

产能瓶颈解决，高速增长可期

买入 维持

投资要点：

- 募投项目达产解决了核心品种四磨汤口服液的产能问题，凭借公司较强的营销能力，四磨汤将实现高增长
- 收购永孜堂丰富了公司在心脑血管和胃肠领域的产品线，天麻醒脑胶囊有望首先成为下一个过亿产品

报告摘要：

- **四磨汤作为核心品种，高成长性已经具备。**四磨汤收入占比接近 70%，毛利占比超过 75%。作为公司的核心品种一直受制于产能限制，近些年增速平稳。随着募投项目达产及新版 GMP 认证的通过，产能瓶颈得到解决，凭借公司先进的经销模式和较强的营销能力以及高筑的专利壁垒，公司未来有望独享该品种的高成长盛宴。
- **二线品种质地优良，仍会保持稳步增长。**缩泉胶囊和银杏叶胶囊是公司目前主要的二线品种，收入规模均超过 5000 万。缩泉胶囊作为独家品种，借助新进基药机会，增速有望提升。而银杏叶胶囊享受发改委优质优价，产品竞争力较强。我们预计上述两个产品仍会保持 20% 以上增长。
- **外延收购丰富公司产品线，奠定长期发展基础。**通过收购云南永孜堂，公司的产品线得到进一步丰富，特别是胃肠道和心脑血管两大核心领域。永孜堂拥有 6 个独家品种，其中天麻醒脑胶囊在组方和适应症等方面有竞争优势且已经进入 13 省医保增补，具备大品种潜质。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计 14-16 年的 EPS 分别为 0.49、0.65 和 0.90，对应的 PE 分别为 31、23 和 17 倍，维持买入评级。
- **风险提示。**中药降价，药品招标进度低于预期，整合进度低于预期。

医药生物研究组

分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

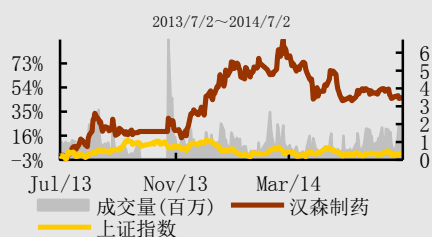
研究助理：

王晓锋

电话：010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《汉森制药：收入平稳增长，费率大幅下降》

2014/4/16

《汉森制药：产能即将释放，业绩将加速》

2013/7/24

《汉森制药：等待新产能释放的业绩提升》

2013/4/24

《汉森制药：独家专利中药，产能即将释放》

2013/3/12

《汉森制药：独家特色产品，业绩成长性优良》

2013/2/3

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	489.46	584.93	895.91	1210.86	1613.81
增长率(%)	22.13	19.51	53.17%	35.15%	33.28%
归母净利润(百万)	81.46	110.83	143.88	193.09	266.37
增长率(%)	38.47	36.06	29.82%	34.20%	37.95%
每股收益	0.55	0.75	0.49	0.65	0.90
市盈率	73.13	53.75	30.88	23.01	16.68

目录

一、四磨汤作为核心品种，高成长性已经具备.....	4
1.1 产能瓶颈得到解决.....	4
1.2 采用符合产品特质的销售模式.....	4
1.3 基药增补仍有较大开拓空间.....	5
1.4 专利群构建提升进入壁垒.....	5
二、二线品种质地优良，仍会保持稳步增长.....	6
三、外延收购丰富公司产品线，奠定长期发展基础.....	7
3.1 永孜堂产品储备丰富.....	7
3.2 天麻醒脑胶囊开发潜力巨大.....	8
3.3 营销改革助推永孜堂开启新篇章.....	9
四、盈利预测	10

插图

图 1：13 年分产品收入(百万)构成	4
图 2：四磨汤收入(百万)及增速	4
图 3：四磨汤进入基药增补省份情况	5
图 4：四磨汤主要省份中标价格(10ml/支/元).....	5
图 5：银杏叶胶囊收入(百万)及增速	6
图 6：缩泉胶囊收入(百万)及增速	6
图 7：天麻醒脑胶囊各地中标价情况(0.4g*36 粒，元)	8

表格

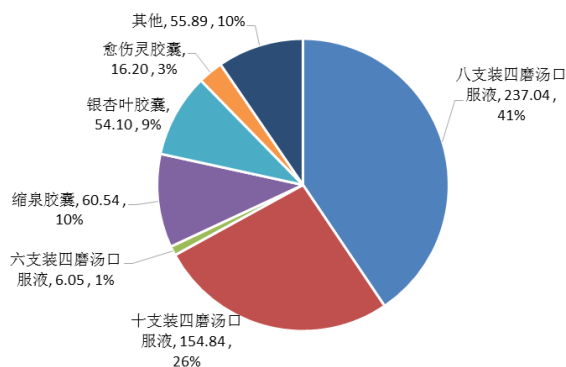
表 1：公司围绕四磨汤申请专利情况	6
表 2：银杏叶胶囊对比	7
表 3：永孜堂主要品种情况	7

一、四磨汤作为核心品种，高成长性已经具备

四磨汤口服液源于明代古方，距今已有 300 多年历史。公司自 1994 年开始，经过 7 年时间对其制备工艺、质量控制、药理药效及毒理、临床疗效及安全性等进行深入系统地研究与开发，于 2001 年获得国家发明专利。该品种在治疗肠胃动力不足所致的便秘、腹胀腹痛、消化不良等方面疗效显著，是增强婴幼儿肠胃功能以及促进产后、腹部手术后肠功能恢复的首选药物，也是一种目前市场上唯一的复合型肠胃动力药。

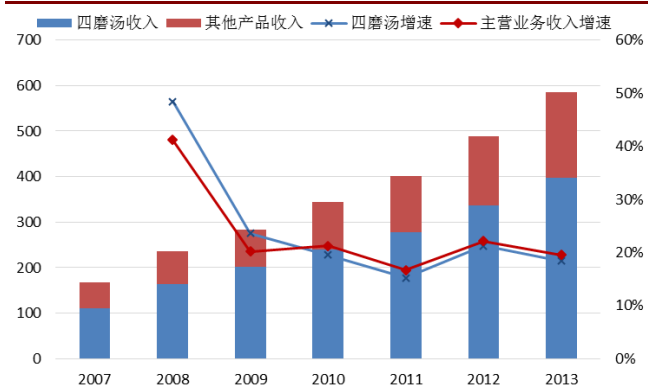
四磨汤目前是公司收入主要来源，3 个包装合计收入占比达到了 78%。作为双跨品种，公司采用以医院带动 OTC 的独特销售模式，实现了四磨汤销量的快速增长。年销量由 2007 年的 6780 万支增加到 2013 年的 2.5 亿支，年销量增加了 3 倍多。同时公司营收也保持快速增长，2008 年以来收入增速均超过 20%，5 年收入复合增长率为 19.94%。

图 1：13 年分产品收入(百万)构成



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：四磨汤收入(百万)及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

四磨汤作为公司核心品种，尽管贡献了公司大部分的收入和毛利，但收入增长节奏一直维持在 20% 左右，至今没有进入高速增长车道，其中主要原因在于产能瓶颈。我们认为公司目前已经具备高成长的条件，未来该品种维持高增长可期，主要基于以下 4 点：

1.1 产能瓶颈得到解决

产能瓶颈一直是困扰四磨汤做大做强的首要原因，从公司的披露信息及我们多次的现场调研均得到验证。公司先后进行了 4 次产能扩充。

- ✓ 2007 年公司在原生产线上增加了关键设备，通过技改增加产能 1500 万支/年，达到 6750 万支/年
- ✓ 2008 年公司在原预留车间新增了一条生产线，总产能增加到 8500 万支/年。
- ✓ 2009-2012 年的多次技改，产能从 1.05 亿支增加到 1.5 亿支
- ✓ 2012 年公司使用超募资金追加对募投项目投资，口服液年产量由 2 亿支增加到 3 亿支

2014 年 1 月和 3 月，公司原有的大小容量注射剂车间和募投项目(口服液及胶囊生产线技术改造工程)的片剂、口服液、硬胶囊剂生产线顺利通过了新版 GMP 认证，长期困扰核心品种的产能问题得到解决，为未来实现高增长奠定产能基础。

1.2 采用符合产品特质的销售模式

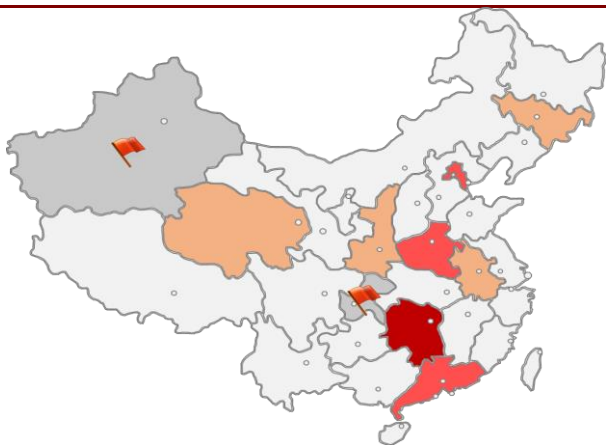
四磨汤属于处方药和 OTC 双跨产品,在营销模式上公司在不同终端采用不同的推广策略,在医院终端采取专业化临床学术推广,而在 OTC 端则采用品牌推广模式。以专业化临床学术推广为基础,带动 OTC、社区医疗、街道门诊和农村市场销售。同时各种形式的品牌宣传推广,扩大产品销售的覆盖面、增加消费者的认知,双效合力推动公司业务快速发展。

医院领域,公司通过分布在全国各地的办事处组织学术推广会议或学术研讨会,向医生宣传公司药品的特点、优点以及最新基础理论和临床疗效研究成果。在 OTC 销售领域,在医院专业化临床推广基础上,通过业务员的当地推广、渠道促销等手段,辅以广告宣传等品牌推广手段,促进产品在 OTC 市场的销售。值得一提的是,公司还专门为四磨汤建立了产品网站(<http://www.hssmt.com.cn/>),这种方式符合世界一流药企的推广方式。这种方式在国内化药领域是少有的,在中药领域更是罕见,一定程度体现公司营销的领先性和独特性。

1.3 基药增补仍有较大开拓空间

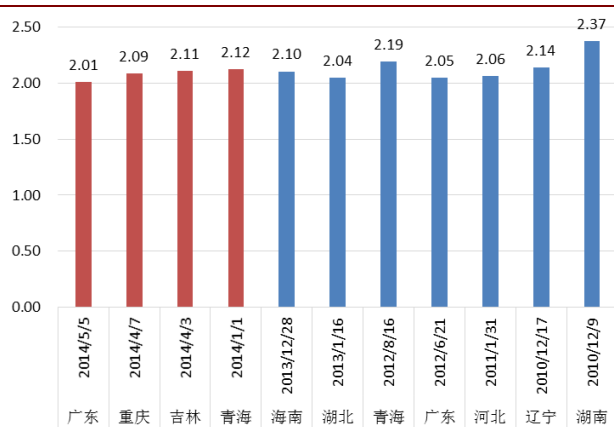
基药增补开拓空间大,增补工作稳中有升。四磨汤作为国家医保乙类品种,在上一轮基药标期,成功进入湖南、广东、河南、青海、安徽、吉林、北京、陕西八个省的基药增补目录。12 版基药目录公布,拉开了新一轮基药增补及招标工作的序幕,目前 11 省的基药增补目录已经确定,除吉林和陕西维持原有增补目录不变外,青海、广东、山西、重庆、贵州、甘肃、江西、湖北、新疆等 9 省市区进行了增补。这 11 省中,公司进入了吉林、陕西、青海、广东、新疆和重庆的增补目录,新疆和重庆为新增省份。目前仍有 20 多个省份没有进行新版基药增补及招标工作,公司仍有较大开拓空间。

图 3: 四磨汤进入基药增补省份情况



资料来源: 各省招标网, 宏源证券

图 4: 四磨汤主要省份中标价格(10ml/支/元)



资料来源: 各省招标网, 宏源证券

中标价格保持稳定。进入医保增补是把双刃剑,放量的同时面临价格下行压力。从公司近些年的中标情况可以看出,医保招标和基药招标整体价格相差不大,10ml 的单支平均价格维持在 2.11 元附近,进入基药增补并没有导致价格明显下降,实现了稳价放量的目标。

1.4 专利群构建提升进入壁垒

公司在发展过程中始终重视产品的知识产权保护,公司现有成绩的取得与知识产权有很大关系。公司为主导产品四磨汤口服液的核心技术申请了国家专利(专利号: ZL94110842.2),保护期限为 20 年。针对专利保护 2014 年到期问题,这两年公司围绕四

磨汤核心技术，已做了多项工作，截至 2013 年年底，四磨汤中保品种申请已完成 6 个月长期和加速稳定性试验考察，公司已成功获得四磨汤浓缩丸、干混悬剂、蜜丸、泡腾片、滴丸、四磨汤生物碱和指纹图谱的发明专利证书或专利授权通知，这些工作成果的取得为提高四磨汤口服液技术壁垒、保护公司自主知识产权起到了很大的作用。

表 1：公司围绕四磨汤申请专利情况

序号	类型	申请号	申请（专利权）人	发明（设计）名称
1	发明专利	2011102112031.00	湖南汉森制药股份有限公司	四磨汤口服凝胶剂及其制备方法
2	发明专利	201010619413X	湖南汉森医药研究有限公司	四磨汤咀嚼片及其制备方法
3	发明专利	2011102111838.00	湖南汉森制药股份有限公司	四磨汤泡腾片及其制备方法
4	发明专利	2011101250496.00	湖南汉森制药股份有限公司	一种四磨汤制剂的检测方法
5	发明专利	2011100745487.00	湖南汉森制药股份有限公司	四磨汤制剂的多指标成分同时测定及其指纹图谱构建方法
6	发明专利	2011102111857.00	湖南汉森制药股份有限公司	四磨汤干混悬剂及其制备方法
7	发明专利	2010105794589.00	湖南汉森医药研究有限公司	四磨汤蜜丸剂及其制备方法
8	发明专利	2011100048793.00	湖南汉森医药研究有限公司	四磨汤浓缩丸及其制备方法
9	发明专利	941108422.00	湖南骛马制药有限公司;湖南汉森制药有限公司	一种治疗婴幼儿气滞腹痛、脘腹胀满和术后腹胀的口服液
10	外观设计	2008300581607.00	湖南汉森制药股份有限公司	包装盒(四磨汤口服液)
11	外观设计	2006300481864.00	刘令安	包装盒(四磨汤口服液)

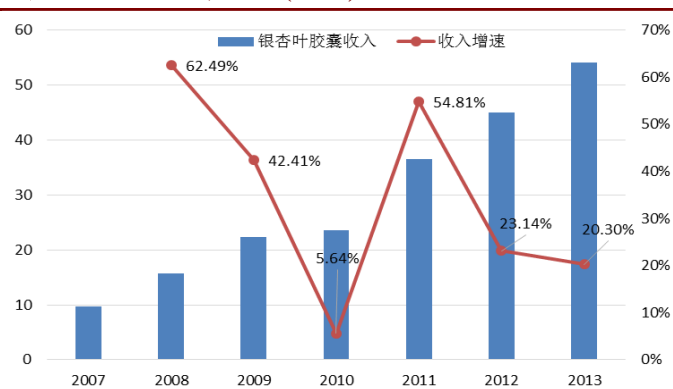
资料来源：国家知识产权局，宏源证券

此外，公司四磨汤中药保护品种的申请工作已经开始，预计三季度会递交正式申请材料，我们认为申请成功的概率较大，一旦获批，其它厂家便无法再申请仿制，公司会继续拥有至少 7 年的独占权。再者，从品种申报情况来看，口服液只有河南中杰一家于 2013 年申报，鉴于目前仿制药的审批情况，我们认为不会对公司构成直接影响。

二、二线品种质地优良，仍会保持稳步增长

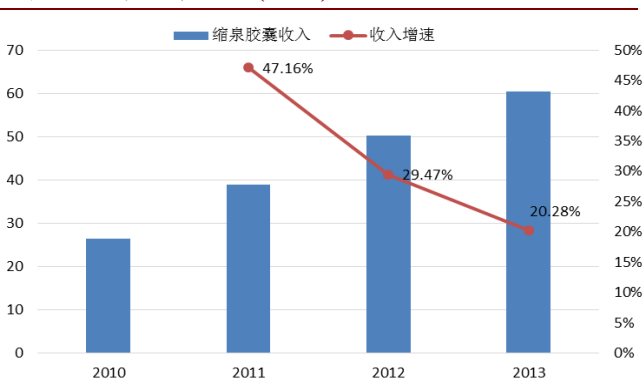
公司销售较好的品种还有缩泉胶囊和银杏叶胶囊，缩泉胶囊是新进基药独家品种，银杏叶胶囊享受发改委优质优价政策，两个品种每年销售都保持 20% 左右的增长。

图 5：银杏叶胶囊收入(百万)及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

图 6：缩泉胶囊收入(百万)及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

缩泉胶囊源自 767 年前南宋中医妇产科奠基人陈自明编着的《妇人良方》中的缩泉丸，由益智仁、乌药、山药三味药材组成，为治疗肾元虚冷之要方。缩泉胶囊属于四类新药，

是 12 版基药独家品种，同时也是中药保护品种。缩泉胶囊的市场认同度很高，主要是治疗老年人尿失禁的，疗效相当显著，10 年上市以来，增长势头强劲，销售规模已经超过银杏叶胶囊。借助此次进入新版基药契机，公司加大了该品种的临床推广力度，实现过亿销售规模指日可待。

银杏叶胶囊虽然产品批文较多，但质量差别很大。汉森制药的银杏叶胶囊是国家医保乙类品种，被国家发改委评为优质优价产品，汉森制药的每粒胶囊银杏总黄酮醇苷含量高达 40mg，其余 2 家优质优价品种的含量都为 9.6mg，这也是汉森银杏叶胶囊的最大优势之一。对比近期中标价格，汉森的银杏叶胶囊的中标价格都在其他 2 家公司的两倍左右。

表 2：银杏叶胶囊对比

生产厂家	每粒胶囊总黄酮醇苷含量	规格	单位	近期中标价(元)
汉森制药	40mg	250mg*20 粒	瓶	43.04
康恩贝	9.6mg	0.2g*24 粒	盒	18.01
上海信谊百路达药业	9.6mg	9.6mg*20 粒	盒	23.73

资料来源：健康网，宏源证券

三、外延收购丰富公司产品线，奠定长期发展基础

2013 年 11 月，公司以超募资金 2.82 亿元成功收购云南永孜堂 80% 股权。永孜堂产品资源的加入，进一步丰富了公司的产品线。一方面让公司在消化系统、心脑血管领域获得更多的产品支撑，公司已经形成以四磨汤口服液、胃肠灵胶囊、肠胃宁片为主的胃肠疾病用药产品系列，以银杏叶胶囊、天麻醒脑胶囊、参七心疏胶囊为主的心脑血管疾病用药产品系列。另一方面给公司提供了一个新的发展平台，立足昭通地中药材资源，发展以天麻醒脑为主的天然植物药品及保健品等生物产业，此次收购为公司长远发展奠定基础。

3.1 永孜堂产品储备丰富

永孜堂拥有 30 个品种，包括 6 个全国独家品种，2 个原研品种，2 个质量标准最新品种。天麻醒脑胶囊、八味肉桂胶囊、利胆止痛胶囊、白葵咳痰喘胶囊、胃肠灵胶囊、参七心疏胶囊、百贝益肺胶囊、通舒口爽胶囊为国家发明专利产品，具有自主知识产权。短期来看天麻醒脑胶囊有望首先发力，该品种适应症切合老年常见病，目前销售规模最大，已经进入 13 省医保增补，进入新版医保目录值得期待。

表 3：永孜堂主要品种情况

品种	竞争格局	推广市场	适应症	日服价格	医保基药
天麻醒脑胶囊	独家，20 年组方和工艺专利保护	医院	用于肝肾不足所致头痛头晕，记忆力减退，失眠，反应迟钝，耳鸣，腰酸。	6.25	13 省医保增补
八味肉桂胶囊	独家，20 年组方和工艺专利保护	otc	用于脾胃虚寒、胃脘冷痛、食欲不振、消化不良。	7	云南、广西医保目录产品
胃肠灵胶囊	独家，专利品种	otc	用于中焦虚寒，寒湿内盛，脘腹冷痛，大便稀溏或泄泻；慢性胃肠炎、慢性结肠炎见上述证候者。	10.35	云南
通舒口爽胶囊	独家，专利品种	otc	用于大肠湿热所致的便秘，口臭，牙龈肿痛。	6.6	-
百贝益肺胶囊	独家，专利品种	医院	用于治疗肺阴不足之久咳，以及支气管炎，及肺癆久咳。	10.85	云南

利胆止痛胶囊	独家, 专利申请中	医院	用于肝胆湿热所致的胁痛, 黄疸 (如急、慢性肝炎、胆囊炎)。	10	云南、辽宁、广西、湖北省级医保目录
参七心疏胶囊	独家, 专利品种	医院	用于气滞血瘀引起的胸痹, 证见胸闷, 胸痛, 心悸等; 冠心病心绞痛属上述症候者。	7.25	云南

资料来源: 公司资料, 宏源证券

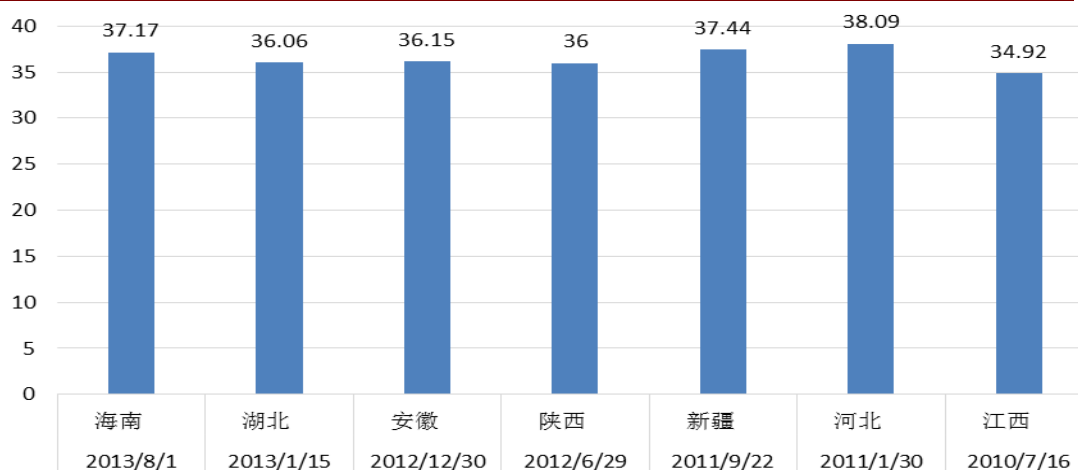
3.2 天麻醒脑胶囊开发潜力巨大

天麻醒脑胶囊是民族藏药, 具有 100 多年的使用历史。是云南省迪庆藏族自治州藏医院祁继光院长的家传治疗“脑痴呆”和“白脉病”(口眼歪斜、四肢麻木、失语、震颤、智力低下, 因脑外伤、脑血管意外和由于衰老所引起的脑萎缩等)的“六味脑痴呆方”。作为永孜堂主导产品, 每年实现的销售收入占永孜堂总销售收入的 50% 左右。经云南省天然药物药理重点实验室研究证明, 天麻醒脑胶囊具有良好的促智、活血化瘀、镇静催眠作用, 能有效抗凝, 抗血栓, 抗缺血缺氧, 增加脑血流量, 增大血脑通透性, 改善微循环, 增加脑组织供血有良效。因天麻醒脑胶囊具有促智、活血化瘀和镇静催眠等作用, 故对老年痴呆症具有防治的功效。该产品的主要竞争优势包括以下几个方面:

- 组方中的天麻, 为原产地保护的昭通天麻, 昭通天麻中天麻素含量达到 1.33%, 含量是其他天麻产区的 2-3 倍。中国国家质检总局于 2004 年 10 月正式批准云南省昭通天麻实施原产地域保护。
- 在所有的天麻类产品中, 唯一一个功能主治中有“记忆力减退”和“反应迟钝”的品种。
- 对老年痴呆症有防治功效的中药, 分享老年痴呆症的蓝海市场。
- 已进入了 13 省的医保目录, 有望进入新版国家医保目录。
- 全国独家品种, 20 年组方与工艺双专利保护 (ZL2004100227007)

基于该品种自身的诸多竞争优势, 借助公司的品牌运作能力, 我们认为该品种属于亿元以上的大品种, 未来有望媲美“四磨汤”, 成为公司的明星产品。

图 7: 天麻醒脑胶囊各地中标价情况(0.4g*36 粒, 元)



资料来源: 各省招标网站, 宏源证券

3.3 营销改革助推永孜堂开启新篇章

尽管永孜堂独家品种众多，但整体销售规模较小，主要原因在于永孜堂原有销售模式不符合企业发展。收购永孜堂制药后，公司设立了营销中心，下设四磨汤、缩泉、永孜堂三个销售事业部，四磨汤事业部重点是继续锤炼现有营销模式，提升四磨汤的销量，下大力气解决产品卖点提炼、产品流向管理、市场代表作用发挥、文员作用发挥等关键性细节问题。缩泉事业部重点是尽快完成营销模式转型，实现规范操作，加快培育缩泉胶囊市场。永孜堂事业部重点是参照汉森制药营销模式做好营销模式的转型，平稳过渡，逐步规范操作，并加快形成“深耕云南，布局全国”的市场格局。

永孜堂目前在云南的销售渠道建设初具规模，但省外还有很多空白，未来成长空间非常广阔。

四、盈利预测

核心品种四磨汤方面，随着募投项目完工及 GMP 认证通过，困扰公司多年的产能瓶颈得到解决，结合公司独特的营销模式及多年的营销部局，我们认为核心品种四磨汤销量增速有望迈入快车道，保持 30% 以上增长。非核心品种我们认为仍会保持 20% 以上增长。永孜堂方面，当前的整合以及营销改革需要一定时间，但基于其丰富公司产品线及当前收入规模，弹性空间很大，给予 50% 以上的收入增速。

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	306	298	312	419	营业收入	585	896	1211	1614
应收票据及账款	4	5	6	6	营业成本	152	256	350	467
应收账款	5	6	7	7	营业税金及附加	9	10	12	16
预付款项	27	76	80	107	销售费用	245	376	511	684
其他应收款	9	11	13	13	管理费用	62	90	115	139
存货	88	117	163	210	财务费用	-12	-4	-4	-6
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	381	366	318	270	营业利润	129	169	227	313
在建工程	33	0	0	0	营业外收支净额	2	1	1	1
无形资产	121	107	93	78	税前利润	131	170	228	314
长期待摊费用	1	0	0	0	减：所得税	20	25	34	47
资产总计	1284	1366	1505	1692	净利润	111	144	194	267
短期借款	0	0	0	0	减：少数股东损益	0	0	0	1
应付账款	77	93	119	148	归母净利润	111	144	193	266
预收款项	3	8	8	12	EPS	0.37	0.49	0.65	0.90
其他应付款	44	25	25	25	EPS(稀释)	0.37	0.49	0.65	0.90
其他流动负债	0	0	0	0	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	40	40	40	40	成长性				
其他非流动负债	12	8	8	8	营收增长率	19.5%	53.2%	35.2%	33.3%
负债合计	176	174	200	233	EBIT 增长率	48.9%	39.0%	35.1%	38.1%
股东权益合计	1108	1192	1304	1460	净利润增长率	36.4%	29.8%	34.2%	37.9%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	111	143	193	266	销售毛利率	74.1%	71.5%	71.1%	71.1%
非现金损益	11	62	62	62	销售净利率	19.0%	16.1%	16.0%	16.5%
营运资本减少	-35	-151	-160	-110	ROE	10.3%	12.4%	15.2%	18.7%
其他经营活动现金流	-11	-4	-5	-6	ROIC	30.00%	16.48%	20.03%	25.01%
经营活动现金流	76	50	90	212	估值倍数				
投资活动现金流	87	-3	1	1	PE	40.1	30.9	23.0	16.7
融资活动现金流	-28	-56	-76	-106	P/S	7.6	5.0	3.7	2.8
现金净变动	135	-9	15	107	P/B	4.13	3.83	3.49	3.12
期初现金余额	199	306	298	312	股息收益率	0.0%	1.4%	1.8%	2.5%
期末现金余额	306	298	312	419	EV/EBITDA	15.4	8.8	7.0	5.1

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。