

县级医院增长加速，费用率保持稳定 **增持 首次**

目标价格：31

投资要点：

- 📖 OTC 增速加快达 27%，处方药中县级医院是今年重点拓展地区
- 📖 推动大品种快速增长，费用率今年保持稳定
- 📖 盈利预测，给予增持评级

报告摘要：

- **OTC 增速加快达 27%，处方药中县级医院是今年重点拓展地区。**公司专注于肿瘤、心脑血管和呼吸类药品的生产与销售，12 年 OTC 增速为 26.96%，为近年来高峰，一方面是公司广告投入力度加大，另外一方面增加了新品种。处方药方面，从 10 年开始通过“合伙制营销模式”战略进军县级医院，和公司合作的合伙人已经达到 50 个，销售队伍达到 500 多人。公司向合伙人提供产品和学术推广费用，已经覆盖 2000 个县，未来还会进一步扩张。13 年在县级医院销售目标增长 50%，达到 4.5 亿元，主要销售品种是艾迪和银杏达莫注射液。随着毒胶囊事件影响的减弱，洛铂继续高增长，艾迪恢复两个省中标，13 年处方药收入增速预计达到 30%。
- **推动大品种快速增长，费用率今年保持稳定。**公司从 12 年 7 月开始做新药评估，选出了 14 个重点产品，未来公司希望把洛铂、舒肝益阳胶囊等多个品种都打造成 10 亿级品种。而费用率方面，由于 13 年股权激励的费用计提变少，而县级医院的开拓会使基层销售费用增加，相互抵消，整体费用率不会增加太多。
- **盈利预测，给予增持评级。**我们预测 13-15 年 EPS 分别为 1.22、1.52 和 1.84 元(增发摊薄为 1.05、1.31 和 1.58)，净利润增长 31.49%、25.05% 和 20.79%，摊薄后对应的 PE 为 27、22 和 18 倍，公司处方药销售能力较强，股权激励和增发也是公司业绩持续增长的强劲推动力，公司实际增速每年都远远超过股权激励解锁增速，短期估值合理，给予增持评级，目标价 31 元。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1903.34	2252.58	2973.40	3687.02	4498.16
增长率(%)	29.70%	18.35%	32.00%	24.00%	22.00%
归母净利润(百万)	265.48	333.27	438.22	548.00	661.94
增长率(%)	35.76%	25.53%	31.49%	25.05%	20.79%
每股收益	0.736	0.924	1.215	1.520	1.835
市盈率	38.20	30.43	27.31	21.84	18.08

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

 《天士力：品种、研发和销售齐头并进》
 2013/5/14

 《医药行业周报 130511》
 2013/5/13

 《医改政策方向决定行业发展》
 2013/5/8

 《云南白药：大健康战略持续推进》
 2013/5/1

 《中新药业：主营稳定，中美史克无一次性收益》
 2013/4/27

 《同仁堂：三百年铸就的金字招牌》
 2013/4/26

 《昆明制药：血塞通市场份额逐步提高》
 2013/4/25

 《常山药业：低钙制剂继续保持高增长》
 2013/4/24

目录

一、处方药收入占比逐年增加，成为公司利润主要来源.....	3
二、公司专注于肿瘤用药和心脑血管类用药.....	3
三、股权激励和增发是公司业绩的强劲推动力.....	7
四、盈利预测与评级.....	8

插图

图 1: 公司营业收入及增速.....	3
图 2: 公司净利润和增速.....	3
图 3: 公司股权结构图.....	7

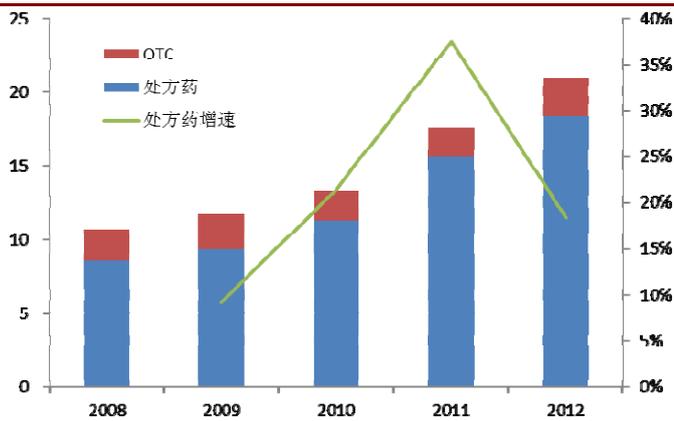
表格

表 1: 公司产品列表.....	4
表 2: 2007 年~2011 年肿瘤疾病中成药排名.....	5
表 3: 银杏达莫 10ml 注射液各地中标价格.....	5
表 4: 肿瘤中成药对比.....	6
表 5: 授予限制性股票解锁条件.....	7
表 6: 增发投入项目.....	8

一、处方药收入占比逐年增加，成为公司利润主要来源

公司的营业收入主要由处方药和 OTC 两部分组成。2004 年之前，公司主要依靠对 OTC 业务的广告和销售各种投入，建立了“克咳”、“做足益佰”等品牌，成为市场上知名的止咳产品，并逐渐打开市场空间。之后公司加大了对处方药的投入力度，形成以处方药为业务核心的经营模式，并从 10 年开始通过“合伙制营销模式”战略进军县级医院。近年来公司处方药营业收入显著加速，占比逐渐提高，2012 年年报显示处方药收入占营业收入的 81.63%，成为公司收入和利润的主要来源。

图 1: 公司营业收入及增速



资料来源：宏源证券

图 2: 公司净利润和增速



资料来源：宏源证券

2012 年对处方药产品实现营业收入为 18.38 亿元，占营业收入比重为 81.63%，较 11 年同比增长 18.34%。公司处方药产品分为四大类：分别为抗肿瘤药品、心脑血管药品、男科药品和骨科药品。其中抗肿瘤药品实现销售收入为 12.13 亿元，占营业收入的比重为 53.84%。心脑血管药品实现销售收入为 4.46 亿元，占营业收入的比重为 19.81%。OTC 产品实现营业收入为 2.64 亿元，占营业收入比重为 11.71%，同比增长 26.96%。OTC 产品主要包括克咳家族产品及漓江制药生产的普药产品，克咳家族产品实现销售收入为 1.69 亿元；普药产品实现销售收入为 0.66 亿元。

二、公司专注于肿瘤用药和心脑血管类用药

公司一直以来始终专注于肿瘤、心脑血管和呼吸类药品的生产与销售，近几年来公司的收购兼并及其他合作方式都围绕这两大领域进行。公司产品组涉及中成药、化药和生物药，其中肿瘤产品组聚积 5 大产品，心血管产品组聚积 6 大产品，产品市场潜力广阔。目前产品覆盖全国 1100 余家主要的三级医院，2000 多家二级医院，600 多家一级医院和 5000 多家其他医院。

公司通过“合伙制营销模式”战略进军县级医院，和公司合作的合伙人已经达到 50 个，销售队伍达到 500 多人。公司向合伙人提供产品和学术推广费用，公司通过这种方式推广覆盖了 2000 个县，未来还会进一步扩张。12 年在县级医院销售达 3 亿，13 年目标增长 50%，达到 4.5 亿元。目前在县级做的品种主要是艾迪和银杏达莫注射液，销售最好的地区是山东和浙江。

和二级以上医院对比，县级医院最大的不同在于医院非常散、规模又小，所以会增加很多管理成本。因此公司采取这种模式类似于终端推广的代理模式，同时又保留管控权。

同时县级医院返点高，公司将从节省的管理费用中弥补这方面，所以县级医院开拓还是比较顺利。13年处方药的回款收入任务是32.5亿（12年24亿，增长35%）。

表 1: 公司产品列表

所属领域	产品名称	适应症	是否独家	基药/医保目录
	艾迪注射液	原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤	是（独家原研）	贵州 2012 基药；国家、浙江 09 乙类医保
	复方斑蝥胶囊	原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤（卵巢癌、子宫内膜癌、绒毛膜癌等）等	否（原研）	无
抗肿瘤	洛铂	转移性乳腺癌、转移性小细胞癌、慢性粒细胞白血病	否（独家代理）	09 国家、江西乙类医保
	科博肽	晚期癌症疼痛、慢性关节痛、坐骨神经痛等	否（代理）	10 年 6 省乙类医保
	白介素-11	防止严重血小板减少及降低化疗后因骨髓抑制引起严重血小板减少危害的非骨髓病人对血小板输注的要求促进红细胞生成	否（代理）	09 年国家、浙江、西藏乙类医保
	EPO	促进红细胞生成，是患肾病贫血病人增加血液比容	否（代理）	无
	银杏达莫注射液（杏丁注射液）	预防、治疗冠心病、血栓栓塞性疾病	否（原研）	09 国家乙类医保，10 北京、上海乙类医保，黑龙江 2011 基药
	心脉通胶囊	高血压、高血脂病等	否（原研）	10 年国家乙类医保
心脑血管	心脑欣片	气阴不足，瘀血阻滞所引起头晕，头痛，心悸，气喘，乏力，缺氧引起的红细胞增多症	否	09 年国家乙类医保
	通脉颗粒	缺血性心脑血管疾病，动脉硬化，脑血栓，脑缺血，冠心病，心绞痛	否	10 年 5 省乙类医保
	重组人组织型纤溶酶原激酶衍生物（瑞通立）	成人由冠状动脉梗塞引起的急性心肌梗塞的溶栓治疗	否	无
男科	前列癃闭通颗粒	肾虚血瘀所致癃闭	是	贵州 2012 基药；09 年国家乙类医保
	金骨莲胶囊	风寒引起的肌肉酸痛、关节红肿、疼痛等风湿类疾病治疗	是	09 年国家乙类医保；贵州 2012 基药
骨科	骨肽注射液	骨折修复。治疗增生性骨关节疾病及风湿、类风湿关节炎	否	09 年国家乙类医保，10 年 10 省增加为乙类医保；
	半夏止咳糖浆	用于风寒咳嗽，痰多气逆。	否	2010 年四川乙类医保
	克咳胶囊	止咳	是	09 年国家乙类医保；湖北 2010、贵州 2012 基药
OTC	天麻头风灵胶囊	滋阴潜阳，祛风，强筋骨。用于一般性头痛，手足麻木，慢性腰腿酸痛。	否	2010 年 4 省乙类医保；吉林 2011 基药
	小儿止咳糖浆	祛痰，镇咳。用于小儿感冒引起的咳嗽。	否	2010 年四川、云南乙类医保；5 省基药

资料来源：公司公告，宏源证券

艾迪注射液:

公司单品销售额最高的产品艾迪注射液 2012 年销售收入过 10 亿 (终端数据), 在肿瘤疾病中成药排名中一直居前五。艾迪一直都是在二级及以上医院使用, 在二级医院覆盖仅 800 多家, 对应全国 7000 家二级医院还有很大空间, 公司未来会向县级及以下医院拓展。艾迪一季度的增速约为 40-50%, 一方面由于 2011 年考核方式导致透支, 2012 一季度基数较低; 另外一方面, 2012 年没有完成全年任务, 部分业绩放到 13 年年初。而 12 年公司丢了两个省的标, 预计影响了 8000 多万销售。13 年又中了这两个省, 因此今年增速将加快。公司表示艾迪作为国家保密品种降价可能不大, 即使降价降幅在 5% 以内。

表 2: 2007 年~2011 年肿瘤疾病中成药排名

排名	药品名称 (生产企业)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
1	康艾注射液 (吉林长白山制药股份有限公司)	10.07%	11.15%	10.85%	10.19%	12.10%
2	参芪扶正注射液 (广东丽珠集团利民制药厂)	9.20%	9.05%	9.30%	8.23%	8.70%
3	金水宝胶囊 (江西济民可信金水宝制药有限公司)	6.96%	8.02%	8.37%	8.17%	7.93%
4	艾迪注射液 (贵州益佰制药股份有限公司)	6.82%	7.90%	8.33%	8.27%	7.81%
5	复方苦参注射液 (山西振东制药股份有限公司)	7.24%	7.37%	6.47%	6.38%	5.93%
6	康莱特注射液 (浙江康莱特集团有限公司)	2.70%	1.83%	2.03%	1.87%	3.39%
7	消癌平注射液 (江苏南京圣和药业有限公司)	1.82%	1.66%	2.41%	3.04%	3.20%
8	香菇多糖注射液 (江苏金陵药业股份有限公司福州梅峰制药厂)	4.35%	3.84%	4.13%	3.53%	3.03%
9	香菇多糖注射液 (江苏南京绿叶思科药业有限公司)	3.92%	3.82%	3.16%	3.04%	2.29%
10	槐耳颗粒 (江苏启东盖天力药业有限公司)	2.60%	2.74%	2.36%	2.18%	2.26%

资料来源: 米内网, 宏源证券

杏丁注射液:

杏丁注射液属于银杏叶注射液系列, 是心脑血管扩张药。银杏总黄酮具有扩张冠脉血管、脑血管, 改善脑缺血产生的症状和记忆功能。杏丁注射液生产厂家现在有 5 家, 由于竞争激烈, 同质化严重, 未来发展趋势是普药化。杏丁进了 7-8 省地方基药目录, 竞争对手之前经常以公司中标价的 1/2 竞标, 导致公司前几年河北、福建等省份出现丢标。目前, 公司已经调整思路, 按照低招标价格运作, 短期内对产品盈利能力影响不大。

表 3: 银杏达莫 10ml 注射液各地中标价格

省份	中标价	投标企业	日期
全军	22.24	山西普德药业股份有限公司	2013-3-6
全军	23	贵州益佰制药股份有限公司	2013-3-6
陕西省	19.8	湖北民康制药有限公司	2013-2-22
湖北省	26.54	梅河口四环制药有限公司	2013-1-15
湖北省	26.07	山西普德药业股份有限公司 (原山西普德药业有限公司)	2013-1-15
陕西	21.98	梅河口四环制药有限公司	2012-9-29
新疆	21.76	山西普德药业股份有限公司	2012-6-28
新疆	20.06	湖北民康制药有限公司	2012-6-28
陕西	19.8	湖北民康制药有限公司	2012-11-5
贵州	22.08	湖北民康制药有限公司	2011-12-09
贵州	38.39	贵州益佰制药股份有限公司	2011-12-09
贵州	27.98	多布瑞菲医药有限公司	2011-07-14

资料来源: 米内网, 宏源证券

洛铂:

洛铂是德国的原研药,属于一类新药并且是在医保目录中,目录中像这种大病肿瘤品种极少。专利在 14 年到期,但是公司通过法规手段延长 5-7 年。公司今年将在非小细胞肺癌临床实验中完成一半的入组病人。目前,洛铂有 18 项临床试验在开展,未来适应症拓展潜力很大。医院规定其他铂类无效时都可以用洛铂,因此空间较大。洛铂按降价 5% 后 13 年目标是 1.8 亿,对应 12 年 1.25 亿元销售收入增长 40% 以上。海南国际股权涉及到很多股东,目前公司对长安国际的经营具有核心影响,希望尽快先获得控股权。目前 ST 长信股权已经剥离了。

米槁心乐滴丸:

米槁心乐滴丸是以贵州苗族药材大果木姜子为主要原料,现在上市工作准备顺利,预计近期上市。公司正在启动种植合作保证原料供应,但新产品市场开发需要一定时间,公司预计 3 年以后才贡献利润。临床实验中,米槁心乐滴丸(理气活血滴丸)和复方丹参滴丸做了对比试验,效果较好,定价是复方丹参滴丸的 2-3 倍。

表 4: 肿瘤中成药对比

	艾迪注射液	康艾注射液	参芪扶正注射液	香菇多糖注射液
用料	斑蝥 1.5g 人参 50g 黄芪 100g 刺五加 150g	黄芪 300g、人参 100g、苦参素 10g、制成 1000ml	党参、黄芪	香菇多糖 2g 苯甲醇 10ml 氯化钠 7g
适应症	原发性肝癌,肺癌,直肠癌,恶性淋巴瘤,妇科恶性肿瘤等。	原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤;各种原因引起的白细胞低下及减少症。慢性乙型肝炎的治疗。	肺癌、胃癌的辅助治疗。与化疗合用有助于提高疗效、	免疫调节剂,用于恶性肿瘤的辅助治疗。
规格	10ml/支	每支装 (1)5ml (2)10ml (3)20ml	250ml/瓶	2ml/瓶
有效期	24 个月	18 个月	18 个月	18 个月
价格(元)	29.65	5ml 27.35 10ml 53.38 20ml 109.87	140.98	156.76
是否基药	贵州 2012	否	否	否
是否医保	国家乙类	国家乙类	国家乙类	15 省乙类
疗程	手术前后使用 10 天为一疗程;介入治疗 10 天为一疗程;单独使用 15 天为一周期,间隔 3 天,2 周期为一疗程;晚期恶病质病人,连用 30 天为一疗程,或视病情而定	30 天为一疗程或遵医嘱。	21 天	8 周
日用价格	148.25	219.74	140.98	44.79
生产厂家	益佰制药	长白山	丽珠集团	金陵药业

资料来源:米内网,宏源证券

公司从 12 年 7 月开始做新药评估,选出了 14 个重点产品,未来公司希望把艾迪、洛铂、舒肝益阳胶囊、米槁新乐滴丸、瑞替普酶都打造成 10 亿品种。

三、股权激励和增发是公司业绩的强劲推动力

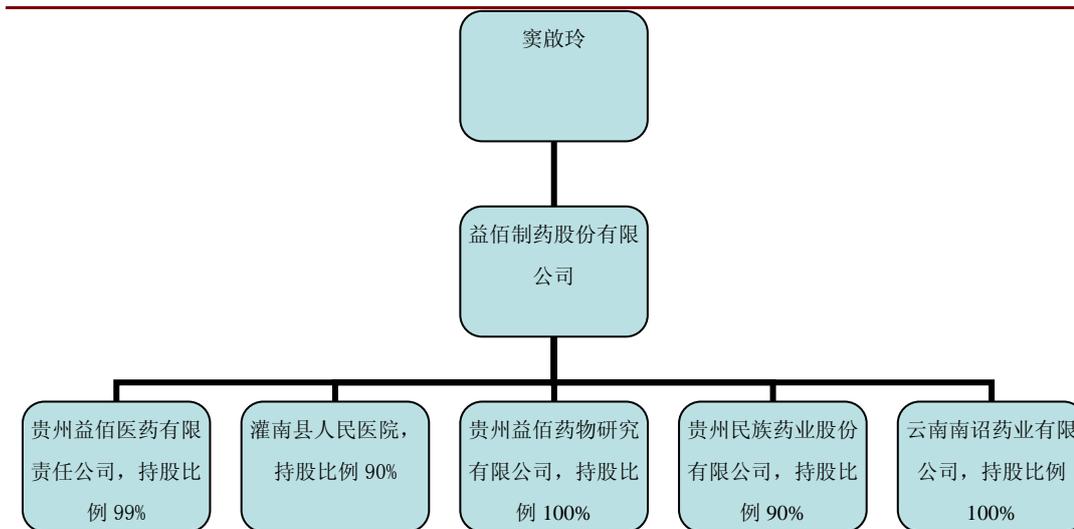
公司在 2011 年 7 月发布了限制性股票激励方案，激励计划解锁条件以 2010 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 1.89 亿元为基数，三年加权平均净资产收益率均值 18.18%。当时公告行权的净利润增长速度是低于市场预期的，一方面是公司骨干对股权激励的认识不够，担心经营业绩不达标而拿不到股票，另外一方面公董事长认为行权对象都是在公司工作多年的业务骨干，也是希望通过这次股权激励对他们授予股权进行长期激励，因此把标准定的比较低。而当时这个想法没有被资本市场所理解，股价一致下跌至行权价附近，高管们直接放弃了股权激励从二级市场上购买股票，实际上公司增速每年都远远超过限制性股票解锁的这个增速。

表 5: 授予限制性股票解锁条件

年份	2011	2012	2013
基本触发基数净利润 (亿元)	2.34	2.72	3.16
实际净利润 (亿元)	2.68	3.39	
要求加权平均净资产收益率	20%	20%	20%

资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 公司股权结构图



资料来源: 公司公告, 宏源证券

公司与今年 2 月 2 日发布非公开发行预案，拟以每股 19.94 元的底价向控股股东窦啟玲女士在内的特定对象非公开发行不超过 5818 万股，募资总额不超过 11.6 亿元，用于 GMP 改造二期工程项目、民族药业 GMP 异地改扩建项目、南诏药业 GMP 改扩建项目和益佰制药营销网络扩建及品牌建设项目。公司控股股东窦啟玲女士承诺以不低于 1 亿元现金参与本次非公开发行，锁定期为三年。其他特定对象本次认购的锁定期为一年。预计发行完成后预计窦啟玲女士持股比例将由 24.09% 降至 21.95%。

此次公司融资也是通过兼并收购来扩大规模，而公司自从上市以后没有融过资，仅凭自身发展速度太慢。预计 5 月向证监会报材料，预估最早 9 月份之后得到批复，公司希望在 6 个月以内发行。

表 6: 增发投入项目

序号	项目名称	拟投入募集资金金额 (万元)
1	益佰制药 GMP 改造二期工程项目	56,957.00
2	民族药业 GMP 异地改扩建项目	16,338.00
3	南诏药业 GMP 改扩建项目	12,867.01
4	益佰制药营销网络扩建及品牌建设项目	24,764.00
	合计	110,926.01

资料来源: 公司公告, 宏源证券

四、盈利预测与评级

12 年 OTC 增速为 26.96%，为近年来高峰，一方面是公司在广告方面投入力度加大，另外一方面增加了新品种。随着毒胶囊事件影响的减弱，洛铂继续高增长，艾迪又恢复两个省中标等因素，13 年收入增速预计达到 30%。公司更高调表示 13 年销售终端增速要达到 35%，高于年报 25% 的收入增速目标。而费用率方面，由于 13 年股权激励的费用计提会变少，而县级医院的开拓会使基层销售费用增加，相互抵消，整体费用率不会增加太多。我们预测 13-15 年 EPS 分别为 1.22、1.52 和 1.84 元（增发摊薄为 1.05、1.31 和 1.58），净利润增长 31.49%、25.05% 和 20.79%，对应 PE 为 27、22 和 18 倍，公司处方药销售能力较强，股权激励和增发也是公司业绩持续增长的强劲推动力，短期估值合理，给予增持评级，目标价 31 元。

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1467.47	1903.34	2252.58	2973.40	3687.02	4498.16
减: 营业成本	335.41	326.99	417.16	580.36	719.65	877.97
营业税金及附加	18.58	24.79	32.24	39.64	49.16	59.97
营业费用	708.34	1085.60	1248.71	1648.30	2043.89	2493.55
管理费用	126.92	126.75	153.11	202.11	250.62	305.75
财务费用	17.86	21.73	20.77	-1.07	-16.63	-20.67
资产减值损失	51.26	2.96	4.34	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	10.27	-3.82	4.77	0.00	0.00	0.00
营业利润	219.36	310.69	381.01	504.05	640.33	781.59
加: 其他非经营损益	-8.26	14.38	22.92	20.00	15.00	10.00
利润总额	211.10	325.07	403.93	524.05	655.33	791.59
减: 所得税	14.23	57.26	65.17	78.61	98.30	118.74
净利润	196.87	267.81	338.76	445.44	557.03	672.85
减: 少数股东损益	1.31	2.32	5.49	7.22	9.03	10.91
归属母公司股东净利润	195.56	265.48	333.27	438.22	548.00	661.94
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	136.71	113.33	139.95	1532.10	1592.58	1914.47
应收和预付款项	776.13	959.27	1382.61	1629.36	1834.05	2068.59
存货	99.17	130.92	160.12	226.79	252.98	332.34
其他流动资产	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	27.38	46.44	46.44	46.44	46.44
固定资产和在建工程	256.81	248.52	250.46	214.26	506.05	562.84
无形资产和开发支出	175.34	208.69	188.04	165.52	143.01	120.50
其他非流动资产	45.46	40.15	37.96	24.54	11.12	11.12
资产总计	1489.63	1728.29	2205.59	3839.00	4386.23	5056.29
短期借款	249.60	229.00	250.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	312.31	317.78	334.61	398.56	433.13	483.95
长期借款	21.00	1.00	51.00	301.00	301.00	301.00
其他负债	30.67	42.32	23.92	23.92	23.92	23.92
负债合计	613.58	590.10	660.03	723.49	758.05	808.87
股本	352.76	352.76	360.70	418.88	418.88	418.88
资本公积	13.70	13.70	114.14	1215.96	1215.96	1215.96
留存收益	499.71	759.53	1063.94	1466.68	1970.31	2578.65
归属母公司股东权益	866.17	1125.98	1538.78	3101.52	3605.15	4213.49
少数股东权益	9.88	12.20	6.78	14.00	23.03	33.93
股东权益合计	876.05	1138.19	1545.56	3115.52	3628.18	4247.43
负债和股东权益合计	1489.63	1728.29	2205.59	3839.00	4386.23	5056.29
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	111.51	282.85	290.61	269.11	424.29	494.87
投资性现金净流量	-77.99	-107.82	-267.48	-3.00	-337.25	-141.50
筹资性现金净流量	-71.43	-70.72	79.16	1126.04	-26.56	-31.48
现金流量净额	-37.91	104.30	102.29	1392.14	60.48	321.89

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
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。