

# 益佰制药 (600594.SH) 中药行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

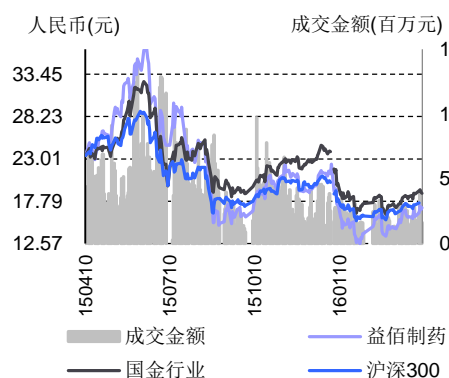
市场价格(人民币)：16.99元

## 医生集团成立，益佰制药“大肿瘤”生态圈拉开帷幕

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	782.36
总市值(百万元)	13,454.85
年内股价最高最低(元)	36.52/12.57
沪深300指数	3264.49
上证指数	3053.07



### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.190	1.208	0.222	0.622	0.694
每股净资产(元)	5.33	8.66	8.99	10.11	11.38
每股经营性现金流(元)	1.60	1.37	-2.11	0.93	1.05
市盈率(倍)	27.41	27.62	95.45	23.88	21.41
行业优化市盈率(倍)	40.26	43.45	67.16	51.46	51.46
净利润增长率(%)	28.77%	11.48%	-63.23%	179.94%	11.57%
净资产收益率(%)	22.31%	13.95%	4.94%	12.30%	12.19%
总股本(百万股)	360.63	395.96	791.93	791.93	791.93

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **肿瘤治疗产业链是医药行业未来最具成长性的细分领域之一**：肿瘤治疗产业链是国金医药团队2016年重点看好的方向之一，截至3月我们陆续发布了《肿瘤放疗》、《肿瘤影像》、《肿瘤免疫》三篇专题报告。我们认为与肿瘤药物相协同的肿瘤服务，将在行业需求和政策推动的双重刺激下，成为医药行业最具成长性的细分领域之一。益佰制药作为转型肿瘤医疗服务的标的之一，符合我们的逻辑，重点分析如下。
- **汇聚多方资源，打造“大肿瘤”生态圈**：当前公司旗下拥有淮南朝阳医院、灌南县人民医院、上海鸿飞伽马刀中心等线下医疗服务实体，在肿瘤医院服务领域的布局日渐清晰；与掌上药店合作探索药品销售OTO模式、与百洋科技合作成立易复诊大数据公司，公司陆续打通药品、医疗服务产业链，整合药店、药品、医生、患者的线上线下资源，持续推进“聚焦大肿瘤”战略。
- **安徽医生集团成立，高效利用医生资源**：公司在安徽合肥成立旗下第一个医生集团，集合包括肿瘤学术、治疗领域的领军人秦叔逵教授在内的10个核心人物，并与包括阜阳市人民医院在内的11个安徽医院成为签约合作单位。安徽医生集团将是公司布局的第一个医生集团，我们认为医生集团的成立，更有利于医生自由执业的开展和为民营医院提供高质量、高水平的诊疗服务。
- **传统中药业务触底回升**：公司2015年主业受行业大环境影响下滑，从去年三季度业绩开始企稳，随着公司“大肿瘤”生态圈的构建，未来将反哺中药主业，构成医疗服务和药品、线上与线下资源的协同发展。
- **员工持股、高管增持提供股价安全边际**：去年公司相继完成员工持股计划和高管增持股份，为公司股价提供安全边际。

### 投资建议

- 我们预测公司2015、2016、2017年净利润分别为1.76亿、4.9亿、5.5亿，对应EPS 0.22元、0.62元、0.69元，给予16年40倍P/E估值，目标价25元，给予“买入”评级。

### 相关报告

- 1.《员工持股计划完成购买，下半年值得期待-益佰制药公司点评》，2015.7.1

孙笑悦

联系人  
(8621)60230233  
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

### 风险提示

- 辅助用药控制的政策影响，医生集团的运营风险、盈利风险，公司医疗服务项目开展速度不达预期，招标降价的风险，并购整合风险，运营风险。

## 内容目录

中药企业转型医疗服务，打造大肿瘤生态圈 .....	4
医疗资源配置失衡带给民营资本的发展机遇 .....	7
我国医疗卫生机构提供服务的能力结构性失衡 .....	7
我国民营医院数量虽多，但医院规模和服务能力有待提升 .....	9
益佰制药汇聚多方资源，打造“大肿瘤+”生态圈 .....	11
我国肿瘤科缺少医生 .....	11
我国肿瘤科缺少病床 .....	13
肿瘤医疗产业并购基金提供资本支持 .....	13
多模式运营打造益佰制药肿瘤治疗平台 .....	14
益佰安徽医生集团成立，助力打造大肿瘤服务生态圈 .....	18
在中国医生集团大致可分为三个类别 .....	18
制约医生集团发展的要素 .....	19
医生集团做大的途径 .....	19
案例：张强医生集团 .....	20
公司传统中药业务触底回升 .....	21
员工持股、高管增持提供安全边际 .....	22
投资逻辑 .....	22
投资建议 .....	23
风险提示 .....	23

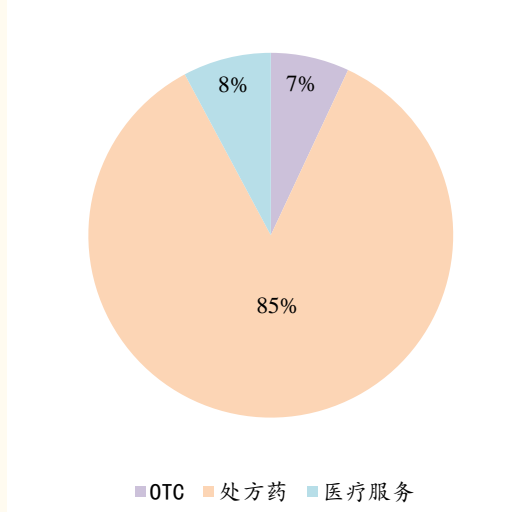
## 图表目录

图表 1: 1H15 各业务收入占比.....	5
图表 2: 1H15 各业务毛利占比.....	5
图表 3: 公司近三年销售费用率和净利率情况 .....	6
图表 4: 中药行业去年首次出现个位数增长 .....	6
图表 5: 2015 年前三季度卫生医疗机构服务人次统计 .....	7
图表 6: 2015 年国内各医疗机构数量 .....	7
图表 7: 各医疗机构占比情况 .....	7
图表 8: 国内各级医院数量构成 .....	8
图表 9: 2015 年前三季度各类医疗机构诊疗人次占比 .....	9
图表 10: 2015 年前三季度各类医疗机构诊疗人次增幅 .....	9
图表 11: 2015 年前三季度各类医疗机构出院人次占比 .....	9
图表 12: 2015 年前三季度各类医疗机构出院人次增幅 .....	9
图表 13: 民营医院逐年增加, 公立医院逐年减少 .....	10
图表 14: 民营医院床位占比低 .....	10
图表 15: 民营医院数量占比 49% .....	11
图表 16: 民营医院服务量占比 11% .....	11
图表 17: 肿瘤科医师占科室医师比例 0.8% .....	12
图表 18: 肿瘤科床位数占比 3.7% .....	12
图表 19: 肿瘤医院在所有专科医院中病床使用率最高 .....	13
图表 20: 淮南朝阳医院外景 .....	15
图表 20: 淮南朝阳医院伽马刀治疗中心 .....	16
图表 21: 淮南朝阳医院医保覆盖 .....	16
图表 22: 淮南朝阳医院基因检测科室 .....	17
图表 23: 淮南朝阳医院智能化中药房 .....	17
图表 20: 益佰制药聚焦大肿瘤战略布局 .....	18
图表 21: 医生集团运作模式 .....	19
图表 22: 张强医生集团签约机构和开展的服务项目 .....	20
图表 23: 公司主要产品 .....	21
图表 24: 销售收入按业务拆分, 抗肿瘤为第一大业务 .....	22
图表 25: 销售收入按品种拆分, 艾迪是第一大品种 .....	22

## 中药企业转型医疗服务，打造大肿瘤生态圈

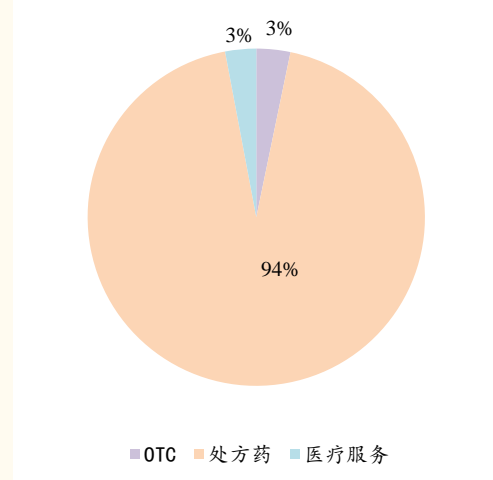
- 益佰制药成立于 1995 年，公司主要从事中药产品的研制、生产和销售，产品线涵盖抗肿瘤领域、心血管领域、生殖领域、OTC 领域等，主要产品包括艾迪注射液、康赛迪(复方斑蝥胶囊)、洛铂、银杏达莫注射液、葆宫止血颗粒、金骨莲胶囊等。
- 近年来，随着国家医疗体制改革逐步深入，国家和地方层面不断出台新政策。招标政策改革、公立医院改革、医保控费及支付体系改革等逐步推进，新政策对医药行业运行模式、产品竞争格局等带来较大的影响。
- 公司 2015 年上半年实现营业收入 15.9 亿，毛利润 12.7 亿，毛利率 80%。公司当前三大业务处方药、OTC、医疗服务的收入占比分别为 85%、7%、8%，毛利占比分别为 94%、3%、3%。

图表 1: 1H15 各业务收入占比



来源：公司资料，国金证券研究所

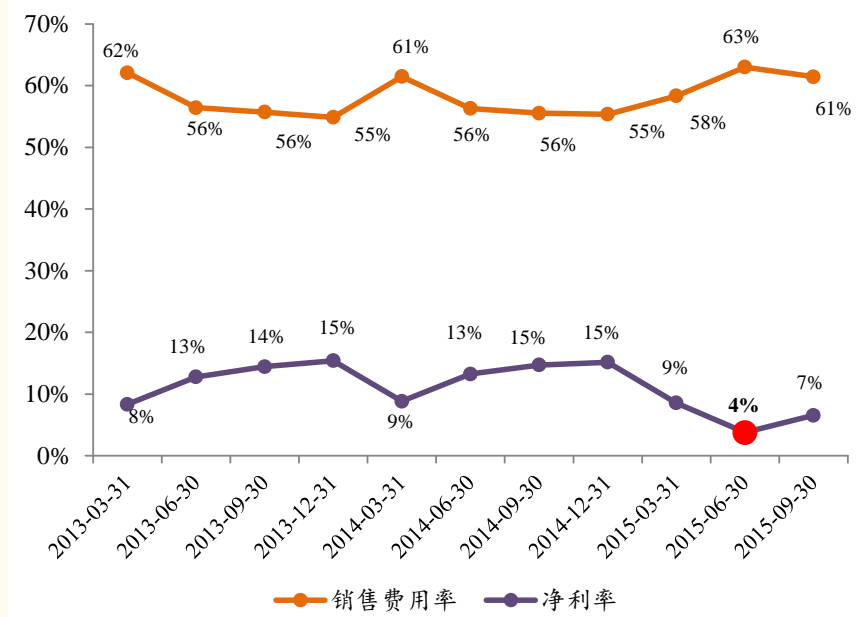
图表 2: 1H15 各业务毛利占比



来源：公司资料，国金证券研究所

- 2015 年上半年，由于公司销售费用投入加大(销售费用率高达 63%，为近三年以来最高)，导致公司净利润大幅下滑 62.5%降至 6,114 万。从第三季度看，公司业绩已经开始企稳。
- 销售费用加大投入导致 15 年上半年公司净利率下降到 4%，为近三年以来最低点，从 3 季度已开始回升。

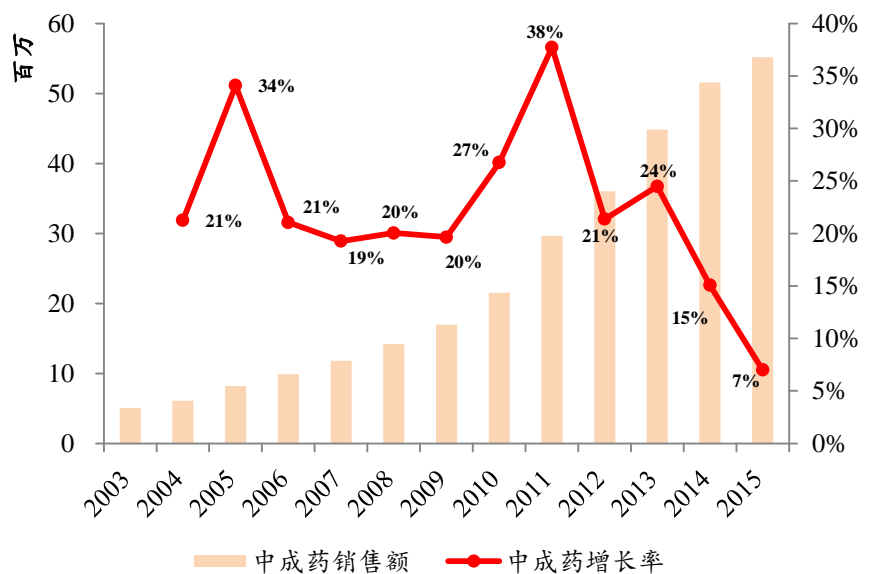
图表 3: 公司近三年销售费用率和净利率情况



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 公司去年业绩下滑一是由于公司销售战略调整和对二线品种加大投入力度, 二是由于整个医药行业医保控费、招标降价的大环境, 以及对于中药注射剂和辅助用药的限制政策。在以上诸多政策和宏观环境的综合影响下, 国内中药行业去年增速首次下滑到个位数, 告别了以往 20% 以上的行业高速增长时代。

图表 4: 中药行业去年首次出现个位数增长



来源: Wind, 国金证券研究所

- 在药品承压的同时, 鼓励社会资本办医、倡导医生多点执业等利好医疗服务行业发展的政策密集出台。公司管理层于去年提出转型“大肿瘤+”的发展战略。

## 医疗资源配置失衡带给民营资本的发展机遇

### 我国医疗卫生机构提供服务的能力结构性失衡

- 2015年1-9月,全国医疗卫生机构总诊疗人次达56.8亿人次,同比提高2.8%。其中:医院22.5亿人次,同比提高5.1%;基层医疗卫生机构32.4亿人次,同比提高1.5%;其他机构1.9亿人次。

图表5: 2015年前三季度卫生医疗机构服务人次统计

年份	诊疗人次(万人次)				出院人数(万人)			
	2014年1~9月	2015年1~9月	占比	同比	2014年1~9月	2015年1~9月	占比	同比
医疗卫生机构合计	552,673	568,206	100%	3%	14,634	15,191	100%	4%
公立医院	191,870	200,507	35%	5%	9,703	10,137	67%	4%
民营医院	22,314	24,544	4%	10%	1,320	1,507	10%	14%
基层医疗卫生机构	319,660	324,373	57%	1%	2,914	2,881	19%	-1%
其他医疗机构	18,830	18,782	3%	-0.3%	696	665	4%	-4%

年份	诊疗人次(万人次)				出院人数(万人)			
	2014年1~9月	2015年1~9月	占比	同比	2014年1~9月	2015年1~9月	占比	同比
三级医院	98,602	107,884	48%	9%	4,408	4,880	42%	11%
二级医院	85,268	86,532	38%	1%	5,164	5,238	45%	1%
一级医院	12,787	13,052	6%	2.1%	549	590	5%	7%
未定级医院	17,526	17,583	8%	0.3%	903	937	8%	4%
医院合计	214,184	225,051	100%	5.1%	11,023	11,644	100%	6%

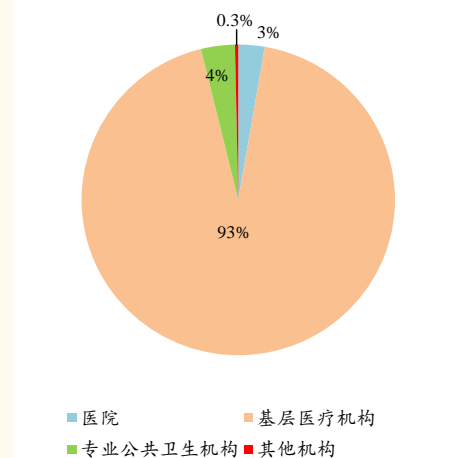
来源: 卫计委, 国金证券研究所

- 1. 各类医疗卫生机构中, 基层医疗机构消化一半以上的诊疗人次:
  - 在各卫生医疗机构中(医院、基层医疗卫生机构、其他医疗机构), 医院承担了主要的治疗职能, 住院接待了22.5亿人次的诊疗和1.16亿出院人次, 分别占到所有医疗机构的40%、76%; 基层医疗卫生机构分别占到57%、19%。
  - 由此可见, 当前中国92万个基层医疗机构承担了部分首诊的职能, 而住院病人多涌向医院。

图表6: 2015年国内各医疗机构数量

医疗机构	2015年数量	占比
医院	26,904	3%
基层医疗机构	924,969	93%
专业公共卫生机构	34,661	4%
其他机构	3,310	0.3%

图表7: 各医疗机构占比情况



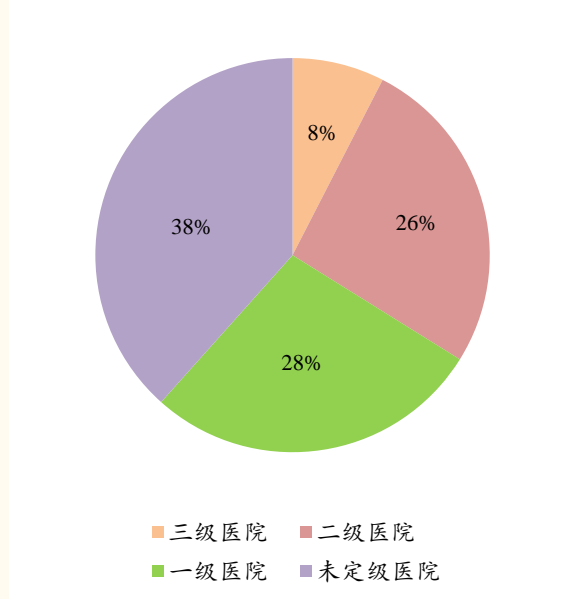
来源: 卫计委, 国金证券研究所

来源: 卫计委, 国金证券研究所

■ 2.各级医院接待能力与接待任务配比不平衡:

- 在各级医院中，三级医院主要承担的门诊(48%)和住院治疗(42%)职能，二级医院接待了 38%的诊疗人次和 45%的出院人次。但由于二级医院在数量上远多于三级医院，截止到 2015 年，中国有 2032 个三级医院、但有 7080 个二级医院，
- 由此可见三级医院虽数量少，但服务了更多的病人，这也从侧面说明了国内大三甲医院人满为患的局面。

图表 8: 国内各级医院数量构成



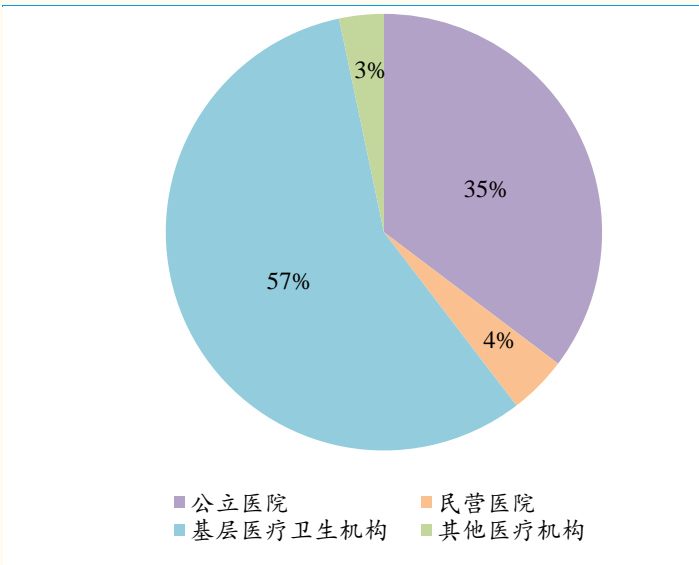
来源: 卫计委, 国金证券研究所

■ 3. 民营医院服务能力提升，未来仍有提升空间:

- 在各类医疗机构的诊疗人次中，公立医院占到 35%，民营医院占到 4%，但民营医院的增速达到 10%，公立医院只有 5%。

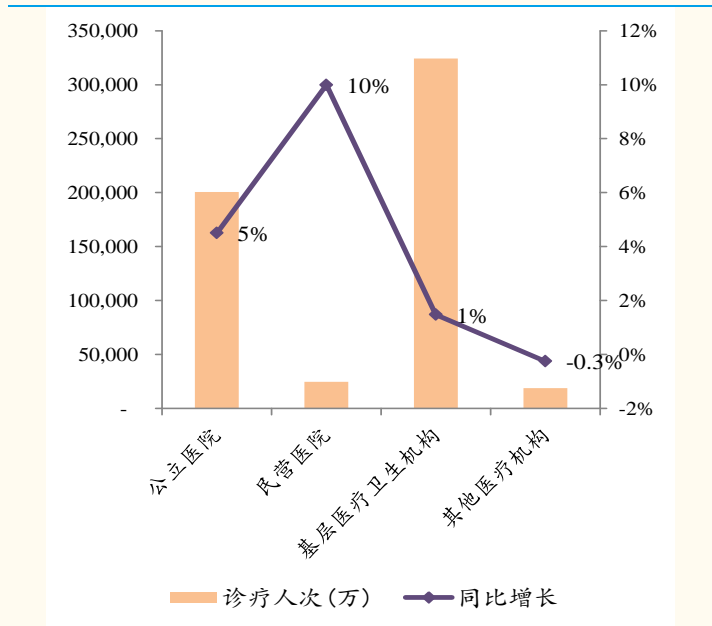


图表 9：2015 年前三季度各类医疗机构诊疗人次占比



来源：卫计委，国金证券研究所

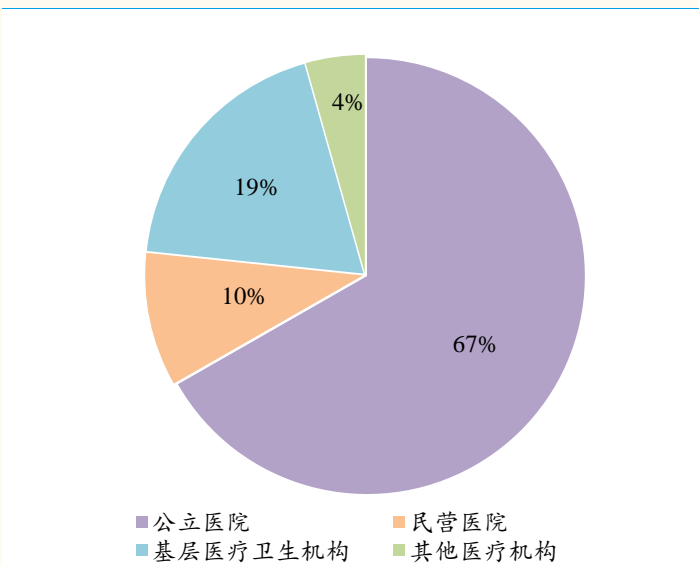
图表 10：2015 年前三季度各类医疗机构诊疗人次增幅



来源：卫计委，国金证券研究所

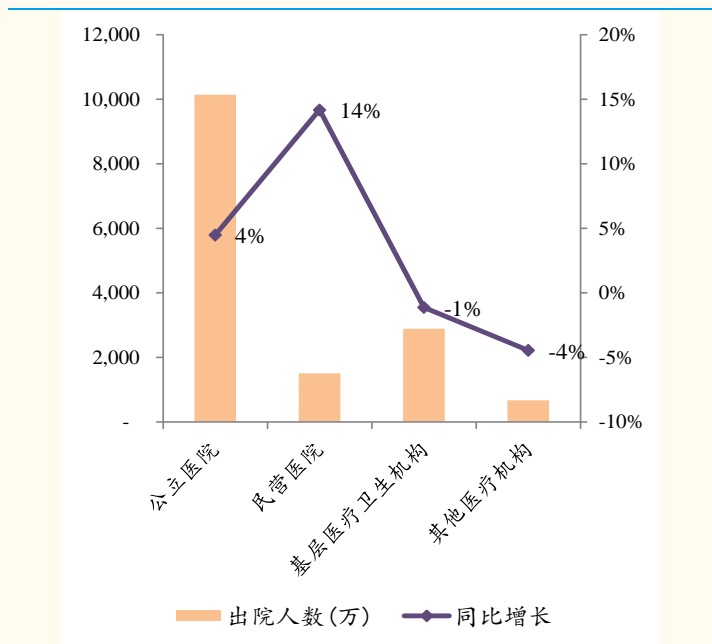
- 再从在各类医疗机构的出院人次中，公立医院占到 67%、民营医院占 10%，但民营医院的增长率达到 14%、公立医院只有 4% 的增长。

图表 11：2015 年前三季度各类医疗机构出院人次占比



来源：卫计委，国金证券研究所

图表 12：2015 年前三季度各类医疗机构出院人次增幅



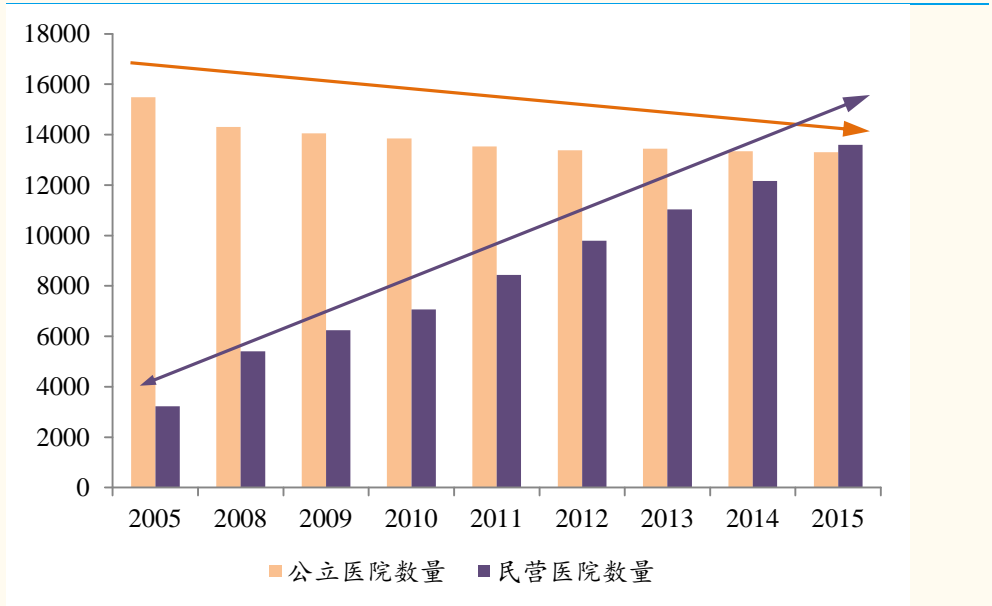
来源：卫计委，国金证券研究所

- 由此可见，民营医院提供的医疗服务占比虽不高，但增速很快。

我国民营医院数量虽多，但医院规模和服务能力有待提升

- 我国民营医院由 2005 年的 3,220 个发展到到 2015 年 13,600 个，年复合增速高达 15%；而公立医院由 15,483 个下降到 13,304 个，而且自 2008 年以来，逐年减少。从发展趋势来看，民营医院发展势头高于公立医院。

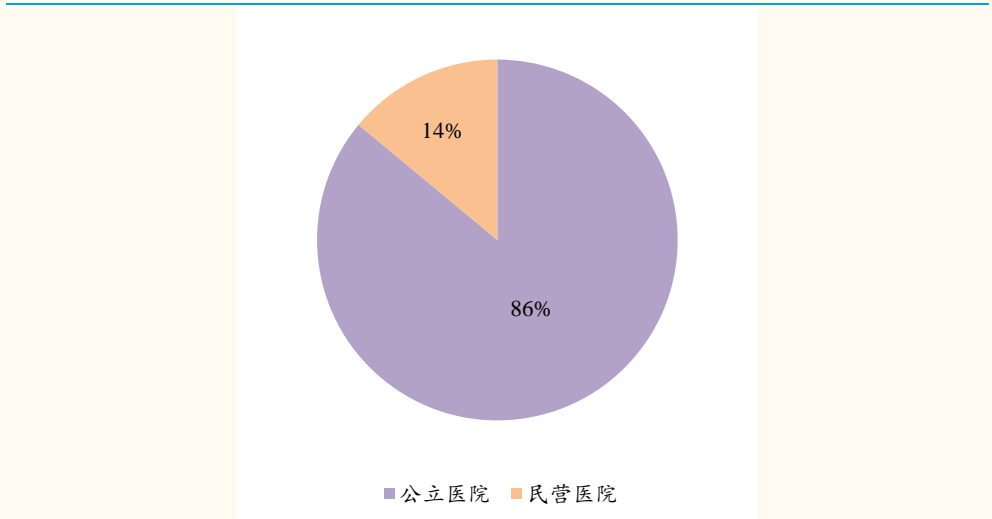
图表 13: 民营医院逐年增加, 公立医院逐年减少



来源: 卫计委, 国金证券研究所

- 截止到 2015 年, 我国共有 2.7 万个医院, 其中公立医院 13,304 个, 民营医院 13,600 个, 数量来看各占一半。
- 但从 2015 年前三季度的诊疗服务人次来看, 民营医院提供的服务量在医院中的占比只有 11%。
- 从全国 400 多万张床位来看, 民营医院床位数只占 14%。

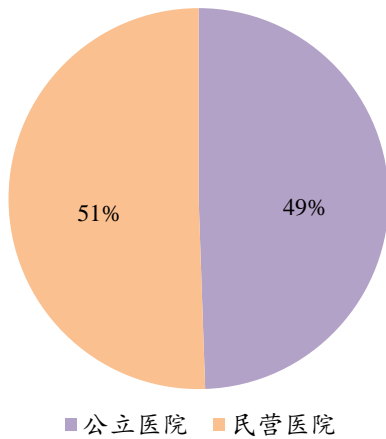
图表 14: 民营医院床位占比低



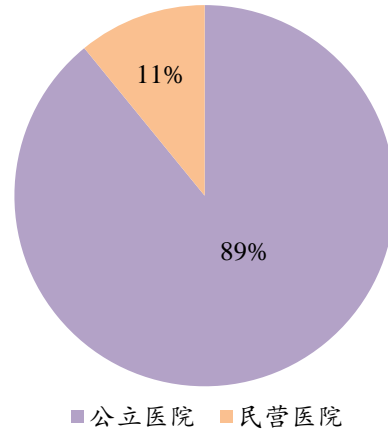
来源: 卫计委, 国金证券研究所

- 民营医院的数量占比接近 50%，但所提供的服务只有 11%，且只有 58 万张床位来看，国内的民营医院数量多、规模小。

图表 15: 民营医院数量占比 49%



图表 16: 民营医院服务量占比 11%



来源: 卫计委, 国金证券研究所

来源: 卫计委, 国金证券研究所

- 截止到 2013 年, 我国所有医疗卫生机构从业人员达到 900 万人, 其中医院 490 万, 其中公立医院人员占比达到 87%, 从卫生技术人员统计口径来看占比达到 88%。
- 民营医院卫生技术人员只占到 12%, 这也国内民营医院所提供的服务量只占 11% 的情况相吻合。
- 由此可见, 我国民营医院发展中遇到的瓶颈之一是医生资源。

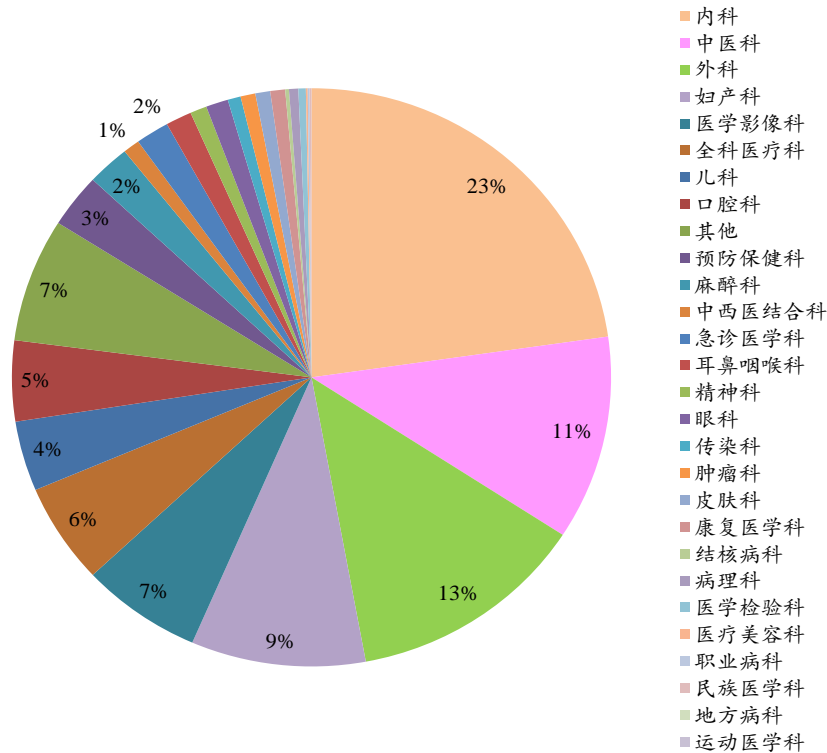
### 益佰制药汇聚多方资源, 打造“大肿瘤+”生态圈

- 公司新管理团队自去年就任后, 制定了“拥抱互联网, 聚焦大肿瘤”的经营战略, 未来将逐步将公司核心业务从传统的制药领域拓展至以肿瘤为焦点、以患者为核心的医疗服务领域, 拟为患者提供包括诊断、预防、治疗、远程咨询、慢病管理等一站式的肿瘤患者管理体系, 打造抗肿瘤领域的重度垂直的闭环医疗平台, 实现由制药向医疗服务方向的战略转型。

### 我国肿瘤科缺少医生

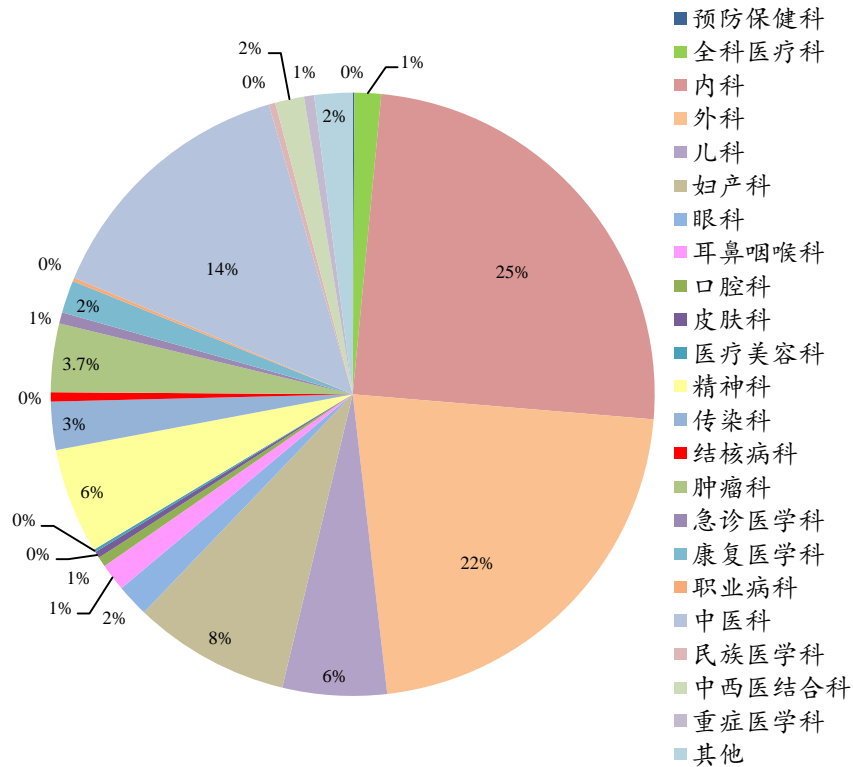
- 根据卫生统计年鉴披露的肿瘤科执业医师+助理医师占各科室比例 0.8%, 倒推出全国约有两万名肿瘤医生。
- 我国肿瘤科医师占所有科室医师的比例只有 0.8%, 但肿瘤科的床位占所有科室 3.7%。由于肿瘤患者对住院需求较高, 这种不匹配导致肿瘤科医生供给不足。

图表 17: 肿瘤科医师占科室医师比例 0.8%



来源: 卫计委, 国金证券研究所

图表 18: 肿瘤科床位数占比 3.7%

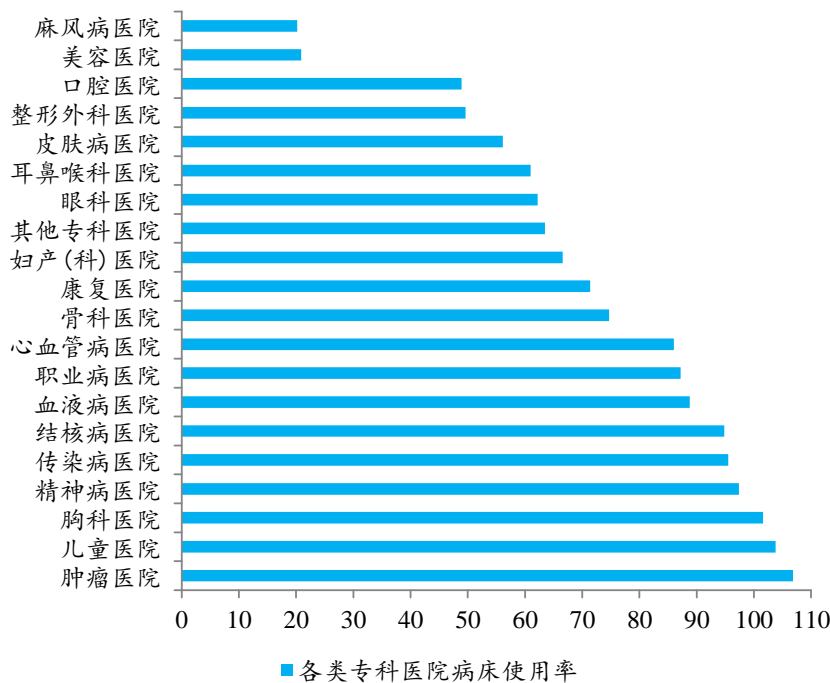


来源: 卫计委, 国金证券研究所

### 我国肿瘤科缺少病床

- 肿瘤医院是所有专科医院中病床使用率最高的医院，达到 107 的使用率，表明全国肿瘤科病床都处于加床、供给不足的局面。

图表 19：肿瘤医院在所有专科医院中病床使用率最高



来源：卫计委，国金证券研究所

- 与其他疾病不同，肿瘤患者的就诊基本都在医院，2013 年肿瘤科接待门急诊人次 2041 万人次，其中医院占 2039 万人次(占比几乎 100%)，其他科室，如内科、儿科、妇产科、皮肤科、结核科等，基层医疗机构承接较多患者。
- 肿瘤科年出院人数约 460 万，2015 年有 430 万人被确诊为癌症，从这两个数字我们可以看到已有的肿瘤医院资源基本可以消化当年的新增患者。但是由于 2012 年时中国癌症发病人数 302 万，2015 年癌症确诊人数 430 万人，可推测过去三年里，癌症发病患者以年均 12.5% 的速度增长。这意味着为了服务每年的新增病患，肿瘤科资源也应该以 10% 以上的速度提供供给。当前中国肿瘤科总床位数是 15 万，则每年的肿瘤科病床缺口为 1.5 万张。在政府对公立医院的投入放缓、鼓励社会资本办医的背景下，肿瘤科资源不足，使得民营资本的介入成为必需。

### 肿瘤医疗产业并购基金提供资本支持

- 公司出资 1.5 亿与从事医药医疗投资的专业金融服务机构中钰资本管理有限公司共同发起设立肿瘤医疗产业并购基金。并购基金投资规模 30 亿，分三期出资。投资方向限于与益佰制药战略发展规划相关的肿瘤医疗服务机构(肿瘤医院)，主要方式包括但不限于并购、新建、合作经营等。被投标的项目未来可以由益佰制药在同等条件下优先收购，或者以通过产业整合、并购重组、独立上市等方式实现被投标的项目的退出。
- 中钰并购基金的成立为公司体外培育肿瘤医院、肿瘤治疗中心、帮助公立医院扩建肿瘤科室，以及外延并购等模式提供资本支持。

## 多模式运营打造益佰制药肿瘤治疗平台

### ■ 金沙洲医院肿瘤治疗中心

- 2015年12月29日，由广州益佰医疗投资管理有限公司和广州中医药大学金沙洲医院双方共建的肿瘤治疗中心，已在金沙洲医院举行开工奠基仪式。
- 2015年9月，公司与广州中医药大学金沙洲医院签订《合作框架协议》，由益佰制药和金沙洲医院各出资1530万、1470万，分别占股51%、49%成立广东肿瘤投资管理有限公司建设肿瘤中心，该中心由肿瘤普通放疗中心、肿瘤质子治疗中心、细胞免疫治疗中心及500余张床位的肿瘤病房组成。该中心与广东省肿瘤防治技术领先的医疗机构开展深度、长期的合作。
- 广州中医药大学金沙洲医院是广佛都市圈内唯一一家大型三级甲等医院。自2015年4月投入运营以来，已经创造了良好的社会和经济效益。

### ■ 淮南朝阳医院

- 公司2016年1月16日公告，与淮南朝阳医院法定代表人宋士和先生签署协议，拟以2.6亿现金收购淮南朝阳医院管理公司32.5%的股权，待上述股份完成工商变更登记后，后续以3.5亿增资，增资完成后公司将持有淮南朝阳医院53%的股权。增资资金将用于以朝阳医院为平台对周边营利性医院的并购及建立现代精准肿瘤治疗中心。
- 此外，协议规定，宋士和先生应当尽合理努力促使朝阳医院变更为营利性医院；二次交割后如标的医院明确无法转为营利性医院，公司将考虑于6个月内将朝阳医院的主要资产(房屋、大型医疗设备)的所有权以及国有土地使用权转移至医院管理公司，所引起的税费、补缴国有土地有偿使用费、成本由医院管理公司承担；在确保朝阳医院盈利的条件下，医院管理公司有权向朝阳医院收取当年营业收入总额5%-25%不等的管理费。
- 淮南朝阳医院是集医疗、科研、教学、预防为一体的安徽省首家综合性非营利性三级乙等民营医院。建筑面积3.4万平米。
- 1989年建立时有120张床位，目前有780张床位。其中2008年落成内科大楼新增床位260张，但整个医院仍很拥挤，走廊加满病床。医院成立至今一直保持良好的运营，医院的心脏内科、心脏外科和呼吸内科是淮南市的优秀学科，医院成立至今已进行冠状动脉搭桥手术数百例。医院锐意进取，去年还新添了基因检测科室，用于靶向用药的用药前基因诊断。

图表 20：淮南朝阳医院外景



来源：实地调研，国金证券研究所

- 
- 医院现有病床 780 张，员工 1100 余人，其中医护人员 785 人，固定资产超过 3 亿，年门急诊 43 万人次，年出院病人 24 万，年手术 9700 台次，去年收入 3.25 亿，重点学科包括心血管内外科、呼吸科、肿瘤科。医院覆盖医保种类包括市居民医保、职工医保、淮南矿业集团医、市离休医保、新农合、商业保险等。

图表 21: 淮南朝阳医院伽马刀治疗中心



来源: 实地调研, 国金证券研究所

图表 22: 淮南朝阳医院医保覆盖



来源: 实地调研, 国金证券研究所

- 
- **医院当前亟待扩建和设备更新:** 各科室大部分处于加床的状态, 需求旺盛; 医院 1996 年购买的伽马刀至今还在使用, 到了设备需更新换代的时候。
- **医院周边环境存在扩建的可能:** 医院周边有资不抵债待转让的酒店和技校, 未来可作为扩建的场地。
- **淮南朝阳医院未来拟打造大综合+强专科:** 构建以淮南市为中心、辐射皖北地区的医疗服务体系。拟收购/兼并 100~500 床位民营医院; 参与周边公立医院改革, 股份制改造/托管; 托管基层医院, 卫星式布局社区卫生服务站等。



图表 23：淮南朝阳医院基因检测科室



图表 24：淮南朝阳医院智能化中药房

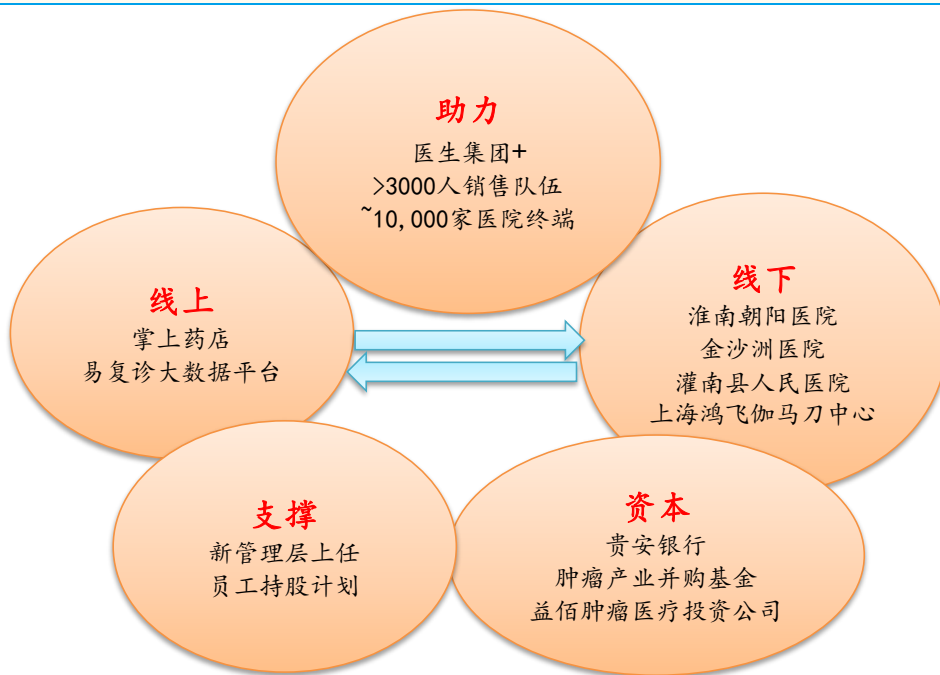


来源：实地调研，国金证券研究所

来源：实地调研，国金证券研究所

- 医院现在账上现金 7000 万，益佰已对其增资 3.5 亿，我们认为朝阳医院未来两年将在资本的助力下，迈入发展的新台阶。
- 其他落地可期项目
  - 2015 年 10 月，公司与自然人尹红签订共同出资设立上海益佰肿瘤医疗投资管理公司的框架协议，与尹红合作，一年内收购或受让不低于三个肿瘤医疗项目。
  - 尹红女士在 2011 年~2013 年担任天津诚康医院管理有限公司副总裁，2013 年~2014 年底担任上海交通大学下属仁济医疗集团总经理助理兼市场总监，2014 年底至今担任梵康科技副总经理。
- 加上公司目前拟收购并增资的淮南朝阳医院；以及公司原有的灌南县人民医院、上海鸿飞伽马刀中心，公司当前在肿瘤医院服务领域的布局日渐清晰，加上公司之前与掌上药店合作探索药品销售 OTO 模式、与百洋科技合作成立易复诊大数据公司，公司陆续打通药品、医疗服务产业链，整合药店、药品、医生、患者的线上线下资源，持续推进“聚焦大肿瘤”战略。

图表 25：益佰制药聚焦大肿瘤战略布局



来源：国金证券研究所

### 益佰安徽医生集团成立，助力打造大肿瘤服务生态圈

- 2016年4月9日，益佰制药在安徽合肥成立旗下第一个医生集团，集合包括肿瘤学术、治疗领域的领军人秦叔逵教授在内的10个核心人物，并与包括阜阳市人民医院在内的11个安徽医院成为签约合作单位。安徽医生集团将是公司布局的第一个医生集团，我们认为未来公司还将在国内更多省份有所布局。医生集团的建立，标准公司布局大肿瘤服务生态圈的序幕拉开。
- 医生集团最早兴起于美国，主要通过PHP(Physician Hospital Partnership)模式构建。PHP模式在美国应用多年，是指从公立医院辞职的医生用自由执业身份与医生集团签约，在医生集团签约的各家医院里坐诊或者手术，通过提供医疗服务取得分成收入或保险支付。个人与集团各自分工，医生专注于技术及病人或临床管理，医生集团负责行政、财务、运营等。PHP模式使医生与医院之间不再是雇佣关系，而是合作伙伴关系。PHP能促进医生提供高效率、高质量的医疗服务，同时降低医疗成本。

### 在中国医生集团大致可分为三个类别

- **体制内的医生集团：**医生不离开医院，保留医院编制，只是用业余时间通过多点执业的方式参与医生集团。由医生集团为签约医生提供对口执业医院（以基层公立医院和高端私立医院为主）开展医疗服务。医生集团对签约医生采取的多劳多得的奖励方式。但这种模式下，医生仍受到第一执业单位的约束，且执业时间碎片化，影响到医生对医生集团的投入、参与度和执业效率。
- **体制外医生集团：**医生完全脱离体制，自有执业。医生加入医生集团后，由医生集团负责联系对口执业医院（以私立医院为主）或医生集团下属的手术中心行医。但这种模式对于医生而言风险较大，且对医生的要求较高（名气、能力、聚拢患者资源），此外，没有打通医保支付。

- **线上医生集团：**轻资产模式，本质上是远程医疗的多科室医生协同服务，未涉及到医生线下活动。对于医生的工作环境没有要求，但盈利能力有限，也存在误诊的风险。

图表 26：医生集团运作模式

模式	运营方式	优势	劣势	代表
体制内医生集团	多点执业，依然拥有医院编制	医生保有体制内的福利	第一职业单位的约束； 执业时间碎片化	中康医生集团、大家医联
体制外医生集团	医生完全脱离体制； 医生集团安排医生对对口执业 医院行医	医生自由执业，多劳多得	对医生而言风险较高； 对医生的名气、能力要求高； 无法取得医保支付	张强医生集团、万峰医生集团、杏香园
线上医生集团	多科室远程协作问诊	投入低，风险小	没有涉及到线下服务的局限性	微医集团、三甲医生集团

来源：国金证券研究所

- 我们认为，制约医生集团发展的几个因素，或者说医生集团可复制的前提是医生可以自由多点执业、医生劳动价值得到提升、商业保险的蓬勃发展解决病患的支付问题。

### 制约医生集团发展的要素

#### ■ （一）多点执业

- 在 2015 年的《关于推进和规范医师多点执业的若干意见》中，将申请多点执业应当征得其第一执业地点的“书面同意”改为“同意”；明确医师多点执业的人事（劳动）关系；简化注册程序，同时探索实行备案管理的可行性，在条件成熟的地方探索实行区域注册。说明从政策层面来看，医生多点执业已无需取得第一执业单位的书面同意，如果备案管理成为可能，则将极大地减少医生开展多点执业的障碍。

#### ■ （二）医生劳动价值的提升

- 在国务院 2015 年发布的《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》中，提出“在降低药品、医用耗材费用和取消药品加成的同时，降低大型医用设备检查治疗价格，合理调整提升体现医务人员技术劳务价值的医疗服务价格，特别是诊疗、手术、护理、床位、中医等服务项目价格。”以医疗服务价格的提升弥补医院取消药品加成的损失是深化医改的重点，尊重医生劳动、提高医疗服务价格是医改的必经之路。

#### ■ （三）大力发展商业保险势在必行

- 随着社会老龄化、医疗服务需求的攀升，医保控费是成为制约医药产业发展的因素。随着医保筹资端难度的加大，支付端的改革势在必行。以国家医保为主体的支付模式，将向商业医保发展。
- 当前我国商业保险市场规模约 1000 亿元，商业保险密度为 69 元/人，而美国 2011 年商业保险市场规模已达 6745 亿美元，商业保险密度约为 2161 美元/人。
- 在医保支付能力日益不足和社会医疗服务需求攀升的大环境下，我们认为随着更多鼓励商业保险的政策推行，国家大力发展商业保险势在必行。

### 医生集团做大的途径

#### ■ （一）与民营医院合作共赢

- 这种模式下，医生集团不需要做重资产的投入，只需和民营医院保持良好的合作关系。从医生资源重新配置角度来看，自由执业使得公立医院的大批优质医生获得流动性而医生集团将成为医生的有效组织模

式，具备良好执业条件的民营医院可以吸引医生集团入驻或直接投资、组建医生集团，更好解决发展瓶颈。

- 所以，这种模式下，医生集团和民营医院合作共赢，而民营医院有望成为直接的获益者。

## ■ (二) 医生集团线下扩张之路

- 医生集团缺乏执业场地，美国同行的做法是通过融资建立医生集团的日间手术中心，是指患者接受门诊手术，并于当天出院的一种治疗形式，等同于门诊手术或日间诊所。日间手术中心模式有利于提高床位周转率、缩短患者等候时间、减少就医费用，但相关的医保、术后康复等配套措施仍有待完善。
- 根据日间联盟的普查，截至 2014 年 12 月，全国共有 18 个省市的约 105 家医疗机构开展了日间手术。预计到 2020 年前，国内开展日间手术的医院将达到 200-300 家，日间手术占择期手术比例将达到 20%-30%。
- 这种模式下，医生集团可以保持更好的独立性，但需要做线下的重资产投资，病患的来源也是需要考虑的问题。

### 案例：张强医生集团

- 张强医生集团成立于 2014 年 7 月 1 日，曾建立独立运营的各专科医生集团，如疝外科医生集团、男士整形医生集团、口腔颌面外科医生集团等。2016 年初，张强医生集团成为国内首家血管外科医生集团。
- 医生来源：张强医生集团由上海、北京的原三甲医院的优秀外科专家团队组成
- 模式：采用 PHP 模式与医院（主要是民营医院）签约。PHP 模式在收入标准上更加规范化，在合作医院，张强医生集团按照国际通行的 CPT-CODE 标准（标准化医疗服务薪酬计算方式，即按照服务时间与难度权重计算医生的报酬）计酬，与医院的考评体系或经营规则无关。
- 品牌：下肢静脉曲张治疗
- 线下资产：2016 年 1 月携手北京和睦家康复医院在国内独家开设血管康复中心，为下肢动脉硬化闭塞症患者、下肢深静脉血栓后遗症患者提供非手术的康复治疗方
- 2016 年 2 月启动医生集团京沪下肢深静脉血栓诊疗中心，为急性深静脉血栓患者提供快速诊疗（入院 60 分钟内启动）的绿色通道。初步计划落户北京王府医院（三甲）和上海禾新医院（台资）。
- 截止 2015 年底，张强医生集团已经采用 PHP 模式与 8 家医院建立合作关系。

图表 27：张强医生集团签约机构和开展的服务项目

临床基地	签约机构	开展服务
北京和睦家临床基地	北京和睦家医院	下肢静脉曲张、下肢动脉硬化闭塞症、腹主动脉瘤
禾新临床基地	上海禾新医院	下肢静脉曲张、静脉血栓
沃德临床基地	上海沃德医疗中心	下肢静脉曲张
血管康复临床基地	北京和睦家康复医院	下肢动脉硬化闭塞症、深静脉血栓后遗症、糖尿病足
善方临床基地	北京善方医院	腹股沟疝、口腔颌面外科、下肢静脉曲张
静脉曲张诊疗中心	浙江绿城心血管病医院	下肢静脉曲张
天津临床基地	天津和睦家医院	下肢静脉曲张
青岛临床基地	青岛和睦家医院	下肢静脉曲张

来源：国金证券研究所

### 公司传统中药业务触底回升

- 公司产品分为处方药和非处方药，主要涵盖抗肿瘤类、心血管类和镇咳类三大领域。恶性肿瘤、心脑血管和呼吸系统疾病是中国死亡率最高的病种，公司的主要产品布局于这三个市场，尤其以抗肿瘤药为核心。
- 目前，公司拥有 212 个品种的药品生产批准文号，其中 164 个品种进入国家医保目录（甲类品种 30 个，乙类品种 54 个）、16 个品种为原研产品、7 个品种被列入《国家基本药物目录》，2 个产品为国家中药保护品种。
- 产品涉及中成药、化药和生物药，组内产品契合度高。
- 中药肿瘤用药聚积以艾迪、康赛迪和艾愈 3 大产品，生化抗肿瘤用药聚积铬泊、科博肽以及其他产品，慢病用药组以心血管产品为主，聚积以杏丁、瑞替普酶、理气活血、心脉通、金骨莲等多个产品。妇（男）科用药线聚积以妇炎消、葆宫止血、泌淋胶囊（颗粒）、疏肝益阳等众多产品，镇咳类用药聚积克咳家族系列等产品。

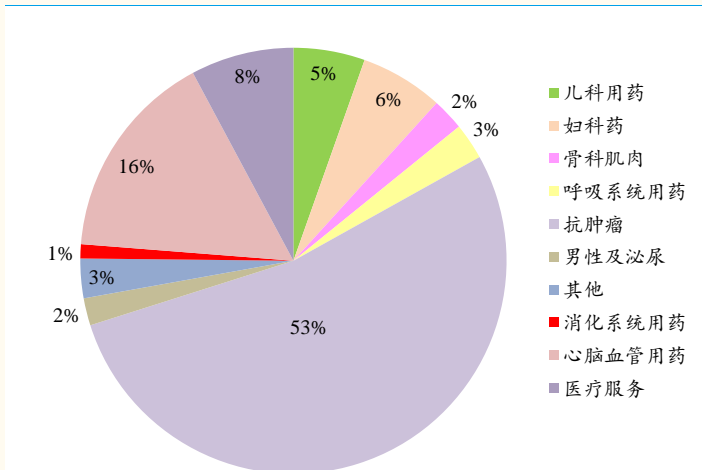
图表 28：公司主要产品

抗肿瘤药	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
	康赛迪	原发性肝癌、肺癌、直肠癌妇科恶性肿瘤(卵巢癌、子宫内膜癌、绒毛膜癌等)
	洛铂	不能手术的转移性乳腺癌、转移性小细胞癌、慢性粒细胞性白血病
	科博肽	晚期癌症疼痛、慢性关节痛、坐骨神经痛等
	白介素-11	防止严重血小板减少，降低化疗后血小板减少危害的非骨髓病人对血小板输注的需求
	EPO	促进红细胞生成，使患肾病贫血的病人增加血流比容度
	艾愈胶囊	中晚期癌症的辅助治疗和癌症放化疗引起的白细胞减少症
心脑血管	银杏达莫注射液	冠心病、血栓栓塞性疾病
	理气活血滴丸	冠心病、心绞痛
	心脉通胶囊	活血化瘀、降压降脂
	注射用瑞替普酶	由冠状动脉梗塞引起的急性心肌梗塞的溶栓治疗
男科/泌尿科	前列癃闭通颗粒	肾虚血瘀所致癃闭
	疏肝益阳胶囊	肝郁肾虚
	泌淋胶囊/颗粒	湿热所致淋症，尿路感染
其他专科药	金骨莲胶囊	风寒引起的肌肉酸痛、关节红肿疼痛以及屈伸不利等风湿类疾病的治疗
	骨肽注射液	有利于骨折修复和治疗增生性骨关节疾病和类风湿关节炎等
	清开灵冻干粉	清热解毒
	妇炎消胶囊	生殖系统炎症，痛经带下
OTC产品	心胃止痛胶囊	急慢性胃炎，十二指肠溃疡
	克咳胶囊	止咳祛痰
	小儿止咳糖浆	吐痰止咳
	半夏止咳胶囊	止咳祛痰

来源：公司资料，国金证券研究所

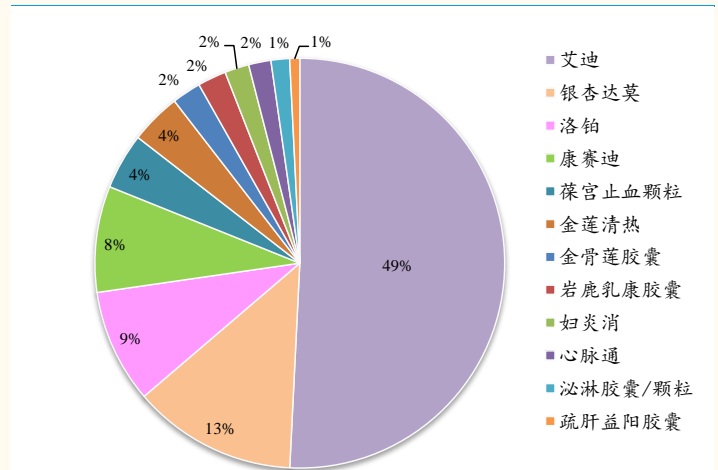
- 公司一直坚持学术推广营销策略。公司的学术推广，已经得到肿瘤和心血管领域的专家、医生和艾迪注射液为秘密级国家秘密技术、国家中药二级保护品种，为国家高等级医学教材中药抗肿瘤首选用药。银杏达莫注射液为国内心血管领域银杏达莫制剂第一品牌，拥有三项国家专利的原研产品。公司的品牌及在肿瘤、心血管、止咳用药领域的良好声誉。

图表 29：销售收入按业务拆分，抗肿瘤为第一大业务



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 30：销售收入按品种拆分，艾迪是第一大品种



来源：公司资料，国金证券研究所

- 目前公司核心产品覆盖全国 1,100 余家主要的三级医院，2,000 多家二级医院，600 多家一级医院和 5,000 多家其他医院。

#### 员工持股、高管增持提供安全边际

- 2015 年 7 月公司员工持股计划以 26.05 元/股购入公司 487 万股股票，占公司总股本 1.23%。参加认购本员工持股计划的公司董事、监事、高级管理人员、公司中层管理人员和核心技术（业务）人员共计不超过 53 人。包括公司总经理、副总经理在内的高管完成认购。
- 2015 年 8 月底，公司总经理郎洪平、副总经理张圣贵、汪志伟通过“华泰聚力 3 号集合资产管理计划”增持公司股份 132 万股，占公司总股本 1.7%。
- 董事长窦啟玲于 2015 年 9 月以 17.38/股价格增持 588 万股，董事长持股 23%，为公司第一大股东。
- 公司以民营医院为依托，以医生集团实现医生资源的高效分配，结合大数据，陆续打通药品、医疗服务产业链，整合药店、药品、医生、患者的线上线下资源，持续推进“聚焦大肿瘤”战略。员工持股与高管增持提供股价安全边际，看好公司未来在肿瘤医疗服务领域的拓展。

#### 投资逻辑

- **公司汇聚多方资源，打造“大肿瘤”生态圈：**当前公司旗下拥有淮南朝阳医院、灌南县人民医院、上海鸿飞伽马刀中心等线下医疗服务实体，在肿瘤医院服务领域的布局日渐清晰；与掌上药店合作探索药品销售 OTO 模式、与百洋科技合作成立易复诊大数据公司，公司陆续打通药品、医疗服务产业链，整合药店、药品、医生、患者的线上线下资源，持续推进“聚焦大肿瘤”战略。
- **安徽医生集团成立，高效利用医生资源：**公司在安徽合肥成立旗下第一个医生集团，集合包括肿瘤学术、治疗领域的领军人秦叔逵教授在内的 10 个核心人物，并与包括阜阳市人民医院在内的 11 个安徽医院成为签约合作单位。安徽医生集团将是公司布局的第一个医生集团，我们认为医生集团的成立，更有利于医生自由执业的开展和为民营医院提供高质量、高水平的诊疗服务。

- **传统中药业务触底回升：**公司 2015 年主业受行业大环境影响下滑，从去年三季度业绩开始企稳，随着公司“大肿瘤”生态圈的构建，未来将反哺中药主业，构成医疗服务和药品、线上与线下资源的协同发展。
- **员工持股、高管增持提供股价安全边际：**去年公司相继完成员工持股计划和高管增持股份，为公司股价提供安全边际。

### 投资建议

- 我们预测公司 2015、2016、2017 年净利润分别为 1.76 亿、4.9 亿、5.5 亿，对应 EPS 0.22 元、0.62 元、0.69 元，给予 16 年 40 倍 P/E 估值，目标价 25 元，给予“买入”评级。

### 风险提示

- 辅助用药控制的政策影响，医生集团的运营风险、盈利风险，公司医疗服务项目开展速度不达预期，招标降价的风险，并购整合风险，运营风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,253</b>	<b>2,785</b>	<b>3,157</b>	<b>3,739</b>	<b>4,520</b>	<b>5,334</b>	货币资金	192	149	1,053	390	236	159
增长率		23.6%	13.4%	18.4%	20.9%	18.0%	应收款项	969	1,091	1,003	1,675	2,025	2,390
主营业务成本	-417	-497	-571	-737	-947	-1,210	存货	160	195	352	333	428	547
%销售收入	18.5%	17.8%	18.1%	19.7%	20.9%	22.7%	其他流动资产	414	473	298	371	475	607
毛利	1,835	2,288	2,586	3,002	3,573	4,124	流动资产	1,735	1,906	2,706	2,769	3,164	3,703
%销售收入	81.5%	82.2%	81.9%	80.3%	79.1%	77.3%	%总资产	76.2%	59.6%	49.2%	37.8%	40.1%	43.2%
营业税金及附加	-32	-44	-54	-64	-77	-91	长期投资	46	56	17	18	17	17
%销售收入	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	250	492	726	917	1,089	1,243
营业费用	-1,249	-1,528	-1,747	-2,311	-2,395	-2,806	%总资产	11.0%	15.4%	13.2%	12.5%	13.8%	14.5%
%销售收入	55.4%	54.9%	55.3%	61.8%	53.0%	52.6%	无形资产	215	728	2,030	3,611	3,613	3,614
管理费用	-153	-171	-230	-318	-339	-400	非流动资产	542	1,294	2,789	4,549	4,721	4,876
%销售收入	6.8%	6.2%	7.3%	8.5%	7.5%	7.5%	%总资产	23.8%	40.4%	50.8%	62.2%	59.9%	56.8%
息税前利润 (EBIT)	401	545	554	310	761	827	<b>资产总计</b>	<b>2,277</b>	<b>3,201</b>	<b>5,496</b>	<b>7,317</b>	<b>7,885</b>	<b>8,579</b>
%销售收入	17.8%	19.6%	17.6%	8.3%	16.8%	15.5%	短期借款	251	382	510	2,628	2,598	2,596
财务费用	-21	-36	-39	-136	-223	-223	应付款项	335	700	1,092	586	695	839
%销售收入	0.9%	1.3%	1.3%	3.6%	4.9%	4.2%	其他流动负债	71	131	153	234	276	321
资产减值损失	-4	-23	-18	-2	0	-1	流动负债	656	1,213	1,754	3,448	3,568	3,757
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	51	21	251	251	251	251
投资收益	5	7	28	15	15	15	其他长期负债	24	35	49	46	46	46
%税前利润	1.2%	1.3%	4.9%	7.3%	2.6%	2.3%	<b>负债</b>	<b>731</b>	<b>1,268</b>	<b>2,054</b>	<b>3,745</b>	<b>3,865</b>	<b>4,054</b>
营业利润	381	493	524	187	553	619	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,539</b>	<b>1,924</b>	<b>3,430</b>	<b>3,559</b>	<b>4,004</b>	<b>4,505</b>
营业利润率	16.9%	17.7%	16.6%	5.0%	12.2%	11.6%	少数股东权益	7	9	11	14	17	20
营业外收支	23	22	32	20	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,277</b>	<b>3,201</b>	<b>5,496</b>	<b>7,317</b>	<b>7,885</b>	<b>8,579</b>
税前利润	404	515	557	207	573	639							
利润率	17.9%	18.5%	17.6%	5.5%	12.7%	12.0%	<b>比率分析</b>						
所得税	-65	-84	-75	-28	-78	-86		2012	2013	2014	2016E	2017E	
所得税率	16.1%	16.4%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	<b>每股指标</b>						
净利润	339	431	481	179	495	552	每股收益	0.924	1.190	1.208	0.222	0.622	0.694
少数股东损益	5	2	3	3	3	3	每股净资产	4.266	5.335	8.663	8.987	10.111	11.378
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>333</b>	<b>429</b>	<b>478</b>	<b>176</b>	<b>492</b>	<b>549</b>	每股经营现金净流	0.798	1.601	1.368	-2.115	0.932	1.054
净利率	14.8%	15.4%	15.2%	4.7%	10.9%	10.3%	每股股利	0.150	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	21.66%	22.31%	13.95%	4.94%	12.30%	12.19%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	14.64%	13.41%	8.71%	2.40%	6.24%	6.40%
净利润	339	431	481	179	495	552	投入资本收益率	18.22%	19.52%	11.28%	4.12%	9.52%	9.64%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	56	78	109	66	82	100	主营业务收入增长率	18.35%	23.63%	13.36%	18.43%	20.88%	18.01%
非经营收益	22	26	15	117	191	190	EBIT 增长率	18.32%	35.83%	1.66%	-44.12%	145.90%	8.64%
营运资金变动	-129	42	-64	-1,199	-400	-425	净利润增长率	25.53%	28.77%	11.48%	-63.23%	179.94%	11.57%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>288</b>	<b>577</b>	<b>542</b>	<b>-837</b>	<b>369</b>	<b>417</b>	总资产增长率	26.23%	40.58%	71.69%	33.15%	7.76%	8.80%
资本开支	-210	-273	-204	-1,812	-234	-235	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-470	-555	-1	0	0	应收账款周转天数	18.3	18.0	24.4	23.0	23.0	23.0
其他	-58	10	-29	15	15	15	存货周转天数	127.3	130.3	174.6	165.0	165.0	165.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-267</b>	<b>-734</b>	<b>-788</b>	<b>-1,798</b>	<b>-219</b>	<b>-220</b>	应付账款周转天数	59.4	46.4	56.9	60.0	60.0	60.0
股权募资	79	0	1,068	0	0	0	固定资产周转天数	37.2	59.4	65.6	69.1	67.0	63.9
债权募资	-236	93	234	2,115	-30	-2	<b>偿债能力</b>						
其他	236	-80	-114	-143	-274	-273	净负债/股东权益	7.06%	13.14%	-7.16%	70.94%	66.12%	60.42%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>79</b>	<b>13</b>	<b>1,188</b>	<b>1,972</b>	<b>-304</b>	<b>-274</b>	EBIT 利息保障倍数	19.3	15.0	14.0	2.3	3.4	3.7
<b>现金净流量</b>	<b>100</b>	<b>-143</b>	<b>942</b>	<b>-663</b>	<b>-154</b>	<b>-77</b>	资产负债率	32.12%	39.63%	37.38%	51.17%	49.01%	47.25%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-20	买入	39.78	N/A
2	2014-07-08	买入	41.13	55.00~60.00
3	2014-08-18	买入	40.47	50.00~55.00
4	2014-10-31	买入	37.29	45.00~50.00
5	2015-02-02	买入	35.96	N/A
6	2015-07-01	买入	52.87	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD