

2012年9月26日

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：邓周宇 S0350112040029

联系人：万民远

0755-88607483 wanmy @ghzq.com.cn

老品种持续高增长，潜力品种有望发力

—丽珠集团深度报告

投资要点：

- **多元化经营与结构优化并举，深化营销改革有望提升公司盈利能力。**公司在坚持多元化经营理念的同时，积极调整优化产业结构，公司持续深化营销改革，扩大营销队伍，加强产品终端掌控力度，强化终端考核，加强独家及专利产品营销营销力度，随着部分产品结算方式改变后，公司销售费用率有望得到控制，盈利能力有望提升。
- **原料药业务结构面临调整。**头孢类为主营的丽珠合成厂继续亏损，今年合并丽达后有望减亏，福州福兴、新北江等特色原料药有望持续盈利。在成本上升、产能过剩以及“限抗”等不利因素背景下，原料药行业洗牌在即，公司积极调整原料药产业结构，投资5亿建设的宁夏原料药产业园将侧重苯丙氨酸等盈利能力较强的特色原料药及新品种，抗生素业务占比下降，原料药业务有望逐步好转。
- **生化制剂和中药制剂有望持续增长。**生化制剂和中药制剂是公司盈利的主要来源，有望持续增长。促性激素和丽珠得乐等系列产品上半年增长较快，全年有望维持高增长；参芪扶正注射液市场占有率高，有望成为过10亿大品种，且未来新适应症的获批将延长产品生命周期，有望保持20%以上增长；抗病毒颗粒一定程度上受益于限抗，血栓通是现代中药大品种的典范，未来均有望维持较高增长；潜力品种醋酸亮丙瑞林微球、艾普拉唑及鼠神经生长因子等有望成为公司过亿大品种。
- **诊断试剂及设备分享行业增长红利，单抗和疫苗研发意在长远。**公司是较早进入体外诊断试剂业务的企业，我国医疗费用中诊断服务占比较低，诊断试剂行业有望保持快速增长，公司将享受20%行业增长红利；公司单抗研发稳步推进，类风湿性关节炎、乳腺癌、淋巴瘤等单抗产品正加紧研发中，短期内虽无法贡献业绩，但体现了公司长期发展战略；乙脑疫苗已报生产，乙肝和狂犬病疫苗进入临床，引入竞争激烈的老品种意在长远，为后续引进新品种作铺垫。
- **盈利预测与投资评级。**公司积极调整业务结构，深化营销改革，重点产品有望持续高增长，醋酸亮丙瑞林及鼠神经生长因子等潜力品种有望持续发力，业绩有望持续增长。预计2012-2014年净利润分别为4.5亿、5.46亿、6.51亿，EPS分别为1.52元、1.85元、2.20元。对应9月26日股价动态市盈率分别为17倍、14倍、12倍。目前估值较低，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**公司产品降价幅度超预期；产品销售情况不达预期；产品研发进度低于预期；其他投资收益低于预期

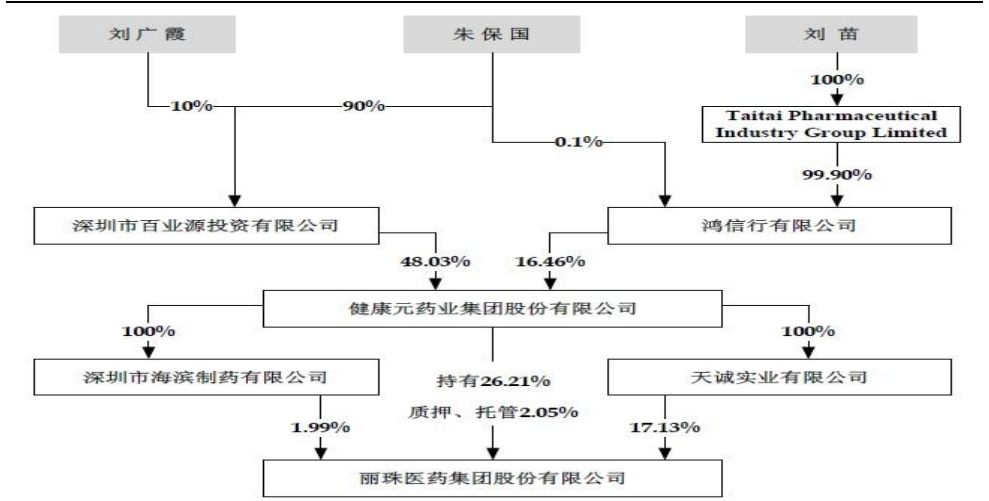
目 录

1、公司简介	3
2、多元化经营与结构优化并驾齐驱	4
3、产品分类分析	5
3.1、化学原料药业务结构调整，经营有望好转	5
3.2、生化制剂增长较快，市场份额有望继续扩大	6
3.2.1、生殖类药物有望持续快速增长	6
3.2.2、消化道类药物稳定增长，艾普拉唑市场有待拓展	7
3.3、中药制剂有望持续增长	8
3.3.1、行业标准提升，中药注射液发展长期看好	9
3.3.2、抗病毒颗粒受益限抗，业绩稳定增长	10
3.4、诊断试剂及设备分享行业增长红利	11
3.5、生物药意在长远	13
3.5.1、鼠神经生长因子等待招标，市场放量可期	13
3.5.2、进军单抗药物，行业前景诱人	14
3.5.3、老品种疫苗竞争激烈，意在伺机引入新品种	16
4、盈利预测	18
5、估值及投资评级	20
5.1、绝对估值	20
5.2、相对估值	21
5.3、投资评级	22
6、风险提示	22

1、公司简介

丽珠制药是集医药产品研发、生产和销售于一体的综合性高新技术型制药企业集团，创建于 1985 年，1993 年成为国内医药行业首家 A+B 股上市企业，健康元是公司最大股东，截止 2012 年 6 月 30 日，直接或间接持有公司股权 47.38%，公司实际控制人为朱保国。

图 1、公司与实际控制人之间的关系



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司通过设立或投资等方式控股 20 多家子公司，共有 53 条生产线通过 GMP 认证，多家控股子公司通过 GSP 认证。目前在产品种 400 余个，类别涉及化药、中药、生物药以及诊断试剂与设备等，参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、促性激素类及丽珠得乐系列等是公司的重点品种。公司产品以内销为主，已形成较为完善的营销网络和销售模式，产品覆盖 1 万家以上医院和 1.1 万家药店，与近千家经销商建立了长期稳定的合作关系。

表 1、公司主要控股子公司及产品

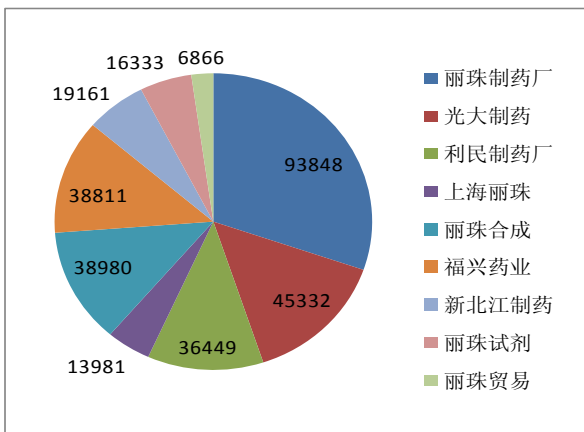
类别	控股公司	股权比例	主要产品
原料药	丽珠合成	100%	头孢类及枸橼酸铋钾等
	福兴药业	100%	硫酸年干菌素、苯丙氨酸等
	新北江	92.14%	普伐他汀、美伐他汀、盐霉素等
西药制剂	丽珠制药	100%	促性激素类、抗生素类、消化道及心脑血管相关制剂
	上海丽珠	100%	醋酸亮丙瑞林微球
中药制剂	利民制药	88.09%	参芪扶正注射液、血栓通等
	光大制药	100%	抗病毒颗粒等
生物药	丽珠单抗	51%	类风湿性关节炎、乳腺癌等单抗研发中
	丽珠疫苗	83.85%	乙脑、乙肝和狂犬病疫苗报生产或临床中
诊断类	丽珠试剂	51%	肝炎等免疫检测试剂、血液处理及药物浓度检测设备

资料来源：公司网站，国海证券研究所

2、多元化经营与结构优化并驾齐驱

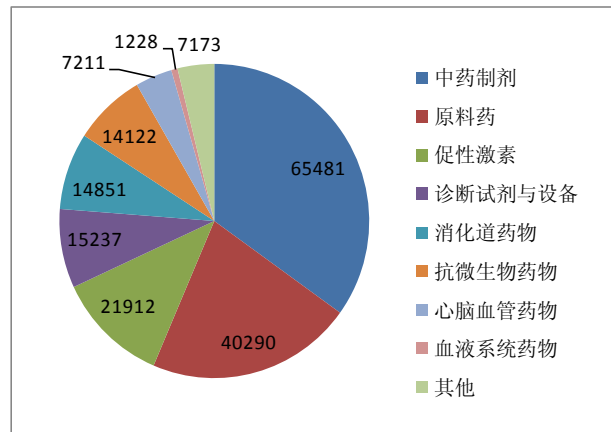
公司产业结构多元化，潜力品种多。集团旗下生产生化药物制剂的丽珠制药厂、生产中药制剂的利民制药厂和光大制药、生产特色原料药的新北江制药和福兴医药以及丽珠试剂等生产厂是公司盈利的主要来源，生产头孢类等抗生素原料药的丽珠合成厂持续亏损，今年合并丽达制药后有望减亏。从产品类别来看，制剂是公司盈利的核心，参芪扶正注射液和促性激素等老产品依然保持较好增长，潜力品种醋酸亮丙瑞林微球、艾普拉唑及鼠神经生长因子等都是市场大品种，随着营销渠道改革的推进，未来有望成为公司重磅品种。

图 2、2012 上半年主要子公司收入情况



资料来源：公司数据，国海证券研究所

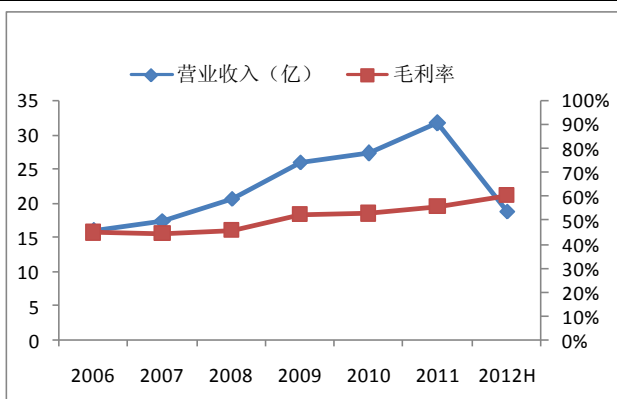
图 3、上半年公司产品收入情况



资料来源：公司数据，国海证券研究所

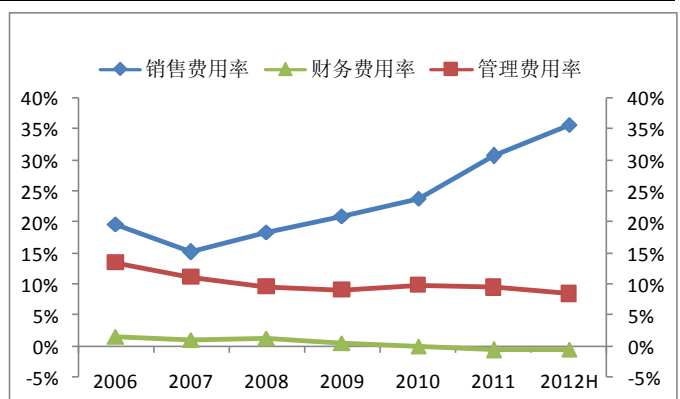
产品结构逐步调整，营销改革持续深化。近年来公司逐步调整产品结构，加大研发创新力度，产品毛利率稳中有升，近年公司营收和营业利润率稳健增长。08 年营销改革以来，营业收入增长明显，但对应销售费用率也持续走高，11 年开始部分代理转为自主销售，结算方式改变导致销售费用进一步攀升。公司营销改革初见成效，未来将继续深化营销改革并加强营销管理，细化产品管理，加大产品终端掌控力度，扩大营销队伍，强化终端考核，加强独家专利品种的营销力度，加强学术推广和市场，随着营销改革的落实，未来销售费率有望得到控制。

图 4、近年公司营收规模及毛利率



资料来源：公司数据，国海证券研究所

图 5、近年公司各项费用率



资料来源：公司数据，国海证券研究所

重视研发，新产品与现有品种的再开发并举。公司持续整合研发资源，加强了科研机构内部管理优化，在推进单抗疫苗等新产品研发的同时，重视现有产品的再开发。新产品研发方面，治疗风湿性关节炎单抗药物 AT132 的临床申报已获受理，乳腺癌、淋巴瘤等单抗产品也正加紧研发中；乙脑疫苗已报生产，乙肝和狂犬病疫苗进入临床；硫酸氢氯吡格雷和复方五指柑胶囊已报生产；现有品种再开发方面，拳头产品参芪扶正注射液新适应待批；与相关院校合作，对抗病毒颗粒深度开发；艾普拉唑和伏立康唑工艺改进进入或即将进入临床申报。同时公司注重知识产权保护，每年均有新申请或获批专利多项。

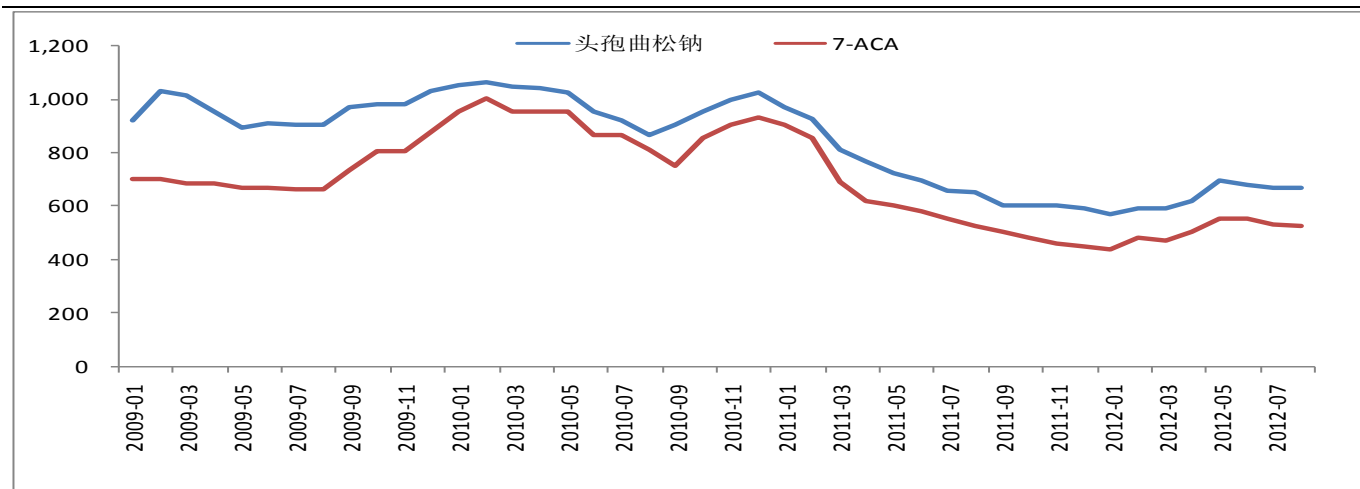
3、产品分类分析

3.1、化学原料药业务结构调整，经营有望好转

抗生素需求降低，公司化学原料药业务结构面临调整。尽管中国原料药在国际市场有比较明显的优势，但成本上升、产能过剩导致的价格下降以及“限抗令”导致的需求下降是抗生素企业面临的不利因素，化学原料药产业整体也面临产能过剩，针对其出口的监管力度却越来越大，行业洗牌在即，公司化学原料药生产设备和质量管理达国内中上水平，洛伐他汀和盐霉素通过美国 FDA 认证，普伐他汀、硫酸粘杆菌素通过欧盟 COS 认证，其他原料药出口认证工作正在进行。同时公司积极调整原料药产业结构，投资 5 亿建设的宁夏原料药产业园将侧重苯丙氨酸等盈利能力较强的特色原料药及新品种，公司抗生素业务占比将逐渐下降，原料药业务有望逐步好转。

头孢需求与价格不济，丽珠合成厂继续亏损。合成厂主要产品为年产 160 吨头孢曲松钠，30 吨头孢他啶及头孢呋辛钠，受限抗政策影响，2011 年下半年以来，头孢类原料药及主要中间体 7-ACA 价格和需求均大幅下跌，预计短期内仍将在低位徘徊，公司 12 年抗生素业务仍将亏损，亏损幅度预计 4000 万左右，今年合并了主营枸橼酸铋钾原料药的丽达制药，合并后有望减亏。福州福兴及新北江的其他原料药情况良好，有望实现小幅增长。

图 6、近期头孢曲松钠与主要中间体 7-ACA 价格走势



资料来源：Wind，国海证券研究所

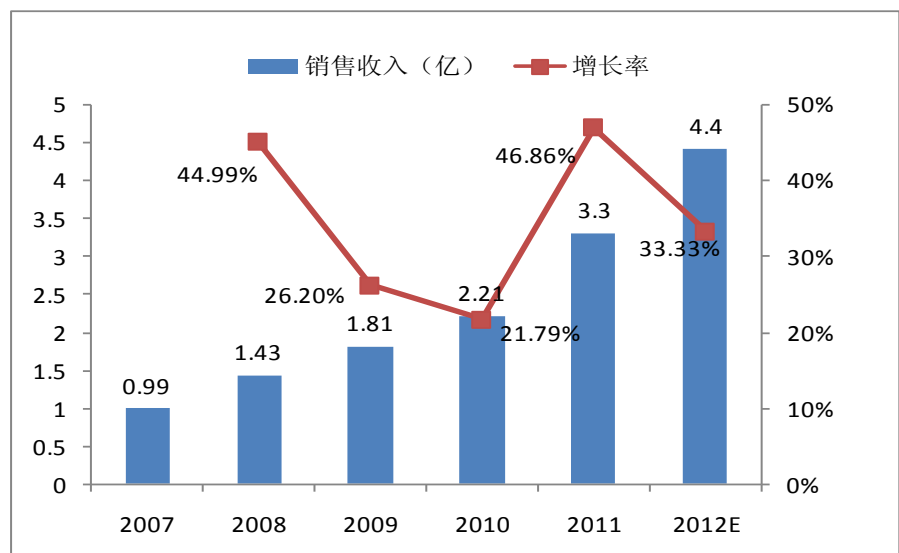
3.2、生化制剂增长较快，市场份额有望继续扩大

生化制剂产品线丰富，短期增长无忧。目前公司拥有抗生素、消化道、促性激素、心脑血管及神经系统等几大类化学制剂药物。其中生殖系统用药促性激素上半年增长较快，全年有望保持高增长；丽珠得乐系列等消化道产品受益毒胶囊事件预计仍有较大幅度增长，预计销售收入 3 亿，一类新药新型强效质子泵抑制剂“艾普拉唑”市场还有待拓展；抗生素类制剂预计今年略有下降，其重点产品伏立康唑在同类产品中有较好的竞争优势，市场空间有望提升；心脑血管药物及其他产品占比较小，对公司营收影响不大，预计基本不变或小幅增长。多个新品种或产品的再开发正在进行，未来产品线及适应症有望进一步扩大。

3.2.1、生殖类药物有望持续快速增长

国内市场领先优势明显，营收持续增长。目前，我国不孕不育症的发生率约占生育妇女的 10% 左右，无排卵是引起不孕症的常见原因，约占不孕症 40%，受晚婚晚育、生活压力及环境等因素影响，预计未来我国不孕率将继续上升。目前用于促排卵药物众多，主要包括克罗米芬、促性腺激素、促性激素释放激素及其类似物和中药配方等。国内生殖类药物研发相对落后，丽珠制药专注生殖系统药物研发数十年，目前已生产出尿促卵泡素、尿促性素、绒促性素和醋酸亮丙瑞林球一系列辅助生殖类产品，在国内市场占据领先地位，其他泌尿系统用药还有前列安栓和八正胶囊等。

图 7、近年公司促性激素类产品销售收入



资料来源：公司年报，国海证券研究所

表 2、常见辅助生殖类药物

类别	药物名称	药理	剂型	备注
非甾体激素	克罗米芬	与雌激素竞争受体，促进促性腺激素的分泌	片剂或胶囊	廉价，使用方便，首选药
促性腺激素	促卵泡激素 (FSH)	促进卵泡发育成熟作用，与黄体生成素一起促进雌激素分泌。	注射剂	适用下丘脑性闭经或克罗米芬无效的多囊卵巢综合征及其助孕
	促黄体素 (LH)	促使卵巢血流加速，促进雌激素生成	注射剂	与 FSH 共同作用引起卵泡排卵和促进黄体形成
	尿促性素	刺激卵泡发育和排卵、促进黄体形成及维持黄体功能。	注射剂	主要成分为 FSH 及 LH，可单独使用，也可与克罗米芬联用
	绒促性素	胎盘绒毛合成和分泌的激素，药理作用类似 LH	注射剂	使用时机主要参考卵泡数目及大小和外周血雌激素水平
促性激素释放激素及类似物	GnRH，亮丙瑞林等	促进垂体分泌 FSH、LH	注射剂	主要用于下丘脑性无排卵或闭经
中药复方	排卵汤等	补肾填精、活血化瘀、平衡阴阳及调和气血	丸剂，汤剂	副作用少，服用方便

资料来源：国海证券研究所

尿促卵泡素抗衡国际巨头，短期增长无忧。尿促卵泡素是公司辅助生殖类药物重点品种，由绝经妇女尿液中提取获得，与雪兰诺和欧加农的重组卵泡素相比具有明显的价格优势，形成了雪兰诺，丽珠制药和欧加农三足鼎立的市场格局。目前国内辅助生殖市场快速增长，而长春金赛等重组人卵泡素尚未获批，同时公司去年扩产投入，强化并提高了公司以助产促性激素为主的生产能力，上半年销售大幅上涨，公司尿促卵泡素市场份额有望进一步扩大，短期增长无忧。

表 3、尿促卵泡素主要产品及生产企业

产品	生产企业	价格	市场份额
注射用尿促卵泡素（丽申宝）	丽珠集团	157 元/75IU	25%
注射用重组人促卵泡激素（果纳芬）	雪兰诺	306 元/75IU	50%
重组促卵泡素 β（普利康）	欧加农	400 元/100IU	12%

资料来源：国海证券研究所

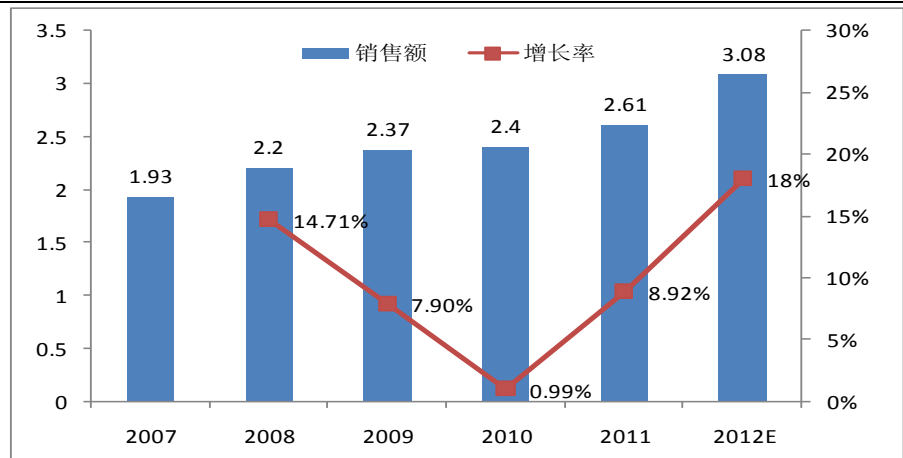
潜力品种醋酸亮丙瑞林微球国内首仿，未来有望成为过亿品种。目前全球共有 9 个微球制剂品种，国内销售的有醋酸亮丙瑞林、曲普瑞林、利培酮及醋酸奥曲肽微球 4 种，醋酸亮丙瑞林原研药由日本武田制药于 1995 年研发上市，作用同布舍瑞林，是一种促黄体生成释放激素（LHRH）类似物，LHRH 类似物是目前缓释微球研究最为成功的产品，已有多种 LHRH 类似物缓释微球上市。丽珠集团和北京博恩特制药获批的醋酸亮丙瑞林微球是我国仿制成功的第一个注射用缓释微球多肽类药物，临床主要用于子宫内膜异位及子宫肌瘤等，2010 年 3 月上市，乙类医保品种，2011 年销售额约 3000 万，原研药亮丙瑞林以及戈舍瑞林等缓释微球全球年销售额均为数十亿重磅品种，看好国内市场前景，未来有望部分替代进口份额成为公司过亿品种。

3.2.2、消化道类药物稳定增长，艾普拉唑市场有待拓展

丽珠得乐系列等消化道类药物销售稳定增长。受益于胃粘膜保护剂丽珠得乐系

列等 OTC 产品的稳定销售，公司消化道类药物近年来持续稳定增长，今年上半年受益于毒胶囊事件，消化道药物实现收入 1.5 亿，增长 21%，预计未来仍将持续稳定增长。

图 8、近年公司消化道类产品销售收入



资料来源：公司年报，国海证券研究所

看好质子泵抑制剂艾普拉唑，市场有待拓展。人正常胃酸分泌有助于消化，过量则易导致吞酸反胃等现象，进而引发胃溃疡等消化性溃疡。胃酸的形成由质子泵造成，质子泵抑制剂（PPIs）是临床应用广泛，疗效最好的消化性溃疡药物。目前全球共有 9 个 PPIs 产品，市场规模数百亿美元，公司正在力推的一类新药强效质子泵抑制剂“艾普拉唑”受让韩国一洋，是新一代 PPIs 产品，比奥美拉唑、兰索拉唑和泮托拉唑等第一代 PPIs 起效更快，抑酸效果更好。但定价高于同类产品，推广有一定难度，11 年收入约 1600 万，公司将其规划为消化系统尤其是溃疡治疗领域的“重磅产品”，看好其未来前景，但市场空间有待拓展。

表 4、国内常见的 PPIs 产品

通用名	商品名	开发企业	上市时间
奥美拉唑	洛塞克	瑞典 Astra Hassie	1988
兰索拉唑	达克普隆	日本 Takeda	1991
泮托拉唑	泰美尼克	德国 Byk Gulden	1994
雷贝拉唑	波利特	日本 Eisai	1997
埃索美拉唑	耐信	美国 Astra Zenca	2000
艾普拉唑	壹丽安	韩国 Il-Yong/丽珠集团	2008

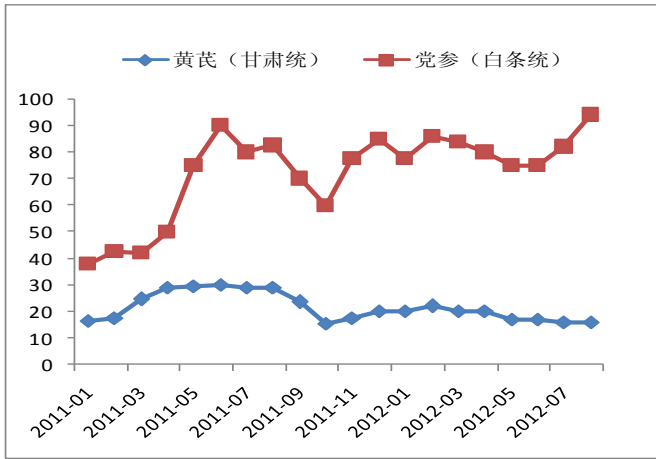
资料来源：维普期刊数据库，国海证券研究所

3.3、中药制剂有望持续增长

中药制剂是公司收入来源的重要部分，主要品种有参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、血栓通注射液及前列安栓等。公司在深化营销改革的同时，重视原材料的质量和成本，分别建立了黄芪、党参和三七 GAP 基地，保证了原材料的供应，提高了应对原材料价格波动的抗风险能力。另外，由于前期中药材价格暴涨刺激农户扩大种植面积，未来供求关系将发生改变，中药企业毛利率有望受益于中药价格的走低。用于辅助治疗肺癌、胃癌的参芪扶正注射液是公司盈利的拳头品种，在抗

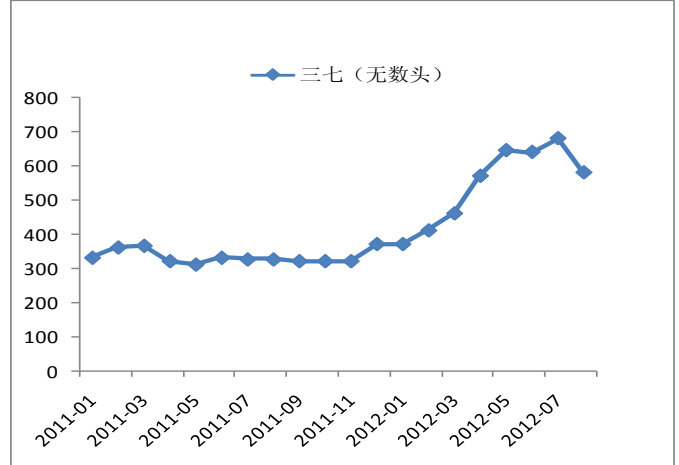
肿瘤中药注射液产品中市场占有率靠前,未来新适应症冠心病心绞痛的获批有望拓展产品的临床应用及延长产品生命周期;治疗病毒性感冒的抗病毒颗粒川方改国标方后成本降低,心脑血管用药血栓通注射液09年进入基本药物目录,但同类产品较多,竞争较为激烈,预计抗病毒颗粒与血栓通今年将有20%左右增长。

图 9、近 2 年黄芪与党参价格走势



资料来源: Wind, 中药材天地网, 国海证券研究所

图 10、近 2 年三七价格走势

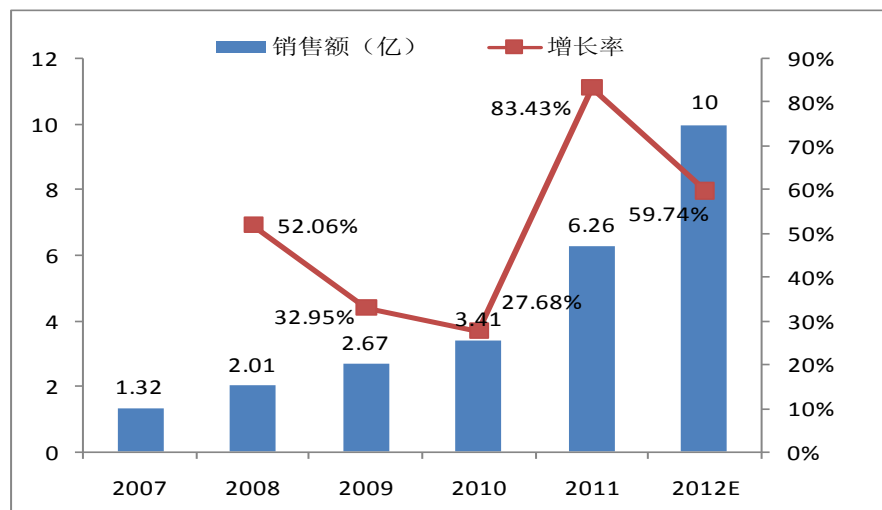


资料来源: Wind, 中药材天地网, 国海证券研究所

3.3.1、行业标准提升, 中药注射液发展长期看好

中药注射液安全问题引发行业质量标准与技术门槛持续提升, 利好行业发展。中药注射液在心脑血管、肿瘤等大病治疗领域优势尽显, 是国产重磅药物的摇篮。目前中药注射剂共有 140 多个品种, 生产企业 400 多家, 市场规模数百亿。自 06 年鱼腥草、08 年刺五加和 09 年双黄连注射液不良事件后, SFDA 今年 6 月又通报了喜炎平、脉络宁注射液不良反应事件。中成药不良反应主要来自中药注射液, 但从发生频率、危害程度及疗效来看, 中药注射液短期内无可替代, 这也导致行业监管日渐趋严, 集中度提升, 有利于龙头及行业的长期发展。

图 11、近年参芪扶正注射液销售收入



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

参芪扶正注射液市场占有率高，有望成为过 10 亿大品种。参芪扶正注射液为国内首创也是目前唯一纯中药澄明大输液，国家二类中药新药，99 年上市，乙类医保品种，适应症无限制，主要用于气虚证肺癌、胃癌的辅助治疗。根据南方所的数据统计，近年来我国抗肿瘤类中成药保持着 20%左右的平稳增长，其中注射液占据着绝大部分市场，公司参芪扶正市场占有率一直靠前，公司持续深化营销改革，重视终端，2011 年以来部分代理销售转为自营销售，导致营收大幅增加，预计 2012 年单个产品收入有望突破 10 亿，未来随着行业标准和集中度的提升以及新适应症的获批，公司有望保持 20%以上增长。

表 5、抗肿瘤类中药注射液主要竞争者及 2011 年销售情况

产品	生产企业	主要成分	功能主治	上市时间	2011 销售
康艾注射液	长白山制药	黄芪、人参、苦参素	益气扶正，增强免疫。用于慢性乙肝、原发性肝癌、肺癌、妇科肿瘤等治疗。	2002	约 11 亿
艾迪注射液	益佰制药	人参、黄芪、刺五加、斑蝥	清热解毒，消瘀散结。用于治疗原发性肝癌、肺癌等恶性淋巴瘤及妇科恶性肿瘤等。	1996	8.3 亿
参芪扶正注射液	丽珠集团	党参、黄芪	益气扶正，用于气虚证肺癌、胃癌的辅助治疗，提高气虚患者免疫功能及生存质量。	1999	6.26 亿
复方苦参注射液	振东制药	苦参、白土苓	清热利湿，凉血解毒，散结止痛，用于治疗肿瘤疼痛及出血。	1998	5.5 亿

资料来源：各公司年度报告，国海证券研究所

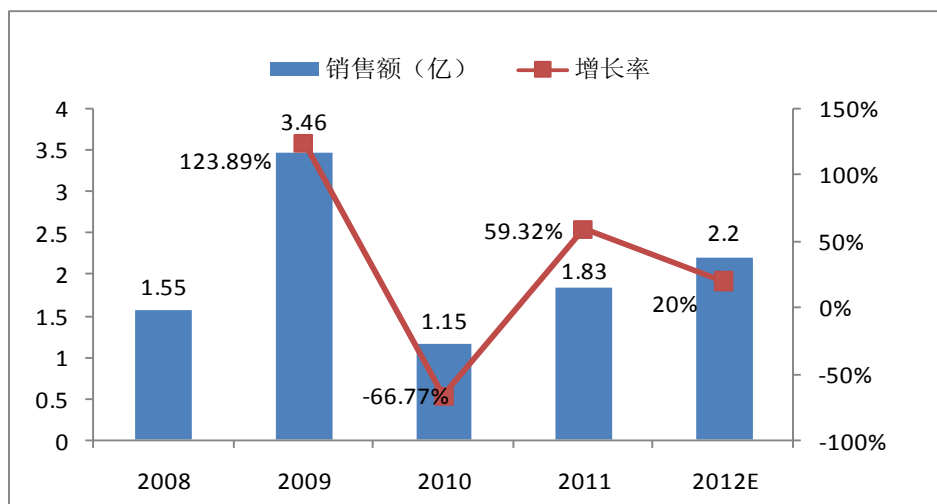
血栓通是现代中药大品种典范。血栓通注射液具有活血祛瘀，扩张血管，改善血液循环等功能，主要用于视网膜中央静脉阻塞，脑血管病后遗症，内眼病，眼前房出血等。进入 09 基本药物目录，随着老龄化、城镇化进程的加快，血栓通注射液作为现代中药大品种的典范，有望引领心脑血管类中成药继续快速增长。

目前拥有此类产品的企业较多，竞争较为激烈，中恒集团的血栓通和昆明制药及珍宝岛的血塞通占据了市场主要份额，公司血栓通注射液剂型上单一、不具竞争优势，但基数较低，2011 年销售额约 4000 万，预计将保持 20%左右的行业平均增速。

3.3.2、抗病毒颗粒受益限抗，业绩稳定增长

受益限抗，老牌抗病毒药物将稳定增长。抗病毒颗粒有清热解毒之功效，用于治疗病毒性感冒。限抗令的趋严对抗病毒颗粒等抗菌类中药来说则是利好，有望填补抗生素受限产生的空缺市场。公司的抗病毒颗粒 1985 年上市，历史悠久，是医保 OTC 产品，09 年因非典热销全国，已被患者广泛接受，成为居民，尤其是川渝、陕西新疆等地居民居家旅行常备药品之一。该产品销售受季节性和疫情影响较大，同时受鱼腥草事件等原因影响，部分地区川方已改为国标方，成本有所下降，产品毛利率将有所提高，同时公司对该产品的再度开发正在进行，2011 年销售额为 1.83 亿，预计未来将保持 20%左右的增长。

图 12、近年抗病毒颗粒销售收入

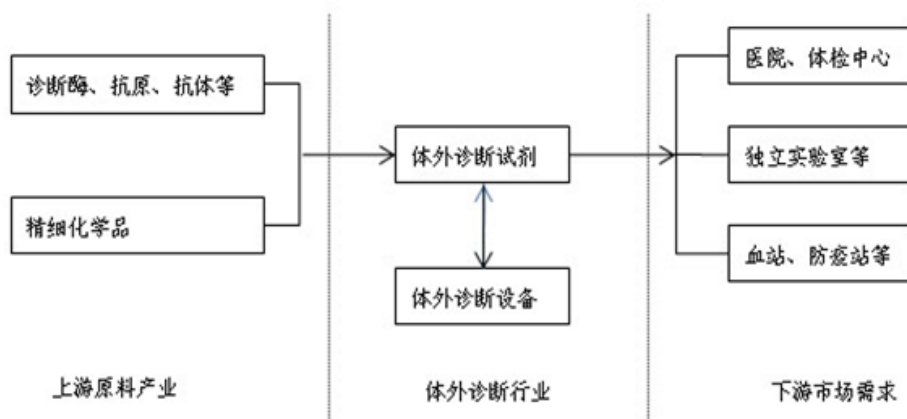


资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.4、诊断试剂及设备分享行业增长红利

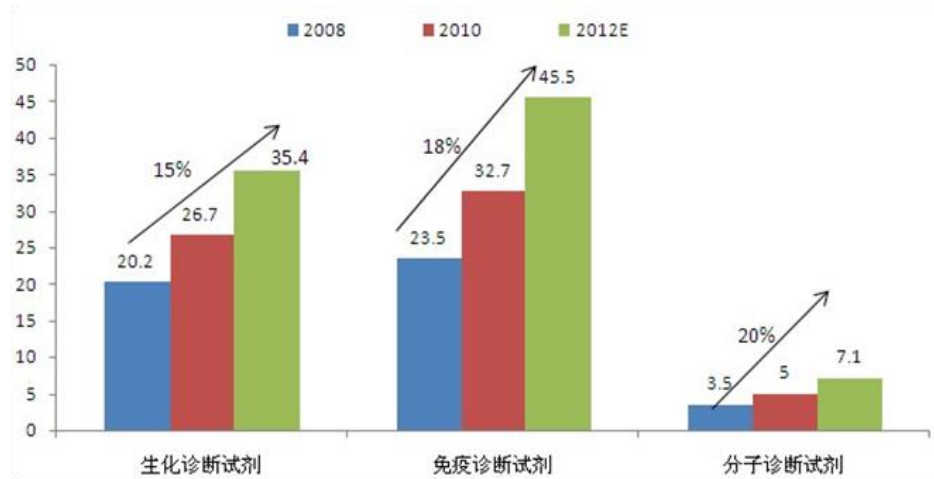
我国体外诊断行业处起步阶段，前景看好。体外诊断（IVD）试剂是指在疾病的预防诊断、治疗监测、预后观察、健康状态评价以及遗传性疾病的预测过程中，用于对人体样本进行体外检测的试剂，主要包括生化、免疫、分子诊断试剂等。体外诊断市场规模与我国人口基数、人均医疗支出、医疗服务及保障水平等因素有关。目前全球体外诊断已成为数百亿美元市场容量的朝阳产业，市场集中度较高，而我国医疗费用中诊断服务占比较低，且集中度较低，收入过亿的约 20 家。随着相关条件的改善和检验医学及分子生物学的快速发展，诊断试剂与设备行业有望保持行业增长速度，市场需求和增长空间巨大。

图 13、体外诊断行业及其上下游产业链示意图



资料来源：利德曼招股书，国海证券研究所

图 14、我国体外诊断试剂主要品种市场规模



资料来源：利德曼招股书，国海证券研究所

公司较早涉足体外诊断及设备，将享受行业增长红利。丽珠试剂成立于 1989 年，是较早进入体外诊断试剂业务的企业，上半年实现收入 1.53 亿，涉及肝炎、梅毒、HIV 等免疫检测盒、血液处理设备及药物浓度检测设备等几十种。随着国内领先企业技术研发实力的提升和经营规模的壮大，预计行业市场集中度将进一步提高，看好免疫诊断试剂行业发展，公司有望享受行业增长红利。

表 6、公司诊断试剂与设备类别及数量

产品类别	产品数量	主要品种
免疫检测试剂	21	肝炎、艾滋病、梅毒等抗体检测试剂盒及相关设备
生化检测试剂	3	ApoA1、APoB、PA
微生物检测试剂	11	泌尿生殖道支原体系列试剂盒, PH 检测试剂手套及专用加热器等
血液全套处理设备	7	采血仪、封口机及冷藏运输箱等
药物浓度检测系统	1	代理西门子 Syva 药物浓度分析仪

资料来源：公司网站，国海证券研究所

表 7、部分诊断试剂行业上市公司近年收入及市场份额

公司	2009		2010		2011		主要产品类别
	收入 (亿)	市场份额	收入 (亿)	市场份额	收入 (亿)	市场份额	
科华生物	3.44	4.36%	3.83	3.87%	4.34	3.78%	免疫、分子、生化诊断试剂
丽珠试剂	1.8	2.28%	2.23	2.26%	2.75	2.39%	免疫诊断试剂
达安基因	1.98	2.51%	2.2	2.23%	2.65	2.31%	分子诊断试剂
利德曼	1.39	1.76%	1.76	1.78%	2.21	1.93%	生化诊断试剂
中生北控	1.44	1.82%	1.68	1.70%	1.84	1.60%	生化诊断试剂

资料来源：各公司年报，利德曼招股书，国海证券研究所

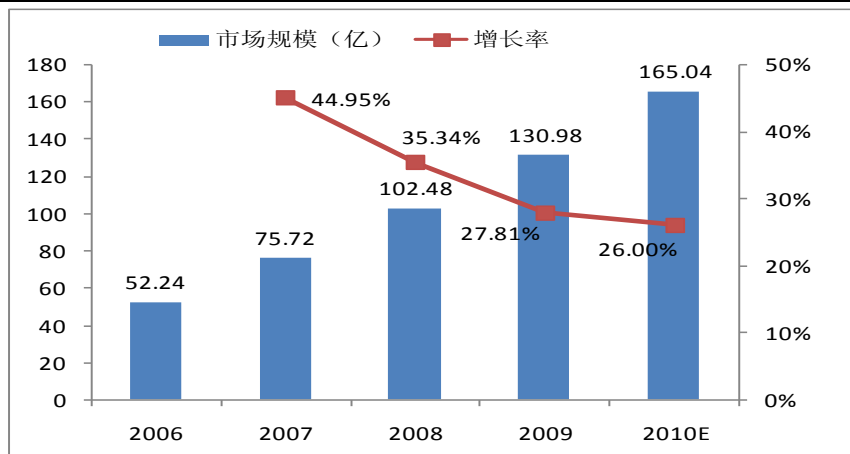
3.5、生物药意在长远

用于神经修复的鼠神经生长因子（mNGF）为乙类医保产品，去年上市，处于等待招标阶段，主要竞争对手为舒泰神，有望成为公司又一重磅品种；单抗研发稳步推进，类风湿性关节炎、乳腺癌、淋巴瘤等单抗产品正加紧研发中，短期内虽无法贡献业绩，但体现了公司长期的发展战略；同时公司通过技术转让与合作进入疫苗领域，乙脑疫苗已报生产，乙肝和狂犬病疫苗进入临床，公司引入竞争激烈的老品种意在长远，为后续引进新品种作铺垫。

3.5.1、鼠神经生长因子等待招标，市场放量可期

神经损伤修复类药物市场快速扩容。神经系统遭受物理、化学损害或先天性脑瘫、卒中及糖尿病等疾病均能引发不同程度的神经损伤，神经系统修复类药物的临床应用非常广泛，包括各种神经内科疾病、外科损伤、视神经等五官科及其他神经相关科室。近年来，神经损伤修复类药物快速增长，超越了医药行业增体增速。神经损伤修复相关的药物品种也繁多，主要包括依达拉奉、奥拉西坦等化学药和NGF、神经节苷脂及脑蛋白水解物等生物药，未来以鼠神经生长因子等为代表的生物药在神经修复类药物中的市场份额有望逐步提高。

图 15、近年国内神经损伤修复类药物市场规模



资料来源：舒泰神招股说明书，国海证券研究所

表 8、神经损伤修复类药物主要品种及 2010 年销售情况

类别	产品	作用机理	是否进入医保	销售金额	市场份额
化学药	依达拉奉	清除自由基，抑制脂质过氧化，从而抑制脑、血管内皮及神经细胞的氧化损伤。	乙类	17.76 亿	20.74%
	奥拉西坦	促进磷酸胆碱和磷酸乙醇胺合成，使大脑中蛋白质和核酸的合成增加，促进脑代谢。	否	15.53 亿	18.14%
生物药	神经节苷脂 GM1	减少谷氨酸释放，降低其神经毒性，抑制神经元凋亡。	否	24.1 亿	28.16%
	脑蛋白水解物	刺激神经元能量代谢，改善血液供应，调控神经发育。	否	7.83 亿	9.14%
	小牛血去蛋白	促进葡萄糖和氧摄取与利用，促进能量代谢与供血量。	乙类	15.71 亿	18.35%
	鼠神经生长因子	抑制兴奋性氨基酸毒性，防止自由基对神经细胞的损伤，增强内源性神经营养活性。	乙类	4.68 亿	5.74%

资料来源：舒泰神招股说明书，国海证券研究所

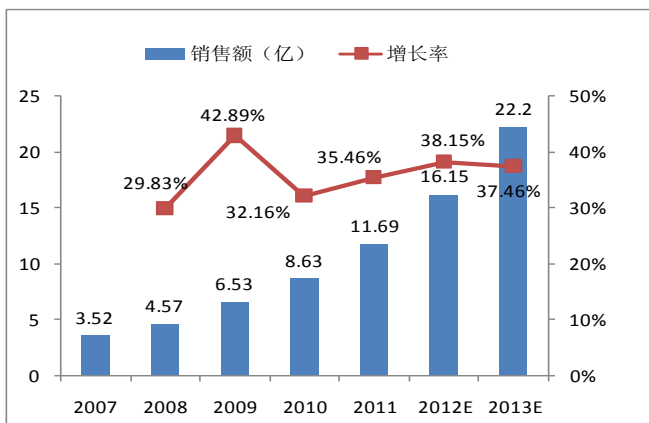
鼠神经生长因子临床接受度提升，短期内竞争格局较为缓和。神经生长因子（NGF）是神经细胞生长发育和维持生理功能必不可少的一种多肽类生物活性小分子，具有促进神经修复和加速神经再生作用，是一种良好的神经保护剂。目前NGF主要来自小鼠、蛇毒和人胎盘等动物提取，其中来自小鼠颌下腺的mNGF与人NGF具有高度同源性，是目前NGF领域应用最成熟的产品。我国是世界上第一个批准注射用鼠神经生长因子上市的国家，定位高端药品，进入医保后，其临床接受度有望逐步提高。目前生产mNGF的企业共有四家，另有3家处临床研究中，投产需要较长时间，贵州华翰生物从人胎盘提取的NGF由于来源有限且价格过高，因此短期内竞争格局较为缓和。

表 9、mNGF 生产企业及 2010 年销售额

商品名	生产厂家	获批时间	适应症	销售额
苏太生	舒泰神	2006	促进神经损伤恢复，治疗视神经损伤	10955 万
思经复	北大之路	2003	正己烷中毒性周围神经损伤	10600 万
金路捷	武汉海特	2003	正己烷中毒性周围神经损伤	5210 万
丽康乐	丽珠集团	2010	促进神经损伤恢复，治疗视神经损伤	20 万

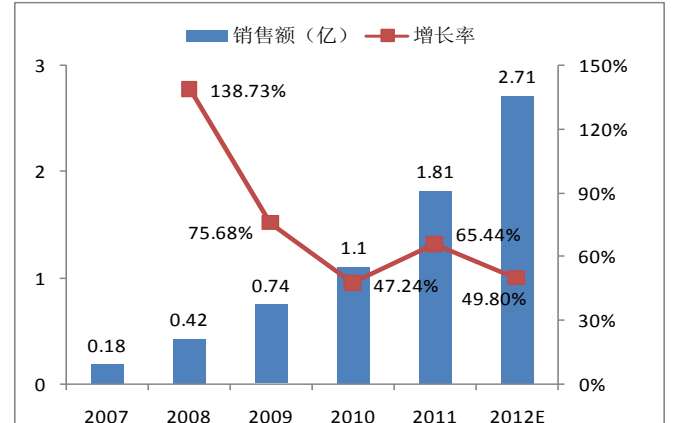
资料来源：舒泰神招股说明书，SFDA 南方所，国海证券研究所

图 16、近年国内 mNGF 市场（终端）销售收入



资料来源：舒泰神招股说明书，国海证券研究所

图 17、近年舒太生销售收入

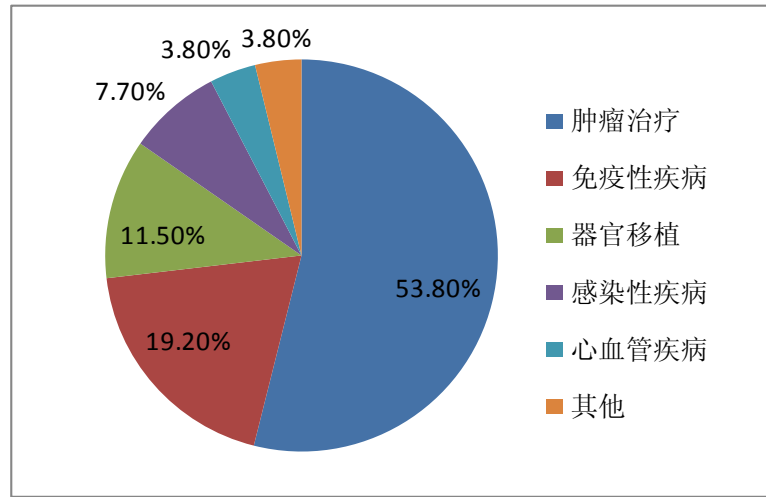


资料来源：舒泰神公司数据，国海证券研究所

3.5.2、进军单抗药物，行业前景诱人

国际市场单抗药物重磅品种频出。由能够分泌单一抗体的淋巴细胞与能够无限增殖的骨髓瘤细胞杂交形成的杂交瘤细胞产生的单一抗体即为单克隆抗体(单抗)。单抗以其靶向性强、特异性高、副反应小等优势成为生物制药领域发展最迅猛、种类最多、销售额最高的一类品种。目前全球单抗药物市场规模已超 500 亿美元，在生物制药领域的占比超过 30%。单抗药物临床主要应用于乳腺癌、卵巢癌及肝癌等肿瘤治疗、风湿性关节炎等免疫性疾病治疗及肾等器官移植。其中，专注于肿瘤药物的基因泰克（罗氏）是单抗药物的领军企业，拥有 7 个单抗药物产品，其中阿瓦斯汀，美罗华，赫塞汀已成为年销售额超过 50 亿美元的重磅产品。

图 18、单抗药物临床应用的主要领域



资料来源：IMS，国海证券研究所

表 10、单抗药物的类别及特征

类型	组分来源	人源比例	通用名后缀	特征	代表品种及适应症
鼠源化单抗	完全分泌自小鼠细胞	0%	-莫单抗	但与人体兼容性差，副作用大，易引起免疫反应，已较少使用	爱欧山：器官移植排斥
嵌合型单抗	鼠源的活性区域嵌合到人源稳定区域	70%左右	-昔单抗	可引起不同程度的免疫反应，保留了与抗体结合的特异性	美罗华：非霍奇金淋巴瘤
人源化单抗	鼠源活性片段基因转接到人源抗体基因	90%以上	-(组/珠)单抗	副作用小，但通常与抗原结合能力下降	赫赛汀：乳腺癌
完全人源化单抗	抗体基因完全来源于人	100%	-(木/人)单抗	效价好，基本无副作用，是未来单抗研发的主要趋势	恩利：慢性类风湿性关节炎、银屑病等

资料来源：国海证券研究所

多个重磅药物专利将过期，国内企业迎来仿制良机。开发新的单抗药物投入大、难度大且周期长，短期内对国内并不现实，仿制可以大幅减少研发费用并加快企业进入单抗领域的步伐。加之国际上多个重磅单抗药物专利即将过期，国内企业迎来仿制单抗药物的良好机遇。目前国内单抗药物市场以进口为主，国内拥有单抗产品的企业有兰生国健、百泰生物及华神集团等数家，行业整体尚处起步阶段，市场前景诱人。

表 11、部分专利即将到期的单抗药物

商品名	通用名	生产厂家	专利期	适应症
Enbrel (恩利)	依那西普	安进	2012	类风湿性关节炎、银屑病
Rituxan (美罗华)	利妥昔单抗	罗氏	2014	非霍奇金淋巴瘤
Remicade (类克)	英夫利西单抗	默克/强生	2014	克罗恩病，类风湿关节炎
Herceptin (赫赛汀)	曲妥珠单抗	罗氏	2015	乳腺癌
Humira (修美乐)	阿达木单抗	雅培	2016	类风湿性关节炎

资料来源：国海证券研究所

表 12、部分国内已获批生产的单抗药物

商品名	生产企业	获批时间	适应症
恩博克	大连亚维药业	2003	银屑病
益赛普	中信国健	2005	类风湿关节炎
唯美生	上海美恩生物	2006	肝癌
利卡汀	华神集团	2006	肝癌
泰欣生	百泰生物	2008	结直肠癌
健尼哌	中信国健	2011	器官移植排斥
强克	上海赛金生物	2011	强直性脊柱炎

资料来源：国海证券研究所

公司以成熟品种为突破口进入单抗研发领域。目前免疫性疾病是单抗药物临床应用仅次于肿瘤的第二大领域，其中风湿类疾病最为常见，也是我国高发慢性病之一。国内市场类风湿类药物仍旧以化学药物为主，随着益赛普等相关单抗药物进入医保，我国风湿类单抗药物有望快速增长。公司以治疗类风湿性关节炎这一市场成熟品种为突破口快速切入单抗领域，该药物是依那西普的仿制药，2010年全球销量额为 84 亿美元，国内中信国健、上海赛金和海正药业已有产品上市或已申报生产，公司该产品尚处于临床阶段。同时公司的乳腺癌和淋巴瘤单抗品种处临床前研究阶段，公司单抗研发核心人物来自海外一流公司，且进军单抗决心很强，计划 10 年投入 15 亿，长期发展值得期待。

3.5.3、老品种疫苗竞争激烈，意在伺机引入新品种

国际市场巨头垄断，国内老品种同质竞争激烈。据统计 2012 年，全球疫苗市场有望达到 250 亿美元，未来将有望保持 10% 左右的速度增长，其中，GSK、Merck、Pfizer (Wyeth)、Novartis 和 Sanofi-Aventis 五大疫苗生产商占据了全球 80% 以上市场份额，国内中生集团占据着行业主导地位，占据一类疫苗约 80%、二类疫苗 30% 市场份额。我国是全球最大的疫苗生产国和需求国，年产疫苗 10 亿份，其中，一类疫苗占近 80%，我国疫苗行业在医药市场领域的份额占比较全球相比依旧偏低，尤其是二类疫苗，未来有较大的发展空间，预计国内疫苗市场整体将有 20% 左右的增长。但随着欧美疫苗巨头通过并购或合作布局中国市场，国内疫苗市场供应竞争加剧，国内企业疫苗产量和质量均有待提高。

表 13、公司待批或在研疫苗产品市场格局

疫苗品种	类别	生产企业	待批或在研企业
乙脑疫苗	一类疫苗	浙江天元、辽宁成大、辽宁依生、兰州所、成都所、武汉所等	双鹭药业和丽珠集团等
乙肝疫苗	一类疫苗	GSK、深圳康泰、华兰生物、天坛生物、兰州所、长春所等	北京所、成都所及丽珠集团等
人用狂犬病疫苗	二类疫苗	辽宁成大、辽宁依生、大连汉信、长春长生、兰州所等	华兰生物、长春所、成都所、星湖科技及丽珠集团等

资料来源：中检所、药监局网站，国海证券研究所

涉足老品种疫苗，意在伺机引入新品种。公司 2010 年通过技术转让和合作受让

乙脑疫苗，目前正等待生产批件，同时公司的乙肝疫苗和狂犬病疫苗已获得临床批件，其中乙脑和乙肝疫苗均属于国家免疫规划中的一类疫苗，狂犬病疫苗虽是二类疫苗，但目前生产企业较多，已达产能过剩状况，公司引入竞争激烈的老品种意在构建疫苗研发和生产平台，为后续引进新品种作铺垫。

表 14、疫苗的分类

分类标准	类别	代表疫苗品种
生物材料	细菌性疫苗	流脑疫苗、Hib 疫苗、卡介苗和百白破疫苗等
	病毒性疫苗	流感疫苗、HPV、乙肝、麻疹和狂犬病疫苗等
	类毒素疫苗	破伤风疫苗和白喉疫苗等
研制技术	减毒活疫苗	甲肝、脊灰减毒活疫苗、麻疹疫苗及卡介苗等
	灭活疫苗	伤寒、霍乱、百日咳及乙脑疫苗等
	亚单位疫苗	白喉、A 群脑膜炎球菌多糖疫苗及亚单位流感疫苗等
	结合疫苗	肺炎球菌、流脑结合疫苗等
预防种类	基因工程疫苗	核酸疫苗和基因工程载体疫苗等
	单价疫苗	Hib 疫苗、甲肝、乙肝及麻疹疫苗等
	多价疫苗	AC 群、ACYW135 脑膜炎球菌多糖疫苗和肺炎疫苗等
是否纳入国家免疫规划	联合疫苗	AC 群脑膜炎球菌-Hib 疫苗、麻风二联和百白破疫苗等
	一类疫苗（14 苗 15 病）	乙脑、甲肝、脊髓灰质炎、炭疽减毒活疫苗、白破、百白破、麻疹、麻腮风、乙肝疫苗、卡介苗、A 群、AC 群脑膜炎球菌多糖疫苗、钩体灭活疫苗、出血热双价纯化疫苗
	二类疫苗	Hib 疫苗、甲肝减毒活疫苗、狂犬及水痘疫苗等

资料来源：智飞生物招股说明书，国海证券研究所

4、盈利预测

关键假设:

1. 中药制剂和性激素类产品持续稳定增长。预计中药制剂 12 年因高开票收入增长 47%，13，14 因素分别增长 25%，23%；性激素类产品随着亮丙瑞林微球的发力继续保持高速增长。
2. 原料药价格保持相对稳定。
3. 各产品毛利率基本维持稳定。

盈利预测

预计 2012-2014 年净利润分别为 4.5 亿、5.46 亿、6.51 亿，EPS 分别为 1.52 元、1.85 元、2.20 元。对应动态 PE 分别为 17 倍、14 倍、12 倍。

表 15、公司营业收入预测

产品收入预测	2011	2012E	2013E	2014E
中药制剂	932	1370	1712	2106
收入同比	67.8%	47.0%	25.0%	23.0%
毛利率	73.6%	78.0%	77.0%	76.0%
原料药	777	816	881	970
收入同比	-15.2%	5.0%	8.0%	10.0%
毛利率	14.8%	15.0%	18.0%	18.0%
促性激素类	330	440	572	743
收入同比	49.7%	33.3%	30.0%	30.0%
毛利率	68.9%	68.0%	67.0%	66.0%
消化道类	261	308	339	366
收入同比	8.9%	18.0%	10.0%	8.0%
毛利率	85.5%	86.0%	85.5%	85.5%
抗微生物类	300	255	263	271
收入同比	-6.3%	-15.0%	3.0%	3.0%
毛利率	64.0%	67.0%	65.0%	65.0%
心脑血管类	119	125	138	151
收入同比	22.1%	5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	73.5%	75.0%	75.0%	75.0%
血液造血系统	27	25	28	31
收入同比	23.9%	-5.0%	10.0%	10.0%
毛利率	21.7%	5.0%	20.0%	20.0%
诊断试剂与设备	275	338	412	499
收入同比	23.0%	23.0%	22.0%	21.0%
毛利率	52.9%	53.0%	52.0%	50.0%
代理进口品种	7	6	7	8
收入同比	19.5%	-10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	80.6%	82.0%	81.0%	80.0%
其他	108	141	169	203
收入同比	21.7%	30.0%	20.0%	20.0%
毛利率	75.4%	70.0%	70.0%	70.0%
营业收入合计	3163	3825	4521	5347
收入合计同比	16.0%	20.9%	18.2%	18.3%
毛利率	55.8%	60.2%	61.2%	61.2%

表 16、丽珠集团盈利预测

证券代码:	000513.sz				股票价格:	26.02			投资评级:	增持			日期:	20		
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E								
盈利能力					每股指标											
ROE	12%	13%	14%	14%	EPS	1.22	1.52	1.85								
毛利率	56%	60%	61%	61%	BVPS	9.61	10.89	12.43								
期间费率	41%	46%	46%	46%	估值											
销售净利率	11%	12%	12%	12%	P/E	21.41	17.07	14.05								
成长能力					P/B	2.71	2.39	2.09								
收入增长率	16%	21%	18%	18%	P/S	2.43	2.01	1.70								
利润增长率	-14%	25%	21%	19%												
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E								
总资产周转率	0.69	0.75	0.79	0.82	营业收入	3163	3825	4521								
应收账款周转率	4.07	6.11	6.11	6.11	营业成本	1398	1521	1753								
存货周转率	3.29	3.29	3.29	3.29	营业税金及附加	41	50	59								
偿债能力					销售费用	971	1377	1628								
资产负债率	35%	33%	32%	30%	管理费用	298	363	430								
流动比	1.91	2.24	2.64	3.06	财务费用	(21)	(36)	(18)								
速动比	1.63	1.94	2.29	2.66	其他费用/(-收入)	(47)	0	(1)								
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	430	550	669								
现金及现金等价物	1448	2127	2624	3181	营业外净收支	33	28	33								
应收款项	778	626	740	875	利润总额	463	578	702								
存货净额	424	477	550	651	所得税费用	75	92	112								
其他流动资产	258	303	350	406	净利润	388	485	589								
流动资产合计	2908	3488	4220	5069	少数股东损益	28	34	42								
固定资产	1091	964	884	803	归属于母公司净利润	359	451	548								
在建工程	149	189	199	199	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E								
无形资产及其他	170	170	153	136	经营活动现金流	708	696	490								
长期股权投资	119	119	119	119	净利润	388	485	589								
资产总计	4603	5097	5741	6493	少数股东权益	28	34	42								
短期借款	251	251	251	251	折旧摊销	141	153	138								
应付款项	208	234	270	319	公允价值变动	(11)	2	0								
预收帐款	39	47	56	66	营运资金变动	162	21	(279)								
其他流动负债	1023	1023	1023	1023	投资活动现金流	(422)	86	71								
流动负债合计	1521	1555	1599	1659	资本支出	(118)	86	71								
长期借款及应付债券	1	51	151	251	长期投资	(73)	0	0								
其他长期负债	69	69	69	69	其他	(232)	0	0								
长期负债合计	70	120	220	320	筹资活动现金流	393	(25)	9								
负债合计	1591	1675	1820	1979	债务融资	(22)	50	100								
股本	296	296	296	296	权益融资	41	0	0								
股东权益	3012	3422	3921	4513	其它	374	(75)	(91)								
负债和股东权益总计	4603	5097	5741	6493	现金净增加额	679	757	570								

资料来源: 国海证券研究所

5、估值及投资评级

5.1、绝对估值

根据我们的 DDM 估值模型，给予丽珠集团贝塔值为 1，风险溢价 8.0%，计算出丽珠集团的合理估值为 30.34 元；根据 FCFE 估值模型，计算出的每股价值为 30.06 元，公司目前股价为 26.02 元，比较两种估值方法，公司均具备较好的投资价值。

表 17、丽珠集团 DDM 估值模型

DDM估值模型							
测算年度	2012	人民币百万元					
	年数	利润增长	股息率	备注			
第一阶段	3		17%	净利润增长采用盈利预测结果			
第二阶段	7	10%	50%				
永续阶段		6%	70%				
无风险收益率	3.0%	1年期定存税收收益					
风险溢价	8.0%	风险溢价率一般在7-10%之间					
β系数	1.00	根据历史数据计算得到					
风险折现率	11.00%						
第一阶段	2012	2013	2014				
净利润	450.83	547.60	649.81				
股息	74.58	90.59	107.50				
折现值	74.58	81.61	87.25				
小计	243.43						
第二阶段	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净利润	714.80	786.28	864.90	951.39	1046.53	1151.19	1266.30
股息	357.40	393.14	432.45	475.70	523.27	575.59	633.15
折现值	261.33	258.97	256.64	254.33	252.04	249.76	247.51
小计	1780.58						
永续阶段	2022	2023...					
净利润	1342.28						
股息	939.60						
折现值	330.91	6618.23					
小计	6949.14						
总价值	8973.16	备注					
发行在外股份数	295.72	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值					
每股价值(元)	30.34	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股					

资料来源：国海证券研究所

表 18、丽珠集团 FCFF 估值模型

FCFF 估值模型					
测算年度	2012				
Assum					
贝塔β	1.00	股权资本成本Ke	10.0%	适用税率	25.0%
无风险利率	3%	债务成本Kd	3.8%		
市场预期收益率	10.00%	债务比率D/(D+E)	3%	WACC值	9.8%
第一阶段					
	2012E	2013E	2014E	SubTotal PV	1047.30
EBIT	513.90	652.08	769.38		
息税后利润NOPLAT	385.42	489.06	577.04		
折旧与摊销	153.36	137.57	125.80		
营业现金毛流量	538.78	626.63	702.84		
追加营运资本	358.90	18.80	7.77		
资本支出	126.32	80.53	80.46		
减值准备	2.00	1.00	1.00		
FCF	55.56	528.29	615.60		
APV	55.56	481.14	510.60		
第二阶段					
期初FCF	615.60	中期年限	7	SubTotal PV	3138.06
FCF增长率	5.00%	实际增长率	-4.37%		
永续阶段					
期初FCF	866.21			SubTotal PV	4704.69
FCF增长率	1%	实际增长率	-8.02%		
Total PV	8890.05	备注			
发行在外股份数	295.72	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值			
每股价值	30.06	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股			

资料来源：国海证券研究所

5.2、相对估值

根据我们预测，公司 12-14 年 EPS 分别为 1.52 元、1.85 元、2.20 元，对应 9 月 26 日股价动态 PE 分别为 17 倍、14 倍、12 倍。我们选取另外 5 家可比企业为参照，公司 2012 年对应的 PEG 为 0.78，低于可比公司平均值。同时可比企业中公司市值最小，可享受一定溢价，目前公司估值较低，具备较好的投资价值。

表 19、A 股市场可比企业估值情况

股票名称	总市值 (亿元)	每股收益				市盈率				PEG 2011-2014
		2,011	2012E	2013E	2014E	2,011	2012E	2013E	2014E	
华润三九	218.59	0.78	1.04	1.28	1.45	29	21	17	15	0.91
哈药股份	105.27	0.36	0.35	0.5	0.55	15	16	11	10	1.05
双鹭药业	129.55	1.38	1.25	1.62	2.11	25	27	21	16	1.77
天士力	259.76	1.18	1.42	1.85	2.34	43	35	27	21	1.36
信立泰	111.27	1.12	1.21	1.56	1.96	23	21	16	13	1.02
丽珠集团	76.95	1.22	1.52	1.85	2.2	21	17	14	12	0.78
平均值	115.41	1.01	1.13	1.44	1.77	26	23	18	15	1.15

资料来源：公司数据，国海证券研究所

5.3、投资评级

根据我们的预测，公司 2012-2014 年净利润分别为 4.5 亿、5.46 亿、6.51 亿，EPS 分别为 1.52 元、1.85 元、2.20 元。对应 9 月 26 日股价动态市盈率分别为 17 倍、14 倍、12 倍。目前估值较低，首次给予“增持”评级。

6、风险提示

1. 公司产品降价幅度超预期
2. 公司新产品研发或老产品深度开发低于预期
3. 其他投资收益低于预期

【分析师承诺】

马金良，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn