10)	125	毛利率	57%	56%	55%	56%	58%
期初现金余额	28	471	306	341	331	净利率	23%	22%	18%	19%	22%
期末现金余额	104	559	341	331	456	EBITDA/营业收入	37%	31%	27%	27%	30%
						ROE	7%	7%	8%	11%	14%
						ROIC	7%	7%	8%	10%	14%
						<b>估值指标</b>					
						PE	41	36	29	20	13
						P/S	9	8	5	4	3
						P/B	3	3	2	2	2
						EV/EBITDA	20	22	18	13	9
						股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1: 公司持股结构.....	1
图 2: 公司 2011 年产品构成格局.....	2
图 3: 公司收入、净利润及增速.....	2
图 4: 普通大输液是公司目前主要收入和利润来源.....	2
图 5: 我国 ESRD 患病因素统计.....	3
图 6: 中国糖尿病发病率迅速攀升.....	3
图 7: 血液透析和腹膜透析示意图.....	7
图 8: 2011 年腹膜透析液市场竞争格局.....	10
图 9: 样本医院临床用腹膜透析液分季度销售情况.....	10
图 10: 不同包装输液产品历年销售数量 (单位: 亿瓶/袋).....	13
图 11: 公司非 PVC 软袋销量.....	14
图 12: 公司非 PVC 软袋收入.....	14
图 13: 部分大输液企业毛利率对比.....	14
图 14: 部分大输液企业净利率对比.....	14

## 表格目录

表 1: 公司股权激励计划股票解锁的业绩条件.....	1
表 2: 肾衰竭治疗手段及接受治疗人数.....	4
表 3: 未来医保政策将逐渐向大病保障倾斜.....	4
表 4: 部分已出台政策地区政策一览.....	5
表 5: 腹膜透析和血液透析临床比较.....	8
表 6: 我国腹膜透析比例较低.....	9
表 7: 腹膜透析医疗资源占用少.....	9
表 8: 公司腹膜透析液项目进程介绍.....	11
表 9: 华仁药业与广州百特腹膜透析液比较.....	11
表 10: 几种大输液产品比较.....	12
表 11: 公司及洁晶药业收入和净利润情况.....	15
表 12: 公司分产品收入预测.....	16
附表 1: 华仁药业 (300110.SZ) 财务报表预测.....	17

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**黄国珍，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn