



买入

21% ↑

目标价格:人民币 62.70

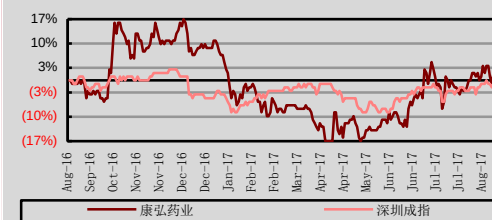
002773.CH

价格:人民币 51.61

目标价格基础:55倍 18年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.0)	2.4	15.0	1.8
相对深证成指	(11.8)	(0.5)	7.2	2.0

发行股数(百万)	675
流通股(%)	10
流通股市值(人民币 百万)	3,657
3个月日均交易额(人民币 百万)	47
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
成都康弘科技实业(集团)有限公司	33

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年8月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

康弘药业

国内生物创新药标杆, 康柏西普前景广阔

康弘药业是我国生物创新药标杆企业, 自主研发生物I类药康柏西普眼用注射液对应的眼底新生血管疾病市场空间巨大, 销售潜力过百亿。其相较竞品疗效突出, 性价比优势明显, 进入国家医保放量确定性和持续性高, 未来3年销售额有望突破十亿。此外, 新适应症获批有助于进一步打开市场空间。公司研发在研品种不乏重磅产品, 已搭建VEGF靶点单抗平台提供中长期成长动力。化药和中成药业务保持稳健增长, 为公司提供稳定的现金流。我们预计, 公司2017-2019年实现归母净利润6.14亿、7.67亿、9.22亿, 对应每股收益0.91元、1.14元、1.37元, 当前股价对应市盈率56.71、45.27、37.67倍。由于公司是稀缺的优质创新药标的, 重磅产品朗沐增长确定性和持续性高, 理应享受一定的估值溢价, 给予18年55倍估值, 对应目标价62.70元, 首次评级买入。

支撑评级的要点

- **朗沐适应症市场空间巨大, 进入医保增长确定性和持续性高。**朗沐目前在我国获批的适应症有WAMD和PM-CNV, 进入医保使得医疗费用大幅下降, 将极大地提升患者渗透率, 带来产品的持续放量, 未来3年销售额有望突破十亿。我国眼底新生血管患者数目超过千万, 朗沐销售潜力过百亿, 短期来看进医保有助于提高WAMD治疗渗透率促进其迅速放量; 中期3-5年内预计有更多适应症获批, 进一步打开市场空间; 长期来看通过FDA批准后进军国际市场, 助力成为全球重磅品种。
- **公司已搭建VEGF靶点抗体平台提供中长期成长动力。**公司是国内最早申报VEGF单抗药物的厂商, 在该类药物上研发积累较深, 已经搭建了抗VEGF融合蛋白药物平台和大分子蛋白药物研发平台。KH902(朗沐)已成功上市, 目前在研的同类型产品有治疗转移性结直肠癌KH903, 处于Ic期临床研究。此外, 公司储备品种中有用于呼吸系统疾病治疗的KH901, 处于临床前研究。从时间节点上看, KH903和KH901预计将陆续在未来5-8年上市销售, 形成公司长期增长的又一极。
- **非生物药持续稳健增长, 提供稳定现金流。**非生物药领域是公司的传统优势领域, 涉及中枢神经系统、消化系统、呼吸系统, 拥有多个独家专利, 多年来保持稳健增长。公司已经搭建了多个口服新型药物制剂技术平台, 通过持续剂型创新获得竞争力。未来, 公司有望推出多个首仿药及剂型改良品种, 保证稳健增长。

评级面临的主要风险

- 朗沐销售不达预期; 竞品上市时间快于预期; 中成药和化药多竞品上市。

估值

- 我们预计, 公司2017-2019年实现归母净利润6.14亿、7.67亿、9.22亿, 对应每股收益0.91元、1.14元、1.37元, 当前股价对应市盈率56.71、45.27、37.67倍。由于公司是稀缺的优质创新药标的, 重磅产品朗沐增长确定性和持续性高, 理应享受一定的估值溢价, 给予18年55倍估值, 对应目标价62.70元, 给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,074	2,540	3,077	3,741	4,548
变动(%)	24	22	21	22	22
净利润(人民币 百万)	394	497	614	767	922
全面摊薄每股收益(人民币)	0.884	0.736	0.909	1.137	1.366
变动(%)	29.3	(16.7)	23.5	25.1	20.1
全面摊薄市盈率(倍)	58.7	70.5	56.7	45.3	37.7
价格/每股现金流量(倍)	48.0	41.4	321.6	25.1	73.6
每股现金流量(人民币)	1.08	1.25	0.16	2.07	0.70
企业价值/息税折旧前利润(倍)	70.1	56.2	44.5	34.4	28.3
每股股息(人民币)	0.202	0.150	0.131	0.218	0.246
股息率(%)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

公司简介.....	5
发展历程及股权结构	5
发展战略：以临床需求为导向，坚持专业和创新	6
业绩稳健，康柏西普有望成为利润奶牛产品	8
康柏西普——作用机制最先进的眼科单抗药物，仅国内市场销售潜力超百 亿	10
眼底新生血管疾病致盲率高，治疗刚需，市场空间巨大.....	10
抗 VEGF 治疗是 WAMD 治疗里程碑式突破	12
“后起之秀”阿柏西普目前全球市场份额第一	14
康柏西普——疗效突出、性价比优势、降价超预期进医保，多重因素保障竞争优势	15
康柏西普仅国内市场销售潜力过百亿，直通 FDA 三期，加速国际化进程	18
VEGF 靶点单抗平台提供中长期成长动力	20
VEGF 单抗产品全球销售超过 150 亿美金，市场空间大	20
VEGF 靶点研发热度高，康弘药业实力强劲，进展较快	21
VEGF 单抗可拓展性强，康弘平台未来市场宽广	22
非生物药板块稳健增长，提供稳定现金流	24
中枢神经系统：多产品涵盖多病种	24
精神分裂症用药：阿立哌唑竞争格局良好，医保调整利好其持续增长	24
抗抑郁用药：产品系列涵盖轻、中、重抑郁症	26
心脑血管用药：松龄血脉康胶囊市场份额居前，保持稳定增长	28
消化系统：莫沙必利分散片剂型优势明显	29
其他领域	29
盈利预测、估值与投资评级	30
风险提示	31
研究报告中所提及的有关上市公司	33

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司历史沿革.....	5
图表 2. 公司股权结构.....	6
图表 3. 公司荣誉.....	6
图表 4. 公司盈利模式.....	7
图表 5. 公司研发投入情况.....	7
图表 6. 公司主要在产产品.....	7
图表 7. 公司主要在研品种.....	7
图表 8. 公司近年来业绩情况.....	8
图表 9. 公司业务构成变化.....	8
图表 10. 公司近年中成药&化药销售情况.....	8
图表 11. 公司康柏西普上市以来销售情况.....	8
图表 12. 公司销售毛利率&销售净利率.....	9
图表 13. 公司近年销售费用率&管理费用率.....	9
图表 14. 眼底新生血管疾病四大病症及危害.....	10
图表 15. 黄斑变性示意图.....	11
图表 16. 西方流行病调查 AMD 患病率.....	11
图表 17. 我国人口老龄化趋势加快.....	11
图表 18. 眼底新生血管疾病四大病症占比.....	11
图表 19. 眼底新生血管疾病市场规模估算.....	12
图表 20. VEGF 及其受体作用示意图.....	12
图表 21. VEGF 是治疗肿瘤和眼底新生血管疾病关键靶点.....	12
图表 22. 雷珠单抗全球销售情况.....	13
图表 23. 雷珠单抗获批适应症.....	13
图表 24. WAMD 治疗发展历程.....	13
图表 25. 不同 WAMD 治疗方法比较.....	14
图表 26. 阿柏西普全球销售.....	14
图表 27. 阿柏西普获批适应症.....	14
图表 28. 阿柏西普&雷珠单抗头对头试验.....	15
图表 29. 阿柏西普、雷珠单抗对 BCVA 改善情况.....	15
图表 30. 阿柏西普、雷珠单抗对 CRT 改善情况.....	15
图表 31. 雷珠单抗、阿柏西普、康柏西普结构比较.....	16
图表 32. 康柏西普 AURORA 试验和雷珠单抗 CATT 试验比较.....	17

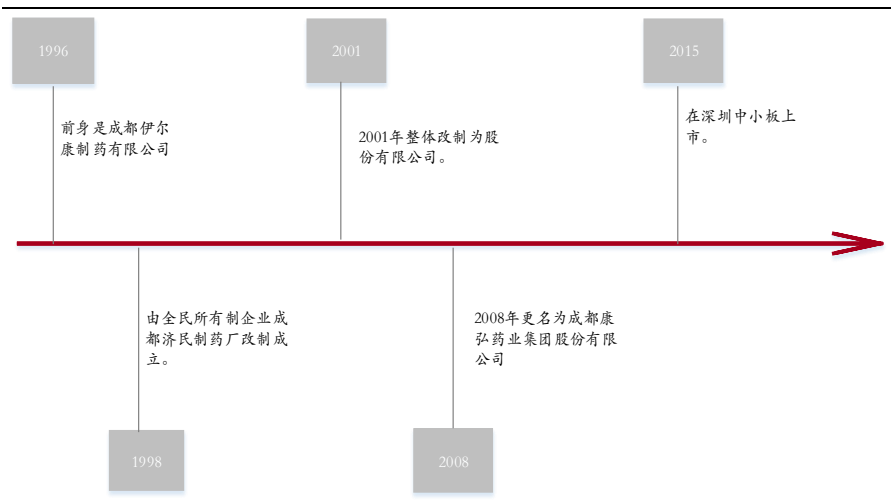
图表 33. 康柏西普 AURORA 试验结果.....	17
图表 34. 雷珠单抗 CATT 试验结果.....	17
图表 35. 康柏西普、雷珠单抗进入医保前后，患者自费费用比较	18
图表 36. 2005-2016 年 VEGF 单抗药物市场空间	20
图表 37. 贝伐珠单抗销售增长与适应症获批	20
图表 38. 2015 年中国癌症死亡占比.....	21
图表 39. 中国 VEGF 单抗临床试验各厂商进展情况.....	21
图表 40. 国内 VEGF 单抗药物适应症组成	22
图表 41. 2015 年国内非典型抗精神病药物市场 Top 4.....	24
图表 42. 公司阿立哌唑 2009-2014 年销售情况.....	25
图表 43. 2014 年阿立哌唑市场竞争格局	25
图表 44. 康弘药业阿立哌唑 5 亿元市场空间	25
图表 45. 中国样本医院抗抑郁药市场市场规模	26
图表 46. 各种类抗抑郁药梳理.....	26
图表 47. 公司 2009-2014 年文拉法辛销售情况.....	27
图表 48. 2014 文拉法辛样本医院市场结构.....	27
图表 49. 康弘药业文拉法辛 8 亿元以上潜在市场空间	27
图表 50. 康弘药业舒肝解郁胶囊营收规模及预测	28
图表 51. 国家医保目录“疏肝解郁剂”分类下药物（部分）	28
图表 52. 康弘药业松龄血脉康胶囊销售情况	28
图表 53. 2014 年全国脑血管口服中成药市场中排名	28
图表 54. 公司莫沙必利 2009-2014 年销售情况.....	29
图表 55. 2014 年莫沙必利市场格局.....	29
损益表(人民币 百万)	32
资产负债表(人民币 百万).....	32
现金流量表(人民币 百万).....	32
主要比率 (%).....	32

公司简介

发展历程及股权结构

公司前身是成都伊尔康制药有限公司，1998 年由全民所有制企业成都济民制药厂改制成立。2001 年整体改制为股份有限公司，2008 年更名为成都康弘药业集团股份有限公司，2015 年 6 月在深圳中小板上市。公司目前有 9 家全资子公司，涵盖中枢神经系统、消化系统、眼科等核心治疗领域专利中成药、化学药、生物药的研发、生产和销售。

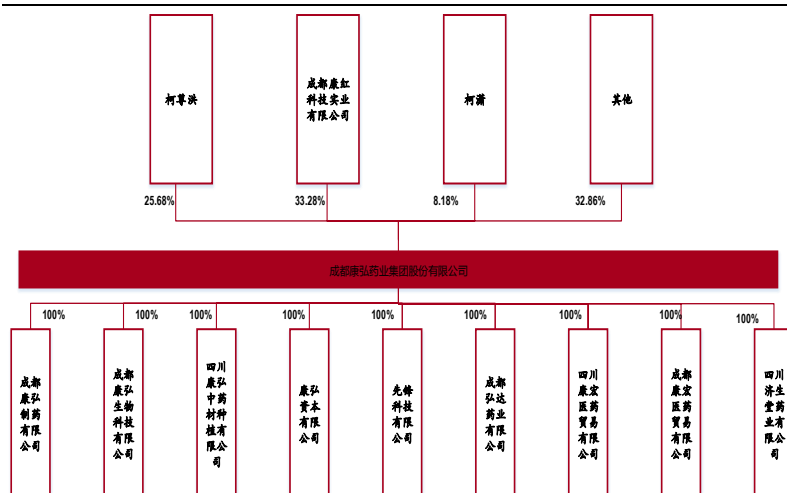
图表1. 公司历史沿革



资料来源：招股说明书、中银证券

公司目前总股本 6.75 亿股，流通盘 0.7 亿股。公司实际控制人是柯尊洪（66.32%）、钟建荣（1.36%）夫妇和其子柯潇（9.2%），共计持有上市公司 76.9% 股份，其中董事长柯尊洪直接持有公司 1.04 亿股，占比 28.88%，通过康弘药业第一大股东康弘科技间接持有 37.44% 的股份，合计控制康弘药业 66.32% 的股份。柯尊洪董事长在药学研发领域造诣深厚，曾荣获 2015 年度“中国药学会发展奖创新药物突出成就奖”。

图表2. 公司股权结构



资料来源：招股说明书、中银证券

图表3. 公司荣誉

年份	奖项
2008	AAA 级企业信用等级
2009	公司及三家子公司同时获得高新技术企业认定
2009	中国医药 30 年风云会改革开放 30 年创新奖
2011	子公司弘达药业获高新技术企业认定
2012	高新技术企业认证复核
2012	国家第五批创新型试点企业
2013	松龄血脉康胶囊系统性开发研究及产业化项目获 2013 年四川省科技进步一等奖
2014	高新技术企业认定复核
2014	中国医药研发产品线最佳工业企业
2014	四川百强企业
2015	中国企业创新团队奖
2016	“第六届中国上市公司口碑榜” “最佳新技术先锋奖”

资料来源：招股说明书、中银证券

发展战略：以临床需求为导向，坚持专业和创新

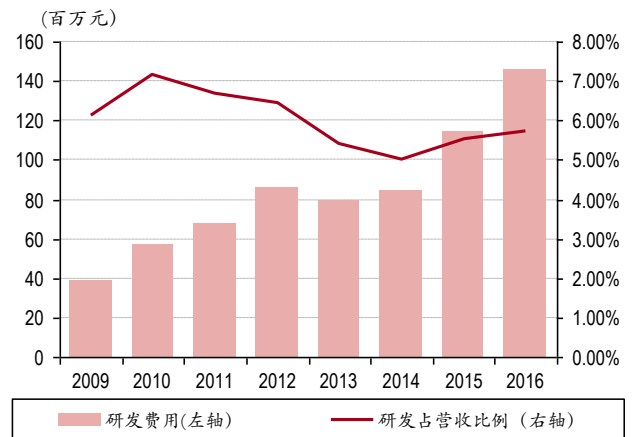
公司自成立以来始终坚持专业和创新相结合的发展战略，坚持以临床需求为导向，开创了“聚焦领域-需求导向-深入研究-专利新药-规范生产-专业营销”六位一体的盈利模式。在中枢神经系统、消化系统、眼科等重点临床领域建立涵盖化药、中成药、生物制品等独具特色的系列专利药体系，包括 12 个主要在产产品和 13 个主要在研产品，其中在产产品有 11 个品种进入国家医保目录，1 个产品列入 14 省级医保目录，主要品种均为独家或者独家剂型，竞争格局良好，6 个品种销售过亿。公司自主研发治疗湿性年龄相关黄斑变性的生物 1.1 类创新药康柏西普，是全球第三个眼科单抗药物，填补了国产眼底黄斑变性治疗药物的市场空白。公司研发投入占比远高于行业平均水平，研发投入力度向国际平均水平靠拢，目前在研产品储备丰富，足以支撑公司中长期发展。

图表 4. 公司盈利模式



资料来源：招股说明书、中银证券

图表 5. 公司研发投入情况



资料来源：万得、中银证券

图表 6. 公司主要在产产品

临床领域	产品名称	适应症	类别	是否国家医保
眼科	康柏西普眼用注射液	湿性年龄相关性黄斑变性	生物制品	是
	松龄血脉康胶囊	用于肝阳上亢所致的头痛、眩晕、急躁易怒、心悸、失眠；高血压病及原发性高脂血症见上述症候者	中成药	是
中枢神经系统	盐酸文拉法辛胶囊及缓释片	抑郁症，包括伴有焦虑的抑郁症及广泛性焦虑症	化药	是
	阿立哌唑片及口崩片	精神分裂症	化药	是
	右佐匹克隆片	失眠症	化药	是
	舒肝解郁胶囊	轻、中度抑郁症	中成药	是
	胆舒胶囊	慢性结石性胆囊炎、慢性胆囊炎及胆结石	中成药	是
消化系统	枸橼酸莫沙必利片及分散片	功能性消化不良、慢性胃炎伴有烧心、嗳气、恶心、呕吐、早饱、上腹胀、上腹痛等消化道症状者	化药	是
	一清胶囊	用于热毒所致的身热烦躁，目赤口疮，咽喉、牙龈肿痛，大便秘结及上呼吸道感染、咽炎、扁桃体炎、牙龈炎见上述症状者	中成药	是
呼吸系统及其他	感咳双清胶囊	急性上呼吸道感染、急性支气管炎	中成药	是
	渴络欣胶囊	糖尿病肾病	中成药	否
	玄麦甘桔胶囊	用于阴虚火旺，虚火上浮，口鼻干燥，咽喉肿痛	中成药	是

资料来源：招股说明书、中银证券

图表 7. 公司主要在研品种

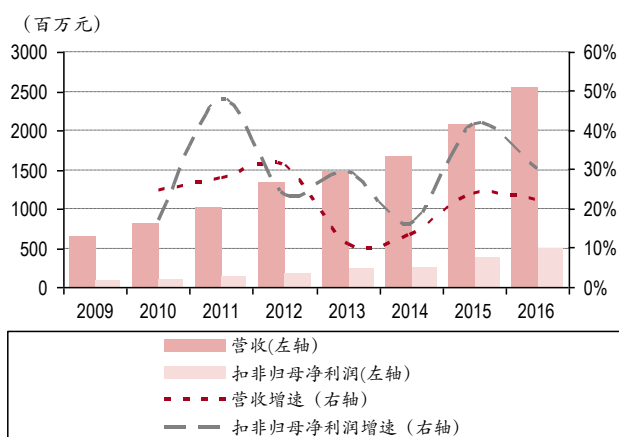
名称	治疗领域	所处阶段	类别
KH901	肿瘤疾病	II 期临床试验	生物 1 类
KH902	眼底疾病	DMEIII 期临床试验 RVOII 期临床试验	生物 1 类
KH903	肿瘤疾病	I 期临床试验	生物 1 类
KH906	眼表疾病	临床前	生物 1 类
KH709	精神疾病	已申报临床	化学 3 类
KH705	消化疾病	已申报临床	化学 5 类
KH110	神经疾病	临床前	化学 6 类
KH105	眼底疾病	临床 III/III 期	新增适应症
KH704	神经疾病	已申报临床	化学 3 类
KH714	神经疾病	申报阶段	化学 3 类、6 类

资料来源：2017 中报、中银证券

业绩稳健，康柏西普有望成为利润奶牛产品

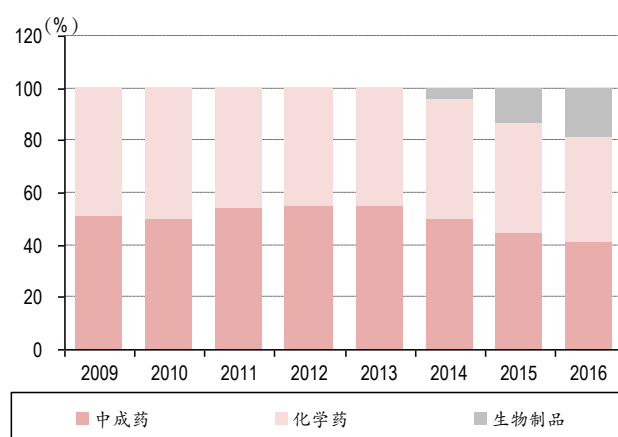
公司保持了良好的成长性，业绩稳健增长，近3年营收复合增速19.8%，扣非归母净利润复合增速16.31%。由于公司重磅生物药康柏西普2014年3月才获批上市，目前正处于成长导入期，公司收入的主要来源是化药和中成药，两大业务板块一直以来保持稳健增长，为公司提供稳定的现金流。康柏西普上市当年销售额达0.74亿，15年、16年销售额快速增长至2.67亿元、4.76亿元，营收占比逐步提高。2017年中报康柏西普实现收入3亿，增速34.9%，销售放量的红利正在释放。我们认为，康柏西普市场潜力巨大，并且仅以降价幅度18%超预期进入国家医保目录，收入增长确定性高，具备持续性，将逐步成为公司利润奶牛产品。

图表 8. 公司近年来业绩情况



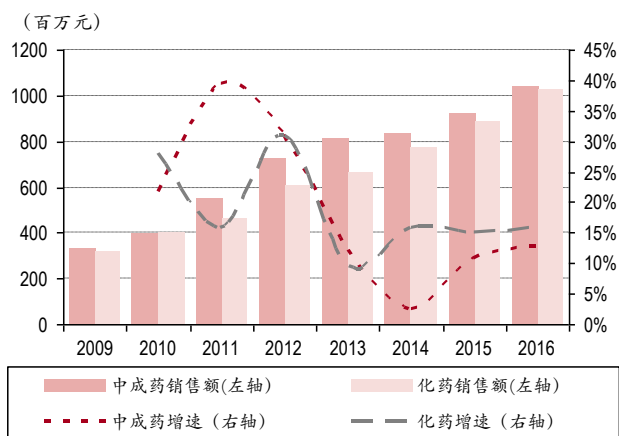
资料来源：招股说明书、中银证券

图表 9. 公司业务构成变化



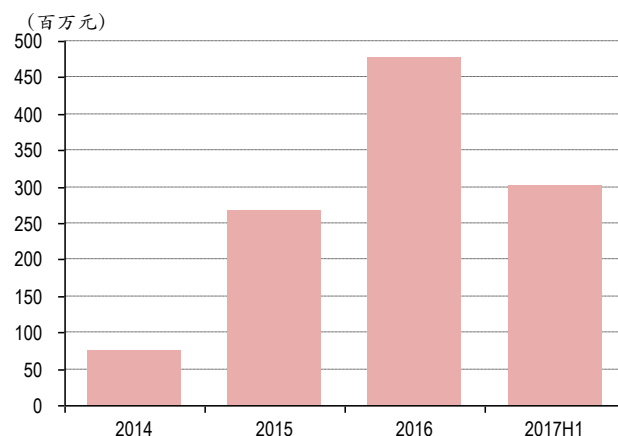
资料来源：万得、中银证券

图表 10. 公司近年中成药&化药销售情况



资料来源：万得、中银证券

图表 11. 公司康柏西普上市以来销售情况



资料来源：万得、中银证券

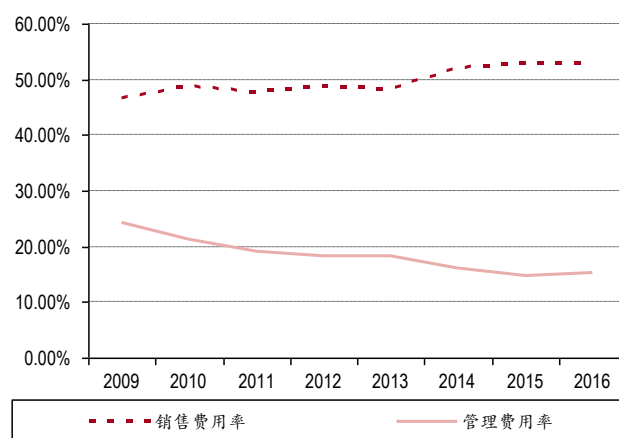
公司专注专利药销售模式，优势是公司整体毛利率远远高于行业平均水平，销售净利润处于行业较高水平，并呈现逐步提升。但专利药销售需多个维度加大市场推广力度，因此销售费用率高于行业平均水平。随着公司业务体量扩张，销售费用率和管理费用率呈现合理范围内略微上涨，也反映了公司管理能力优秀，费用管控良好。

图表 12. 公司销售毛利率&销售净利率



资料来源：万得、中银证券

图表 13. 公司近年销售费用率&管理费用率



资料来源：万得、中银证券

康柏西普——作用机制最先进的眼科单抗药物，仅国内市场销售潜力超百亿

康柏西普眼用注射液（商品名朗沐）是公司自主研发的生物 1.1 类创新药，活性成分康柏西普（Conbercept）是新一代抗 VEGF 融合蛋白，能够抑制内皮细胞增殖和血管新生，其国际通用名“Conbercept”成为中国第一个拥有完全自主知识产权的生物制品国际通用名。朗沐是继诺华的雷珠单抗、再生元阿柏西普，全球第三个眼科单抗药物，填补了我国治疗眼底新生血管疾病的药物空白。在国内市场，自 2013 年 8 月获批进入湿性年龄相关黄斑变性治疗市场，销售额快速提升，凭借其良好疗效和价格优势迫使竞品雷珠单抗数次降价，成功打破了国外专利药物在专利期内不降价的传统。2016 年 10 月 10 日，朗沐获 FDA 批准在美直接开展临床三期试验，在我国国产创新药发展中具有里程碑式重大意义，2017 年 7 月在医保目录谈判中仅降价 18% 超预期进入国家医保目录。

眼底新生血管疾病致盲率高，治疗刚需，市场空间巨大

眼底新生血管疾病已经成为全球中年以上人群致盲的重要原因，主要是因为异常的新生血管在黄斑部的视网膜下生长，成为脉络膜新生血管（CNV），最终形成疤痕、损伤视网膜感光细胞。常见病症包括年龄相关视网膜黄斑变性（AMD）、糖尿病黄斑水肿（DME）、病理性近视（PM-CNV）、视网膜静脉阻塞（RVO）等。

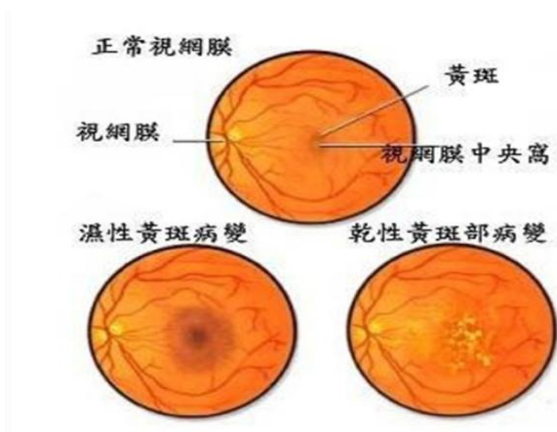
图表 14. 眼底新生血管疾病四大病症及危害

疾病	特征表现及危害
AMD	干性 AMD（80%） 黄斑区视网膜色素上皮与 Bruch 膜之间形成玻璃膜疣，并伴有视网膜地图状萎缩和异体视网膜色素上皮改变。可能导致视力丧失。
	湿性 AMD（20%） 脉络膜新生血管形成，可能导致黄斑区视网膜色素上皮与视网膜脱落以及视网膜渗出、出血、炎症和瘢痕组织形成，最终导致中心视力丧失。80%-90% 的中心视力下降有湿性 wAMD 引起。
DME	局限性水肿型 弥漫性水肿型 中心视力下降
PM-CNV	发病年龄主要在 50 岁以下，通常位于黄斑中心凹或旁中心凹下，随着病程的进展可以引起视网膜下出血、渗出，最后往往会造成不可逆的视功能损害
RVO	视网膜中央静脉阻塞 本病病程缓慢冗长，晚期出现多种并发症，主要有两类：一是黄斑部的并发症和后遗症，包括黄斑囊样水肿，黄斑前膜形成，黄斑部瘢痕等；一类是新生血管及其并发症。包括视网膜新生血管，虹膜红变，新生血管性青光眼等，进一步导致视网膜脱离，致使视力下降。
	视网膜分支静脉阻塞

资料来源：中银证券

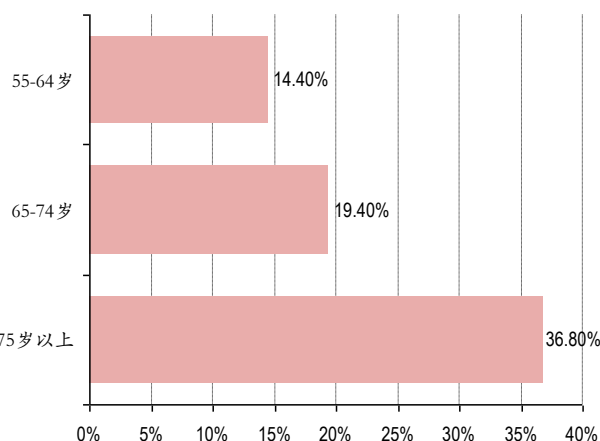
其中，年龄相关黄斑变性（AMD）表现为视网膜黄斑区结构的衰老性改变，分为干性（非新生血管性）和湿性（新生血管性），是目前全世界中老年人，尤其是老年人不可逆致盲最主要的原因。西方流调显示，AMD 主要发生在 45 岁以上人群，患病率随年龄增加而增加：在 55-64 岁人群 14.4%，65-74 岁为 19.4%，75 岁以上占 36.8%。其中，wAMD 占比 20% 以下，但严重危及视力，未治疗的湿性 AMD 患者 3 个月内视力急剧下降，2 年内高达 85.1% 的患者视力降至法定盲。

图表 15. 黄斑变性示意图



资料来源：万得、中银证券

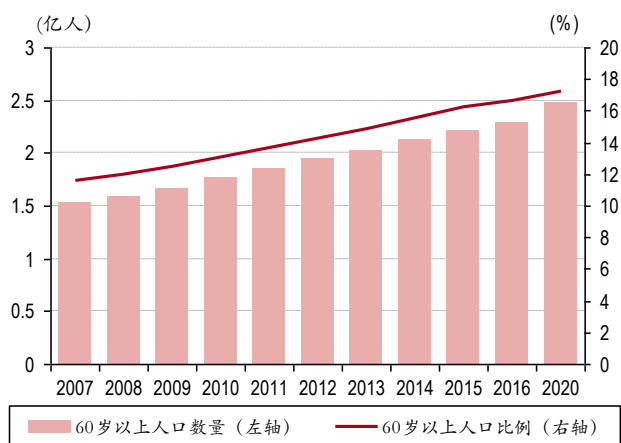
图表 16. 西方流行病调查 AMD 患病率



资料来源：招股说明书、中银证券

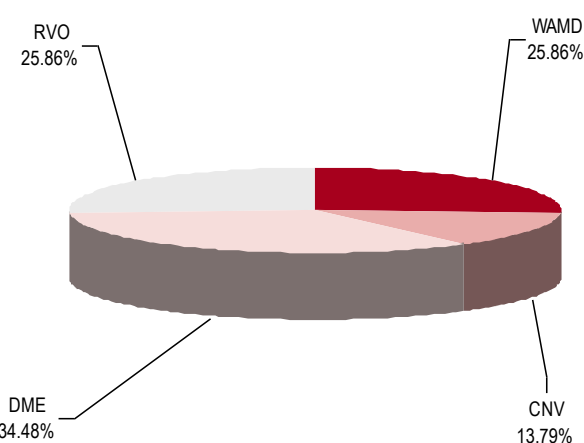
在我国，公众整体对 AMD 及其危险因素的认识程度均较低，远低于白内障和青光眼的认识，例如北京地区公众对 AMD 的认知度仅为 6.8%。但实际上我国 AMD 发病率并不低，根据上海交通大学附属第一医院的流行病学研究，我国 60 岁以上人群 AMD 患病率 13.36%，湿性 AMD 占比 14%。截至 2016 年年底，我国 60 岁及以上人口超过 2.3 亿，预计 2020 年，将增加到 2.55 亿人左右。据此估算，目前我国 AMD 患者约有 3,000 万左右，其中 W-AMD 患者约 400 万人。随着我国人口老龄化进程加快，预计 AMD 患者人群数目持续攀升，相关治疗药物市场不断扩大。

图表 17. 我国人口老龄化趋势加快



资料来源：万得、中银证券

图表 18. 眼底新生血管疾病四大病症占比



资料来源：公司招股说明书、中银证券

除 AMD 外，其他眼底新生血管疾病患者人群数目庞大。据南方所统计，我国病理性近视继发 CNV 患者数约 160 万人；DME 患者总数约 400 万人，且由于我国糖尿病患者人数不断增加，DME 作为糖尿病常见并发症之一，DME 患者人数将持续攀升；RVO 患者总数约 300 万人。当前，眼底新生血管疾病药物 4 大适应症国内理论市场容量已经超过 1,160 万人，随着我国老龄化趋势加快和人口持续增长，市场潜力巨大。

图表 19. 眼底新生血管疾病市场规模估算

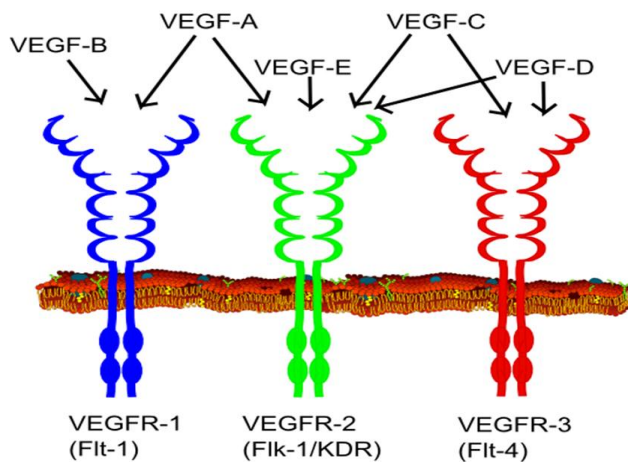
适应症	患病率	人群基数	患病人数
wAMD	wAMD 占 AMD14%。	AMD 人群约 2140 万	300 万
CNV	生理性近视 40%-50%，病理性近视发病率 3.5%-4.3%。CNV 占 PM5%-10%	20-60 岁城市人口 4 亿人	160 万
DME	糖尿病患者并发 DME 率为 10%	糖尿病患者 4000 万	400 万
RVO	50 岁以上发病率 1.5%	50 岁以上城市人口 2 亿	300 万

资料来源：公司招股书、南方所

抗 VEGF 治疗是 wAMD 治疗里程碑式突破

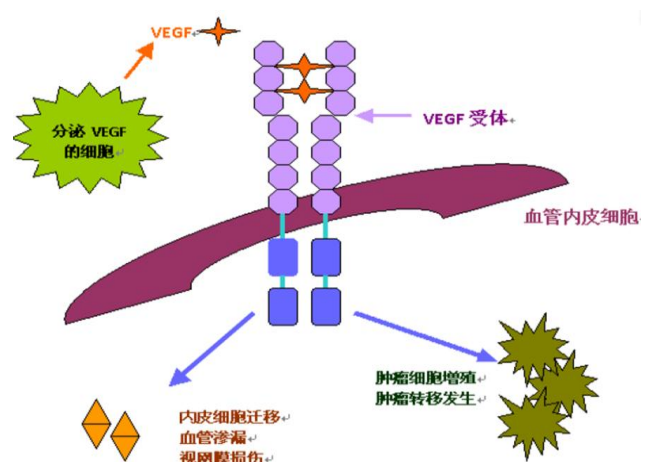
黄斑变性的具体发病机制尚不清楚，已提出的假说包括遗传因素、光积聚损伤、自由基损伤等。脉络膜新生血管化（Choroidal vascularization, CNV）是 WAMD 主要病理基础，血管新生与血管内皮生长因子（vascular endothelial growth factor, VEGF）密切相关。VEGF 是目前发现的最强烈的血管生成因子，包括 A、B、C、D、PlGF 五种亚型，通过与受体结合可在体内诱导血管新生。在肿瘤组织处，VEGF 过量表达诱导生成丰富的血管，为肿瘤细胞提供大量营养，促进肿瘤细胞增长分裂，导致肿瘤恶化及转移。VEGF 在眼底过表达，导致脉络膜新生血管化，在过程中新生血管容易破裂造成血细胞外渗出，损伤视网膜。因此，VEGF 是治疗肿瘤和 WAMD 的关键靶点。

图表 20. VEGF 及其受体作用示意图



资料来源：万得、中银证券

图表 21. VEGF 是治疗肿瘤和眼底新生血管疾病关键靶点



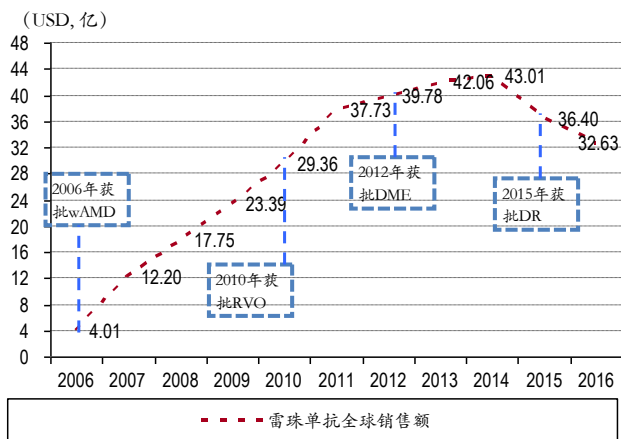
资料来源：公司招股说明书、中银证券

20 世纪 90 年代之前，湿性 AMD 的主要治疗方法是激光疗法，原理是用高能量激光束摧毁病变，但同时也会损伤正常视网膜组织，甚至出现永久性严重视力下降，该方法在临床基本已停用。2000 年，美国 QLT 光学治疗公司联合诺华研发的光动力疗法眼科药物维替达尔（Verteporfin，注射用维替泊芬）获得 FDA 批准，成为第一个湿性 AMD 治疗药物。维替泊芬临床使用复杂，同时需要药物和激光治疗，并且只适合于典型性中心凹下脉络膜新生血管形成的患者，该亚型仅占湿性 AMD 患者的 25% 左右，而对于隐匿性中心凹下脉络膜新生血管为主的患者，尚无充分证据支持。光动力疗法作为单一疗法在改善视力预后方面疗效有局限性。

2006 年，Genentech 和诺华共同开发的 Lucentis（通用名雷珠单抗）获批上市，这是全球首个抗 VEGF 治疗 W-AMD 的单抗药物，具有里程碑式重要意义。雷珠单抗是第二代人源化抗 VEGF 重组鼠单克隆抗体片段，能与所有活性形式的 VEGF-A 结合，防止其与 VEGFR1 及 VEGFR2 结合，从而减少血管内皮细胞增殖和降低血管通透性，破坏已经形成的新生血管、减少其出血和渗漏，还从上游阻断异常新生血管的形成，能够显著提高、稳定患者视力，安全性高。雷珠单抗在 2006 年被美国《科学》杂志评为年度十大科学突破之一，并先后获得不同国家药学界“盖伦奖”。

雷珠单抗上市后迅速放量，上市当年销售额达 5.2 亿美元，07 年达 14.3 亿美元，此后每年保持高速增长，并且陆续有新的适应症获批，2016 年销售额达 32.6 亿美元。

图表 22. 雷珠单抗全球销售情况



资料来源：万得、中银证券

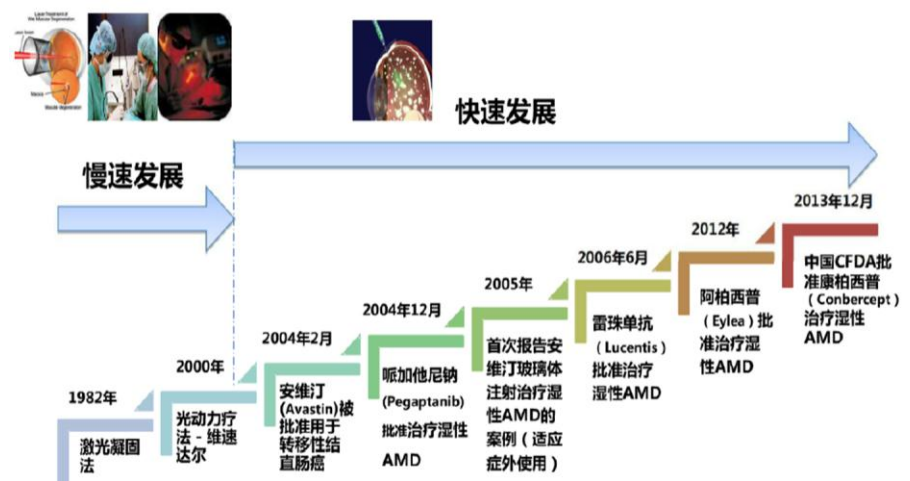
图表 23. 雷珠单抗获批适应症

地区	适应症	获批时间
美国	wAMD	2006
	RVO	2010
	DME	2012
	DR	2015
	mCNV	2017
除美以外地区	wAMD	2007
	RVO	2011
	DME	2011
	mCNV	2013
中国	wAMD	2011
	RVO	2016 (III 期)
	pmCNV	2016 (III 期)
	DME	2017 (III 期)

资料来源：中银证券

目前，国际上（包括中华医学会眼科学分会）都推荐抗新生血管治疗为大多数“湿性年龄相关性黄斑变性”的首选治疗。

图表 24. WAMD 治疗发展历程



资料来源：招股说明书、中银证券

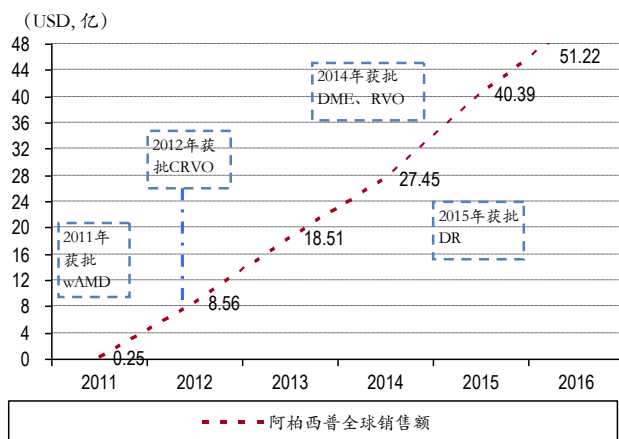
图表 25. 不同 WAMD 治疗方法比较

方法名称	操作	优/劣势
传统激光凝固法	用激光直接对视网膜下新生血管膜的部位给予光学烧灼产生蛋白质凝固，以摧毁整个新生血管膜组织	只能治疗少数 AMD 患者，危险性高，疗效差，复发率高。
手术治疗		操作难度大，并发症多
光动力疗法	通过静脉将一种光敏感的药物注射到人体内，然后用特定的激光照射，引发聚集于新生血管内的光敏感物质产生光化反应，从而选择性的破坏网膜下	只适合大约 25% 的湿性 AMD 患者，超过 90% 的患者经首次治疗后 3 个月都会有复发。
抗 VEGF 疗法	结合 VEGF 的 RNA 配体，能够特异性抑制 VEGF 的活性，抑制脉络膜和视网膜新生血管的生长	安全、疗效显著，但是价格昂贵

资料来源：中银证券

“后起之秀”阿柏西普目前全球市场份额第一

2011 年 11 月，美国再生元和拜耳联合研发的阿柏西普（Eylea, aflibercept）获 FDA 批准上市，首个适应症是 W-AMD。阿柏西普是 VEGF 受体 1、2 的结合域与人源化 FC 片段结合的可溶性融合蛋白，全人源化氨基酸序列，亲和力高，比天然受体或单克隆抗体能更紧密地结合 VEGF，阻断 VEGF-A 所有亚型、VEGF-B 和 PLGF，能更有效地抑制 VEGF 诱导的血管内皮细胞生长、迁移、出芽及血管新生。

图表 26. 阿柏西普全球销售


资料来源：万得、中银证券

图表 27. 阿柏西普获批适应症

地区	适应症	获批时间
美国	wAMD	2011
	CRVO	2012
	DME	2014
	RVO	2014
	DR	2015
阿柏西普 除美以外地区	wAMD	2012
	CRVO	2013
	DME	2014
	mCNV	2014(日本)
	RVO	2015(欧盟和日本)
中国	wAMD	2014 (III 期)
	DME	2015 (III 期)

资料来源：中银证券

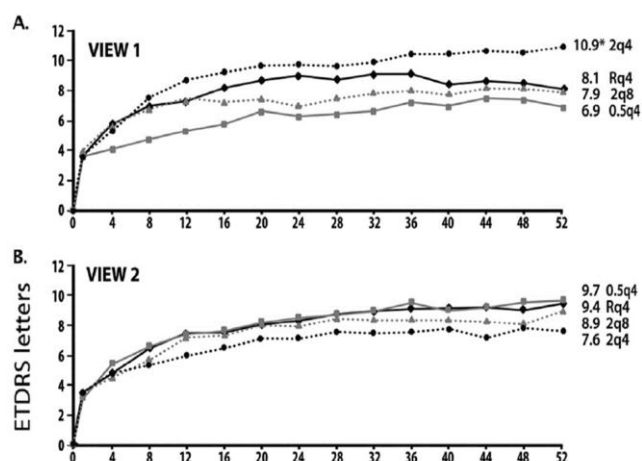
阿柏西普和雷珠单抗治疗 WAMD 的头对头试验 view1、view2 结果显示，两者到达主要临床终点（最佳矫正视力 BCVA、中心凹视网膜厚度 CRT）并无明显差异，两者的疗效和安全性相当，但雷珠单抗不良反应发生率绝对值高于阿柏西普。阿柏西普注射次数明显少于雷珠单抗，能够减少注射风险和减轻患者经济负担。

图表 28. 阿柏西普&雷珠单抗头对头试验

	试验地点	合格样本量	方案	试验结果		试验结论
				BCVA	CRT	
view 1	美国和加拿大随机 154 个地点	1217	2q4 组: 2mg 阿柏西普每 4 周注射一次 (n=304)	平均提升 10.9 个字母	平均改善 116.5um	阿柏西普各组主要结局事件的临床疗效与雷珠单抗组等同。综合分析 VIEW1 和 view2 研究结果显示, 阿柏西普较雷珠单抗提升 BCVA 的差异在 0.5 个字母之内。阿柏西普对 CRT 改善疗效也与雷珠单抗类似。各组间眼部及全身性不良反应率也相似。阿柏西普的疗效和安全性与雷珠单抗类似。但 2mg 阿柏西普前三个月每 4 周注射一次后每 8 周注射一次的方案对 CRT 改变绝对值上有一些优势, 此外, 阿柏西普的注射次数相对较少能够降低注射风险并能降低患者负担。
			0.5q4 组: 0.5mg 阿柏西普每 4 周注射一次 (n=304)	平均提升 6.9 个字母	平均改善 115.6um	
			2q8 组: 2mg 阿柏西普前三个月每 4 周注射一次后每 8 周注射一次 (n=303)	平均提升 7.9 个字母	平均改善 128.5um	
			Rq4 组: 0.5mg 雷珠单抗每 4 周注射一次 (n=306)	平均提升 8.1 个字母	平均改善 116.8um	
view2	欧洲, 中东, 亚太 平洋和拉丁美洲 随机 172 个地点	1240	2q4 组: 2mg 阿柏西普每 4 周注射一次 (n=313)	平均提升 7.6 个字母	平均改善 156.8um	
			0.5q4 组: 0.5mg 阿柏西普每 4 周注射一次 (n=311)	平均提升 9.7 个字母	平均改善 129.8um	
			2q8 组: 2mg 阿柏西普前三个月每 4 周注射一次后每 8 周注射一次 (n=313)	平均提升 8.9 个字母	平均改善 149.2um	
			Rq4 组: 0.5mg 雷珠单抗每 4 周注射一次 (n=303)	平均提升 9.4 个字母	平均改善 138.5um	

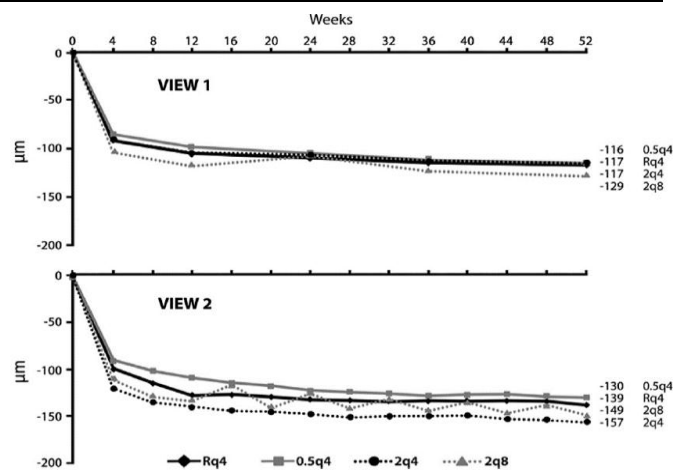
资料来源: Ophthalmology、中银证券

图表 29. 阿柏西普、雷珠单抗对 BCVA 改善情况



资料来源: Ophthalmology、中银证券

图表 30. 阿柏西普、雷珠单抗对 CRT 改善情况

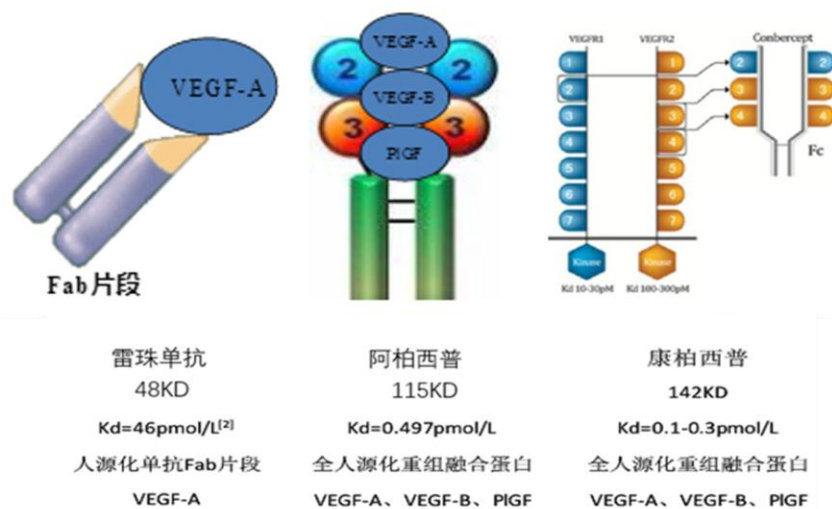


资料来源: Ophthalmology、中银证券

康柏西普——疗效突出、性价比优势、降价超预期进医保，多重因素保障竞争优势

康柏西普 2013 年 8 月获 CFDA 批准治疗 WAMD，2014 年 3 月在国内上市销售，目前在美国进行临床三期试验。康柏西普是利用 CHO 细胞表达系统产生的重组融合蛋白，核心区域由人 VEGFR-1 的 D2，VEGFR-2 的 D3 和 VEGFR-2 的 D4 与人 IgG1 Fc 段的融合蛋白构成，分子量约 142Kd，康柏西普与阿柏西普结构类似，同属全人源的氨基酸序列，亲和力高于雷珠单抗，能够阻断 VEGF-A 所有亚型、VEGF-B 和 PLGF；区别在于康柏西普分子更大，包含了 VEGFR-2 的 D4 区，亲和力高于阿柏西普，VEGF 溶解速率较阿柏西普低。

图表 31. 雷珠单抗、阿柏西普、康柏西普结构比较



资料来源：公司网站、中银证券

2011年12月31日雷珠单抗获SFDA批准在我国销售，2013年8月康柏西普获批上市，阿柏西普目前我国已完成临床三期试验阶段，预计最快2018年下半年获批上市。目前，在眼底新生血管疾病治疗市场上，抗VEGF药物因疗效显著、安全性高占绝对主导地位，抗VEGF药物市场上只有雷珠单抗和康柏西普竞争，国内其他申报进度慢，国内竞争格局良好。康柏西普凭借良好的疗效和价格等多重优势，迫使雷珠单抗数次降价，国内市场份额逐渐提升。根据PDB数据，2016年康柏西普在样本医院市占率达31.68%。

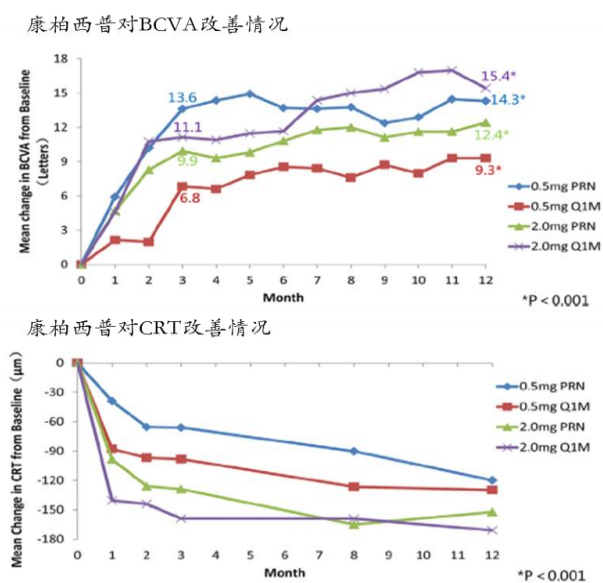
最先进的抗VEGF融合蛋白，康柏西普临床疗效突出-康柏西普是新一代抗VEGF融合蛋白，全人源序列，亲和力高于人鼠嵌合抗体的雷珠单抗，且理论上安全性更高；除作用VEGF-A靶点，还能够结合VEGF-B和PlGF，能够更有效地抑制血管新生和渗透。研究表明，与雷珠单抗相比，玻璃体腔注射后，康柏西普具有延长眼内停留时间，进入血液循环浓度低。虽然目前没有正式头对头试验，但是通过各自试验数据比对：在3+PRN给药方案中，康柏西普注射平均次数明显少于雷珠单抗；在3+Q3M给药方案中，相同剂量的康柏西普视力改善情况明显好于雷珠单抗。在两者常用的给药方案中，康柏西普（3+PRN）视力改善情况明显优于雷珠单抗（Q1M），反映出康柏西普治疗WAMD效果更优越。

图表 32. 康柏西普 AURORA 试验和雷珠单抗 CATT 试验比较

试验方案	分组	试验结果	结论
康柏西普 AURORA 试验	0.5mg 组, 3+PRN	治疗 3 个月: BCVA 提升 8.97 个字母。治 疗 12 个月: BCVA 提升 14.31 个字母, CRT 改善 119.8um	康柏西普能明显改 善 BCVA 和 CRT。各 组之间差异无统计 学意义, 康柏西普安 全有效
	0.5mg 组, 3+Q1M	治疗 3 个月: BCVA 提升 8.97 个字母。治 疗 12 个月: BCVA 提升 9.31 个字母, CRT 改善 129.7um	
	2.0mg 组, 3+PRN	治疗 3 个月: BCVA 提升 10.43 个字母。 治疗 12 个月: BCVA 提升 12.42 个字母, CRT 改善 152.1um	
	2.0mg 组, 3+Q1M	治疗 3 个月: BCVA 提升 10.43 个字母。 治疗 12 个月: BCVA 提升 15.43 个字母, CRT 改善 170.8um	
雷珠单抗 CATT 试验	0.5mg 组, 按月	治疗 1 年: BCVA 提升 8.5 个字母, CRT 改 善 196um.	雷珠单抗按需给药 对视力的疗效与按 月给予疗效差异无 统计学意义。
	0.5mg 组, 按需	治疗 1 年: BCVA 提升 6.8 个字母, CRT 改 善 168um.	

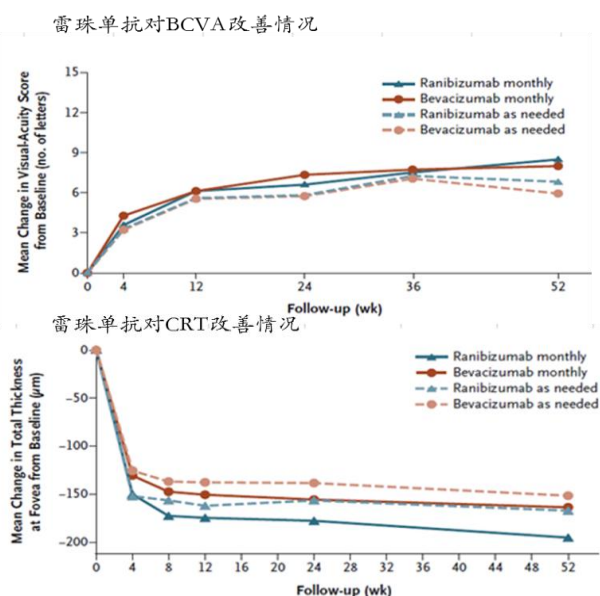
资料来源: Ophthalmology、N Engl J Med、中银证券

图表 33. 康柏西普 AURORA 试验结果



资料来源: Ophthalmology、中银证券

图表 34. 雷珠单抗 CATT 试验结果

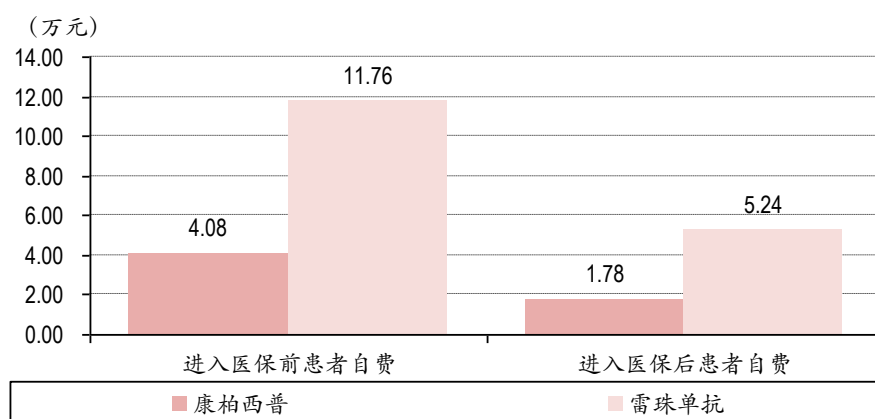


资料来源: N Engl J Med、中银证券

降价超预期进入国家医保, 康柏西普性价比更为突出 -2017 年 7 月份, 康柏西普仅降价 18% 进入国家乙类医保目录, 医保支付价格 5,550 元, 超出市场预期, 全年报销限制 4 支内。以全疗程注射 6 支计算, 患者自付费用从 6800*6=4.08 降至 5550*2+5550*4*30%=1.78 万元。雷珠单抗降价 21% 也进入医保目录, 医保支付价 5,700 元, 全年报销限制 4 支内。以全疗程注射 12 支计算, 患者自付费用 5700*8+5700*4*0.3=5.24 万元疗效更优异的情况下, 康柏西普患者自费费用仅是雷珠单抗费用 34%, 性价比优势明显, 而且更低的注射频次减少了玻璃体腔注射引起的一系列眼部感染。

在进入国家医保之前, 康柏西普仅进入四川医保。由于单个疗程费用较高, 患者支付能力不足限制朗沐放量销售, 实际上患者在使用两支后情况有好转不再继续用药。此次进入医保乙类, 患者自费费用明显降低, 且医保报销 4 支, 有助于提高朗沐在临床销量。

图表 35. 康柏西普、雷珠单抗进入医保前后，患者自费费用比较



资料来源：公司网站、中银证券

我们认为，康柏西普在疗效、安全性、注射次数、费用等多个方面均优于雷珠单抗，随着公司加强学术推广力度，市场份额有望快速提升至 50% 以上。市场有投资者担心，18 年阿柏西普获批后，会对康柏西普形成冲击，但是我们认为 1) 康柏西普已经进入国家医保，患者自付费用低，形成“医保壁垒”。阿柏西普售价在 1,850 美元左右，不太可能自降 50% 以上进入中国市场。2) 康柏西普在国内市场已经耕耘数年，先期的市场教育以及医生资源也都是其相较于新入局者的制胜法宝。

康柏西普仅国内市场销售潜力过百亿，直通 FDA 三期，加速国际化进程

南方所数据显示，我国 WAMD 患者约 300 万，假设 10% 接受治疗，则接受治疗患者 30 万人，假设 50% 使用康柏西普，每个疗程 4 万，对应销售额 60 亿，市场空间巨大。

2017 年 5 月康柏西普新增 PM-CNV 适应症，不同于 AMD，其主要群体是老年人，PM 是中青年丧失视力的主要原因，这一适应症的国内人群 160 万，因此康柏西普的适用人群一举扩大了约 50%。由于 PM 的患者群体基本上各个家庭的经济支柱和来源，因此就诊的紧迫性和需求也更为强烈，这将大大促进康柏西普的销售。

随着康柏西普顺利进入医保，大额报销后医疗费用的大幅下降将极大地提升患者渗透率，从而带来产品的持续放量，在未来 2-3 年内就可快速、大幅提升公司业绩。此外，康柏西普的 DME 和 RVO 等新适应症也已处于临床三期，有望在 2018-2019 年内获批，可增加 700 万目标患者群体，仅此两个适应症就可在未来让康柏西普的国内市场空间再增加 150% 以上。

2016 年 10 月，康柏西普免除临床 I 期、II 期研究，直接进入 FDA 三期，刷新了国产创新药的记录。这标志康柏西普进军国际市场过程中，在质量标准，药物疗效和安全性等方面已获肯定。据 IMS 公司数据，至 2020 年，眼科抗 VEGF 治疗领域全球市场高达 120 亿美元，如果获得 FDA 批准，具备疗效和价格优势的康柏西普有望打开国际市场，成为全球的重磅产品。

综上所述，我们认为，在未来 5 年内，国内眼底抗 VEGF 治疗药物市场将呈现雷珠单抗、阿柏西普和康柏西普三足鼎立局面。康柏西普竞争优势明显：康柏西普相较雷珠单抗，作用机理先进，理论上疗效更突出；注射次数少，患者负担费用少，性价比优势突出。康柏西普相较阿柏西普，作用机制类似，但是康柏西普具备“医保”高护城河、卡位优势、性价比高等优势。康柏西普在国内销售潜力过百亿，短期 3 年内，进入医保有助于提高 WAMD 治疗渗透率促进其迅速放量；中期 3-5 年内预计有更多适应症获批，进一步打开市场空间；长期来看通过 FDA 批准后进军国际市场，助力成为全球重磅品种。

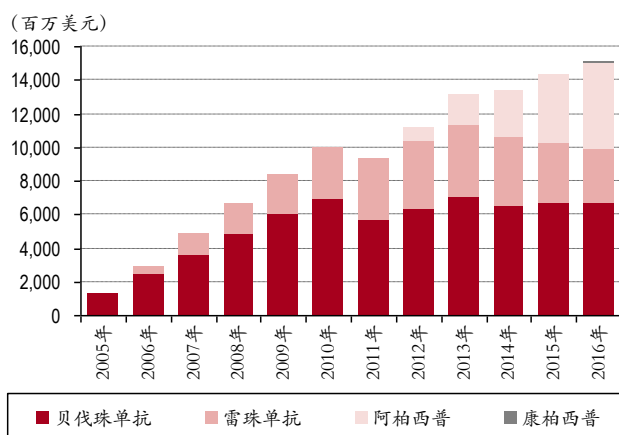
VEGF 靶点单抗平台提供中长期成长动力

VEGF 单抗产品全球销售超过 150 亿美金，市场空间大

在前文中提到，VEGF 在新生血管病变和实体瘤血管新生发挥重要作用，VEGF 是抗肿瘤的重要靶点之一，以“抑制血管新生的融合蛋白技术”为基础的新药研究有广泛的临床应用前景。目前，国际市场上已上市的抗 VEGF 代表性单抗药物有罗氏的贝伐珠单抗、罗氏/诺华的雷珠单抗、拜耳/再生元的阿柏西普以及康弘药业的康柏西普四款产品。上述四款产品在 2016 年全球的销售额便超过了 150 亿美金，其中，贝伐珠单抗 2016 年销售额达到 68.52 亿美金，占比接近 45%，而雷珠单抗销售额为 32.55 亿美金，占比 20% 左右，阿柏西普则实现 51.26 亿美金销售额，成长迅速，占市场份额的 34% 左右，康柏西普上市较晚，销量较低，仅有 4.76 亿人民币销售额，占比接近 1%。

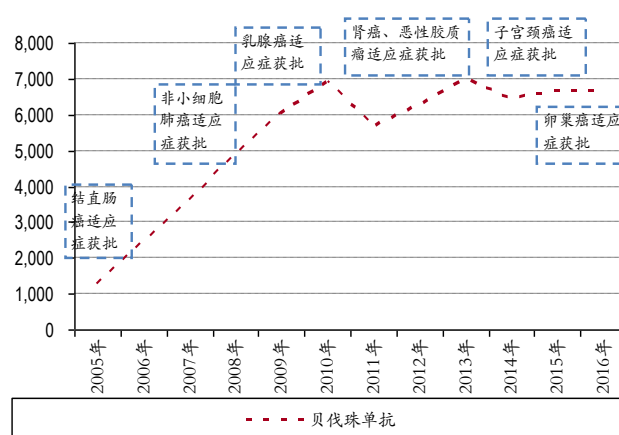
以销售额最高的贝伐珠单抗为例，贝伐珠单抗是由罗氏研发的首个 VEGF 人源化单抗，其于 2004 年以结直肠癌获批，而后不断叠加新的适应症，包括非小细胞肺癌、肾细胞癌、恶性胶质瘤、宫颈癌和复发性卵巢上皮癌。同时随着适应症的增加，贝伐珠单抗的销售额也增长迅速，最高时达到近 70 亿美金。

图表 36. 2005-2016 年 VEGF 单抗药物市场空间



资料来源：Genetech，再生元，康弘药业，中银证券

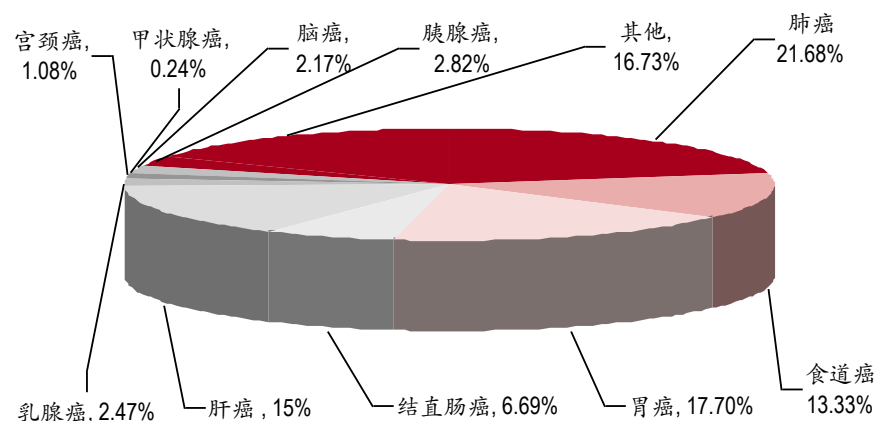
图表 37. 贝伐珠单抗销售增长与适应症获批



资料来源：FDA，Genetech，中银证券

由于人口老龄化、不良生活习惯、环境污染和传统手段治愈率较低等因素，我国已成为癌症发病和死亡大国。据全国肿瘤登记中心统计显示，2015 年中国癌症新增 429.16 万例，死亡 281.42 万例。其中，肺癌、胃癌、结直肠癌等位列我国发病率和死亡率前列，患者数目众多，有极强的治疗需求。目前国内上市的 VEGF/VEGFR 单抗类药物仅有贝伐珠单抗、康柏西普、雷珠单抗。

图表 38. 2015 年中国癌症死亡占比



资料来源：全国肿瘤登记中心、中银证券

VEGF 靶点研发热度高，康弘药业实力强劲，进展较快

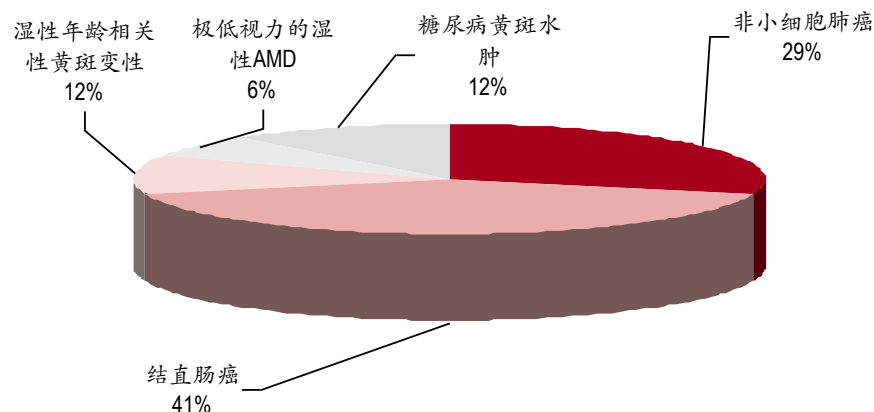
因为 VEGF 靶点治疗机制的独特性和在实体瘤进展中的普遍性，加之其广阔的市场空间，国内外许多厂商纷纷开始投资于该领域，推进相关产品的开发，竞争格局颇为激烈。

图表 39. 中国 VEGF 单抗临床试验各厂商进展情况

生产厂商	类型	药物	适应症	试验分期	状态	登记时间
成都康弘	1	康柏西普	糖尿病黄斑水肿	2 期	已完成	2014 年 3 月
成都康弘	1	KH903 重组 VEGF 受体-抗体融合蛋白注射液	转移性结直肠癌	1 期	已完成	2014 年 4 月
拜耳	进口	VEGF 抑制剂	新生血管性黄斑变性	3 期	已完成	2014 年 4 月
拜耳	进口	VEGF 抑制剂	糖尿病黄斑水肿	3 期	已完成	2014 年 6 月
成都康弘	1	康柏西普	极低视力的湿性 AMD	2 期	已完成	2014 年 6 月
江苏先声	1	注射用人源化抗 VEGF 单克隆抗体	转移性结直肠癌	1 期	进行中	2015 年 10 月
齐鲁制药	2	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	非小细胞肺癌/结直肠癌	1 期	进行中	2016 年 4 月
成都康弘	1	KH903 重组 VEGF 受体-抗体融合蛋白注射液	结直肠癌	1 期	进行中	2016 年 8 月
苏州思坦维	1	重组人源化抗 VEGF 单克隆抗体注射液	晚期恶性实体瘤患者	1 期	进行中	2016 年 9 月
信达生物	2	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液		1 期	进行中	2016 年 11 月
北京天广实	2	MIL60 重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	结直肠癌、非小细胞肺癌	1 期	进行中	2016 年 11 月
齐鲁制药	2	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	非小细胞肺癌	3 期	进行中	2016 年 12 月
成都康弘	1	康柏西普	湿性年龄相关性黄斑变性	4 期	进行中	2017 年 2 月
山东博安	2	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	非小细胞肺癌、结直肠癌	1 期	进行中	2017 年 3 月
成都康弘	1	康柏西普	息肉状脉络膜血管病变	4 期	进行中	2017 年 4 月
华兰基因	2	重组抗 VEGF 单抗注射液	结直肠癌、非小细胞肺癌	1 期	进行中	2017 年 4 月
江苏泰康	1	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液	湿性年龄相关性黄斑变性	1 期	进行中	2017 年 6 月

资料来源：药智网，CDE，中银证券

图表 40. 国内 VEGF 单抗药物适应症组成



资料来源：药智网，CDE，中银证券

*注：适应症统计不包括4期临床试验。

就国内市场而言，康弘药业是国内厂商中第一家获批上市的 VEGF 单抗融合蛋白药物，远远领先于其它药厂。除康弘药业与拜耳以外，还有 8 家国内厂商申报了 VEGF 单抗产品，其中多数为生物仿制药。从进展速度上来看，齐鲁制药的 QL1101（一款贝伐珠单抗仿制药）进展速度较快，目前已进入三期临床，申报的适应症为非小细胞肺癌。而康弘药业的同类型产品 KH903（1 类创新药）则以转移性结直肠癌为适应症，目前处于 I c 期临床研究。

总体来说，虽然 VEGF 单抗国内研发申报较多，但康弘药业具有自身优势，主要在两方面。第一，先发优势，康弘药业是国内最早申报 VEGF 单抗药物的厂商，在该类药物上研发积累较深。公司以“抑制血管新生的融合蛋白技术”为基础，已经建立了 VEGF 机理药物平台；第二，创新药，康弘药业的 KH903 和康柏西普均为 1 类创新药，而国内厂商申报除江苏先声以外，均为 2 类药，属于 me-better 产品。因此，我们认为康弘药业未来将继续凭借突出的技术积累引领 VEGF 单抗产品的研发，同时凭借先发优势享有良好的竞争格局。

VEGF 单抗可拓展性强，康弘平台未来市场宽广

由于作用机理相似，VEGF 单抗或单抗融合蛋白产品开发的一大思路便是先专注眼科或者癌症领域，推出产品打造品牌以后，再用改造的结构申报新药横向拓展其他适应症。

以贝伐珠单抗及雷珠单抗为例，两者均有罗氏旗下基因泰克开发，前者 2004 年基因泰克独立研发以结直肠癌获批，后者则在 2006 年由基因泰克和诺华联合开发用于治疗 AMD。在美国，由于同等剂量贝伐珠单抗价格要远低于雷珠单抗，因此眼科医生有时会选择使用贝伐珠单抗超适应症（off-label）治疗 AMD，同时，2012 年《眼科学》（《Ophthalmology》）公布的贝伐珠单抗和雷珠单抗治疗 AMD 为期两年的头对头实验表明，两者的治疗效果相当，无显著差异。此外，阿柏西普以 AMD 适应症上市后，再生元与赛诺菲合作研发的 Zaltrap（Ziv-Aflibercept）也获得 FDA 批准用于治疗结直肠癌，实际上与基因泰克实施的是同样的产品组合策略。

我们推测康弘药业目前也在执行相同的策略，康柏西普以 AMD 适应症上市后，一方面不断叠加新的如极低视力的湿性 AMD 等眼科适应症，另一面积积极开展用于治疗转移性结直肠癌的 KH903 新产品临床试验，目前 KH903 已经拿到 II、III 期临床试验批件。此外，公司储备品种中还有用于呼吸系统疾病治疗的 KH901 在临床前研发当中，而我们对其它厂商的 VEGF 靶点产品的研发策略研究，推断该产品适应症可能为非小细胞肺癌。从时间节点上说，KH903 和 KH901 预计将会陆续在未来 5-8 年上市销售，形成康弘药业长期增长的又一极。

非生物药板块稳健增长，提供稳定现金流

公司化药、中成药主要集中在中枢神经系统和消化系统，在销的 11 个品种其中有 7 个销售过亿，10 个产品被列入国家医保，1 个产品列入 14 省级医保目录，绝大多数是独家品种和独家剂型，在各省招标采购中降价压力小。

中枢神经系统：多产品涵盖多病种

公司目前在中枢神经系统领域产品主要涉及治疗精神分裂症、抗抑郁药和脑血管疾病，产品松龄血脉康胶囊（独家产品）、阿立哌唑口崩片（独家剂型）、盐酸文拉法辛缓释片（独家剂型）、舒肝解郁胶囊（独家品种）均在其所属细分药物市场中处于领先地位。

精神分裂症用药：阿立哌唑竞争格局良好，医保调整利好其持续增长

阿立哌唑是喹啉酮类衍生物，为首个第三代非典型抗精神病药，能够稳定多巴胺和 5-HT 系统，因其疗效确切、副作用小，近年来其市场规模快速上升，在治疗精神分裂用药市场份额不断扩大。

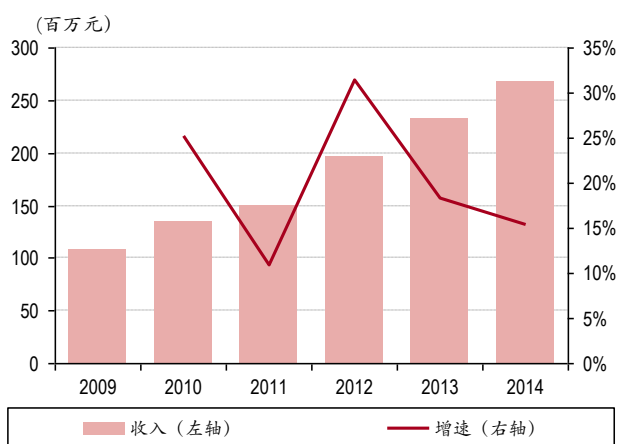
图表 41. 2015 年国内非典型抗精神病药物市场 Top 4

市场排名	药物成分	市场份额(%)	剂型	适应症	主要厂家
1	奥氮平	36.3	片剂、口崩片	精神分裂症、躁狂症、双相情感障碍	江苏豪森、礼来制药
2	喹硫平	11.3	片剂、缓释片	精神分裂症、双相情感障碍等	阿斯利康、洞庭药业
3	利培酮	9.38	分散片、胶囊、口崩片、口服液	精神分裂症、双相情感障碍，狂躁症	强生、西安杨森
4	阿立哌唑	7.71	片剂、口崩片、胶囊	精神分裂症	康弘药业、大冢

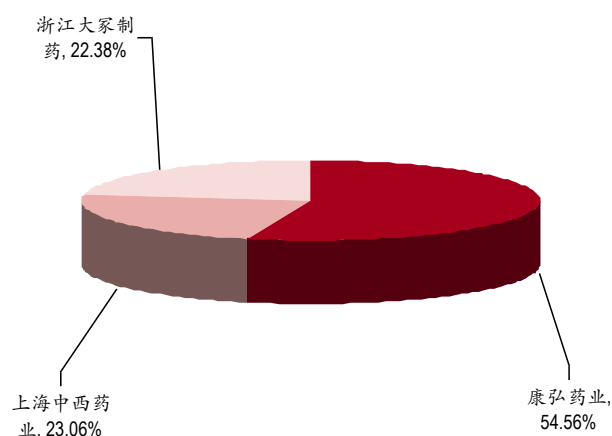
资料来源：米内网，中银证券

阿立哌唑由百时美施贵宝（Bristol-Myers Squibb）和大冢（Otsuka）原研开发，销售额高达 78 亿美元。2004 年公司首仿阿立哌唑成功，为解决解决了精神分裂患者依从性差、藏药等行为，公司在剂型上创新性的研发出阿立哌唑口崩片（商品名：博思清），专利保护期 20 年。

国内阿立哌唑药物市场中，康弘药业、浙江大冢、上药中西制药和恩华药业是主要的生产厂家。2014 年国内市场规模约 7 亿，公司市场份额 54.6%，具有绝对的优势。

图表 42. 公司阿立哌唑 2009-2014 年销售情况


资料来源：公司公告，中银证券

图表 43. 2014 年阿立哌唑市场竞争格局


资料来源：公司公告，PDB (15-16 年营收规模由样本医院数据推算)，中银证券

目前，公司阿立哌唑口崩片已经进入全国除天津、重庆以外 29 个省份的药品中标目录，平均中标价格为 47.9 元 (5mg, 20 片/盒)。在 2017 新版医保目录中，阿立哌唑由乙类调为甲类，并且取消了口崩片“限不配合服药患者”的限制，拓宽了医保报销范围，有望实现进一步放量，利好业绩持续较快增长。

精神分裂症全球终生患病率约 3.8‰-8.4‰，根据我国 1982 年、1994 年两次调查结果，精神分裂症在我国的终生患病率为 5.69‰-6.55‰，其中城市地区患病率 7.11‰，农村地区 4.26‰。以 2016 年全国人口 14 亿计算，将有 850 万以上精神分裂症患者。假设就诊率为 35%，阿立哌唑受益医保政策调整后的渗透率上升至 10%，则每年使用阿立哌唑的患者数达到 25.5 万。结合药品使用说明书中的用法用量、药品平均中标价格，以康弘药业未来在阿立哌唑市场 50% 的占有率估算，则有望每年带来 5 亿元销售收入。

图表 44. 康弘药业阿立哌唑 5 亿元市场空间

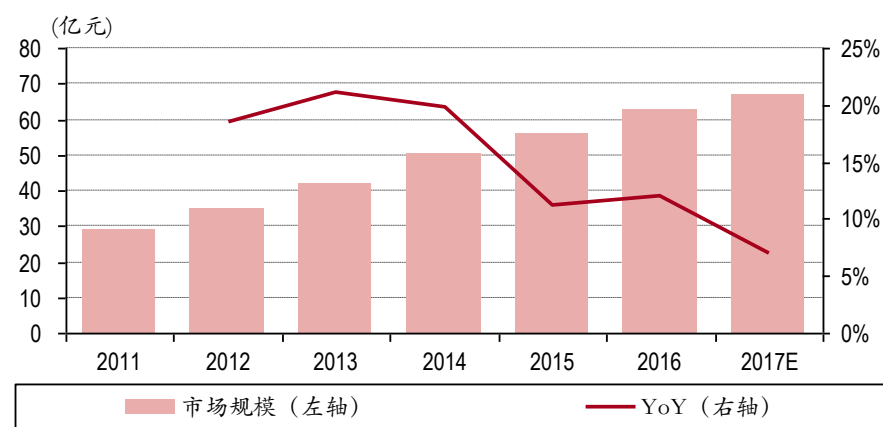
估算项目	估算数字	参考/假设依据
全国人口 (亿)	13.75	《2016 中国统计年鉴》
精神分裂症终身患病率(‰)	6	根据 1994 年全国范围内调查结果估计
就诊率(%)	35	根据我国国情估计
阿立哌唑渗透率(%)	10	根据现有渗透率，考虑医保政策利好前提下的估计
康弘药业阿立哌唑市场占有率(%)	50	根据近年来阿立哌唑市场结构估计
服用康弘药业阿立哌唑患者人数 (万人)	14.4	全国人口 * 精神分裂患病率 * 就诊率 * 药品渗透率 * 公司市场占有率
每人每天用量 (mg)	20	根据药品使用说明书估计
药品价格 (元/盒)	47.9	平均中标价 (5mg, 20 片/盒)
每人每年花费 (元)	~3500	每人每天用量 * 药品价格 * 365 (经剂量换算)
康弘药业阿立哌唑年销售额 (亿元)	5	患者人数 * 每人每年花费

资料来源：中国统计年鉴、中标数据网、中银证券

抗抑郁用药：产品系列涵盖轻、中、重抑郁症

抑郁症已成为现代社会高发病，被称为精神病学中的“感冒”，根据 WHO 发布的《2002 世界卫生组织报告》，抑郁症已成为世界第四大病患。据国家卫计委新闻发布会介绍，我国抑郁症患病率各地区差异较大，在 1.6%-4.1% 之间。目前针对抑郁症的治疗依然存在着比较大的障碍，全国地市级以上医院对抑郁症的识别率不到 20%，确诊为抑郁症患者后也只有不到 10% 的人选择接受药物治疗。根据南方所统计数据，全国抗抑郁症药物市场 2011-2016 年 CAGR 16.4%，预计 2017 年销售额将达到 65 亿元左右，随着医生对抑郁症识别率的提高、人们就诊观念的改变，未来抗抑郁药物市场的潜力巨大。

图表 45. 中国样本医院抗抑郁药市场规模



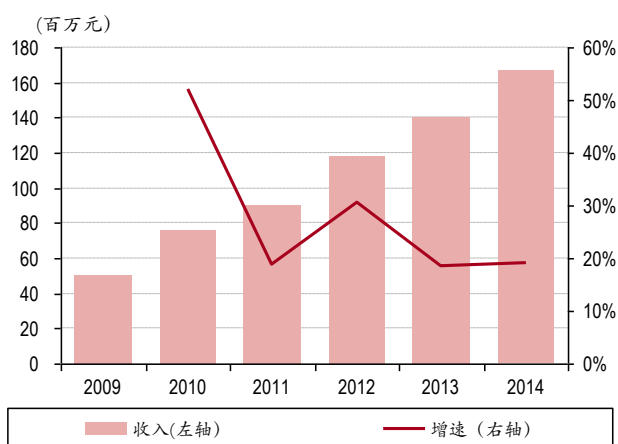
资料来源：南方所，前瞻产业研究院，中银证券

盐酸文法拉辛是全球首个 SNRI 类药物，具有 5-HT 和 NE 双重摄取的抑制功能，能有效缓解焦虑状态，是治疗中度及重度抑郁症的一线用药。在我国 06 年-2014 年复合增速 22.62%，2014 年国内市场销售额 6.85 亿元。公司 1998 年成功首仿盐酸文法拉辛，后来通过剂型创新推出独家剂型缓释片。2012-2014 年三年 CAGR 30.29%，保持着稳定高速增长势头。目前在国内，文法拉辛占整个抗抑郁药市场约 15% 的市场份额，几乎由康弘和惠氏两家垄断（合计占国内文法拉辛市场 99% 以上份额），公司 2016 年拥有约 37% 的市场份额。

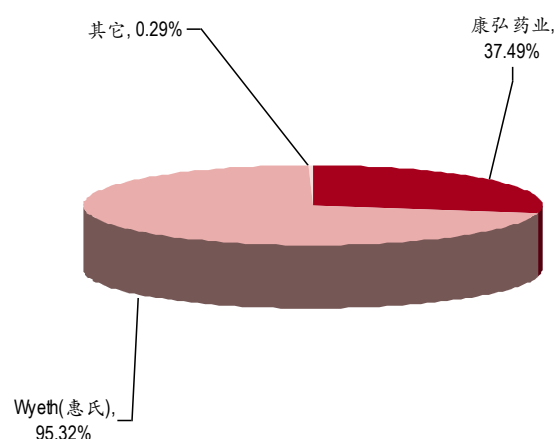
图表 46. 各种类抗抑郁药梳理

分类	药物种类	不良反应	疗效	典型药物
非传统抗抑郁药	选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂 (Selective Serotonin Reuptake Inhibitor, SSRI)	少	主要用于病情相对较轻的患者，治疗严重抑郁的疗效不及 TCA	帕罗西汀、氟西汀、舍曲林
	选择性 5-羟色胺及去甲肾上腺素重摄取抑制剂 (Serotonin Norepinephrine Reuptake Inhibitor, SNRI)	少	双重抑制，对部分病人的疗效好于 SSRI	文拉法辛、度洛西汀
传统抗抑郁药	三环类抗抑郁药 (TCA)	较多	由于副作用及潜在过量死亡风险，已不作为临床首选	丙咪嗪、阿米替林、地昔帕明、多塞平、去甲替林、氯米帕明
	单胺氧化酶抑制剂 (MAOI)	较少	镇静效果弱于 TCA，需要严格遵循饮食及联合用药禁忌	苯乙肼、异卡波肼、反苯环丙胺

资料来源：中国统计年鉴，文献报道，药品使用说明书，中标数据网，中银证券

图表 47. 公司 2009-2014 年文拉法辛销售情况


资料来源：公司公告，中银证券

图表 48. 2014 文拉法辛样本医院市场结构


资料来源：PDB，中银证券

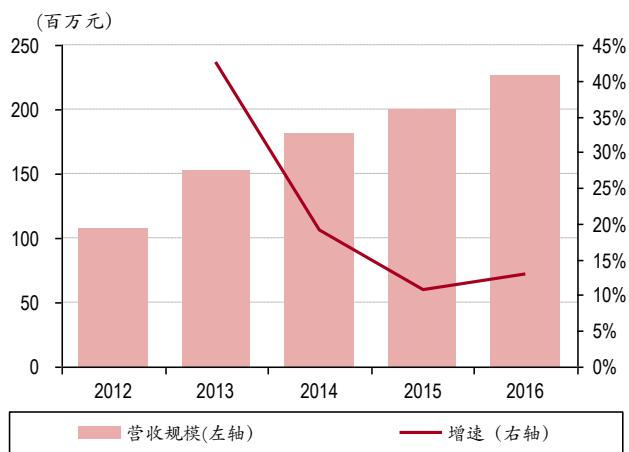
以全国人口 13.75 亿估计，每年将有约 80 万抑郁症患者接受药物治疗。我们假设文拉法辛市场渗透率 15%，公司在文拉法辛市场的占有率 37%，则每年使用选择购买康弘药业生产的文拉法辛进行治疗的患者人数 4.6 万人。根据药品说明书规定的剂量、药品在全国各省份平均中标价等，我们最终可以估算出公司文拉法辛未来的市场空间将达到 8 亿元以上，增长潜力巨大。此外，在医保控费常态化的大背景下，医保支付价的推广利于公司产品后来者居上，市场份额有望进一步提高。

图表 49. 康弘药业文拉法辛 8 亿元以上潜在市场空间

估算项目	估算数字	参考/假设依据
全国人口 (亿)	13.75	《2016 中国统计年鉴》
抑郁症患病率 (%)	1.6-4.1	2015 卫计委新闻发布会，以 3% 计算
抑郁症患者识别率 (%)	20	根据我国国情以及相关报道估计
抑郁症患者接受药物治疗的比例 (%)	10	根据我国国情以及相关报道估计
接受药物治疗的抑郁症患者数量 (万人)	82.5	全国人口 * 抑郁症患病率 * 识别率 * 接受药物治疗比例
文拉法辛市场渗透率 (%)	15	根据已有数据、趋势估计
康弘药业文拉法辛市场占有率 (%)	37	PDB 样本医院 2016 年数据
使用康弘药业文拉法辛的患者数量 (万人)	4.6	药物治疗患者数量 * 文拉法辛渗透率 * 公司市场占有率
每人每天用量 (mg)	175	药品说明书推荐每天 75-225mg，最高 350mg，以 175 mg 计
药品价格 (元/盒)	51.1	平均中标价 (25 mg, 7 片/盒)
每人每年花费 (元)	18,650	每人每天用量 * 药品价格 * 365 (经剂量换算)
康弘药业文拉法辛年销售额 (亿元)	8.6	每人每年花费 * 使用人数

资料来源：中国统计年鉴，中标数据网，中银证券

公司独家产品舒肝解郁胶囊是首个 CFDA 批准治疗轻中度抑郁中成药，相比其他中成药疗效确切；相较抗抑郁药金标准氟西汀，疗效相当，但副作用明显低，安全性良好。2008 年纳入国家医保，2012 年-2014 年复合增速 30.29%。目前，全社会对轻、中度抑郁症认识较少，就医比例低。我们认为，随着未来患者就医意识增强，舒肝解郁胶囊将得到进一步较快增长。

图表 50. 康弘药业舒肝解郁胶囊营收规模及预测


资料来源：公司公告，中银证券

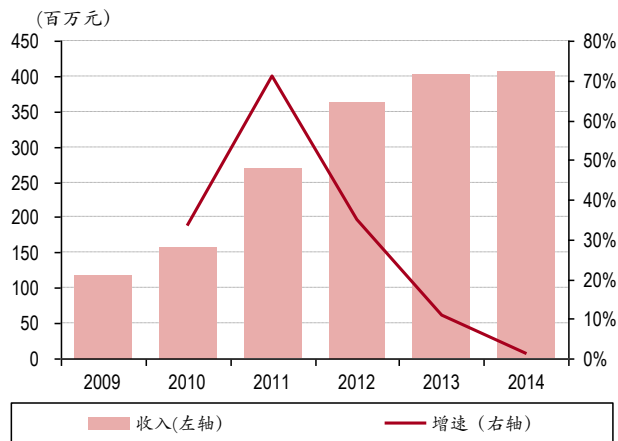
图表 51. 国家医保目录“疏肝解郁剂”分类下药物（部分）

品种	主要厂商	适应症
乙肝益气解郁颗粒	本溪三药	肝郁脾虚型慢性肝炎
舒肝解郁胶囊	成都康弘	轻中度抑郁症、单相抑郁症
舒肝丸	北京同仁堂	胃脘刺痛，两胁胀满，嗳气吞酸
平肝舒络丸	北京同仁堂	胸胁胀痛，肩背串痛，筋脉拘挛
越鞠丸	北京同仁堂	胸脘痞闷，噯气吞酸
丹栀逍遥丸	昆明中药	肝郁化火，胸胁胀痛，经行不顺
逍遥丸	昆明中药	月经不调，胸胁胀痛

资料来源：《国家医保 2017 版》，药智数据，中银证券

心脑血管用药：松龄血脉康胶囊市场份额居前，保持稳定增长

公司独家产品松龄血脉康是我国首个以鲜松叶入药的平肝熄风类调脂降压药，主治高血压及原发性高血脂症。其凭借确切疗效和治疗，入选国家医保目录甲类品种、国家中药保护品种以及 2009、2012 版国家基本药物目录，是目前医院市场治疗心血管疾病的知名品牌。2014 年营业规模达到 4.06 亿元，在全国脑血管口服中成药市场中排名第五位，占有 4.63% 的市场份额。松龄血脉康胶囊除可治疗脑血管疾病，还逐渐将适应症扩展至心血管领域，有望通过适应症拓展进一步带动销量。

图表 52. 康弘药业松龄血脉康胶囊销售情况


资料来源：公司公告，中银证券

图表 53. 2014 年全国脑血管口服中成药市场中排名

排名	品种	厂商	市场份额(%)
1	复方血栓通胶囊	广州众生药业	8.78
2	养血清脑颗粒	天津天士力药业	7.91
3	大活络胶囊	江西药都樟树制药	6.02
4	血塞通软胶囊	云南昆明生活药业	5.31
5	松龄血脉康胶囊	成都康弘制药	4.63
	其它		67.34

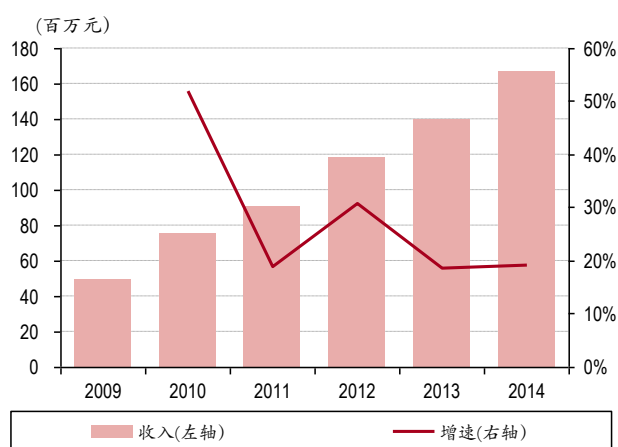
资料来源：PDB，米内网，中银证券

此外，在中枢神经系统领域，公司还有治疗失眠的新一代镇静催眠药右佐匹克隆片，处于研发阶段的全新机制治疗抑郁症的新药 KH706、治疗老年痴呆新药 KH110 等。

消化系统：莫沙必利分散片剂型优势明显

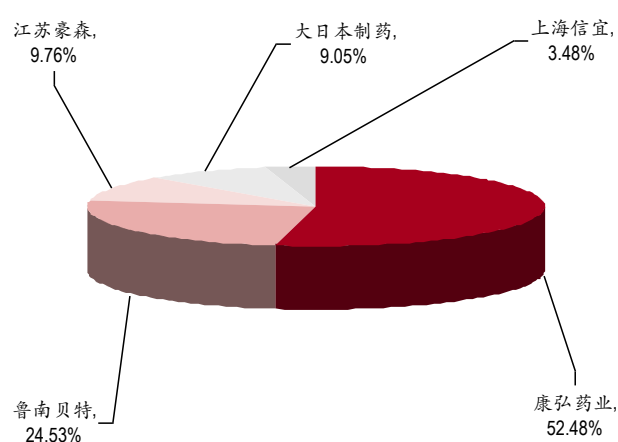
枸橼酸莫沙必利是第三代胃动力药之一，近期疗效和远期疗效好，凭借良好的疗效和安全性逐渐占据市场主流，国内胃动力药市场份额由 2010 年 38.4% 上升至 2014 年 46.96%。公司拥有独家剂型莫沙必利分散片，成功解决莫沙必利难溶水、起效慢、只能饭前服用的弊端，分散片剂型 3 分钟即能崩解分散，口服后迅速释放，可以在饭前或饭后服用，极大提高了患者服药的便利性。目前，国内枸橼酸莫沙必利市场竞争格局由公司、鲁南贝特制药有限公司主导。公司的莫沙必利分散片市场份额不断提升，从 2008 年 38.2% 增长至 2014 年 52.48%，稳居市场首位。

图表 54. 公司莫沙必利 2009-2014 年销售情况



资料来源：招股说明书、中银证券

图表 55. 2014 年莫沙必利市场格局



资料来源：公司招股说明书、中银证券

此外，在消化系统领域公司还拥有治疗肝胆疾病的镇痛利胆专利药胆舒胶囊，处于研发阶段的治疗结直肠癌及其他肿瘤的有国际发明专利的新药 KH903，目前处于临床 I 期。

其他领域

除中枢神经系统、消化系统、眼科等核心领域，公司也敏锐捕捉其他非重点治疗领域的市场机会，在呼吸系统、内分泌领域布局相应产品。公司在呼吸系统代表产品是一清胶囊，首次将三黄泻心汤经典古方用现代工艺转为胶囊制剂，并拥有胶囊制剂的关键工艺。一清胶囊入选 2012 版国家基药目录。2014 年一清胶囊在清热解毒市场份额约 4.1%。此外还有治疗咳嗽的感咳双清胶囊和镇咳宁胶囊，都进入国家医保目录，糖尿病用药渴络欣胶囊等。

盈利预测、估值与投资评级

公司是中国生物创新药标杆企业，重磅产品康柏西普眼用注射液（商品名：朗沐）是全球第三个眼部单抗类药物，对应的眼底新生血管疾病市场空间巨大，治疗刚需。相较竞品雷珠单抗、阿柏西普，疗效突出，性价比优势明显。随着康柏西普顺利进入医保，大额报销后医疗费用的大幅下降将极大地提升患者渗透率，从而带来产品的持续放量，未来3年销售额有望突破十亿。此外，陆续新适应症的获批，有助于进一步打开市场空间。朗沐跳级进入美国FDA临床三期，如果获得FDA批准，具备疗效和价格优势的康柏西普有望打开国际市场，成为全球的重磅产品。公司的化药和中成药业务保持稳健增长，为公司提供稳定的现金流。

我们预计，公司2017-2019年实现营收30.77亿、37.41亿、45.48亿，归母净利润6.14亿、7.35亿、8.82亿，对应每股收益0.91元、1.14元、1.37元，当前股价对应市盈率56.71、45.27、37.67倍。由于公司是稀缺的优质创新药标的，重磅产品朗沐增长确定性和持续性高，理应享受一定的估值溢价，给予18年55倍估值，对应目标价62.70元。

风险提示

朗沐销售不达预期；竞品上市时间快于预期；中成药和化药竞品上市，加剧竞争

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	2,074	2,540	3,077	3,741	4,548
销售成本	(258)	(289)	(354)	(436)	(529)
经营费用	(1,340)	(1,670)	(1,994)	(2,398)	(2,929)
息税折旧前利润	476	581	730	908	1,090
折旧及摊销	(65)	(63)	(69)	(72)	(78)
经营利润(息税前利润)	411	517	661	835	1,012
净利息收入/(费用)	16	24	16	19	20
其他收益/(损失)	30	27	25	27	26
税前利润	456	568	702	881	1,058
所得税	(59)	(68)	(84)	(108)	(130)
少数股东权益	3	3	4	5	6
净利润	394	497	614	767	922
核心净利润	403	498	615	769	923
每股收益(人民币)	0.884	0.736	0.909	1.137	1.366
核心每股收益(人民币)	0.903	0.738	0.911	1.140	1.368
每股股息(人民币)	0.202	0.150	0.131	0.218	0.246
收入增长(%)	24	22	21	22	22
息税前利润增长(%)	32	26	28	26	21
息税折旧前利润增长(%)	26	22	26	24	20
每股收益增长(%)	29	(17)	24	25	20
核心每股收益增长(%)	29	(18)	23	25	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,898	2,646	2,808	4,101	4,399
应收帐款	113	76	222	123	276
库存	113	147	153	223	239
其他流动资产	17	7	48	14	53
流动资产总计	2,141	2,876	3,231	4,461	4,967
固定资产	501	538	496	459	421
无形资产	202	221	229	235	240
其他长期资产	35	108	72	72	84
长期资产总计	738	867	797	766	745
总资产	2,901	3,758	4,037	5,225	5,708
应付帐款	39	74	42	102	83
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	242	519	158	643	359
流动负债总计	281	593	250	795	492
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	95	261	151	169	194
股本	446	675	675	675	675
储备	2,056	2,421	2,946	3,566	4,322
股东权益	2,502	2,905	3,621	4,241	4,997
少数股东权益	23	0	4	9	16
总负债及权益	2,901	3,758	4,037	5,225	5,708
每股帐面价值(人民币)	5.61	4.30	5.37	6.28	7.40
每股有形资产(人民币)	5.16	3.98	5.03	5.94	7.05
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.79)	(3.54)	(3.84)	(5.68)	(6.12)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	456	568	702	881	1,058
折旧与摊销	65	63	69	72	78
净利息费用	(16)	(24)	(16)	(19)	(20)
运营资本变动	46	299	(548)	670	(501)
税金	(56)	(64)	(84)	(108)	(130)
其他经营现金流	(13)	4	(14)	(98)	(10)
经营活动产生的现金流	482	846	109	1,398	476
购买固定资产净值	24	19	35	42	45
投资减少/增加	11	16	13	13	14
其他投资现金流	(297)	(285)	(69)	(83)	(90)
投资活动产生的现金流	(262)	(250)	(22)	(28)	(31)
净增权益	(90)	(101)	(88)	(147)	(166)
净增债务	(5)	0	60	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	616	172	154	(84)	(202)
融资活动产生的现金流	521	98	178	(129)	(146)
现金变动	741	694	265	1,241	298
期初现金	946	1,688	2,386	2,651	3,892
公司自由现金流	220	596	87	1,369	445
权益自由现金流	200	572	131	1,351	425

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.9	22.9	23.7	24.3	24.0
息税前利润率(%)	19.8	20.4	21.5	22.3	22.3
税前利润率(%)	22.0	22.4	22.8	23.6	23.3
净利率(%)	19.0	19.6	19.9	20.5	20.3
流动性					
流动比率(倍)	7.6	4.9	12.9	5.6	10.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	7.2	4.6	12.3	5.3	9.6
估值					
市盈率(倍)	58.7	70.5	56.7	45.3	37.7
核心业务市盈率(倍)	57.4	70.3	56.6	45.3	37.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	69.4	85.0	68.8	55.0	45.8
市净率(倍)	9.3	12.1	9.7	8.3	7.0
价格/现金流(倍)	48.0	41.4	321.6	25.1	73.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	70.1	56.2	44.5	34.4	28.3
周转率					
存货周转天数	153.9	164.3	155.1	157.6	159.4
应收帐款周转天数	19.3	13.5	17.7	16.9	16.0
应付帐款周转天数	6.3	8.1	6.8	7.0	7.4
回报率					
股息支付率(%)	22.8	20.4	14.4	19.2	18.0
净资产收益率(%)	19.2	18.4	18.8	19.5	20.0
资产收益率(%)	14.8	13.7	14.9	15.8	16.2
已运用资本收益率(%)	4.8	4.6	4.7	4.8	4.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

恩华药业(002262.CH/人民币 13.99, 未有评级)

步长制药(603858.CH/人民币 69.36, 未有评级)

天士力(600535.CH/人民币 38.11, 未有评级)

以2017年8月28日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371