

留给我们的买入时间也许仅有 9 个月

- **投资建议。**建议买入恒瑞医药，也许留给我们的买入时间仅有 9 个月。磷酸瑞格列汀正式开始美国临床试验，预计一期临床开始后的 9 个月磷酸瑞格列汀（即 2010 年的中期）可结束二期临床，如果在二期临床里证实它是一个很有前景的药品，那么恒瑞的股票也将是一支非常值钱的股票。我们回顾当年日本武田制药（Takeda pharmaceutical company limited）的兰索拉唑临床期间的股价表现。兰索拉唑为日本武田制药公司于 1984 发现并申请专利，随后进入临床试验，1984 年初武田制药的股价仅为 566 日元（复权处理），3 年后的 1987 年，武田制药的股价为 2774 日元，3 年的时间里股价涨幅为 390%。
- **广阔的市场前景。**根据预测，DPPIV 抑制剂在美国本土将形成 30 亿美元的市场规模，并可能抢占磺脲类药物一半的市场份额。预计同类产品默克的 Januvia 及 Janumet 合计销售 2009 年将达到 26 亿美元。
- **全新的靶点。**瑞格列汀是针对人胰高血糖素样肽 1 受体（GLP-1R）这个极具开发潜力和价值的新靶点进行研发的新型降糖药物。与目前传统的药物相比，其优势在于平稳降血糖、不增加甚至降低体重、保护 β 细胞。
- **面临巨大的国际化创新药机遇，创新药梯队的建设将大大提高公司创新的成功率。**每个新药的研发是否获得成功都是一个概率事件，但持之以恒的新药研发的成功则是一个必然事件。公司强大的研发团队将推出在研新药的梯队，已经正式向美 FDA 申报的为降血糖药 DppIV 抑制剂磷酸瑞格列汀，预计下半年向美 FDA 将再递交一份 TPO（升血小板药物）的临床试验申请材料，接下来还有一个很有特色的药物为降血糖的多肽药物。预计在未来的时间里，公司将通过其强大的研发团队每年推出一个有价值做国际化临床的化合物分子。公司未来在研创新药梯队的建设将大大提高公司走国际化创新药成功的概率。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

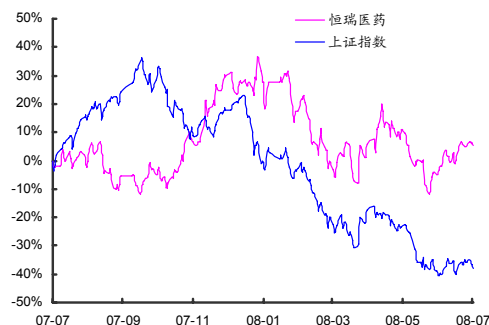
医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	（维持）
股价（2009 年 8 月 19 日）	35.15 元				
目标价格（6 个月）	50.00 元				
总股本/A 股（万股）	62074/62074				
国家地区	中国				
行业	医药				
报告日期	2009 年 8 月 20 日				

股价表现



财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1959.66	2392.56	2990.70	3887.91
增长率(%)	36.41%	22.09%	25.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	412.92	422.95	701.60	910.44
增长率(%)	99.51%	2.43%	66%	29.77%
每股收益(EPS)	0.665	0.681	1.130	1.467
每股股利(DPS)	0.085	0.069	0.189	0.245
销售毛利率	83.14%	83.25%	83.60%	83.60%
销售净利率	21.36%	18.21%	24.16%	24.12%
净资产收益率(ROE)	25.56%	21.21%	27.21%	27.28%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

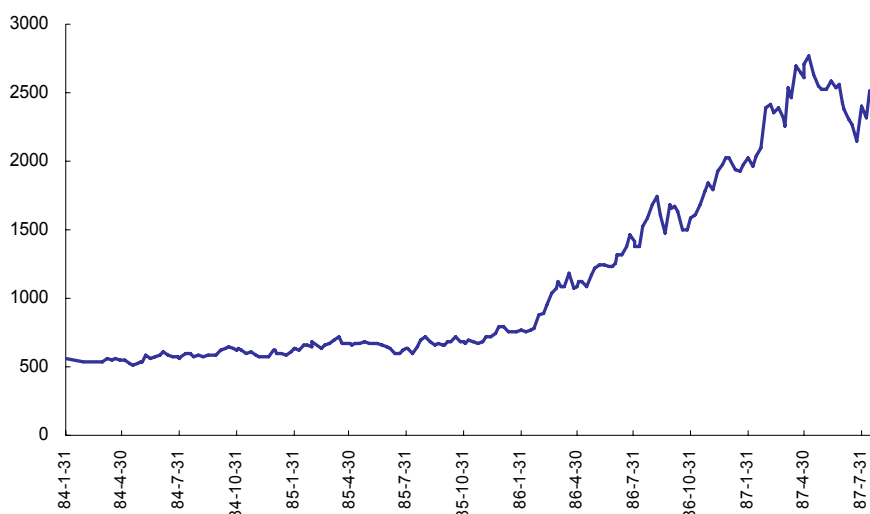
投资建议

建议买入恒瑞医药，也许留给我们的买入时间仅有 9 个月。

磷酸瑞格列汀正式开始美国临床试验，预计一期临床开始后的 9 个月磷酸瑞格列汀（即 2010 年的中期）可结束二期临床，如果在二期临床里证实它是一个很有前景的药品，那么恒瑞的股票也将是一支非常值钱的股票。

我们回顾当年日本武田制药（Takeda pharmaceutical company limited）的兰索拉唑临床期间的股价表现。兰索拉唑为日本武田制药公司于 1984 发现并申请专利，随后进入临床试验，1984 年初武田制药的股价仅为 566 日元（复权处理），3 年后的 1987 年，武田制药的股价为 2774 日元，3 年的时间里股价涨幅为 390%。

图 1：日本武田制 1984-1987 年间的股价表现



资料来源：bloomberg, 东方证券研究所

全球创新降血糖药 DPP-IV 的抑制剂磷酸瑞格列汀的美国临床试验正式被受理，预计将于 9 月 1 日正式进入临床试验，到时瑞格列汀是否有前景在二期临床里即可看出端倪。如果二期临床证实瑞格列汀是一个很有市场前景的药品，那么根据武田制药的临床期间股价表现，我们认为恒瑞公司的股价 9 个月也有可能走到当年的 50 倍预测市盈率，即 2010 年的中期后其股价有望达到 73 元。

从动物实验结果数据（下文有数据）来看，与已经上市的最好药品相比，磷酸瑞格列汀有着独特的优势，因此我们有理由相信瑞格列汀有较大的概率取得成功。

当然市场会问，如果不成功呢？我们认为如果不成功，一为恒瑞接下来仍然有创新药梯队支持公司持续走创新药的道路，二为作为目前仿制药的业务，2010 年的预测每股收益为 1.46 元，给予 35-40 倍的估值，6-12 个月的价格为 51-58 元的估值，目前股价仍然是值得买入。因此恒瑞的投资在于仿制药业务盈利给予了我们安全边际，而创新药临床进展的顺利将给我们带来较大的额外收益。

广阔的市场前景

- 根据预测，DPPIV 抑制剂在美国本土将形成 30 亿美元的市场规模，并可能抢占磺脲类药物一半的市场份额。

- 我们可观测一下第一个 DPPIV 的抑制剂的药品默克的 Januvia 上市后的市场表现。

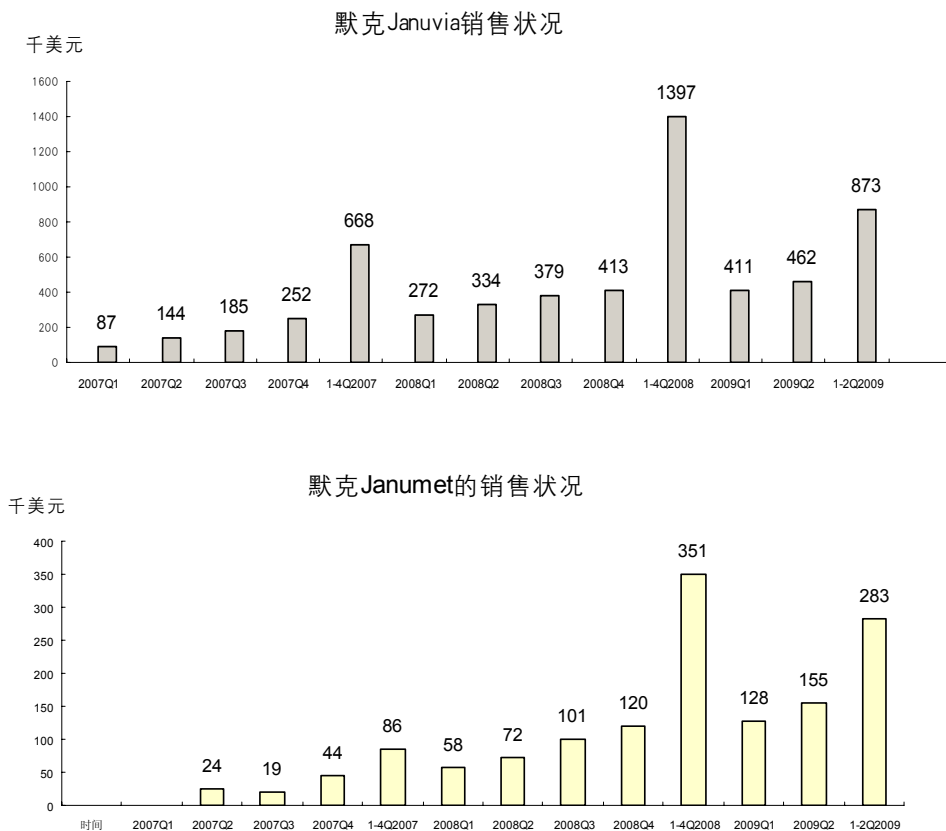
1) 2006 年 10 月 Januvia 上市，2007 年的第二季度 Janumet(Januvia 与二甲双胍的复方制剂)随后上市。

2) 2007 年，两者销售共计 7.54 亿美元，其中 Januvia 实现销售 6.68 亿美元，Janumet 实现销售 8600 万美元，

3) 2008 年，两者销售共计 17.48 亿美元，同比增长 131.83%，其中 Januvia 实现销售 13.97 亿美元，同比增长 109.13%、Janumet 实现销售收入 3.51 亿美元，同比增长 308.14%。

4) 2009 年 1-6 月份两者销售共计 11.56 亿美元，同比增长 57%，其中，Januvia 实现销售收入 8.73 亿美元，Janumet 实现销售收入 2.83 亿美元，预计 2009 全年实现销售 26 亿美元，有望突破 30 亿美元。

图 2：默克公司 DPPIV 抑制剂药品上市后的市场销售状况



资料来源：默克公司报表

全新的靶点

磷酸瑞格列汀，英文名为 Retaglipitin，用于二型糖尿病的治疗，参照同类药物 Januvia 临床使用情况，结合药效强度，预计未来临床给药剂量为 50mg/人。

目前全世界已有 2.46 亿糖尿病患者，其中新增加的患者将大部分出自发展中国家。因此，糖尿病已成为全世界密切关注的健康问题。近 20 年来，我国糖尿病发病率增长 5 倍多，是全球糖尿病增长最快的国家之一。庞大的消费群体，使治疗用药市场迅速扩容。

糖尿病通常分为 1 型和 2 型糖尿病两种。其中 2 型糖尿病约占糖尿病病人总数的 90%。已上市抗糖尿病药的种类很多，除胰岛素外，还有胰岛素增敏，促胰岛素分泌、促进葡萄糖的代谢、增加糖异生、延缓葡萄糖的吸引等不同作用机制的药物。但目前药物无论单独还是联合用药，其疗效均会在 3-4 年后逐渐降低。同进不良反应是许多降糖药面临的一道共同的难题，其中致命性的低血糖反应是令临床医生最为担忧的问题，另外心血管疾病、体得增加等现有药物的副作用也大大限制了药物的市场应用。因此，开发具有全新作用机制以及更加安全有效的新型降糖药已经成为科学家们亟待解决的一项重要任务。

表 1：临床常用降糖药物情况

种类	降 HbA1C 程度 (%)	作用机制	副作用
促胰岛素分泌剂 磺酰脲类 格列奈类	1.5-2.0	促进胰岛素分泌	低血糖，体得增加
双胍类	1.5-2.0	抑制葡萄糖异生；抑制或延缓葡萄糖在胃 乳酸血症，胃肠道反应 肠道吸收；增加周围组织对葡萄糖的利用， 促进细胞对糖的无氧酵解。	
胰岛素增敏剂 噻唑烷二酮类	0.75-2.0	增加肌肉脂肪组织及肝脏对胰岛素的敏感 水肿、贫血、心脏衰竭，体得 性。增加	
α-糖苷酶抑制剂	0.5-1.0	延迟胃肠道对碳水化合物的吸收。	腹胀、腹痛、腹泻
胰岛素	无限制	抑制肝葡萄糖的产生，促进外周组织对葡 体得增加，低血糖 萄糖的摄入和利用	

资料来源：东方证券研究所

近年来，国际糖尿病专家学者达成共识，对于预防及治疗二型糖尿病及其心血管、肾病等并发症最重要的方向，就是对病人血糖采取更加严格的控制。而许多知名制药公司亦致力于针对二型糖尿病治疗的新靶点的药稀开发。希望能突破目前降血糖药物的使用限制，研发出具有疗效强、副作用小的新型药物，更希望进一步达到理想的血糖控制。于是，人胰高血糖素样肽 1 受体（GLP-1R）这个极具开发潜力和价值的新靶点逐渐成为新型降糖药物的研究热点。

GLP-1 是肠促胰岛素（又称降血糖素，是一种在餐后分泌、有助于控制血糖的激素）家族中的一员，它具有血糖依赖性促胰岛素分泌，抑制胰升糖素释放，抑制胃排空，增加 β 细胞数量等作用。研究发现，GLP-1 类似物与目前临床上广泛使用的降血糖比较具有以下特点：1、平稳地控制血糖水平，不会产生低血糖；2、维持甚至改善 2 型糖尿病患者 β 细胞功能，延缓疾病进程；3、降低患者体重。上述三个特点恰恰正是目前临床使用降血糖药物的缺陷，也是传统降血糖药物最令人担忧的副县长作用。因此，在药物副作用上，GLP-1 类似物显示出得天独厚的优势。以 GLP-1 为靶点，产生 2 种新型的药物治疗途径：一种为以 GLP-1 烃似

物为药物，另一种则是阻断体内的 GLP-1 的分解，由此产生的 2 类治疗 2 型糖尿病的新型治疗药物：GLP-1 类似物和二肽基肽酶 IV（DPP-IV）抑制剂。

作为口服性 DPP-IV 抑制剂降糖药物的前导，GLP-1 类似物的发展非常迅速，2005 年 FDA 批准皮下注射型艾塞那肽（Exenatide）的上市申请，是首个获准的模拟 GLP-1 的新型治疗药物，艾塞那肽每天需皮下注射两次，这直接影响到病人的顺应性。而二肽基肽酶 IV（DPP-IV）抑制剂作为小分子化合物，可以采用口服给药的方式，恰恰能够克服这一缺陷。

DPP-IV 抑制剂通过抑制 DPP-IV（负责降解 GLP-1 的酶）的活性来维持人体内源性的 GLP-1 水平，延长 GLP-1 在人体内的作用时间，从而间接达到降低血糖治疗糖尿病的目的。因此 DPP-IV 抑制剂和 GLP-1 及其类似物一样，具有血糖依赖性的刺激胰岛素分泌作用，也一样具有避免低血糖，不增加患者体重，保护 β 细胞的特点。此外，DPP-IV 抑制剂还能增加体内 GIP（另一种肠胰胰岛素）以及 PACAP 的水平，协同发挥降血糖作用。从长远来看，能够口服的 DPP-IV 抑制剂应该会比需注射给药的 GLP-1 类似物更有竞争优势。

因此，目前医学界普遍认为在 21 世纪糖尿病治疗药物的开发上，口服性的 DPP-IV 抑制剂是最具前景的 2 型糖尿病治疗药物，即将成为治疗 2 型糖尿病的主流产品。

面临巨大的国际化创新药机遇，创新药梯队的建设将大大提高公司创新的成功率

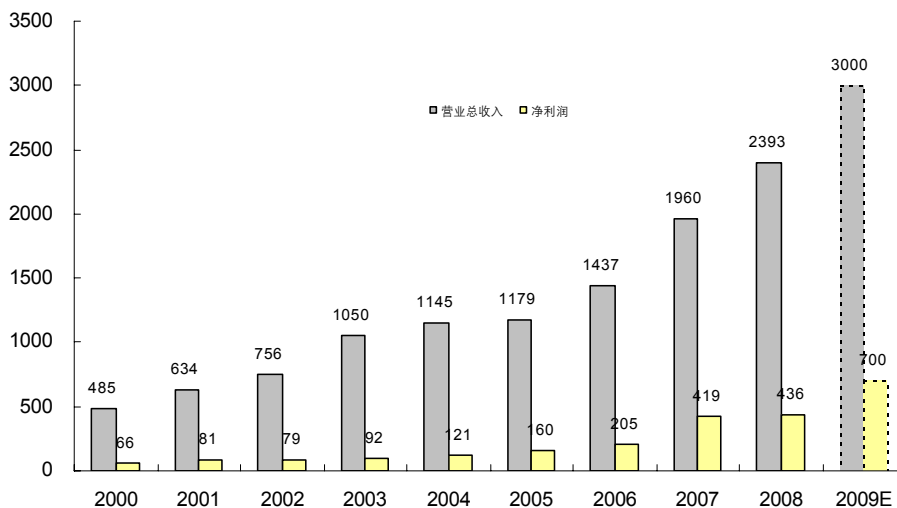
公司上市后无论是销售收入还是净利润都获得了巨大的增长，2009 年公司的销售规模将近 30 亿元，净利润规模将达到 7 亿元以上。公司前期的积累为国际化创新药之路打下了良好的基础，公司创新药研发梯队的建设也将大大提高公司的成功率。

1、前期积累提供了良好的资金保证

公司于 2000 年上市，上市之年公司医药工业的销售规模仅为 3.25 亿元，整体制药工业的净利润为 6021 万元，上市 9 年后的 2009 年，公司的销售规模近 30 亿元，净利润将超过 7 亿元，销售规模、净利润规模为上市之年的近 10 倍，12 倍。公司在研发上根据销售规模的增长持续加大投入，假如以国际平均的占销售规模 10% 的资金投入到研发中去，公司每年的投入将达到 3 亿元，且随着时间的推移，其投入将加大。

市场习惯用“10 年 10 亿”说一个新药，假如以此为准，恒瑞的 10 年的投入将达到 30 亿元，也将获得 3 个全球创新药，因此我们有理由相信，公司发展到目前规模后，为公司走国际化新药道路提供了良好的资金保障，其成功的概率也将大大提高。

图 3：公司上市以来的经营数据



资料来源：公司报表

2、创新药梯队的建设将大大提高公司的成功率

每个新药的研发是否获得成功都是一个概率事件，但持之以恒的新药研发的成功则是一个必然事件。公司强大的研发团队将推出在研新药的梯队，已经正式向美 FDA 申报的为降血糖药 DppIV 抑制剂磷酸瑞格列汀，预计下半年向美 FDA 将再递交一份 TPO（升血小板药物）的临床试验申请材料，接下来还有一个很有特色的药物为降血糖的多肽药物。预计在未来的时间里，公司将通过其强大的研发团队每年推出一个有价值做国际化临床的化合物分子。公司未来在研创新药梯队的建设将大大提高公司走国际化创新药成功的概率。

下面重点介绍已经向美国 FDA 申报临床材料的 DppIV 抑制剂磷酸瑞格列汀的临床进展。

公司 2009 年 7 月 15 日在美国新泽西州向 FDA 提出三份申请文件，次日美 FDA 给予公司回复并，正式受理，在此期间公司补充了两次材料，一个是化学方面的问题，一个是临床方案的问题。8 月 15 日正式登广告，招募健康受试者，预计 9 月 1 日可正式进行临床试验。

新药品 I、II、III 期临床大概需要 2.5-3 年的时间。I 期临床需要大概 250 万美金的费用，三个月，II 期临床需要 600 万美金的费用，做 600 例，六个月时间。三期需要的费用较大，时间也较长。

新药的看点主要看有无特点，这是最重要的，从已获得的目前的数据来看，磷酸瑞格列汀与已经上市的最好的药物相比，有着明显的优势，一为降血糖的幅度比它要大，疗效比它好；二为作用时间、维持时间比它要长，三安全性比它好。从动物身上的毒性实验来看，无毒剂量比它大。从大鼠实验来看，默克的产品无毒剂量为 500mg/kg，瑞格列汀的无毒剂量为 750mg/kg，犬实验来看，默克产品的其无毒剂量为 10mg/kg，瑞格列汀的无毒剂量为 100mg/kg。四为长期作用效果比它要强。长期疗效的一个重要指标为糖化血红蛋白，糖化血红蛋白的下降幅度是其两倍。

借机会我们看一下上半年的经营情况及其它产品的研发及销售进展

1、 上半年的经营情况：

我们预计公司 2009 年上半年销售收入的增速为 20%，主业净利润增幅为 20%以上，总体净利润的增速为 90%以上。公司业绩的增长主要为抗肿瘤药及手术用药的大幅增长所致。从绝对值来看，多西他赛对增长的贡献最大，从增速来看，麻醉药的增速最快，因为网络的构建在逐步完善，加上进医院的家数增多以及持续推广宣传，

2、其他产品的销售及研发进展

艾瑞昔布，

预计艾瑞昔布今年年底到明年年初上市，艾瑞昔布已经注册生产了，我们预计艾瑞昔布未来成熟时期的销售额可达到 5-10 亿元。

由于默克的罗非昔布（万络）被召回，COX-2 抑制剂产品的安全性问题一直是人们关注的焦点。从疗效上看，昔布类药物对 COX-2 靶点的积聚抑制是消炎起效的基础，从安全性角度看，药物对 COX-2 靶点和 COX-1 靶点作用的平衡是决定副作用大小的关键。临床结果显示，恒瑞的艾瑞昔布对 COX-2 靶点的积聚作用与默克的罗非昔布和辉瑞的赛来昔布相近，但在 COX-2 靶点和 COX-1 靶点选择性方面，弱于罗非昔布和赛来昔布，

现在所有的非甾体抗炎药都有心血管付作用，而不是对 COX I、COX II 的选择性来决定心血管的大小。但与 COX I，COX II 对胃肠道的刺激作用比 COX I 要小。与传统的抗炎药相比，这 j 是 COX II 最大的好处，且必临床上需要用此药，如果用甾体的话，付作用太大。我们可通过缩短使用时间减少付作用，过去吃一年半，现在吃两到三个月可停药。公司艾瑞昔布在临床上选择性有这么一个倍数在足以保证其在使用过程中的安全。

艾瑞昔布在临床上通过双盲对照的办法对 480 例的 30%即 144 例做胃镜检查，其胃肠道的刺激作用发生机率很小。

阿帕替尼，

在中国 14 家王牌医院在做临床。预计阿帕替尼 2010 年底或 2011 年初临床结束。然后 2012 年再申报生产。

卡曲沙星

卡曲生产在报生产。

碘氟醇

还得 2-3 年才能把它卖好卖大，公司在连云港建造了一个大型的设计产能 400 万瓶的造影剂车间，完工时间还需要一年左右的时间，公司还将谋求碘氟醇的制剂出口。造影剂系列还有一个产品碘克沙醇

培门冬酶

培门冬酶的全国宣传工作刚刚开始。

右美托咪啶

公司今年新上一个手术用药右美托咪啶，8 月 18 日在紫金山大酒店进行一次大规模的专家教育工作，为新产品上市做铺垫。

有关制剂出口

公司已经申报的产品有三个，分别为伊利替康、长春瑞滨、甲巴喷丁，预计美国 FDA 将于 10 月份到公司检查。公司 2009 年还有四个产品将申报材料，包括奥沙利铂、多西他赛等。

附表：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1436.61	1959.66	2392.56	2990.70	3887.91
增长率(%)	21.82%	36.41%	22.09%	25.00%	30.00%
归属母公司股东净利润	206.97	412.92	422.95	701.60	910.44
增长率(%)	27.58%	99.51%	2.43%	#NUM!	29.77%
每股收益(EPS)	0.333	0.665	0.681	1.130	1.467
每股股利(DPS)	0.090	0.085	0.069	0.189	0.245
销售毛利率	80.55%	83.14%	83.25%	83.60%	83.60%
销售净利率	14.29%	21.36%	18.21%	24.16%	24.12%
净资产收益率(ROE)	16.48%	25.56%	21.21%	27.21%	27.28%
投入资本回报率(ROIC)	28.22%	71.24%	30.00%	48.78%	107.06%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1436.61	1959.66	2392.56	2990.70	3887.91
减: 营业成本	279.49	330.37	400.87	490.48	637.62
营业税金及附加	22.61	31.17	37.71	47.25	61.43
营业费用	562.56	798.09	965.44	1202.26	1566.83
管理费用	299.86	406.23	341.97	424.68	555.97
财务费用	-0.53	3.90	4.67	-24.07	-37.07
资产减值损失	1.03	23.09	32.82	0.00	0.00
加: 投资收益	18.15	38.85	21.76	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	102.00	-181.15	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	289.75	507.64	449.71	850.10	1103.14
加: 其他非经营损益	-0.46	3.82	20.31	0.00	0.00
利润总额	289.30	511.46	470.02	850.10	1103.14
减: 所得税	84.07	92.93	34.43	127.51	165.47
净利润	205.22	418.53	435.59	722.58	937.67
减: 少数股东损益	-1.75	5.61	12.65	20.98	27.22
归属母公司股东净利润	206.97	412.92	422.95	701.60	910.44
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
货币资金	536.51	536.09	427.53	1711.77	1583.35
应收和预付款项	270.20	536.37	925.82	289.01	1290.26
存货	98.24	115.13	162.31	152.97	256.89
其他流动资产	10.97	270.88	80.04	0.00	0.00
长期股权投资	4.48	4.48	1.34	1.34	1.34
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	479.85	471.37	514.74	533.65	442.55
无形资产和开发支出	28.67	29.91	29.23	25.82	22.40
其他非流动资产	0.00	0.00	101.47	101.47	101.47
资产总计	1428.93	1964.24	2242.46	2816.02	3698.27
短期借款	0.00	60.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	101.34	249.24	211.81	#DIV/0!	#DIV/0!
长期借款	48.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.22	21.82	6.20	#DIV/0!	#DIV/0!
负债合计	161.56	331.06	218.01	#DIV/0!	#DIV/0!
股本	331.59	431.07	517.29	517.29	517.29
资本公积	318.28	318.14	315.68	315.68	315.68

留存收益	606.11	866.49	1161.41	1745.72	2503.95
归属母公司股东权益	1255.98	1615.70	1994.38	2578.69	3336.92
少数股东权益	11.38	17.48	30.07	51.05	78.28
股东权益合计	1267.37	1633.18	2024.45	2629.74	3415.20
负债和股东权益合计	1428.93	1964.24	2242.46	#DIV/0!	#DIV/0!
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营性现金净流量	266.32	222.78	122.13	1397.43	-13.28
投资性现金净流量	-78.27	-167.03	-200.10	-19.96	0.00
筹资性现金净流量	-53.78	-44.91	-104.56	-93.23	-115.14
现金流量净额	134.26	10.84	-182.93	1284.24	-128.42
财务分析和估值指标汇总					
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
收益率					
毛利率	80.55%	83.14%	83.25%	83.60%	83.60%
三费/销售收入	59.99%	61.65%	54.84%	53.60%	53.65%
EBIT/销售收入	20.09%	26.10%	19.65%	27.62%	27.42%
EBITDA/销售收入	24.07%	29.08%	22.16%	30.45%	29.85%
销售净利率	14.29%	21.36%	18.21%	24.16%	24.12%
资产获利率					
ROE	16.48%	25.56%	21.21%	27.21%	27.28%
ROA	20.20%	26.04%	20.96%	29.33%	28.83%
ROIC	28.22%	71.24%	30.00%	48.78%	107.06%
增长率					
销售收入增长率	21.82%	36.41%	22.09%	25.00%	30.00%
EBIT 增长率	30.93%	77.21%	-8.10%	75.74%	29.06%
EBITDA 增长率	24.66%	64.80%	-6.95%	71.71%	27.46%
净利润增长率	28.21%	103.94%	4.08%	65.88%	29.77%
总资产增长率	14.39%	37.46%	14.16%	25.58%	31.33%
股东权益增长率	14.70%	28.64%	23.44%	29.30%	29.40%
经营营运资本增长率	-8.51%	48.58%	123.49%	#DIV/0!	#DIV/0!
资本结构					
资产负债率	11.31%	16.85%	9.72%	#DIV/0!	#DIV/0!
投资资本/总资产	51.39%	46.11%	64.19%	30.06%	47.84%
带息债务/总负债	0.00%	18.12%	0.00%	#DIV/0!	#DIV/0!
流动比率	8.07	4.41	7.32	#DIV/0!	#DIV/0!
速动比率	7.20	4.06	6.57	#DIV/0!	#DIV/0!
股利支付率	27.11%	12.85%	10.19%	16.72%	16.72%
收益留存率	72.89%	87.15%	89.81%	83.28%	83.28%
资产管理效率					
总资产周转率	1.01	1.00	1.07	1.06	1.05
固定资产周转率	3.38	4.18	5.18	6.90	8.79
应收账款周转率	7.93	4.12	2.93	13.97	3.45
存货周转率	2.84	2.87	2.47	3.21	2.48

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

李淑花：医药行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn