

莱美药业 (300006)

推荐

行业：化学制剂

大品种战略深入推进，公司业绩有望换挡提速

公司产品线丰富，覆盖抗感染类、特色专科药以及大输液三个板块。受限抗持续影响，抗感染类与大输液类产品增长乏力。大品种埃索美拉唑、乌体林斯、纳米炭混悬注射液市场空间巨大，增长后劲十足，依靠招标快速进展与学术推广的持续深入，有望进入加速发展期，助推业绩快速增长。

投资要点：

- ✧ **换挡提速，特色专科药放量助推业绩高增长。**在原有两大业务板块：大输液板块业务和抗感染类药物营收大幅下滑情况下，高毛利的专科药板块持续成长成为不断提升公司盈利能力的关键。未来随着大品种战略持续推进，产品招标工作陆续进展，高毛利的特色专科药将是公司未来业绩增长的核心发动机。
- ✧ **未来两年是埃索的黄金发展期，招标落地助推埃索销量快速发展。**原研晶型专利将于 2018 年 5 月到期，考虑到国内诸多仿制厂家的新品申请，我们认为未来两年将是埃索黄金发展时期。2016 年新增七个省份顺利中标，中标省份拓展至 11 个，中标价格稳定，我们预测产品今年将加速放量，大概率销售破亿。
- ✧ **纳米炭混悬注射液国内独家，伴随学术推广市场持续推进。乌体林斯体量较小，但市场空间巨大，是公司潜在大品种。**纳米炭混悬注射液是公司的独家品种，能够达到彻底清扫淋巴，减少恶性肿瘤复发的机率，是公司重点培养的大品种。产品在无医保，单品价格较高的前提下，2015 年终端取得了 2.5 亿的销售数字。我们预测今年公司端统计大概率超过 1.5 亿。乌体林斯应用领域非常广泛，面对免疫调节剂 300 亿市场空间，有望培育成公司下一个重磅大品种。
- ✧ **投资建议：**我们预测的 16/17/18 年 EPS 分别为 0.09/0.14/0.20 元，对应当前股价 PE 为 104/62/44 倍。今年埃索医保进程明显加快，预测随着中标省市放量推进，埃索有望加速发展。乌体林斯与纳米炭市场作为公司潜在大品种，培育空间广阔，有望支撑公司业绩发展。另外公司在研产品丰富，多领域投资布局长远，短期有增长点，未来有支撑点，给予 2016 年 130 倍 PE，对应股价为 11.70 元，首次覆盖，给予推荐评级。
- ✧ **风险提示：**大品种推广不及预期的风险；产品国内市场出现下滑的市场性风险；公司研发存在失败的风险。

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：孙明达

S0960116070009

0755-82023402

sunmingda@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 11.70

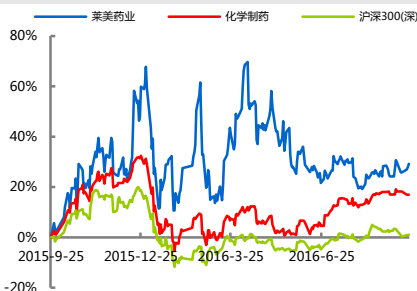
当前股价： 8.90

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	812
流通股本(百万股)	563
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	50
成交量(百万股)	8.82
成交额(百万元)	78.92

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	964	1019	1198	1467
收入同比(%)	6%	6%	18%	22%
归属母公司净利润	21	72	120	171
净利润同比(%)	122%	249%	67%	42%
毛利率(%)	37.1%	39.4%	43.1%	46.1%
ROE(%)	1.3%	3.1%	5.0%	7.0%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.14	0.20
P/E	361.00	103.52	62.09	43.59
P/B	4.54	3.18	3.12	3.07
EV/EBITDA	40	42	37	28

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

一、产品结构发生根本变化，特色专科药接过成长接力棒	5
1. 半年报分析，产品结构变化与财务费用降低是业绩快速增长的主要原因	5
2. 传统业务承压明显，大品种战略推动特色专科药板块接过成长接力棒	5
二 质子泵市场解读-未来两年是埃索美拉唑黄金发展期.....	6
1. 全球市场见顶回落，国内市场远未饱和-埃索竞争格局最好	6
2. 巨大替代空间+招标进展顺利-埃索美拉唑有望换挡提速.....	7
三 应用科室广泛，增长潜力巨大-乌体林斯潜龙在渊.....	8
四 纳米炭混悬注射液-精确性手术应用空间巨大.....	9
五 盈利预测与投资建议.....	10
六 风险提示	11

图目录

图 1 抗感染类产品板块经营情况一览	5
图 2 大输液类产品板块经营情况一览	5
图 3 特色专科药产品板块经营情况一览	6
图 4 特色专科药产品板块经营情况一览	6
图 5 国内样本医院拉唑类药物市场情况	7
图 6 城市公立医院化学药-抗酸药及治疗消化性溃疡和胃胀气用药-前十产品	7
图 7 城市公立医院化学药-埃索美拉唑-销量	7
图 8 城市公立医院化学药-埃索美拉唑-前十企业	7
图 9 埃索美拉唑给药方式市场占比	8
图 10 历代淋巴结示踪产品情况一览	10
图 11 中国城市公立医院-纳米炭-年度销售趋势	10

表目录

表 1 质子泵抑制剂产品背景和市场情况一览	7
表 2 埃索美拉唑全国中标情况一览	8
表 3 可参照产品情况对比一览	9
表 4 乌体林斯全国中标情况一览	9
表 5 公司主营业务收入预测	11

一、产品结构发生根本变化，特色专科药接过成长接力棒

1. 半年报分析，产品结构变化与财务费用降低是业绩快速增长的主要原因

受益于营销改革和重点大品种市场培育，公司的特色专科药板块业务占比不断增加，2016年上半年板块同比增长71.44%，销量达到了1.67亿。而传统业务板块，由于大输液市场景气度持续下滑，导致大输液板块业务收入下滑31.50%。抗感染类药物营收同比下滑11.19%。高毛利的专科药板块持续成长不断提升公司盈利能力，公司整体毛利率提高了1.8个百分点。另外本期归还借款导致公司货币资金减少-65.62%，节省了将近1400万的财务费用，这是公司2016上半年在营收下降的情况下，净利出现大幅度增长的主要原因。

2. 传统业务承压明显，大品种战略推动特色专科药板块接过成长接力棒

自从2011年国家限抗政策推出，抗感染类药物已经由政策性限制打压延伸到常态化用药管理，造成抗感染类药物和大输液板块受到较大影响，抗感染类药物板块今年上半年销量下滑11.19%，毛利率持续下降。大输液类产品销量2015年和2016年上半年出现了较大幅度的下滑，对公司业绩造成较大影响。

图1 抗感染类产品板块经营情况一览

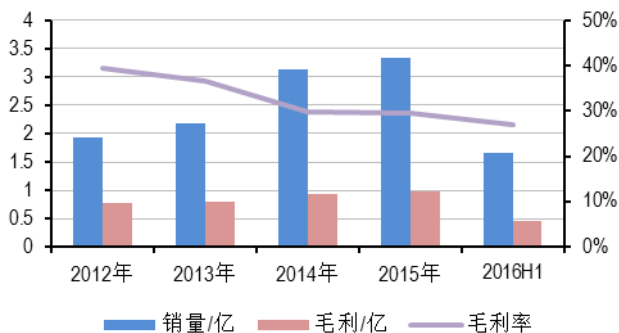
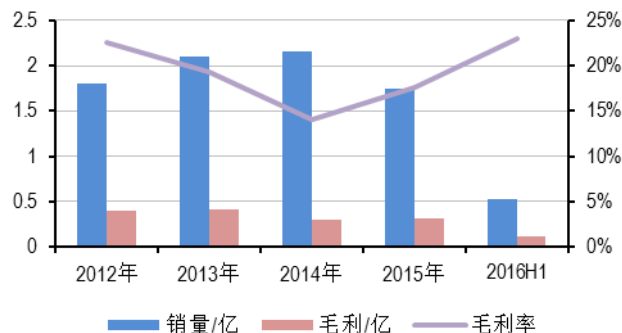


图2 大输液类产品板块经营情况一览

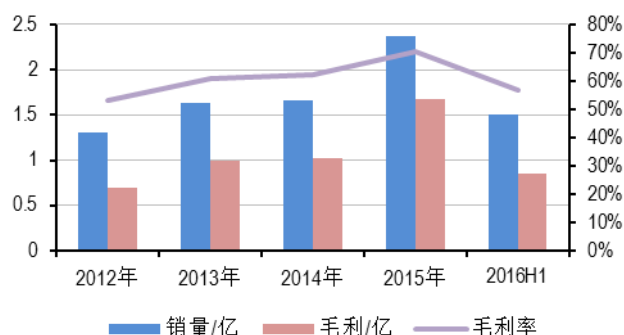


资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

中标省份增加+学术推广深入，大品种有望加速增长。首仿埃索美拉唑胶囊目前市场竞争格局良好，差异化剂型保证在一品双规招标政策下，中标概率极大。目前已在11个省份中标。独家单品乌体林斯目前也已在多省份中标，未来随着销售改革推进与市场拓展，产品有望快速推进。纳米碳产品用于器官手术示踪，极大提高手术安全性，虽然没有进入医保，但产品单价较高，具有一定的市场刚性需求。这三个品种是公司未来一段时间内的重点推广品种。

图 3 特色专科药产品板块经营情况一览



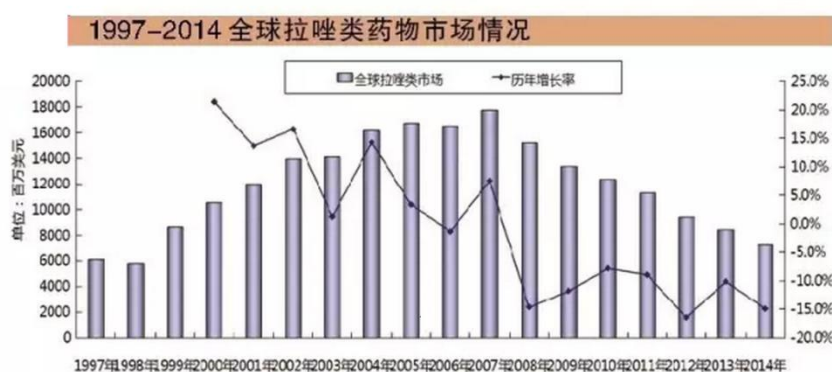
资料来源：公司年报、中国中投证券研究总部

二、质子泵市场解读-未来两年是埃索美拉唑黄金发展期

1. 全球市场见顶回落，国内市场远未饱和-埃索竞争格局最好

全球 PPI 市场持续下滑。质子泵抑制剂是目前治疗酸性相关性疾病、如消化性溃疡的首选药物。全球第一个质子泵抑制剂是由阿斯特拉公司 1998 年研制成功上市的奥美拉唑，目前全球质子泵抑制剂主要品种有埃索美拉唑、雷贝拉唑、泮托拉唑、兰索拉唑、右兰索拉唑和奥美拉唑等六大产品。2007 年全球市场峰值达到 180 亿美金随后持续下滑，2014 年全球销量为 72.2 亿美金。

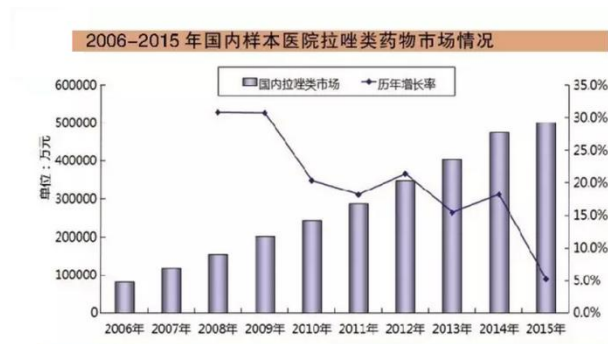
图 4 特色专科药产品板块经营情况一览



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

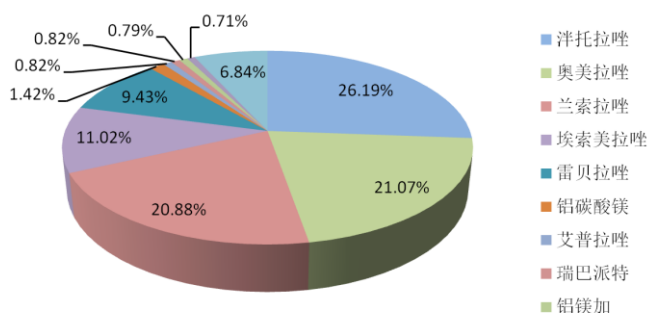
国内 PPI 正处于高速增长期。国内质子泵抑制剂市场近年来持续增长，市场份额不断扩大，近十年质子泵抑制剂市场复合增长率达到了 22.4%，2015 年样本医院销售额达到了 50 亿元，发展前景非常看好。

图 5 国内样本医院拉唑类药物市场情况



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

图 6 城市公立医院化学药-抗酸药及治疗消化性溃疡和胃胀气用药-前十产品



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

表 1 质子泵抑制剂产品背景和市场情况一览

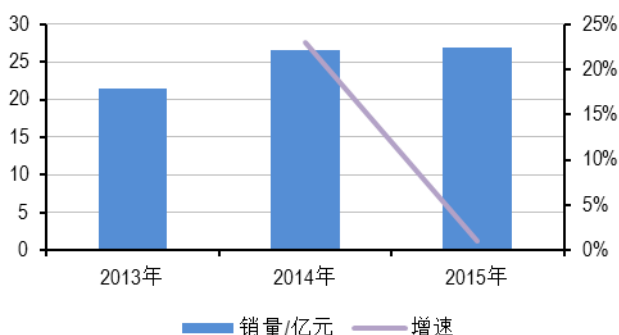
产品	厂家数量	原研/国产上市时间	样本公立医院	产品情况
奥美拉唑	70	1991 年	10.0 亿	奥赛康占据半壁江山，产品价格下降，市场份额逐年下滑
兰索拉唑	30	1995 年/2008 年	13.5 亿	奥赛康占据 4 成份额，产品增长迅速，已完成进口替代
泮托拉唑	60	1994 年/1999 年	12.3 亿	扬子江占比 20%，成长性良好，仍有替代空间
埃索美拉唑	2	2003 年/2013 年	8.1 亿	市场增速较快，国产占比极小，替代空间巨大
雷贝拉唑	13	1997 年/2003 年	5.3 亿	平稳增长，进口占比 25%，大部分完成进口替代
艾普拉唑	1	2007 年	0.9 亿	医保进展缓慢，产品增速较慢

资料来源：公司公告、南方所、中国中投证券研究总部

2. 巨大替代空间+招标进展顺利-埃索美拉唑有望换挡提速

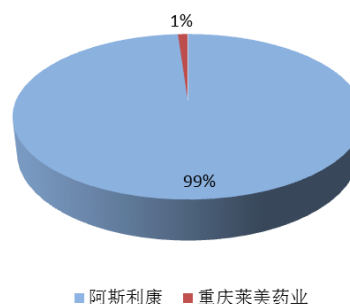
首仿上市，进口替代空间十分巨大。根据南方所数据显示，埃索 2015 年城市公立医院终端销量已经达到 27 亿元，但市场份额主要由产品原研厂家阿斯利康占据。公司产品 2013 年获得生产批件，2015 年销量预计达到 3000 万。产品上市初期受到销售渠道和招标政策的限制，同时由于产品稳定性问题，需要全程冷链运输，初期市场拓展速度较慢，2015 年销量预计 3000 万左右。

图 7 城市公立医院化学药-埃索美拉唑-销量



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

图 8 城市公立医院化学药-埃索美拉唑-前十企业



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

招标大年进展迅速，产品有望加速放量。2016 年产品在 7 个省份中标，总中标省份拓展到 11 个，产品中标价格稳定在 10 元/粒左右。同时公司对于销售模式进行了重新梳理和整合，细化了销售商的管理。我们认为但随着全面医保覆盖人群的扩大和医疗需求的持续提升，在中标省份扩容推动下，产品今年有望加速放量，我们预测今年埃索销量将突破一个亿。

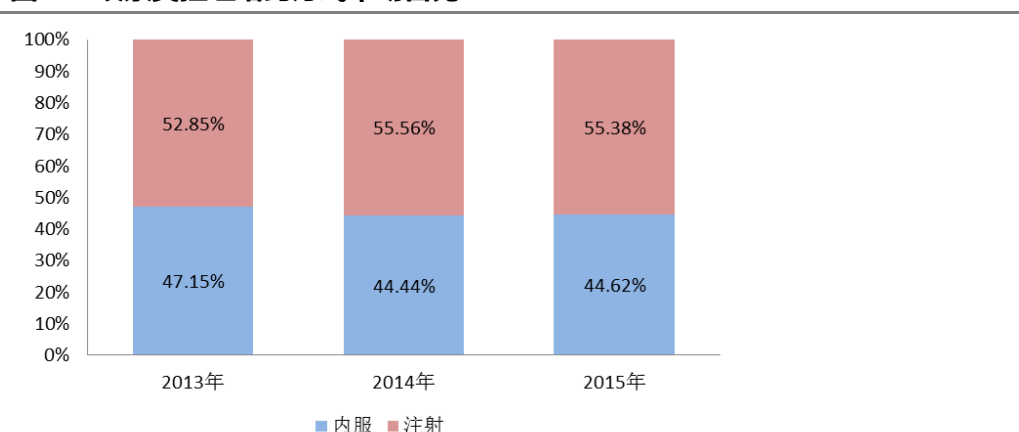
表 2 埃索美拉唑全国中标情况一览

年度	中标省份	中标单粒价格	年度	中标省份	中标单粒价格
2014 年	湖北	10.93	2016 年	福建	9.79
	安徽	10.31		湖北	10.93
	上海	10.56		天津	9.79
	湖南	10.61		河北	9.79
2015 年	云南	12.37		四川	10.27
	上海	12.32		广西	12.57/10.69
				江西	12.57

资料来源：南方所，中国中投证券研究总部

市场竞争情况分析-三家国产注射剂获批影响有限。从目前的产品市场来看，江苏奥赛康、连云港润众和正大天晴三家于 2016 年 3 月份获得埃索美拉唑钠注射剂生产批文，正式加入埃索美拉唑市场竞争。目前市场上内服与注射两种给药方式占比变化不大，新获批三家产品对公司影响有限。

图 9 埃索美拉唑给药方式市场占比



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

2018 年原研专利到期是最后节点。埃索美拉唑镁后续申报厂家众多，在 2018 年 8 月份原研晶型专利（新型 S-奥美拉唑，涉及镁盐三水合物及制备及中间体等）将会到期，可以预料到市场将会出现大量仿制药，必将会对公司胶囊制剂产生较大冲击。**最近的两年将是公司快速做大做强埃索美拉唑的黄金时期。**

三、应用科室广泛，增长潜力巨大-乌体林斯潜龙在渊

国内独家，市场空间巨大。乌体林斯（草分枝杆菌 F.U.36 注射液）其主要成分为

灭活性的草分枝杆菌,产品分为高中低浓度,通过影响免疫应答反应调节机体免疫功能。临床主要应用于肺部和肺外结核的辅助治疗,具有提高免疫力作用。实际使用中,产品可以广泛的应用于肿瘤辅助治疗,呼吸道感染,或糖尿病伴随的免疫力功能低下等疾病,与双鹭药业的贝科能、华东制药的百令胶囊类似,属于万金油类的产品。

表 3 可参照产品情况对比一览

产品	乌林体斯	贝科能	百令胶囊	胸腺肽
成分	灭活草分支杆菌	多种辅酶复合物	虫草菌粉	小牛胸腺提纯小分子多肽
剂型	注射	注射	口服	注射
是否独家	独家	独家	独家	多家
功能	肺部结核免疫治疗,可扩大到免疫功能低下其他疾病,如肿瘤、肝病等。	冠状动脉硬化、心肌梗塞、心肌炎、慢性动脉炎等缺血性心脏病,应用领域广泛。	补肺肾,益精气,肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛,慢性支气管炎的辅助治疗	连续诱导 T 细胞分化、发育的各个阶段,维持机体免疫平衡状态,增强 T 细胞对抗原的反应,从而提高机体抵抗疾病的能力
城市公立医院统计销售峰值	2 亿	36.95 亿	18.47 亿	6.69 亿

资料来源：南方所、公司公告、中国中投证券研究总部

招标进程加快,市场开拓有望超预期。最开始由公司的金星药业从德国引入原菌液生产,2014 年底获得新版 GMP 厂房证书,并于 2015 年 8 月获新的上市批文,属于医保乙类产品。目前已经在重庆、四川、上海等多个省份中标,低浓度产品中标价格维持在 45 元左右。

表 4 乌林体斯全国中标情况一览

中标省份	产品规格	中标价格	中标日期
江苏	1ml:1.72μg	47.7	2010-2-12
云南	1ml:1.72μg	48.013/287.984	2010-12-22
四川	1ml:1.72μg	45.69/295	2015-04-30/2016-6-21
上海	1ml:1.72μg	47.70/301.10	2015-09-02/2015-10-29
山东	1ml:1.72μg	287.08	2015-10-28
福建	1ml:1.72μg	43.68/287.08	2016-1-5/2016-2-24
广西	1ml:1.72μg	56.08/560.8	2016-7-1/2016-9-5
江西	1ml:1.72μg	58.7/587	2016-7-7

资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

四、纳米炭混悬注射液-精确性手术应用空间巨大

作用机制研究-物理示踪,安全高效:本品为淋巴示踪剂,具有淋巴系统趋向性,注射到恶性肿瘤周缘组织中,被巨噬细胞吞噬,迅速进入淋巴管,聚集滞留到淋巴结,使淋巴结染成黑色,实现肿瘤区域引流淋巴结的活体染色。目前主要用于手术中胃癌区域引流淋巴结的示踪,利于手术中肉眼辨认和清除区域引流淋巴结,提高淋巴结清扫数

目及其淋巴结送检的阳性率,特别是一些微小转移难以发现的淋巴结从而减少组织损伤、缩短手术时间、增加淋巴结的清除数量,达到彻底清扫淋巴的目的,减少恶性肿瘤复发的机率。

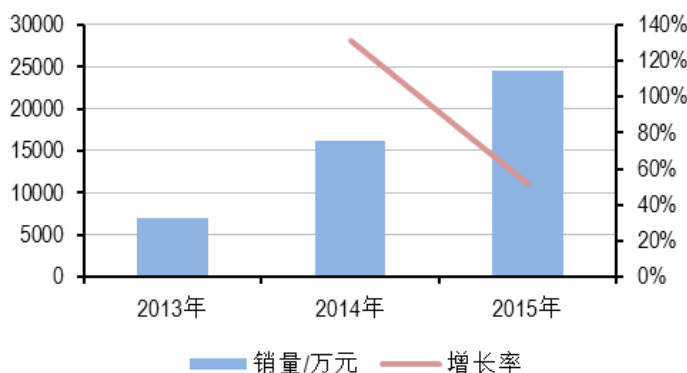
图 10 历代淋巴结示踪产品情况一览



资料来源：中国知网、中国中投证券研究总部

医保与产品价格：纳米炭混悬注射液单品价格较高,同时属于改善性用药制剂而非临床必需用药,产品目前没有进入医保。单支出厂价格在 2000 元左右,主要依靠公司的学术推广队伍在做市场开拓。

图 11 中国城市公立医院-纳米炭-年度销售趋势



资料来源：南方所、中国中投证券研究总部

精确性手术应用空间巨大,多领域推广充满遐想：由于产品在实际手术过程中能够极大的提高手术的精确率。随着今年肿瘤市场规模的不断扩大、整体居民生活水平提高带来的改善型需求,目前产品处于市场培育和推广期,公司每年花费大量的经费对市场进行学术推广教育,未来我们认为产品在适应症上面具有极大的拓展潜力,目前已有多篇科研论文研究工作证明了产品在甲状腺癌、肠癌和乳腺癌等都有良好的效果。

五、盈利预测与投资建议

关键假设：1) 销售费用率随着新品推广未来三年增加为 12%、15%、15%；2) 管理费用率维持不变；3) 特色专科药未来三年增速设定为 50%、45%、40%；抗感染药未来三年增速设定为-10%、5%、10%；大输液类未来三年增速设定为-15%、-10%、-5%。

表 5 公司主营业务收入预测

主营收入/万元	2015	2016E	2017E	2018E
抗感染类	33,338	30,004	31,504	34,655
同比增长	6.40%	-10.00%	5.00%	10.00%
毛利率	29.41%	27.00%	26.00%	25.00%
特色专科药	23,751	35,627	51,659	72,323
同比增长	43.53%	50.00%	45.00%	40.00%
毛利率	70.52%	65.00%	65.00%	65.00%
大输液类	17,503	14,877	13,390	12,720
同比增长	-18.92%	-15.00%	-10.00%	-5.00%
毛利率	17.62%	17.00%	17.00%	17.00%

投资建议：2018 年原研晶型到期后面临仿制药快速上市压力，因此最近两年是公司埃索发展的黄金时期。在经历了上市之初产品市场开拓后，今年埃索中标进程明显加快，我们预测随着中标省市放量推进，埃索有望加速发展。乌体林斯与纳米碳市场作为公司潜在大品种，培育空间广阔，有望支撑公司未来业绩发展。另外公司在研产品丰富，多领域投资布局长远，短期有增长点，未来有支撑点。我们预测的 16/17/18 年 EPS 分别为 0.09/0.14/0.20 元，对应当前股价 PE 为 104/62/44 倍，我们给予目标价 11.70 元。首次覆盖，给予公司推荐评级。

六 风险提示

- (一) **产品推广风险：**公司大品种有推广不及预期的风险。
- (二) **市场增速下滑风险：**国内质子泵抑制剂市场有出现下滑的风险。
- (三) **研发风险：**医药研发存在诸多不确定性，有研发失败的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1556	1527	1656	1790
现金	819	1117	1184	1219
应收账款	249	263	310	379
其它应收款	26	23	26	35
预付账款	37	44	47	53
存货	347	0	0	0
其他	77	80	89	103
非流动资产	1547	1224	1142	1055
长期投资	13	10	13	12
固定资产	908	841	765	683
无形资产	148	148	148	148
其他	478	225	216	212
资产总计	3103	2752	2798	2845
流动负债	1207	159	166	174
短期借款	676	0	0	0
应付账款	195	0	0	0
其他	336	159	166	174
非流动负债	205	202	201	201
长期借款	179	179	179	179
其他	27	23	22	22
负债合计	1413	361	367	374
少数股东权益	49	49	49	49
股本	226	836	836	836
资本公积	1173	1214	1214	1214
留存收益	245	291	332	372
归属母公司股东权益	1640	2341	2382	2421
负债和股东权益	3103	2752	2798	2845

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-25	261	127	141
净利润	20	72	120	171
折旧摊销	109	84	85	86
财务费用	59	10	-22	-25
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-231	102	-60	-101
其它	17	-7	5	10
投资活动现金流	-140	239	-4	1
资本支出	55	0	0	0
长期投资	-76	-52	3	-1
其他	-161	187	-0	-0
筹资活动现金流	833	-202	-56	-107
短期借款	109	-676	0	0
长期借款	66	0	0	0
普通股增加	24	610	0	0
资本公积增加	626	40	0	0
其他	9	-177	-56	-107
现金净增加额	669	298	67	35

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	964	1019	1198	1467
营业成本	607	617	681	791
营业税金及附加	6	6	8	9
营业费用	101	122	180	220
管理费用	153	162	192	249
财务费用	59	10	-22	-25
资产减值损失	21	21	21	21
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	17	79	139	200
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	3	3	4	3
利润总额	25	88	146	208
所得税	5	16	26	38
净利润	20	72	120	171
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	21	72	120	171
EBITDA	184	174	201	261
EPS (元)	0.09	0.09	0.14	0.20

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	5.7%	5.7%	17.6%	22.5%
营业利润	248.5%	379.8%	74.9%	44.4%
归属于母公司净利润	122.1%	248.7%	66.7%	42.4%
获利能力				
毛利率	37.1%	39.4%	43.1%	46.1%
净利率	2.1%	7.1%	10.0%	11.6%
ROE	1.3%	3.1%	5.0%	7.0%
ROIC	3.4%	5.1%	6.8%	10.2%
偿债能力				
资产负债率	45.5%	13.1%	13.1%	13.2%
净负债比率	70.67%	49.42%	48.65%	47.71%
流动比率	1.29	9.58	9.95	10.30
速动比率	1.00	9.58	9.95	10.30
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.35	0.43	0.52
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	2.88	6.32	-	-
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.09	0.14	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	0.31	0.15	0.17
每股净资产(最新摊薄)	1.96	2.80	2.85	2.90
估值比率				
P/E	361.00	103.52	62.09	43.59
P/B	4.54	3.18	3.12	3.07
EV/EBITDA	40	42	37	28

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。
孙明达,吉林大学理学博士，医药行业两年从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434