



# 血塞通粉针长期增长趋势不变

买入 维持

## 投资要点:

- 血塞通产品 60%采取高开, 销量增长稳定, 预计明年三七价格下行。
- 天麻类产品在镇静催眠药物的份额逐年上升, 今年增速保持 40%。
- 维持买入评级。

## 报告摘要:

- 血塞通产品 60%采取高开, 销量增长稳定, 预计明年三七价格下行。**前三季度血塞通产品销量增长 50%-60%, 天麻素增长 40%。公司认为云南地区三七种植面积扩种过快, 明年价格有望大幅回落。今年血塞通产品高开的比例为 60%, 不排除明年全部转成高开的可能, 高开之后由于税费的增加, 成本会增加 3%-5%。目前公司工作重点是覆盖没有中标的地区并进一步向基层医院推广。从市场竞争格局和潜在需求空间来看, 我们估计明年血塞通粉针的增速仍有望达到 50%以上。
- 天麻类产品在镇静催眠药物的市场份额逐年上升, 今年全年增速保持 40%。**08 年-11 年天麻类市场份额分别为 4.51%、4.59%、4.84%、4.87%, 今年营收为 1.7 亿, 在镇静催眠市场的近百亿市场中份额还较小, 未来有很大的发展潜力。公司产品优质优价, 近期的各地中标价格没有发生太大变化, 价格体系得到了较好的维护。另外国家卫生部将全面推开重性精神病等重大疾病纳入大病医保, 部分城市将开展免费治疗, 未来市场更加可期。
- 化药增长稳定, 商业增速较快。**预计化药的营业收入和净利润增长都在 15%-20%左右。化学药和中药厂业务增长比较稳定, 分别在品种资源、营销实力方面需要继续改善。商业增速较快的原因是增加了一些经营范围, 例如中药材经营等。
- 维持买入评级。**预计 2012 年至 2014 年每股收益分别为 0.56、0.75 和 0.95 元, 同比分别增长 34.63%、34.44%和 27.23%。对应 PE 分别为 32、24 和 19 倍。公司产品线市场空间大, 股权激励更是增强了业绩的快速确定的确定性, 推动公司进入良性发展通道。

单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1817.24	2434.01	3147.14	3933.90	4869.60
增长率(%)	26.64%	33.94%	29.30%	25.00%	23.79%
归属母公司股	85.58	130.12	175.19	235.53	299.66
增长率(%)	46.73%	52.05%	34.63%	34.44%	27.23%
每股收益(EPS)	0.272	0.414	0.558	0.750	0.954

## 医药研究组

### 分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

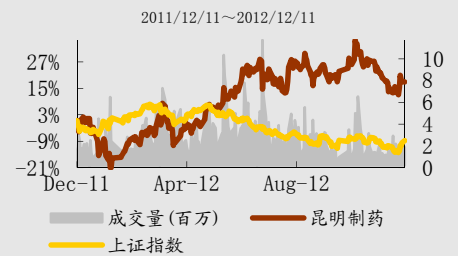
### 研究助理:

王晓锋

电话: 010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

- 《医药行业周报 121203》 2012/12/3
- 《关注医改, 关注大品种用药》 2012/11/29
- 《医药行业周报 121123》 2012/11/26
- 《医药行业周报 121116》 2012/11/19
- 《康缘药业: 有望成为未来大品种用药的翘楚》 2012/11/18
- 《红日药业: 两大高增长产品带动公司持续增长》 2012/11/14

## 投资逻辑

昆明制药主营业务分为化学合成药、天然植物药和商业三个部分，其中天然植物药的收入和净利润在公司内部的营收占比逐年提高，今年收入占到总体收入的近一半左右，而血塞通系列产品占到植物药收入的 60%。

主要产品血塞通系列在未来几年仍然能够保持高速增长，血塞通粉针今年增长预计达到 50%，一方面受益于心脑血管中成药大市场的快速增长；另一方面受益于基本药物目录带来的市场扩容，公司未来将进一步向基层医院拓展这个品种，从市场竞争格局和潜在需求空间来看，计明年血塞通粉针的增速仍有望达到 50% 以上。

我们看到公司血塞通冻干制剂的优势：1、相比水针注射液具有更好的稳定性和更长的有效期（一般可到 4 年），最大限度的保持了有效成分的生物活性，对水针产品有替代需求。2、血塞通提取部位是三七的剪口部位，剪口皂苷含量高于主根。3、产能无压力：血塞通新产能明年进行 GMP 认证，明年底有望释放新产能。对应产能明年 5500 万支，后年 11000 万支，明后年的产能都不成问题。

三七价格明年下行的预期非常强烈，随着三七价格的一路飙涨，这几年云南省三七种植面积大大增加，三七价格已经开始出现回调，明年产新期之后价格会进一步下降。

昆药的植物药中另一个主要品种天麻类产品在镇静催眠药物的市场份额 08-11 年也是稳定上升，份额分别为 4.51%、4.59%、4.84%、4.87%，今年全年增速保持 40%，依旧保持快速稳定增长。天麻类的药品 2012 年营收预计为 1.7 亿，在镇静催眠市场的近百亿市场中份额还较小，未来有很大的发展潜力。公司产品优质优价，我们比较了近期的各地中标价格，没有发生太大变化，可见公司产品价格体系得到了较好的维护。另外国家卫生部将全面推开重症精神病等重大疾病纳入大病医保，部分城市将开展免费治疗，未来市场更加可期。

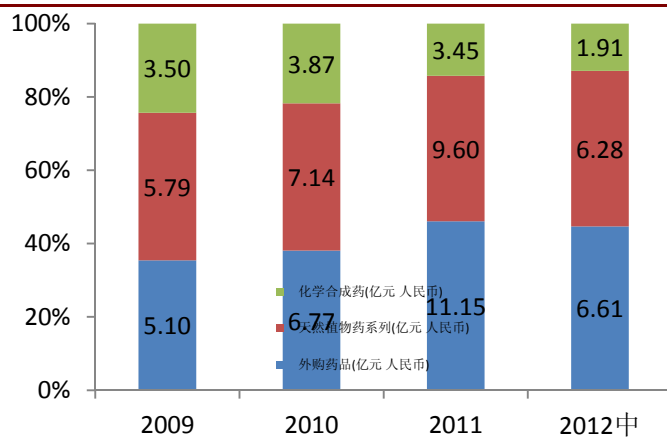
化药增长稳定，商业增速较快。预计化药的营业收入和净利润增长都在 15%-20% 左右。化学药和中药厂业务增长比较稳定，分别在品种资源、营销实力方面需要继续改善。商业增速较快的原因是增加了一些经营范围，例如中药材经营等。

维持买入评级。预计 2012 年至 2014 年每股收益分别为 0.56、0.75 和 0.95 元，同比分别增长 34.63%、34.44% 和 27.23%。对应 PE 分别为 32、24 和 19 倍。公司产品线市场空间大，极具高增长潜力，公司股权激励更是增强了业绩的快速确定的确定性，推动公司进入良性发展通道。

风险提示：主导产品市场竞争比较激烈，丹红注射液可能进新版基药目录对血塞通的影响。

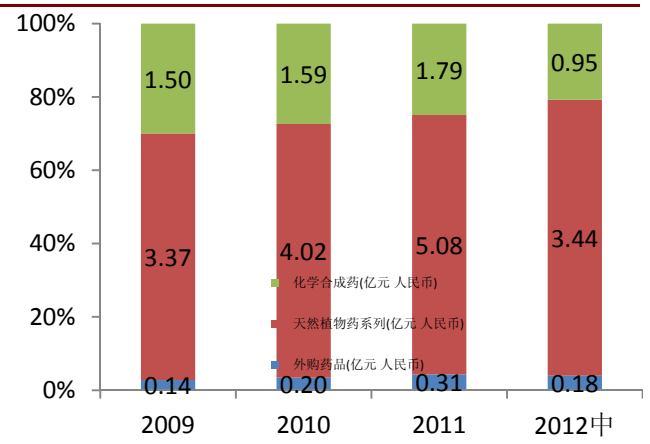
## 一、天然植物药是公司营业收入和利润的主要来源

图 1: 公司营收构成



资料来源: wind, 宏源证券

图 2: 公司毛利构成



资料来源: wind, 宏源证券

公司主营业务分为化学合成药、天然植物药和商业三个部分, 其中天然植物药的收入和净利润在公司内部的营收占比逐年提高, 今年收入占到总体收入的近一半左右, 而血塞通系列产品占到植物药收入的 60%。

## 二、血塞通市场空间广阔, 市场份额也在上升

我国心脑血管用药在中国药品市场中排名第 2 位, 仅次于抗感染用药, 到 2011 年我国心脑血管用药市场总规模已超过 1000 亿元。随着我国经济的高速发展, 人民生活水平的提高, 大众健康意识的增强, 人们就诊率和用药水平的提高, 心脑血管疾病发病率的增长, 老龄化趋势的增强, 农村医保覆盖率增加以及国家对医药产业的政策扶持, 我国心脑血管中成药市场在今后几年仍将保持较快的速度发展, 预计未来两年, 其市场规模年增长率将在 15% 以上。在心脑血管疾病用药中成药份额接近三分之一。近几年, 心脑血管中成药在整个心脑血管用药所占比重逐年略有上升, 市场地位不断提升, 而化学药由于副作用大, 所占比重则呈逐年略有下滑的态势。

表 1: 血塞通和血栓通对比

	血塞通 (冻干)	血塞通 (水针)	血塞通 (软胶囊)	血栓通 (冻干)
用药部位	三七剪口 (总皂苷含量高达 10—12%)			三七主根 (总皂苷含量 5—8%)
适应症	抗栓、扩充脑血管, 在神经科、心内、眼科、内科、外科、缺血性中风病 (脑梗塞) 中经骨伤科均有应用		终恢复期	抗栓、扩充脑血管, 在神经科、心内、眼科、内科、外科、骨伤科均有应用
用量用法	静注: 200mg/次, 一日 1 次; 肌注: 100mg/次, 一日 1~2 次; 静滴: 200-400mg/次, 一日 1 次; 十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天 1 次; 后进行第二疗程	静滴: 200~400mg/次, 一日 1 次; 十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天后进行第二疗程	4 周为 1 疗程	静注: 150mg/次, 一日 1~2 次 静滴: 250-500mg/次, 一日 1 次 十五天为 1 疗程, 停药 1-3 天后进行第二疗程
规格	200mg/支 400mg/支	5ml: 250mg, 10ml: 250mg	100mg/粒, 12 粒/瓶, 30 粒/瓶	150mg 250mg

	专用溶剂安瓿包装，每盒 4ml 安瓿包装，每盒 5 支。 × 1 支。			
水溶性	专用溶剂（可用纯净水替代） 溶解快		纯净水或注射用水，溶解慢	
有效期	36 个月	24 个月	24 个月	18 个月
价格	200mg 32 元 400mg 55 元	250mg 1 支 10~12 元	100*12 30 元 100*30 72 元	150mg 30~34 元 250mg 51 元
是否基药	是	是	否	是
是否医保	甲类	甲类	地方乙类	甲类

资料来源：宏源证券

常用心脑血管中成药主要成分有银杏叶、三七总皂苷、川芎、丹参等，而血塞通主要成分为三七总皂苷，主要用于抗栓、扩充脑血管，在神经科、心内、眼科、内科、外科、骨伤科均有应用。根据终端样本医院数据显示，在三七总皂苷注射液市场格局中，中恒集团子公司梧州制药的血栓通注射液占据了接近 70% 的市场份额，2011 年产品收入 8.2 亿，其余厂家目前均难以与其抗衡。而对比中恒集团的血栓通提取部位是三七的主根，而血塞通提取部位是三七的剪口部位，从最终试验的结果来看剪口皂苷含量还是高于主根的。

**表 2：湖北省基层市场心脑血管中药注射剂市场比较（201206）**

	销售金额	销售量/万支	单价
血栓通-梧州	526.7	16.2	32.51
血塞通-昆药	228.9	9.5	24.09
血塞通-珍宝岛	368.8	8.4	43.90
血塞通注射液	37	19.9	1.86
脉络宁-金陵	32	31.8	1.01
丹参注射液	40.4	62.5	0.65
生脉注射液	102.4	18.3	5.60
总计	1336.2	166.6	8.02

资料来源：健康网，宏源证券

黑龙江珍宝岛和昆明制药两家血塞通注射液的两家主要生产企业分列细分市场的第二位和第三位，而在冻干粉针市场，而黑龙江珍宝岛和昆明制药两家份额非常接近。

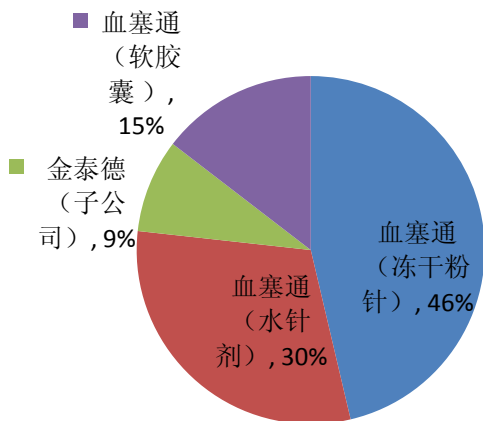
**表 3：不同药用部位和不同规格三七中 4 种皂苷含量**

样品 (mg/g)	三七皂苷 R1 含量	人参皂苷 Rg1 含量	人参皂苷 Re 含量	人参皂苷 Rb1 含量	4 种皂苷总量
20 头三七	7.52	34.76	3.97	50.76	97.02
40 头三七	8.13	35.74	5.10	41.37	90.34
60 头三七	8.72	43.11	2.42	61.20	115.45
80 头三七	19.17	46.24	6.37	48.74	120.52
100 头三七	7.61	32.33	3.33	46.79	90.06
三七筋条	10.80	33.15	3.38	38.26	85.60
三七剪口	19.35	46.57	8.37	55.52	129.82
三七叶	0.17	0.80	0.07	6.78	7.82
三七花	1.70	0.17	0.02	18.26	20.15

资料来源：广安门医院论文，宏源证券

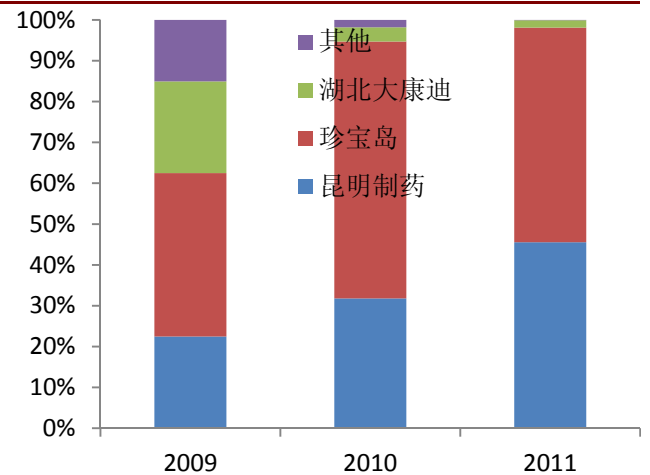
昆药的三七类产品具体剂型有冻干粉针、水针剂和软胶囊，冻干粉针的销量占比接近50%，具体结构如下。目前公司的血塞通冻干主要目标市场在二级和二级以上医院，尚有很多区域的二级和二级以上医院没有覆盖，向下还有县级医院和乡镇卫生院有待开拓；同时，血塞通冻干制剂相比水针注射液具有更好的稳定性和更长的有效期(一般可到4年)，最大限度的保持了有效成分的生物活性，冻干对水针产品有替代需求。我们认为血塞通冻干的市场空间仍然广阔，今明两年仍有望保持50%以上的高速增长。

图 3: 2011 年公司三七类产品构成



资料来源: 宏源证券

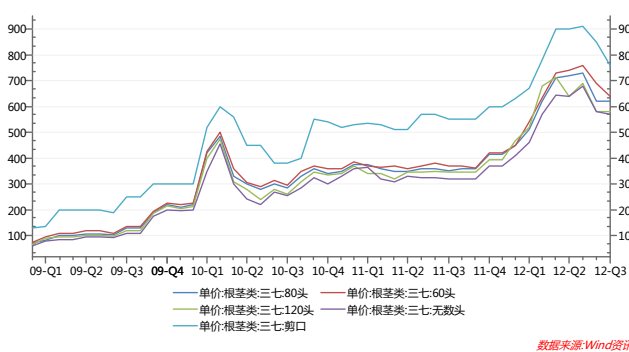
图 4: 血塞通注射液样本医院竞争格局



资料来源: 米内网, 宏源证券

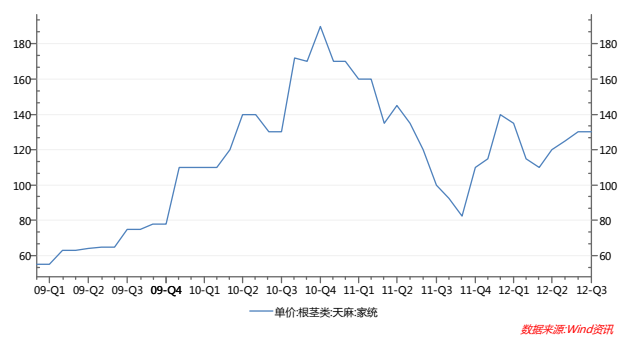
血塞通新产能明年进行 GMP 认证，明年底有望释放新产能。由于 2013 年 1 月前粉针剂老厂房 1500 万支还可以继续生产，2013 年后关闭，正在生产的第二车间约有 4000 万支产能，规划新建的第三车间 7000 万支产能预计 12 年底前正式投产，产能明年 5500 万支，后年 11000 万支。对应去年销量 2400 万支，今年 3600 万支，明后年的产能都不成问题。

图 5: 三七价格走势



资料来源: 宏源证券

图 6: 天麻价格走势



资料来源: 米内网, 宏源证券

血塞通产品 60%采取高开，预计明年三七价格下行。前三季度血塞通产品销量增长50%-60%，湖南、江苏、四川、河南等地增速比较快，其中由于福建省试点了流通管理办法改革后价格挂网，公司暂时退出了福建市场。广东、浙江、北京、陕西、安徽等地销量较少，是未来公司有待加强拓展的地区。公司认为云南地区三七种植面积扩种过快，明年价格有望大幅回落。今年血塞通产品高开的比例为 60%，不排除明年全部转成高开的可能，高开之后由于税费的增加，成本会增加 3%-5%。目前公司工作重点是覆盖没有中标的地区并进一步向基层医院推广，总体来说医院的覆盖率 40%左右，主要是三级医院。从市场



竞争格局和潜在需求空间来看，我们估计明年血塞通粉针的增速仍有望达到 50% 以上。

### 三、天麻类产品极具市场发展潜力，昆药份额逐年上升

随着中国经济迅猛发展，人们的工作、生活等压力导致精神压力过大，极易出现精神卫生问题。据中国疾病预防控制中心精神卫生中心统计，2011 年我国有不同程度的精神疾病患者超过 1 亿人，其中重性精神疾病患者超过 1600 万人。

中国疾病预防控制中心精神卫生中心统计中显示，仅不足 20% 的重性精神疾病患者能够接受系统、有效的治疗。另外在今年 8 月 30 日，国家卫生部等六部委发布《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》，将全面推开重性精神病等重大疾病纳入大病医保，部分城市将开展免费治疗，未来市场更加可期。政策的实施促使患者得到诊治，从而带动重性精神病药物的销售，为重性精神病类药物带来巨大的市场空间。

镇静催眠药物有西药和中药，其中西药占绝大多数，中药副作用小，主要由天麻素（11 年 9.13%）。天麻素，天麻素本品为兰科植物天麻的干燥根块提取，原料产地为云南。天麻素具有较好的镇静和安眠作用，对神经衰弱、失眠、头痛症状有缓解作用。

表 4：2011 年上半年头痛中成药前十大品牌

排名	商品名称	生产厂家	医保	基药	单独定价	日服价格（单位：元/天）
1	养血清脑颗粒	天津天士力制药股份有限公司	乙类	是	否	6.27
2	天麻素注射液	重庆西南药业股份有限公司	乙类	否	否	24.83
3	天麻素注射液	云南昆明制药集团股份有限公司	乙类	否	是	18-54
4	天麻醒脑胶囊	云南永孜堂制药有限公司	否	否	否	6
5	通天口服液	重庆太极集团涪陵制药厂	乙类	是	否	7.1
6	全天麻胶囊	贵州益康制药有限公司	乙类	是	否	3.37-10.11
7	全天麻胶囊	贵州盛世龙方制药股份有限公司	乙类	是	否	3.134-9.39
8	天舒胶囊	江苏康缘药业股份有限公司	乙类	是	否	9.2
9	都梁软胶囊	重庆华森制药有限公司	乙类	是	否	8.2
10	天麻蜜环菌片	山西康欣药业有限公司	否	否	否	4-5

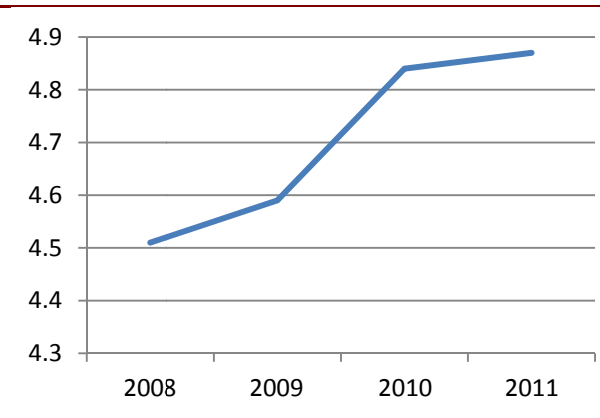
资料来源：米内网，宏源证券

图 7：镇静催眠药物市场销售额及增速



资料来源：米内网，宏源证券

图 8：镇静催眠药物昆明制药市场份额（%）

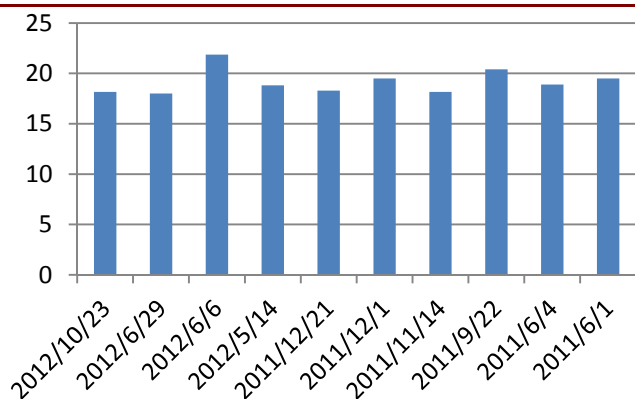


资料来源：米内网，宏源证券

昆药在镇静催眠药物的市场份额 08-11 年也是稳定上升，份额分别为 4.51%、4.59%、4.84%、4.87%，今年全年增速保持 40%，依旧保持快速稳定增长。天麻类的药品 2012 年

营收为 1.7 亿，在镇静催眠市场的近百亿市场中份额还较小，未来有很大的发展潜力。公司产品优质优价，我们比较了近期的各地中标价格，没有发生太大变化，可见公司产品在在优质优价的政策下，价格体系得到了较好的维护。

图 9：天玄清各地中标价格（2ml:0.2g）



资料来源：米内网，宏源证券

## 四、募投项目变更应对未来产能扩增

公司发布公告，将新建天然植物原料药生产基地，提升原料药产能。公司同时公告在呈贡七甸工业园区投资建设公司天然植物原料药创新基地，满足公司的天然植物原料药的市场需求。此次新建基地涉及三七总皂苷、灯银脑通胶囊原料提取物、银苓胶囊原料提取物三个品种，建设规模分别为 80、13.2、13.2 吨/年，主要就是针对血塞通产品进行产能扩产，新建基地主要是为公司的募投项目进行配套，应对未来的产能扩增。

表 5：募投项目变更情况（单位：万元）

变更后				变更前			
序号	项目名称	实施主体	总投资额	序号	项目名称	实施主体	总投资额
1	高技术制剂示范项目	昆明制药	25,798.41	1	国际化制剂提产扩能项目	昆明制药	11,250.90
2	小容量注射剂扩产项目	昆明制药	30,451.78	2	小容量注射液生产线扩产提能项目	昆明制药	22,950.24
3	创新药物研发项目	昆明制药	9,657.73	3	技术中心创新能力建设项目	昆明制药	9,657.73
4	中药现代化基地建设	昆明中药厂	33,011.26	4	中药现代化提产扩能建设项目	昆明中药厂	33,011.26
合计			98,919.18				92,757.93

资料来源：公司公告，宏源证券

## 五、股权激励计划彰显公司业绩高速增长信心

表 6：股权激励计划的部分指标

指标	2013	2014	2015
基本触发基数(含本数): 经审计主营业务净利润(万元)	20,000	24,400	29,280
股本总额(万股)	31,417.60	31,417.60	31,417.60
基本期望每股收益(EPS)	0.64	0.78	0.93
基本期望市盈率	35 倍	35 倍	35 倍
各考核年度基本期望股价(均价)	22.4	27.3	32.55

资料来源：公司公告，宏源证券

近日公司公布了新的激励计划，其中规定 2013 年、2014 年和 2015 年激励触发基数分别为：主营业务净利润不低于 2 亿、2.44 亿和 2.928 亿，同比分别增长 35.75%、22% 和 20%，其中同时要求毛利率不低于 48%、46% 和 46%。激励对象为董事长等 6 个核心高管，新增加了副总裁林钟展，其它中高层人员实施绩效现金奖励方案。同时以每 500 百万元为一单位区间，设定分段累进制奖励提取比例。这将有利于稳固管理层和业务骨干，推动公司业绩保持快速增长势头。

**表 7：股权激励比较**

比较对象	11-13 年股权激励内容	14-16 年股权激励内容
激励模式	限制性股票模式，公司股权激励基金与同金额的激励对象自筹资金，从二级市场回购 A 股股票授予激励对象。	限制性股票模式，以公司股权激励基金和激励对象自筹配比的等额资金，从二级市场购买公司 A 股股票授予激励对象。
授予计划	分三次授予，2011-2013 年为授予年度，三期计划分别独立。	分三次授予，2014 年~2016 年为限制性股票的每个授予年度，三期计划分别独立。
回购期	各考核年度的年度股东大会后 90 天内集中回购	各考核年度的年度股东大会审议通过年度报告及经审计的财务报告决议公告日后 90 天内
授予价格	董事会确立的购股价格与从二级市场实际回购的平均价格之孰高者	以购股基金从二级市场回购限制性股票的价格与从二级市场实际回购限制性股票的平均价格之孰高者
授予日	将限制性股票通过专用股东账户过户至个人名下之日	将限制性股票通过专用股东账户过户至个人名下之日
锁定期	授予日后 12 个月	无
解锁期	锁定期满后的两年，满足解锁条件的分二批解锁，如未能解锁，则注销	无
考核条件	考核年度 2010-12 年净利润增速分别为 50%、50% 和 30%。毛利率分别为 49.5%、50%、50%。	考核年度 2013-15 年净利润增速 35.75%、22% 和 20%，毛利率不低于 48%、46% 和 46%。

资料来源：公司公告，宏源证券

## 六、维持买入评级

维持买入评级。预计 2012 年至 2014 年每股收益分别为 0.56、0.75 和 0.95 元，同比分别增长 34.63%、34.44% 和 27.23%。对应 PE 分别为 32、24 和 19 倍。公司产品线市场空间大，极具高增长潜力，公司股权激励更是增强了业绩的快速确定的确定性，推动公司进入良性发展通道。

风险提示：主导产品市场竞争比较激烈，丹红注射液可能进新版基药目录对血塞通的影响。



利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1817.24	2434.01	3147.14	3933.90	4869.60
减: 营业成本	1228.24	1712.68	2209.72	2811.88	3549.46
营业税金及附加	9.92	14.77	18.03	22.54	27.90
营业费用	338.38	394.49	497.25	590.09	652.53
管理费用	111.11	133.28	188.83	196.70	243.48
财务费用	6.68	9.43	4.12	4.15	3.36
资产减值损失	11.78	6.18	6.18	6.18	6.18
营业利润	111.21	163.19	223.01	302.37	386.70
加: 其他非经营损益	6.15	11.96	7.38	7.38	7.38
利润总额	117.36	175.15	230.39	309.75	394.08
减: 所得税	18.69	29.69	34.56	46.46	59.11
净利润	98.68	145.46	195.83	263.29	334.97
减: 少数股东损益	13.10	15.33	20.64	27.75	35.31
归属母公司股东净利润	85.58	130.12	175.19	235.53	299.66
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	175.96	206.01	201.21	308.71	299.41
应收和预付款项	448.52	500.89	532.62	612.02	695.99
存货	330.69	387.72	415.82	423.55	522.97
其他流动资产	0.00	11.57	11.57	11.57	11.57
长期股权投资	3.02	3.02	3.02	3.02	3.02
固定资产和在建工程	278.91	310.55	441.71	552.87	744.02
无形资产和开发支出	115.79	125.16	151.92	175.28	195.25
其他非流动资产	0.69	3.03	2.83	1.62	1.62
资产总计	1353.56	1547.96	1760.70	2088.64	2473.85
短期借款	111.00	116.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	374.71	475.94	508.84	573.50	623.74
长期借款	20.00	10.00	110.00	110.00	110.00
其他负债	27.70	28.50	28.50	28.50	28.50
负债合计	533.41	630.44	647.34	712.00	762.24
股本	314.18	314.18	314.18	314.18	314.18
资本公积	199.45	199.39	199.39	199.39	199.39
留存收益	221.62	304.61	479.80	715.34	1014.99
归属母公司股东权益	735.24	818.18	993.37	1228.90	1528.56
少数股东权益	84.91	99.34	119.99	147.74	183.05
股东权益合计	820.15	917.52	1113.36	1376.64	1711.61
负债和股东权益合计	1353.56	1547.96	1760.70	2088.64	2473.85
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	91.12	141.04	244.00	340.08	322.17
投资性现金净流量	-63.86	-42.56	-229.73	-229.73	-329.73
筹资性现金净流量	-24.91	-56.53	-19.08	-2.85	-1.74
现金流量净额	2.34	41.95	-4.80	107.50	-9.30

**作者简介:**

**卫雯清:** 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

**机构销售团队**

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
华南区域	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
QFII	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

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

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

**免责条款:**

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

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

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