



医药/必需消费

华仁药业 (300110)

专注于非 PVC 软袋大输液

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880208080357

本报告导读:

非 PVC 软袋技术领先, 产品梯队较好

投资要点:

- 大输液市场受益于老龄化、城镇化加速, 新医改政策推动, 2008 年我国大输液的销量约为 69 亿瓶(袋), 销售额 176.65 亿元, 2006-2008 年均复合增长率分别达到 6.36% 和 16.69%。非 PVC 软袋输液代表着大输液行业的发展方向, 2005-2008 年销售量复合增长率 41.5%, 远高于行业增速。
- 华仁竞争优势: 1、规模较大: 拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂, 年产能达 10,000 万袋, 是目前国内唯一具备产品覆盖 50 毫升到 3,000 毫升全部规格非 PVC 软袋输液、双室袋和无菌包装输液品种的输液生产企业。2、技术领先: 产品拥有双管双阀和 SPC 等技术和成本优势, 以及以自主开发客户为主的营销模式, 公司的产品毛利远高于行业水平。
- 公司当前收入以基础性输液为主, 收入占比约为 90%, 治疗性输液占比 8%。未来公司将继续提高普通输液市场份额, 同时推进治疗性输液和营养性输液的研发与市场开拓, 目前主要有脂肪乳注射液、腹膜透析液、器官保护液等产品处于申报药品批准文件或者研发阶段。
- 2007-2009 年收入、净利润复合增长率达到 33.81% 和 33.41%。2010 年上半年营业收入 1.71 亿元, 净利润 3,468 万元, 摊薄后 EPS 0.16 元。
- 募集资金主要用于扩大公司非 PVC 软袋输液产能、丰富公司非 PVC 软袋输液产品品种线以及向上游延伸从事主要原材料生产。
- 公司是非 PVC 软袋大输液行业领先企业, 在双管双阀、SPC 等方面拥有技术和成本优势, 随着肾科液体制剂方面的突破, 增速有望高于行业增速。预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.38、0.52 元。目前大输液行业龙头科伦药业 10 年 PE40 倍, 而科伦的市场占有率已经高于 20%, 而公司市场占有率只有 1% 左右, 还有很大的发展空间, 处于加速发展的初期, 而且公司专注于非 PVC 软袋高端产品, 代表行业未来的发展趋势, 能够保持比科伦更高的增速, 完全可以享受与科伦同样高的估值。给予公司 2010 年 35-40 倍 PE, 预计公司合理价值 13.3-15.4 元。

合理价值区间

13.3-15.4

上市首日定价区间

17.3-19.2

2010.08.19

发行上市资料

总股本 (万股)	16,000
发行量 (万股)	5,360
发行日期	2010.08.10
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	广发证券
预计上市日期	2010.08.11

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.18
净资产收益率 (%)	10.0%
资产负债率 (%)	48.4%

主要股东和持股比例

华仁世纪集团	53.03%
红塔创新	10.42%
广发信德	4.68%
马明礼	1.4%
吕爱民	1.06%
梁付成	0.96%
马洪荣	0.94%
昊和源科技	0.81%
中国药科大学	0.25%
公众投资者	25.09%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	208	289	379	496	622
(+/-)%	28.8%	39.0%	31.2%	30.9%	25.5%
经营利润 (EBIT)	63	87	107	138	171
(+/-)%	37.6%	38.2%	22.8%	28.7%	24.0%
净利润	46	61	82	111	135
(+/-)%	36.0%	30.9%	35.2%	35.0%	21.7%
每股净收益 (元)	0.22	0.28	0.38	0.52	0.63
每股股利 (元)	-	-	0.04	0.05	0.06

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

公司由青岛华仁药业有限公司于 2001 年 8 月整体变更设立。公司主要从事非 PVC 软袋大输液产品的研发、生产和销售。公司致力于成为国内精品非 PVC 输液企业的标杆,是目前国内唯一具备产品覆盖 50 毫升到 3,000 毫升全部规格非 PVC 软袋输液、双室袋和无菌包装输液品种的输液生产企业。公司被福布斯杂志评为“2009 福布斯最具潜力中小企业”。

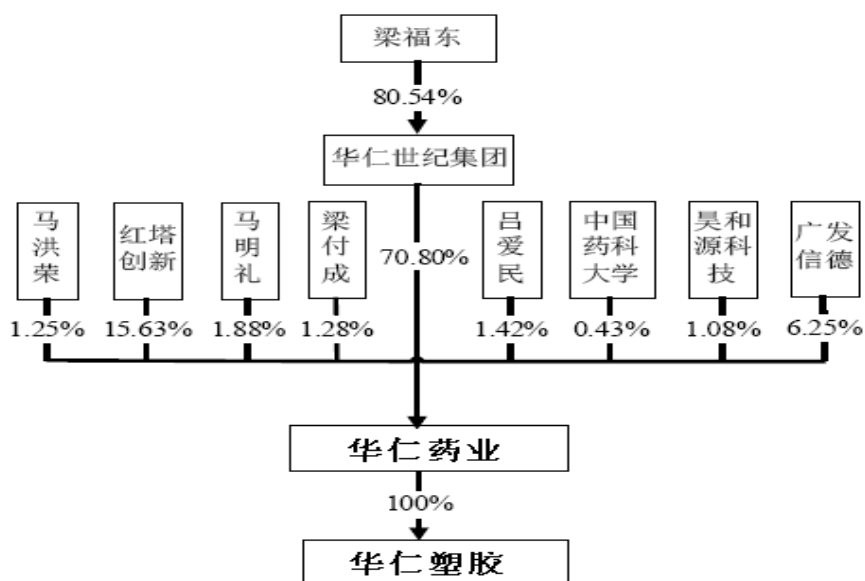
本次拟发行 5,360 万股,发行前总股本 16,000 万股,发行后 21,360 万股。发行前:华仁世纪集团是控股股东,持有公司 11,327.5 万股,占股本总额的 70.80%,梁福东是公司实际控制人。

表 1: 本次发行前后股本变化(万股):

	发行前	持股比例	发行后	持股比例
华仁世纪集团	11,327.50	70.80%	11,327.50	53.03%
红塔创新	2,500	15.63%	2,226.06	10.42%
广发信德	1,000	6.25%	1,000	4.68%
马明礼	300	1.88%	300	1.4%
吕爱民	227.01	1.42%	227.01	1.06%
梁付成	204.4	1.28%	204.4	0.96%
马洪荣	200	1.25%	200	0.94%
昊和源科技	173	1.08%	173	0.81%
中国药科大学	68.09	0.43%	53.8786	0.25%
全国社会保障基金 理事会	-	-	288.1504	1.35%
A 股流通股	-	-	5,360	25.09%
合计	16,000	100%	21,360.00	100%

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

图1: 发行人股权结构



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

2. 行业分析

2.1. 大输液行业迅速扩容

大输液市场受益于老龄化、城镇化加速，以及新医改政策的推动。大输液市场需求与诊疗人次数增长率和住院人次数增长率存在一定的相关性。自 2004 年至 2008 年我国诊疗人次数复合增长率为 7%，住院人次数复合增长率为 10%，同期大输液销售量复合增长率为 11%。

据中国数字医药网统计，2006 年全国市场上大输液制剂的总销量为 61 亿瓶(袋)，2008 年的销量约为 69 亿瓶(袋)，年均复合增长率为 6.36%；从销售额方面，2006 年全国市场上大输液制剂的总销售金额 129.74 亿元，2008 年的销售额为 176.65 亿元，年均复合增长率则为 16.69%。

图 2：我国大输液历年销量统计

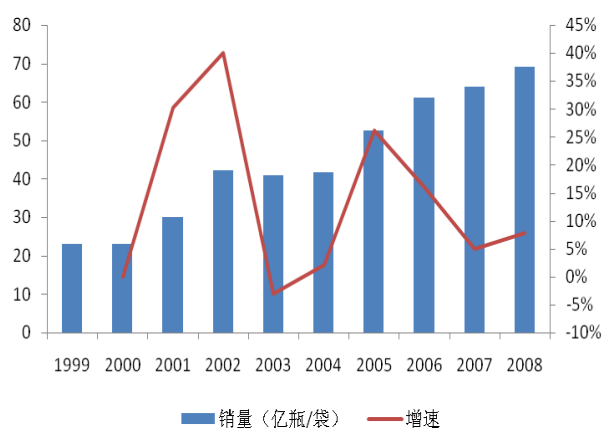
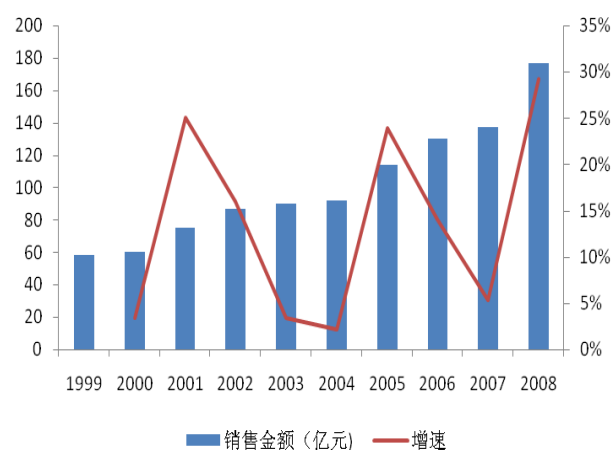


图 3：我国大输液历年销售金额统计



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

2.2. 大输液行业产业升级，非 PVC 软袋成为趋势

大输液包装主要有第一代玻璃输液，第二代塑瓶输液，过渡产品 PVC 软袋输液和第三代非 PVC 软袋输液四种类型。

图 4：三代四种类型的输液产品



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

近年来,我国大输液用量中,玻瓶输液占比逐年下滑,塑瓶和软袋输液上升较快,而PVC软袋作为过渡产品,由于其安全性问题,其销量逐年减少;非PVC软袋输液销售量的增长速度最快,05~08年销售量复合增长率41.5%,高于塑瓶的复合增长率40%,而玻瓶和PVC软袋的复合增长率为-3.3%和-2.6%。预计非PVC软袋销量在2010年将达到16亿袋,在2012年达到21亿袋。

图 4: 不同包装输液产品历年销售数量(亿瓶/袋)

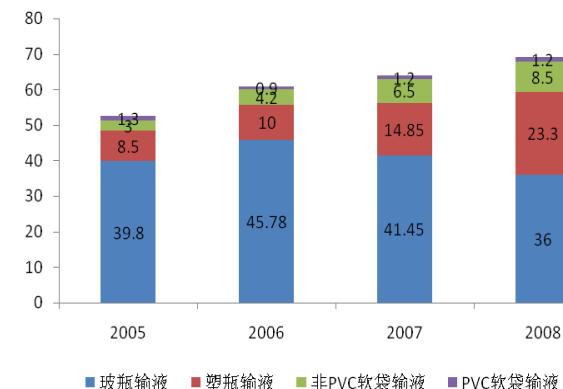
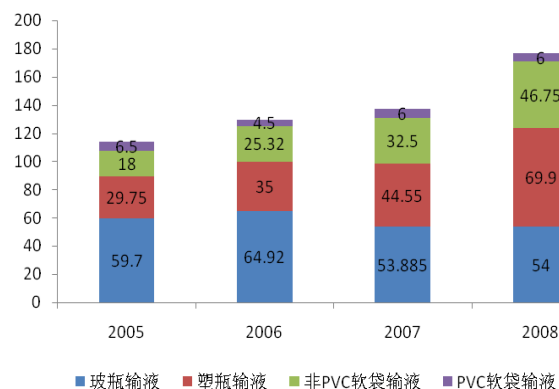


图 5: 不同包装输液产品历年销售金额(亿元)



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

2.3. 行业竞争格局

目前我国已注册的大输液生产厂家有 390 家左右, 拥有非PVC软袋输液生产能力的厂商有 100 多家, 其中销量超过 1,000 万袋/年的仅有 18 家企业。2008 年我国输液行业前十强企业生产集中度约为 48.4%。华仁药业虽然在大输液的总体市场占有率较低, 约 1% 左右, 但公司在非PVC软袋输液市场占有率位于前列。

表 2: 非PVC软袋输液市场份额

	2006	2007	2008
非PVC软袋输液市场总销量(万袋)	42,000	65,000	85,000
前十名厂商的合计市场占有率	36.71%	41.76%	42.27%
华仁药业市场销量(万袋)	2,300	3,200	4,300
华仁药业在非PVC软袋输液市场占有率	5.48%	4.92%	5.06%

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

表 3: 华仁药业主要竞争对手

竞争对手	核心市场
双鹤药业	江苏、浙江和北京地区
浙江济民	浙江、江苏、上海等长三角地区
大冢制药	天津、北京、广东地区
四川科伦	西部地区
山东鲁抗辰欣	山东、河北等地区

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

3. 公司分析

3.1. 公司产品结构

目前,公司拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂,年产能达 10,000 万袋。公司主要产品为非 PVC 软袋大输液产品,有基础性输液、治疗性输液和营养性输液三个大类,共包括 25 个品种、57 个规格的非 PVC 软袋输液产品。其中有 21 个品种、50 个规格已经被纳入国家医保目录;有 10 个品种、37 个规格被纳入国家基本药物目录。

表 4: 公司主要产品列表

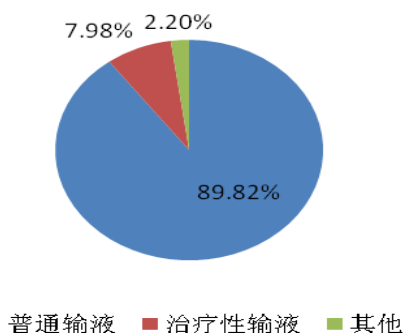
	产品类别	占公司收入比重
氯化钠注射液	基础性输液	56.66%
葡萄糖注射液	基础性输液	29.14%
葡萄糖氯化钠注射液	基础性输液	4.03%
冲洗液 (包括生理氯化钠溶液和甘露醇注射液)	治疗性输液	3.54%
替硝唑注射液	治疗性输液	0.58%
合计		93.95%

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

2007~2009 年及 2010 年上半年,公司非 PVC 软袋输液总销量分别为 3,225 万袋、4,320 万袋、6,407 万袋和 4,053 万袋。

- ✓ 普通输液产品的营业收入分别为 14,311.04 万元、18,284.62 万元、26,422.01 万元和 15,396.65 万元,占营业收入的比例分别为 88.81%、88.09%、91.57%和 89.81%;
- ✓ 治疗性输液产品的营业收入分别为 1,070.48 万元、2,241.36 万元、2,050.50 万元和 1,368.67 万元,占营业收入的比例分别为 6.64%、10.80%、7.11%和 7.98%;
- ✓ 营养性输液产品品种少、市场销售价格较低等原因未实现销售。

图 6: 2010 年 1-6 月公司收入构成



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券研究

图 7: 2010 年 1-6 月公司毛利构成

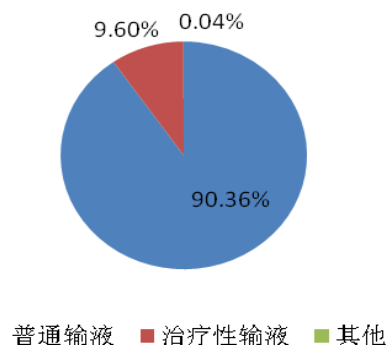
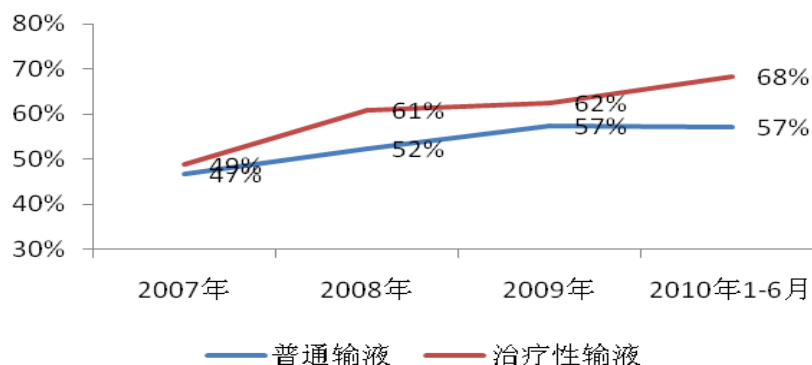


图8: 公司不同产品毛利率



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

3.2. 公司技术优势

➤ 双管双阀工艺

传统的软袋输液, 使用单管单阀工艺生产, 公司开发了双管双阀工艺, 将加药口和输液口分开、专口专用, 避免了交叉感染。

➤ 无菌包装工艺

传统的软袋输液, 使用单层膜袋, 公司开发出无菌包装工艺, 通过在内膜之外加上外包膜, 抽真空后, 使用先进的高温高压水浴式灭菌系统进行灭菌, 灭菌效果大大高于传统的蒸汽灭菌工艺。

➤ 自主研发的新型连接口管盖 (SPC)

SPC 提供一种非 PVC 软袋输液连接管口盖的连接工艺, 使塑料连接管与口盖连接的牢固性和密封性更好。自产的 SPC 来替代原料进口, 可以节省大约 26% 的成本。目前该产品拥有 3 项专利权, 分别为“非 PVC 软袋输液连接管口盖”实用新型专利、“非 PVC 软袋输液加药连接管口盖”外观设计专利和“非 PVC 软袋输液加药连接管口盖”实用新型专利。

3.3. 公司销售模式

公司生产的非 PVC 软袋输液主要通过直供医院和医药公司经销两种销售渠道完成销售。经销商客户又可细分为配送商客户和经销商客户, 配送商客户指医院用户为公司自主开发的客户, 但医院有其自身配送要求, 公司需与经销商签订销售合同、产品由经销商配送至医院。

图 9: 2009 年公司对不同客户的销售收入分布

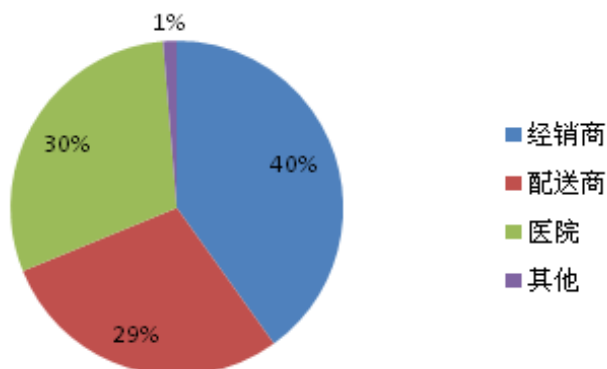
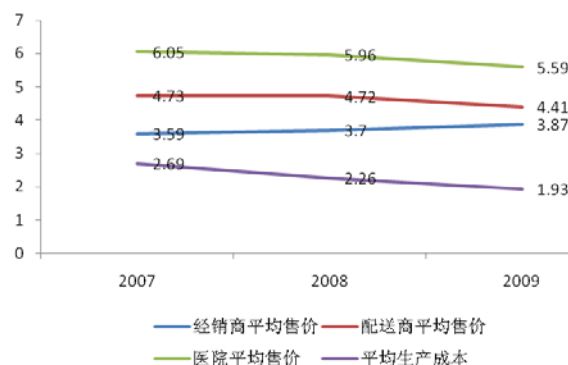


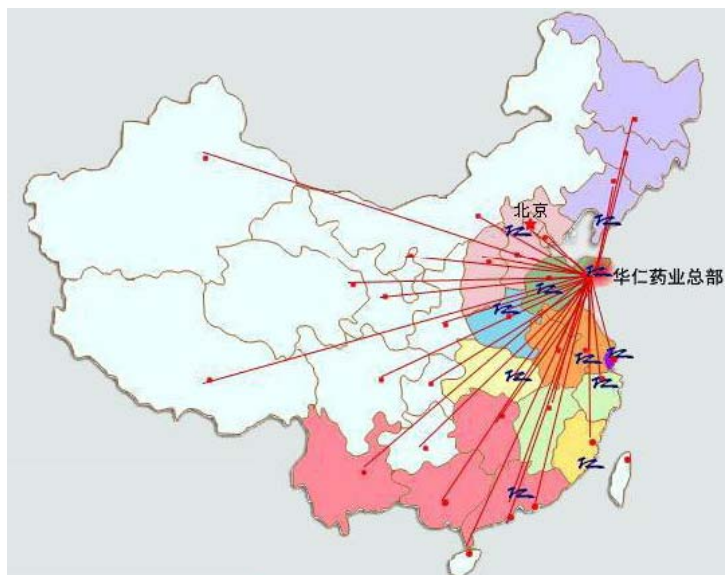
图 10: 2007-2009 年对不同客户的产品售价 (元/袋)



数据来源：公司招股书，国泰君安证券研究

目前，公司已开始逐步在全国 20 余个省、市、自治区开设了办事处，主要医院客户约 330 个（其中有 70 家三甲医院），并与国内近 400 家医药公司建立了良好的合作关系。

图 11：公司医院全国客户分布



数据来源：公司招股书、国泰君安证券

随着公司产品的知名度不断提高、开拓市场的力度加大，公司在杭州、武汉、广州、上海等南方地区销售量大幅增加，2007-2009 年占主营业务收入的比例分别为 22.35%、28.08%、42.32%，呈逐年大幅上升趋势。公司对未来几年的目标是：增加医院客户中三级、二级医院数量和比重，到 2012 年，三级医院达到 150 家，二级医院达到 1500 家。

3.4. 新的突破领域——肾科液体制剂

09 年至 11 年，公司着力推进肾科液体制剂的研发与推广，包括目前已经上市销售的 3,000 毫升生理盐水、血液滤过置换液和已经进入申报阶段的腹膜透析液、进入研发阶段的器官移植保护液等，其中腹膜透析液共计 10 个品规预计于 10 年 6 月份获得药品批准证书、于 10 年下半年上市销售，争取到 11 年底在肾科液体制剂领域形成一定的产品、市场优势并将其打造成公司新的利润增长点。

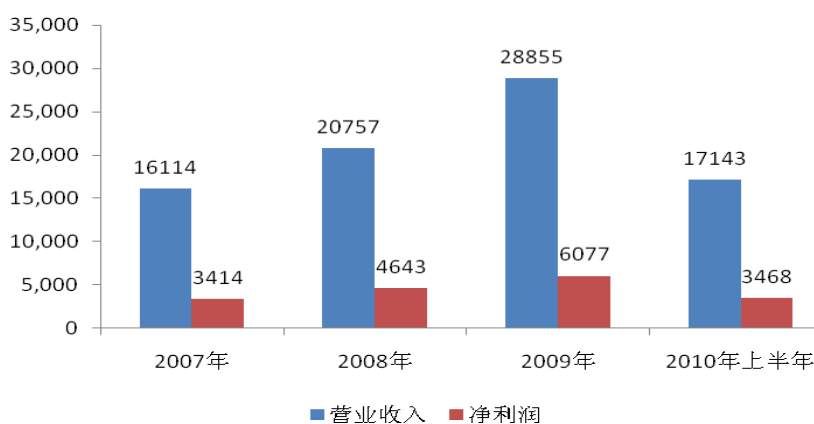
血液滤过置换液不仅具备了非 PVC 软袋包装大规格的优势，也为肾科治疗终末期肾脏病患者、对用间歇性的腹膜透析和血液透析治疗疗效不佳的患者、采用 CRRT（连续性肾脏替代治疗）方案提供了可能。而且，随着医疗学科的发展，在 ICU（重症监护室）的推广使用，挽救重症、生命垂危的患者，已得到不断的重视和发展。目前，我国约有 10 万尿毒症患者，且每年以 10% 的速度递增。按照治疗的基本要求，每位患者每周需要治疗一次，每次最低用量为 20 升，全年用量将超过 1 亿升，以大容量血液滤过置换液每袋 2 升计，市场需求将超过 5,000 万袋。

其他产品研发进展：脂肪乳输液预计今年 8-10 月份拿到批文；5 个药品和医械产品进入研究和申报阶段；从 2011 年起，重点开发国内市场空白的新电解质输液、氨基酸输液及双室袋新产品和连续血液净化产品系列；以上新产品项目包括创新专利产品 1 项、3 类新药 3 项、仿制药品 12 项；三类医疗器械产品 3 项；药包材项目 3 项。

3.5. 公司财务分析

2007-2009 年公司收入、净利润复合增长率达到 33.81%和 33.41%。2009 年营业收入 2.88 亿，净利润 6077 万元，摊薄后 EPS 0.29 元，2010 年上半年营业收入 1.71 亿元，净利润 3468 万元，摊薄后 EPS 0.16 元。

图12：公司财务



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

表 5：主要财务指标

指标名称	2007	2008	2009	2010 H
资产负债率(%)	48.13%	56.31%	50.84%	48.97%
流动比率(倍)	0.92	0.97	1.04	0.80
速动比率(倍)	0.78	0.84	0.85	0.64
存货周转率(次数)	1.47	3.29	3.64	3.60
应收账款周转率(次数)	1.25	2.45	2.20	2.56
总资产周转率(次数)	0.50	0.48	0.50	0.26
净资产收益率(平均)(%)	20.37%	22.33%	23.42%	10.47%
销售毛利率(%)	45.61%	53.01%	53.01%	56.82%
每股净现金流量(元)	0.21	0.24	0.38	0.05

数据来源：公司招股书、国泰君安证券

公司应收账款周转率较低的原因：

- 公司主营产品为非 PVC 软袋大输液产品，属于大输液行业中的高端产品，价格、毛利率等较普通的玻瓶、塑瓶大输液产品高，产品定位优质优价，赊销期限相对较长。
- 从赊销政策方面，由于公司主要客户为大型医院及经销商，此部分客户的销售结算方式主要以赊销为主。
- 虽然公司的应收账款周转率较低，但公司应收账款质量较好，最近一期账龄在 1 年内的应收账款所占比例为 94.17%，销售货款回收

风险很小。

4. 募集资金投向

募集资金主要用于扩大公司主要产品非 PVC 软袋输液产能、丰富公司非 PVC 软袋输液产品品种线以及向上游延伸从事主要原材料生产。

表 6: 公司募集资金投向

项目名称	建设期	拟投资额(万元)	与现有业务的关系
1 非PVC软包装大输液三期项目	18个月	22,153	增加非PVC软袋输液5,500万袋(基础性输液5,000万袋、血液滤过置换液500万袋)产能
2 SPC组合盖项目	12个月	6,203	增加输液软袋配套用接口管盖2.2亿套。达产后,可满足1.1亿袋非PVC软袋输液生产所需,完全配套公司自产非PVC软袋输液产能
3 非PVC输液包装膜材项目	18个月	5,55	增加非PVC输液软袋用膜材1,000吨。达产后,可满足1.55亿袋非PVC软袋输液生产所需,完全配套公司自产非PVC软袋输液产能

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

表 7: 募集资金投向对产能影响

	原产能	新增产能	总产能
非PVC软包装大输液三期项目	1亿袋	5500万袋	1.55亿袋
SPC组合盖项目	0.8亿套(满足0.4亿袋软袋生产)	2.2亿套(满足1.1亿袋软袋生产)	3亿套(满足1.5亿袋软袋生产)
非PVC输液包装膜材项目	-	1,000吨(可满足1.55亿袋软袋生产)	1,000吨(可满足1.55亿袋软袋生产)

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

5. 风险分析

- 产品受国家强制降价的风险
- 行业门槛较低, 新资本进入造成软袋产能扩张, 竞争加剧的风险
- 工厂只设在青岛, 产品受运输半径影响, 限制全国性布局的风险
- 应收账款过大的风险

6. 盈利预测与投资建议

关键假设:

- 基础性输液 2010 年销售 0.9 亿袋, 2011 年销售 1.1 亿袋, 2012 年销售 1.4 亿袋, 未来产品成本将由于原料自产和规模效应而下降, 但考虑到价格可能出现的下降, 毛利率将略微上升
- 治疗性输液 2011 年销售 0.1 亿袋, 2012 年销售 0.2 亿袋, 保持高毛利率不变
- 15%的所得税率

表 8: 主要产品类别预测

		2008	2009	2010E	2011E
基础性输液	收入(百万元)	182.9	264.2	343.5	446.5
	增速 (%)	27.77%	44.50%	30.00%	30.00%
	毛利率 (%)	52.25%	57.43%	55.00%	55.00%
治疗性输液	收入(百万元)	22.4	20.5	25.6	32.0
	增速 (%)	109.44%	-8.48%	25.00%	25.00%
	毛利率 (%)	60.91%	62.46%	60.00%	60.00%
其他	收入(百万元)	2.3	3.8	9.6	17.2
	增速 (%)	-68.49%	65.37%	150.00%	80.00%
	毛利率 (%)	36.36%	2.36%	5.00%	5.00%
合计	收入(百万元)	207.6	288.6	378.7	495.8
	增速 (%)	28.81%	39.01%	31.23%	30.92%
	毛利率 (%)	53.00%	57.05%	54.08%	53.59%

数据来源: 公司招股书、国泰君安证券

表 9: 利润表 (百万元)

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	289	379	496	622
营业成本	124	174	230	291
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	55	68	89	112
管理费用	17	27	35	44
财务费用	12	8	4	8
资产减值损失	3	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	75	99	134	163
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	76	99	134	163
所得税	16	17	23	28
净利润	61	82	111	135
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	61	82	111	135
EBITDA	107	134	174	216
EPS (元)	0.28	0.38	0.52	0.63

数据来源: 国泰君安证券研究

投资建议:

公司作为非 PVC 软袋大输液行业领先企业, 在大输液产品升级的背景下, 享受非 PVC 软袋加速发展, 同时由于公司在双管双阀、SPC 等方面的技术和成本优势, 以及在肾科液体制剂方面的突破, 增速有望高于非 PVC 软袋输液产品的平均增速。预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.38 和 0.52 元。目前大输液行业龙头科伦药业 10 年 PE40 倍, 而科伦的市场占有率已经高于 20%, 而公司市场占有率只有 1% 左右, 还有很大的发展空间, 处于加速发展的初期, 而且公司专注于非 PVC 软袋高端产品,

代表行业未来的发展趋势，能够保持比科伦更高的增速，完全可以享受与科伦同样高的估值。给予公司 2010 年 35-40 倍 PE，预计公司合理价值 13.3-15.2 元。

作者简介:

易镜明:

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

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		