

亚太药业 (002370)

抗感染类药物生产专家



易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.co

本报告导读:

当前重点发展普药类基本药物,以后会向新药转型

投资要点:

- 公司系由深圳亚太药业药业有限公司整体变更设立,主营业务为抗感染类、消化类、心血管类、解热镇痛类等化学制剂药的研发、生产和销售,目前主导药品有罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、阿奇霉素分散片及注射用阿奇霉素。本次拟暂定发行 3,000 万股,发行后为 12,000 万股。发行前浙江亚太集团持有公司 60% 的股权,为控股股东;亚太集团董事长陈尧根先为公司实际控制人。
- 根据 2007 年我国化学药品制剂工业收入情况,公司在整个化学药品制剂行业中排名第 34 位。公司主导产品罗红霉素和阿奇霉素为第二代大环内酯类抗生素用药。2008 年,我国大环内酯类抗感染药市场规模约为 40.24 亿元,同比增长 9.24%,增速较上两年有所加快。
- 2007 年~2009 年收入平均增长率 11.98%,净利润平均增长率 10.99%。2009 年公司收入构成:抗生素类、抗病毒类、消化系统类、心血管类、解热镇痛类、其他分别为 3.59、0.25、0.19、0.15、0.04、0.06 亿元,分别占收入比重 83.64%、5.88%、4.43%、3.52%、1.03%、1.51%;占毛利比例分别为 78.21%、7.27%、7.54%、3.98%、0.73%、2.26%。
- 公司产品集中于医保品种,头孢氨苄胶囊等 66 个药品被纳入医保目录,基本药物占比较高,产品价格普遍较低,价格变化幅度不大。
- 本次募集资金将投资于六个项目,主要用于扩大产品产能和新产品研发,产品涉及头孢类、大环内酯类、喹诺酮类抗生素,抗病毒类、抗消化性溃疡类、解热镇痛类、心血管类等,投资金额合计 23,596 万元。
- 风险提示:主导产品较为集中的风险、降价风险。
- 公司在化学普药中具有较为明显的竞争优势,将充分享受国家医改下基层药品市场的扩容,发展前景广阔。我们预计 10-11 年 EPS 分别为 0.48、0.60 元,合理估值范围按照 10 年 EPS 的 30 倍 PE 计算为 14.4 元。上市首日可能达到 20 元以上。

建议询价区间

12.00-14.00

上市首日定价区间

13.00-20.00

2010.03.01

发行上市资料

总股本(万股)	9,000
发行量(万股)	3,000
发行日期	2010.03.02
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.55
净资产收益率(%)	21.0%
资产负债率(%)	48.0%

主要股东和持股比例

浙江亚太集团	45.00%
绍兴县亚太房地产	13.28%
陈兴华	3.60%
徐江	3.60%
朱坚贤	3.60%
钟建富	3.45%
孙亚	2.48%
A 股流通股	25.00%

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	415	430	476	583	716
(+/-)%	21.2%	3.4%	10.8%	22.4%	22.8%
经营利润(EBIT)	55	64	73	91	113
(+/-)%	-2.9%	16.5%	13.9%	24.4%	25.0%
净利润	42	48	57	73	93
(+/-)%	6.5%	15.7%	19.4%	26.2%	28.3%
每股净收益(元)	0.35	0.40	0.48	0.60	0.78
每股股利(元)					

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简介

公司系由深圳亚太药业药业有限公司整体变更设立。公司主营业务为抗感染类、消化类、心血管类、解热镇痛类等化学制剂药的研发、生产和销售，目前主导药品有罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、阿奇霉素分散片及注射用阿奇霉素，其他主要产品有注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠、注射用头孢曲松钠、奥美拉唑肠溶胶囊、克拉霉素胶囊等。

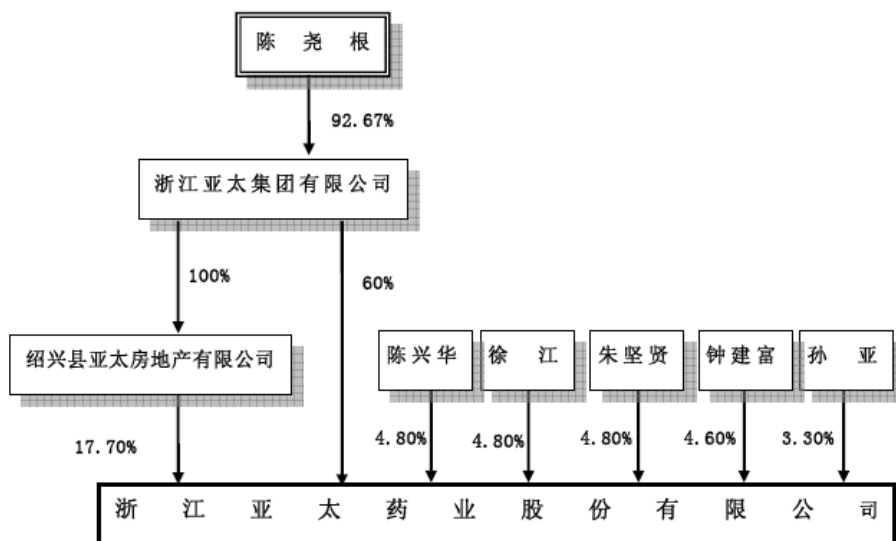
本次拟暂定发行 3,000 万股，发行前公司总股本 9,000 万股，发行后为 12,000 万股。发行前：浙江亚太集团持有公司 60% 的股权，为公司的控股股东；亚太集团董事长陈尧根先生间接控制公司 77.70% 的股权，为公司实际控制人。

表 1：本次发行前后股本变化(万股)

发行前	发行前持股	持股比例	发行后	持股比例
浙江亚太集团	5,400	60.00%	5,400	45.00%
绍兴县亚太房地产	1,593	17.70%	1,593	13.28%
陈兴华	432	4.80%	432	3.60%
徐江	432	4.80%	432	3.60%
朱坚贤	432	4.80%	432	3.60%
钟建富	414	4.60%	414	3.45%
孙亚	297	3.30%	297	2.48%
A 股流通股	—	—	3000	25.00%
合 计	9,000	100	12000	100.00%

数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

图 1：股权结构



数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

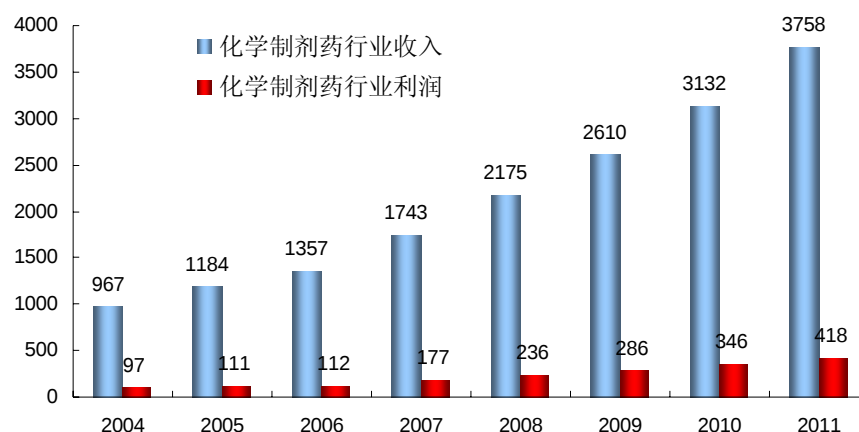
2. 行业分析

2.1 医药行业发展迅速

据 IMS 预测，2009 年全球医药市场的增速将与 2008 年相当，保持在 4.5%—5.5% 的水平，全球药品市场销售额将超过 8,200 亿美元。中国拥有全球最大的人口基数，决定了我国制药行业具有非常广阔的发展空间。生活水平的提高、城市化进程以及社会老龄化的加快，促进了我国医药工业的增长。根据 IMS 预计，2009 年中国将成为世界第 7 大药品市场，预计市场增幅在 14%—15%，而到 2020 年，中国将成为仅次于美国的第 2 大药品市场，市场容量接近 2,200 亿美元。

近年来，我国化学制剂药行业收入和利润保持持续增长势头，2008 年、2007 年、2006 年我国化学制剂药行业销售收入分别为 2,175 亿元、1,743 亿元、1,357 亿元，分别同比增长 24.78%、28.45%、14.61%；利润总额分别为 236 亿元、177 亿元、112 亿元，分别同比增长 33.33%、58.04%、0.90%。

图 2：2004 年—2011 年我国化学制剂药行业情况（亿元）

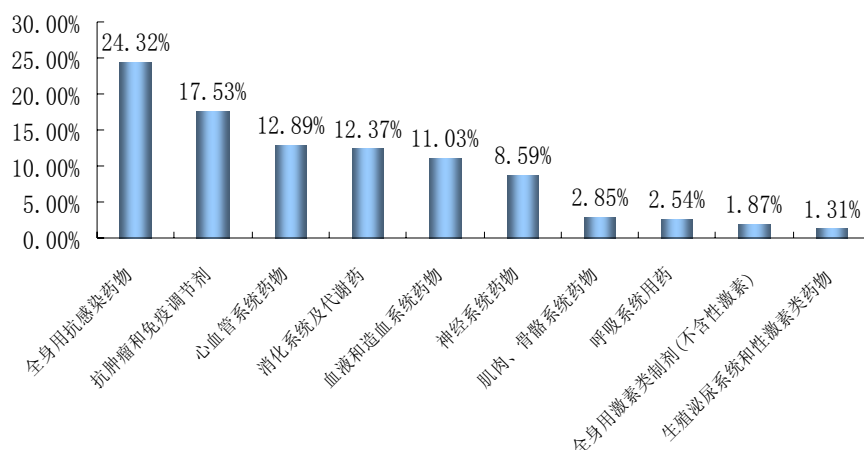


数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

2.2 抗感染类药物市场分析

2005 年—2008 年，我国全身用抗感染药物医院销售金额平均增长率达到 25.95%。在未来较长的时期内，抗感染药物还将是我国最主要的化学制剂药；并且在医疗保险改革实施后，随着基本药物的进一步推广，抗感染药物的市场容量仍将持续增长。

图 3：2008 年我国医院销售金额前十名药品大类情况



数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

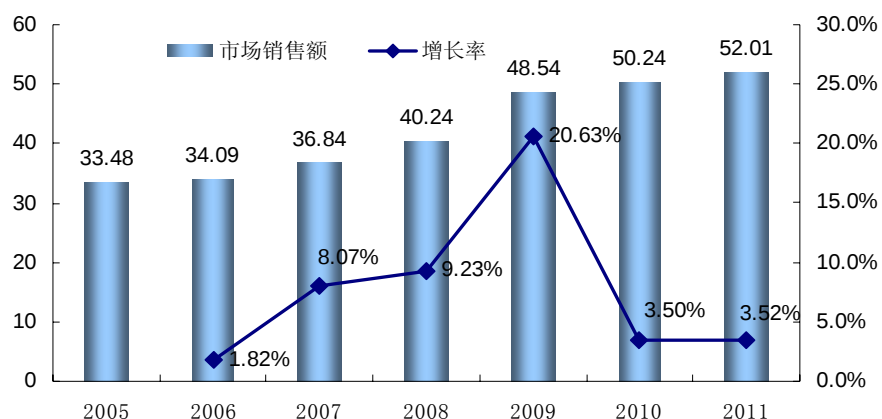
表 2：我国主要使用的抗感染药物种类

类别	代表药物	主要用途	2006 年占抗感染市场份额
头孢类	头孢替安、头孢拉定、头孢氨苄、头孢克洛、头孢呋辛、头孢他啶、头孢孟多、头孢噻肟、头孢曲松、头孢米诺、头孢哌酮、头孢吡肟	革兰阳性球菌、革兰阴性杆菌、流感嗜血杆菌、奇异变形杆菌等所致感染	55.82%
喹诺酮类	诺氟沙星、依诺沙星、氧氟沙星、环丙沙星、左氧氟沙星、加替沙星、莫西沙星等	肺炎链球菌、化脓性链球菌等革兰阳性球菌、衣原体属、支原体属、军团菌等所致感染	15.13%
青霉素类	青霉素 G、普鲁卡因青霉素、苄星青霉素、青霉素 V、氨苄西林、阿莫西林、苯唑西林、阿洛西林、美洛西林	革兰阳性球菌、部分革兰阴性杆菌等引起的感染	12.47%
大环内酯类	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素	革兰阳性菌等所致感染	5.18%
林可霉素类	盐酸克林霉素	链球菌属、葡萄球菌属及厌氧菌等敏感菌株所致的感染	3.04%
氨基糖苷类	庆大霉素、妥布霉素、奈替米星、阿米卡星	需氧革兰氏阴性杆菌所致全身感染	2.52%
四环素类	四环素、金霉素、土霉素	立克次体病，支原体感染、衣原体属感染	0.20%
氯霉素类	氯霉素	流感嗜血杆菌、脑膜炎球菌及肺炎链球菌、伤寒沙门菌等所致感染	0.17%

数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

根据 2007 年我国化学药品制剂工业收入情况，公司在整个化学药品制剂行业中排名第 34 位。公司主导产品罗红霉素和阿奇霉素为第二代大环内酯类抗生素用药。2008 年，我国大环内酯类抗感染药市场规模约为 40.24 亿元，同比增长 9.24%，增速较上两年有所加快。目前，大环内酯类药品代表产品主要有阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素三大类，剂型包括口服片剂、注射剂等。2007 年，该三类药品占有大环内酯类药物总体的市场份额达到 87.63%。

图 4：2005 年—2011 年我国大环内酯类市场规模发展及预测情况（亿元）



数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

我国罗红霉素产品市场集中度较高，公司生产的“亚力希”牌罗红霉素胶囊在国内市场已处于领先地位，2007 年产量位列全国第一。

表 3：2007 年我国 150mg 罗红霉素胶囊产量前五名情况

排名	厂家名称	产量 (万粒)
1	浙江亚太药业股份有限公司	35,977.75
2	哈药集团有限公司	16,493.18
3	扬子江药业集团有限公司	13,189.27
4	浙江京新控股有限公司	8,041.34
5	湖南千金湘江药业股份有限公司	3,967.33

数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

2003—2008 年，阿奇霉素在抽样医院用药额年平均增长率为 5.52%，已多年保持大环内酯类抗生素中用药额最多的品种，2007 年全国销售额超过 20 亿元。公司生产的“齐迈星”牌阿奇霉素分散片，已成为该细分行业的主要生产企业，2007 年产量位居全国第二位。

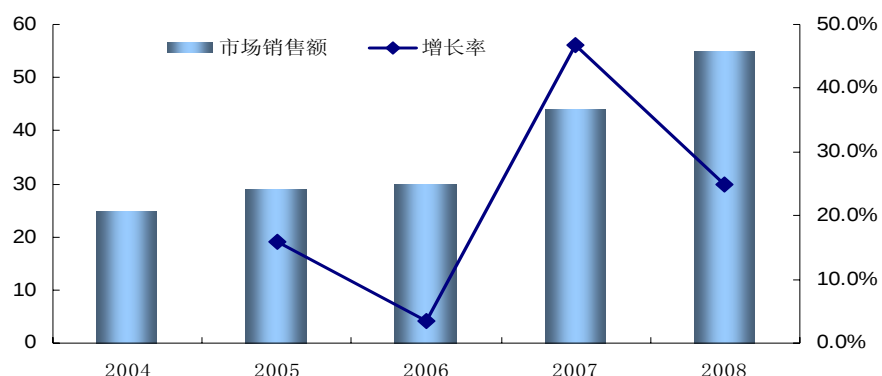
表 4：2007 年我国 250mg 阿奇霉素片剂产量前五名情况

排名	厂家名称	产量 (万片)
1	上海现代制药股份有限公司	6,128.63
2	浙江亚太药业股份有限公司	4,340.96
3	桂林集琦药业有限公司	3,302.35
4	丽珠医药集团有限公司	3,226.24
5	上海天龙药业有限公司	2,631.32

数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

头孢类药是目前抗感染类药物中用药市场最大的一类药物，在我国前十大畅销药物中，头孢类药占据了三位。2009 年《国家基本药物目录》中涉及口服头孢类药品的有两项：头孢氨苄和头孢呋辛。目前，以头孢氨苄为代表的第一代头孢正从大医院逐步转向更为广阔的基层市场。公司生产的“雅泰”牌头孢氨苄胶囊在国内市场占有率处于领先地位，2007 年产量位居全国第四位。

图 5：2004 年—2008 年抽样医院头孢类市场规模情况（万元）



数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

表 5：2007 年我国 125mg 头孢氨苄胶囊产量前五名情况

排名	厂家名称	产量（万粒）
1	吉林道君药业股份有限公司	155,722.00
2	汇仁集团公司	135,962.16
3	山东鲁抗医药集团有限公司	95,683.85
4	浙江亚太药业股份有限公司	61,801.08
5	哈药集团有限公司	39,349.84

数据来源：亚太药业招股说明书 国泰君安证券

3. 亚太药业分析

3.1 产品储备

目前本公司共拥有 5 种剂型、63 种通用名药品品种、89 个批文药品，产品领域涉及抗生素、抗病毒、心血管、消化系统、解热镇痛等五大类。头孢氨苄胶囊等 66 个批文药品被纳入医保目录。

表 6：亚太药业主要产品介绍

产品名称	类别	用途
头孢氨苄胶囊	抗生素类	适用于敏感菌所致的急性扁桃体炎、咽峡炎、中耳炎、鼻窦炎、支气管炎、肺炎等呼吸道感染、尿路感染及皮肤软组织感染等。
罗红霉素胶囊	抗生素类	适用于化脓性链球菌引起的咽炎及扁桃体炎，敏感菌所致的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作，肺炎支原体或肺炎衣原体所致的肺炎；沙眼衣原体引起的尿道炎和宫颈炎；敏感细菌引起的皮肤软组织感染。
阿奇霉素分散片	抗生素类	适用于化脓性链球菌引起的急性咽炎、急性扁桃体炎；敏感细菌引起的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作；肺炎链球菌、流感嗜血杆菌以及肺炎支原体所致的肺炎；沙眼衣原体及非多种耐药淋病奈瑟菌所致的尿道炎和宫颈炎；敏感细菌引起的皮肤软组织感染。

数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证券

公司主要产品优势：

公司具有较强的研发能力，已成功研制国家各类新药 7 个；公司研发中心被认定为浙江省级高新技术研究开发中心，公司先后拥有国家级新产品 1 个、国家火炬计划项目 1 项、浙江省高新技术产品 6 个；2005 年公司所使用的“雅泰”商标被浙江省工商局认定为浙江省著名商标；目前公司有 7 项新产品正在接受国家药监局审批，另有 1 项新药正在进行临床试验，还有 6 项新药处于临床前研究。

3.2 历年利润表分析

2007 年~2009 年收入平均增长率 11.98%，净利润平均增长率 10.99%。

2009 年报：主营收入、营业利润分别为 4.30、0.57 亿元，净利润 0.48 亿，实际税率 15.57%，EPS 0.40 元，ROE %，每股经营性现金流元。

表 7：利润表分析（万元）

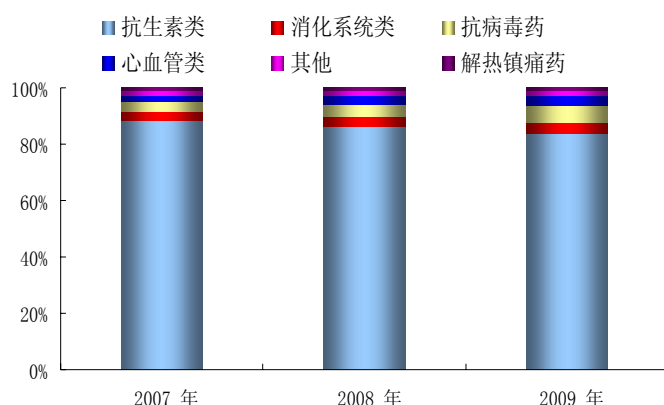
	2009 年	2008 年	2007 年
主营收入	42,966.72	41,543.17	34,266.85
同比 %	3.43%	21.23%	24.24%
毛利率	30.00%	27.35%	27.07%
主营毛利	12,891.66	11,364.13	9,274.51
同比 %	13.44%	22.53%	35.46%
主营税金/收入	0.50%	0.54%	0.58%
销售费用	3,057.81	2,743.58	2,076.48
销售费用/收入	7.12%	6.60%	6.06%
管理费用	3,138.90	2,852.93	1,943.51
管理费用/收入	7.31%	6.87%	5.67%
财务费用/收入	1.63%	2.13%	1.86%
期间费用率	16.05%	15.60%	13.59%
营业利润	5,708.22	4,613.94	5,030.12
营业利润率	13.29%	11.11%	14.68%
同比 %	23.72%	-8.27%	83.97%
公允价值变动	0.00	0.00	0.00
投资收益	24.56	22.50	15.92
营业外收支净额	(4.81)	247.10	(23.64)
（公允价值 + 投资收益 + 营业外 收支）/利润总额	0.35%	5.55%	-0.15%
利润总额	5,703.41	4,861.04	5,006.49
税前利润率	13.27%	11.70%	14.61%
同比 %	17.33%	-2.91%	82.36%
实际税率	15.57%	14.40%	21.93%
少数股东损益/利润总额	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	4,815.22	4,161.00	3,908.73
同比 %	15.72%	6.45%	82.16%
EPS（摊薄后）	0.40	0.35	0.33

数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证券

3.3 收入和利润构成

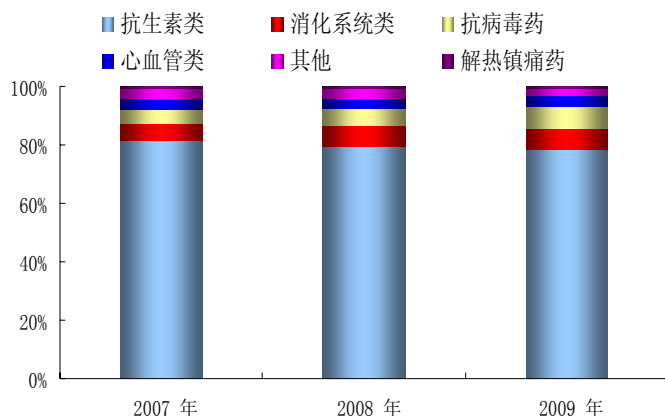
2009 年收入构成：抗生素类、抗病毒类、消化系统类、心血管类、解热镇痛类、其他分别为 3.59、0.25、0.19、0.15、0.04、0.06 亿元，分别占收入比重 83.64%、5.88%、4.43%、3.52%、1.03%、1.51%；毛利率分别为 28.05%、37.10%、51.07%、33.95%、21.33%、44.93%。抗生素类、抗病毒类、消化系统类、心血管类、解热镇痛类、其他占毛利比例分别为 78.21%、7.27%、7.54%、3.98%、0.73%、2.26%。

图 6：公司业务收入构成



数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证券

图 7：公司毛利润构成



数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证

券

抗生素类药品是公司的主导产品种类，最近三年，公司抗生素类药品收入占主营业务收入比例均超过 80%，2007—2009 年，抗生素类药品销售收入分别较上年增长 22.19%、18.30%、0.33%，保持了优势产品的市场地位。

在抗生素类产品中，公司的大环内酯类产品在市场中具有更突出的优势地位。2007—2009 年，公司的大环内酯类产品销售同比增长 8.57%、5.00%、14.56%；头孢类产品销售是公司收入的主要来源，2007—2009 年，头孢类销售占同期主营业务收入比重分别为 39.98%、41.03%、37.86%；2007—2009 年，公司的抗病毒类、消化类、心血管类产品保持了快速的增长，将成为新的利润增长点。

2009 年产品销售收入前三位的产品为罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、阿奇霉素分散片及注射用阿奇霉素，分别实现销售收入 6,813.03 万元、4,504.35 万元、5,619.18 万元，为本公司的主导产品，带动了公司业绩的增长。

3.4 主要产品价格

头孢氨苄胶囊等 66 个批文药品被纳入医保目录，其中：列入国家甲类医保用药的有 36 个，列入国家乙类医保用药的有 30 个，列

入国家基本药物目录的有 28 个。公司产品集中于医保品种，基本药物所占比例较高，产品价格普遍较低，变化幅度不大。

表 8：2007—2009 年公司主要产品价格情况（元/粒或瓶或片）

主要产品	2007 年	2008 年	2009 年
罗红霉素胶囊	0.2119	0.2140	0.2052
头孢氨苄胶囊	0.0755	0.0848	0.0744
阿奇霉素分散片	0.5677	0.5644	0.5691
注射用阿奇霉素	0.8847	0.8985	0.8973

数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证券

3.5 财务数据分析

资产负债表：资产质量良好，负债比例处于正常水平。2009 年年报总资产 4.42 亿，其中货币资金 0.67 亿，固定资产 1.47 亿元，应收账款 + 其他应收款 + 应收票据 1.23 亿，应付票据 + 应付账款 + 其他应付款 0.66 亿。

表 9：公司资产负债表（万元）

指标名称	09 年	08 年	07 年
货币资金	6,682.04	3,274.60	6,766.12
短期借款	10,700.00	7,800.00	13,210.00
长期借款	—	2,410.00	—
应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	12,331.10	12,792.04	7,210.49
存货	5,632.17	6,625.64	4,984.88
固定资产	14,736.98	8,808.37	9,034.12
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	6,641.73	6,861.21	5,499.99
股东权益	22,978.96	19,869.11	15,793.11
资产合计	44,187.27	40,953.59	36,243.85

数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证券

财务指标：报告期内，公司应收账款周转率保持较高水平，应收账款管理良好；存货周转率基本保持稳定，周转较快；流动比率和速动比率逐步提高，说明短期偿债能力逐年增强。

表 10：公司主要财务指标

指标名称	09 年	08 年	07 年
资产负债率(%)	48.00	51.48	56.43
流动比率（倍）	1.18	1.23	0.95
速动比率（倍）	0.91	0.88	0.71
存货周转天数	73.36	69.25	60.84
应收账款周转天数	48.82	41.66	45.07
总资产周转天数	356.4	333.3	360.0
净资产收益率(摊薄)(%)	20.95	20.94	24.75
销售毛利率(%)	30.00%	27.35%	27.07%

每股经营活动净现金流量 (元)	0.76	(-0.13)	0.26
-----------------	------	---------	------

数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证券

4. 募集资金投向

本次募集资金将投资于六个项目，主要用于扩大产品产能和新产品研发，产品涉及头孢类、大环内酯类、喹诺酮类抗生素，抗病毒类、抗消化性溃疡类、解热镇痛类、心血管类等，投资金额合计 23,596 万元。

表 11：募集资金投向 (万元)

序号	项目	总投资	建设期
1	研发质检中心新建工程	3,233	—
2	新建年产胶囊 4.3 亿粒生产线项目 (注①)	3,801	1 年
3	新建年产冻干粉针剂 5,800 万支生产线项目	7,129	1 年
4	新建年产粉针剂 8,500 万支生产线项目	4,756	1 年
5	扩建年产片剂 3.3 亿片生产线项目 (注②)	2,592	1 年
6	扩建年产头孢类胶囊 6.2 亿粒生产线项目	2,085	1 年
合 计		23,596	—

数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证券

注①：此处胶囊，仅指普通胶囊剂，不包括头孢类胶囊剂和青霉素胶囊剂；

注②：此处片剂，仅指普通片剂，不包括青霉素片剂。

表 12：募集资金项目建成达产后的新增产能 (万支/万粒/万片)

剂型	设计产能	投产第一年	投产第二年	达产年新增销售收入 (万元)
冻干粉针剂	5,800	3,480	4,640	8,650
粉针剂	8,500	5,100	6,800	15,895
普通片剂	33,000	19,800	26,400	7,861
普通胶囊	43,000	25,800	34,400	8,510
头孢类胶囊	62,000	37,200	49,600	8,697

数据来源：亚太药业招股意向书，国泰君安证券

5. 风险分析

主导产品较为集中的风险：抗生素类是公司主导产品，细分市场竞争激烈，如果销售达不到预期可能给公司带来经营风险。

降价风险：国家对药品实行行政定价，存在降价风险。

6. 盈利预测及投资建议

关键假设：

主要产品收入假设如下

税率为 15%

表 13: 利润表的关键假设 (百万)

主营收入	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
抗生素类	391.6	470.0	391.6	470.0
增长	9.00%	20.00%	9.00%	20.00%
毛利	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%
抗病毒药	30.3	42.4	30.3	42.4
增长	20.00%	40.00%	20.00%	40.00%
毛利	37.00%	37.00%	37.00%	37.00%
消化系统类	22.8	32.0	22.8	32.0
增长	20.00%	40.00%	20.00%	40.00%
毛利	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%
心血管类	19.6	25.5	19.6	25.5
增长	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
其他	6.5	6.6	6.5	6.6
增长	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
毛利	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
解热镇痛药	5.3	6.4	5.3	6.4
增长	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
总计	476.3	582.9	476.3	582.9
增长	10.87%	22.38%	10.87%	22.38%
毛利	30.03%	30.24%	30.03%	30.24%
主营业务毛利	143.01	176.27	143.01	176.27
增长	10.99%	23.26%	10.99%	23.26%

数据来源: 国泰君安证券

表 14: 利润表 (百万)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	430	476	583	716
营业成本	301	333	407	497
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	31	33	41	50
管理费用	31	33	41	50
财务费用	7	6	6	4
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	57	67	85	109
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	57	68	85	109
所得税	9	10	13	16
净利润	48	57	73	93
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	48	57	73	93

EBITDA	64	83	105	130
EPS (元)	0.54	0.48	0.60	0.78

数据来源：国泰君安证券

投资建议：

公司在化学普药中具有较为明显的竞争优势，将充分享受国家医改下基层药品市场的扩容，发展前景广阔。我们预计 10-11 年 EPS 分别为 0.48、0.60 元，合理估值范围按照 10 年 EPS 的 30 倍 PE 计算为 14.4 元。上市首日可能达到 20 元以上。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		