

2009-1-07

制药、生物科技与生命科学

维持

增持

医改给心脑血管用药带来发展机遇

◇ 报告起因

◇ 潜在催化因素 医改制度推行

◆ 医改对医药经济的影响 先抑后扬

10.14《医改》(意见稿): 推行基本药物制度、仿制药上市价格从低。我们认为改革第1年医院用药增长速度将下降到8-10%的增长速度(增速≈2006年), 医药行业经济增长速度可能下降到15-18%, 第2年后恢复到医院15-18%、行业20-25%的增长速度。

《医改》总体思想是要把药品价格降下来。我们认为, 2006年的反商业贿赂下的需求量是合理的需求量。因此, 我们不同于其他研究员的观点, 短期, 对行业的影响有压力。

对中药和西药, 中药优势更明显, 由于同质性高, 西药产品平均价格将有显著下降。

◆ 医改对心脑血管用药将有较大的提升

医改主要保障的是基础医疗, 我们认为可能提升较大的是心脑血管用药。主要理由: (1) 人口因素, 中国15%的老年人口, 占了30%的病人结构, 占了50%药品消费。老年人口的主要疾病最主要的还是心脑血管疾病。(2) 慢性病因素, 医改国家将抓基层医疗机构, 基层医疗基本主要满足慢性病和常见病的服务。(3) 消费群体增长因素: 农村市场, 心脑血管疾病发病率上升比较明显。(4) 价格因素: 心脑血管用药尤其是中药, 物美价廉的特点符合国家政策要求。

◆ 增持心脑血管用药类中药上市公司

在整个药品结构中, 心脑血管药品的与经济的相关性比较弱, 本轮经济下行对心脑血管药品的消费影响很小。

在心脑血管用药中, 我国的中药优势非常明显, 中药用药是西药的4倍。在中药类上市公司中, 复方丹参滴丸、脉络宁、速效救心丸等几个大品种, 2008年1-9的增长速度约分别达到20%、26%、24%, 2004-2007年这几个产品的增长速度都低于10%。我们主要原因是市场消费群体的增加和医保覆盖范围的扩大, 我们预测这几个心脑血管类大药品的增长趋势在2-3年内都保持15%以上的增长。增持心脑血管用药类中药上市公司。

◆ 风险因素

医改执行阻力比较大, 推进速度慢。改革变化是渐进的。

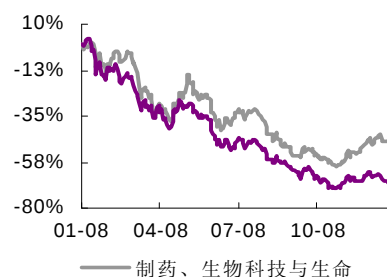
分析师:

张美云

021-22169155

zhangmy@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告:

证券代码	公司名称	股价 (2009-1-7)	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600436	片仔癀	19.07	0.68	0.88	0.97	增持
600535	天士力	12.90	0.36	0.55	0.65	增持
000919	金陵药业	6.38	0.61	0.23	0.52	增持
600329	*ST 中新	9.55	-0.20	0.57	0.61	增持

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者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, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

农村医疗消费快速增长

医疗保障体系的健全促进诊疗人次和住院人数快速上升

1993-2007 年，诊疗人次和住院人次有 3 次比较大的加速（见图 1），分别为 2002、2004、2007 年，诊疗人次和住院人数增长速度 2002 年为 2.8%、9.6%，2004 年为 5%、9.6%，2007 年为 16.1%、24.3%，2007 年的增长速度更是 1990 年以来的新高。我们认为 2002、2004 年主要得益于城市职工医疗保险的覆盖率的增加，2007 年主要得益于新型农村合作医疗保险覆盖率的增加。

2007 年的卫生院的诊疗人次和住院人数的增长速度为 8.6%、45.3%，远远高于医院 11.4%、16.6% 的增速（见图 1-4）。

我们认为医疗保障制度的推进将比较有力的促进医疗消费市场的发展，而未来 2-3 年的快速增长的动力农村不可小觑。

图 1：2004-2007 年诊疗住院人次增长加速

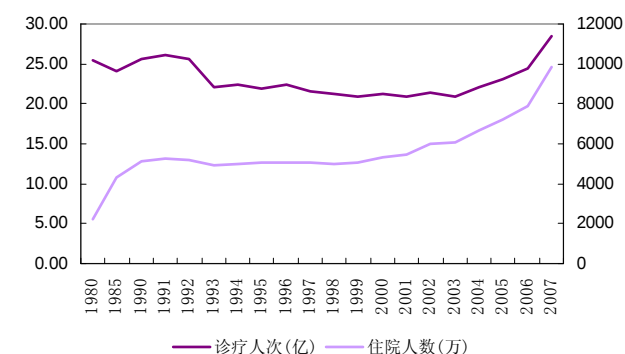
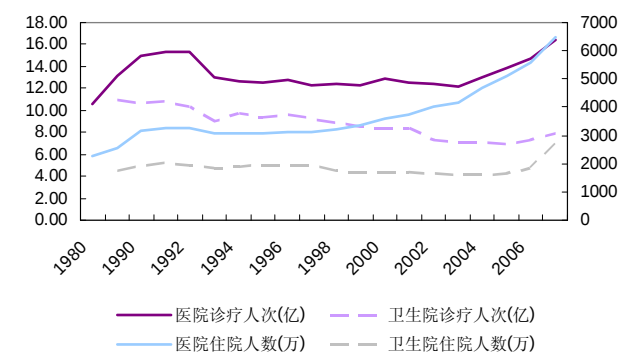


图 2：2004-2007 诊疗住院在医院与卫生院变化



资料来源：光大证券研究所

图 3：2007 年卫生院的诊疗住院人次比例上升

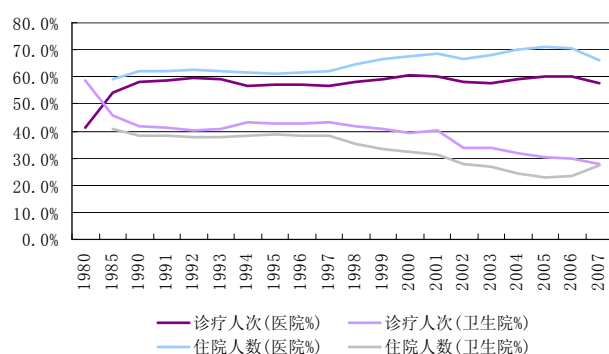
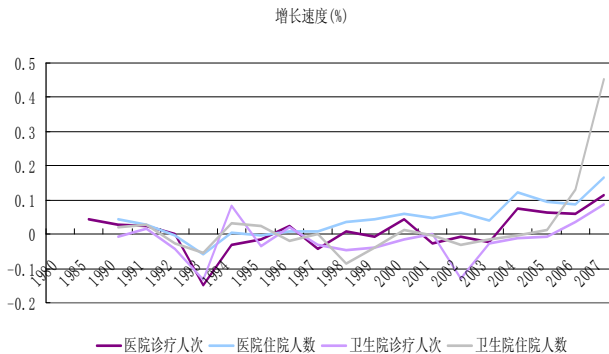


图 4：2007 卫生院住院人数增长显著



资料来源：卫生部 光大证券研究所

我国基础、常规药品消费比重 60-70%以上

医院 ≈ 药店+卫生院

药品的流向结构如何？在我国医疗卫生资源结构中，医院是药品最大的渠道，占 50-55%，药店次之，占 28-30%，城乡卫生院也占据了重要的地位达到 13-15%。2007 年药品消费量约 3800-4000 亿元，医院：药店：城乡卫生院：社区=55%：29%：14%：3%。城乡卫生院、社区和药店作为基础药物的主要渠道，占据了重要的市场地位。

市属医院是药品最重要的渠道

在卫生部五级综合医院中，从单位医院的药品收入来看，中央属的医院收入是最大的，中央属医院是其他 4 级医院药品收入总量的 2 倍以上。

但是从总量来说地级市属医院是最大的药品流动渠道。其占了五级医院（中央属、省属、地级市属、县级市属、县属）中 35% 的份额，次之就是省属医院。

如果把中央和省属作为高端医院，市属（地级和县级市属）作为中端医院，县属为基层医院来划分的话，高：中：基层医院=31%：53%：15%。

地属医院或者说中级医院主要还是基本满足老百姓的常规病的医疗需求。疑难杂症、癌症、器官移植等还是需要省级以上来承担。

我们认为，我国的医疗消费最主流的还是常规病种的基础医疗消费。药店+城乡卫生院+社区+县属（或县+市）=61%（83%），关注基础药物市场的机会。

图 5：07 年药品在不同渠道医院>药店>乡镇卫生院

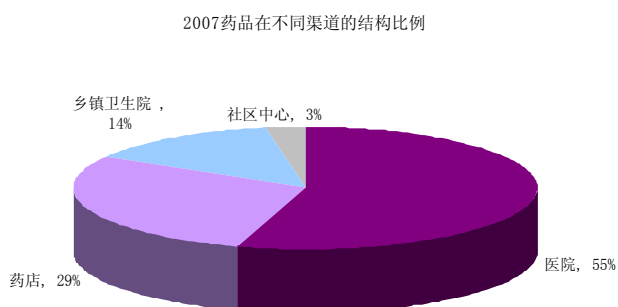


图 6：卫生部五级医院单位医院药品收入

图 7：03-07 市属医院是医院中最大的药品流向

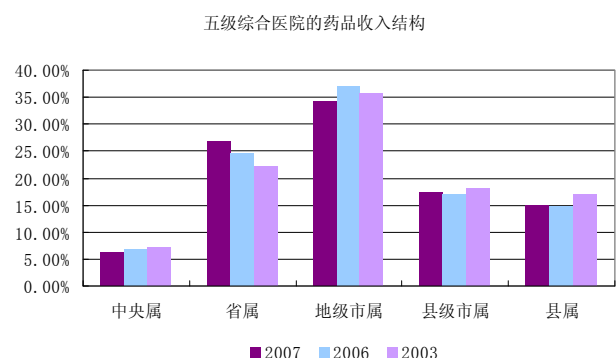
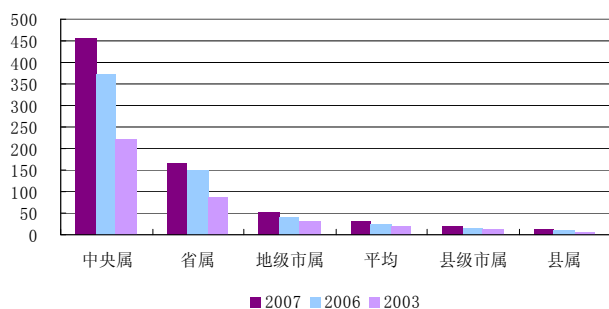


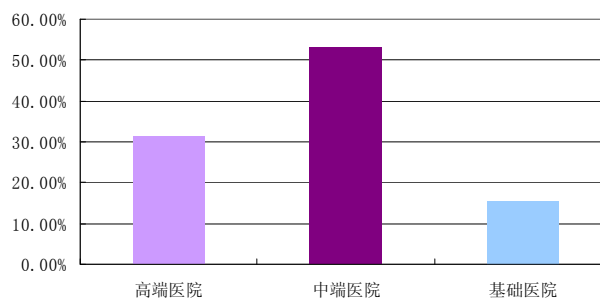
图 8：2003-2007 中端医院的重要地位

五级医院单位医院药品收入(百万)



资料来源：卫生部 光大证券研究所

2003-2007高中基础医院药品收入结构



资料来源：光大证券研究所

农村发病年龄前移 心脑血管疾病发病率上升

65 岁以上的人口比例接近 10% ， 病人结构中占 20%

我国人口结构中，65 岁以上的人口不断在增长，1999、2000、2006 年 65 岁以上人口的比例分别为 5.6%、7.09%、9.19%。我们预测 2016 年，65 岁以上人口的比例将超过 10%。

1/10 的 65 岁以上的老年人口，占了患者比例 1/3：2006 年发病人口结构中，25-34 岁以下的占比比较低，35-44、45-54、55-64、65 岁以上的人口在病人群体中的比例达到 17%、19%、18%、23%，预计未来 10 年，这个比例将变为 11%、23%、23%、22%。

农村人口发病年龄有前移趋势

根据卫生部统计资料，对比 1998、2003 年两次卫生普查结构，0-4 岁婴儿的两周发病率无论农村和城市都发生下降趋势，65 岁以上的人口发病趋势与婴儿发病趋势相反：

城市人口中，65 岁以上的人口，2003 年两周发病率超过 1998 年 4.6%，农村人口 45-54 年龄的人口两周发病率已超过 1998 年 8%，65 岁以上的人口两周发病率 2003 年相对 1998 年超过 25%。这个数据说明农村人口两周发病率年龄有前移的趋势，并且 65 岁以上的老年人口发病率的增长速度有加快趋势。

我国农村市场心脑血管病发病率呈上升趋势

我们根据 1998、2003 年两周就诊率和居民住院率分析疾病变化趋势，我们得到如下现象：

(1) 传染病、呼吸系统、消化系统疾病无论是城市还是农村都体现下降趋势；

(2) 恶性肿瘤、糖尿病城市和农村都体现上升趋势；

(3) 循环系统疾病(心脑血管等)、泌尿系统疾病城市保持稳定,农村保持上升趋势。

(4) 疾病增速较快的前三位的疾病为恶性肿瘤、糖尿病和循环系统疾病;

(5) 总量占前三的疾病依然为呼吸、循环、消化系统疾病。

我们认为农村市场心脑血管疾病的发病率有上升趋势。

由于糖尿病患者多伴有心脑血管病的独立发病因素,[糖尿病(主要为2型糖尿病)伴发或并发心脑血管病的发病率高,较正常人高达3—5倍,约占糖尿病人的1/3],因此,糖尿病的发病上升趋势,也支持了心脑血管疾病的发病率的增加。

表 1: 心脑血管和糖尿病发病率上升 传染病发病率下降

两周就诊率(‰)	1998-2003 变化趋势		城市		农村		(2003-1998)/1998	
	城市	农村	1998	2003	1998	2003	城市	农村
传染病	↓	↓	2.8	1.8	5.1	3.3	-37.0%	-35.6%
恶性肿瘤	↑	↑	1.4	1.6	0.6	1.2	18.6%	110.4%
糖尿病	→+	↑	3.0	3.3	0.4	0.7	9.7%	68.2%
循环	→-	↑	30.2	28.0	12.0	14.9	-7.2%	24.9%
呼吸	↓	↓	61.3	34.0	80.1	57.4	-44.6%	-28.4%
消化	↓	→-	23.6	16.2	25.9	23.6	-31.5%	-9.1%
泌尿	↓	↑	5.3	4.4	5.9	6.9	-17.0%	17.2%
肌骨	→+	→-	11.6	12.2	11.2	10.7	5.0%	-4.5%

住院率(‰)	1998-2003 变化趋势		城市		农村		(2003-1998)/1998	
	城市	农村	1998	2003	1998	2003	城市	农村
传染	↓	↓	1.3	0.7	1.7	1.2	-46.7%	-29.4%
恶性肿瘤	↑	↑	1.5	2.3	0.5	0.7	52.5%	41.2%
糖尿	↑	↑	1.2	1.6	0.1	0.2	36.3%	86.9%
循环	→	↑	11.8	11.9	3.0	4.3	1.3%	43.9%
呼吸	↓	↓	6.3	4.5	5.0	4.1	-28.6%	-18.7%
消化	↓	→	7.2	5.6	5.9	5.8	-21.5%	-1.4%
泌尿	→	↑	2.3	2.4	1.8	2.3	0.3%	30.7%
妊娠	→-	↑	5.2	4.7	4.3	5.9	-9.5%	38.7%

资料来源: 国家卫生部 光大证券研究所整理

图 9：65 岁以上的人口约占 10%

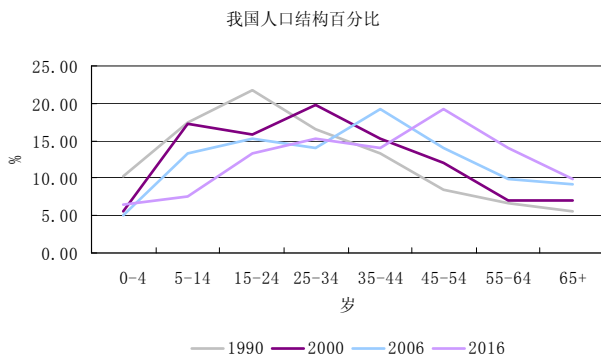


图 10：65 岁以上两周患病率上升加速

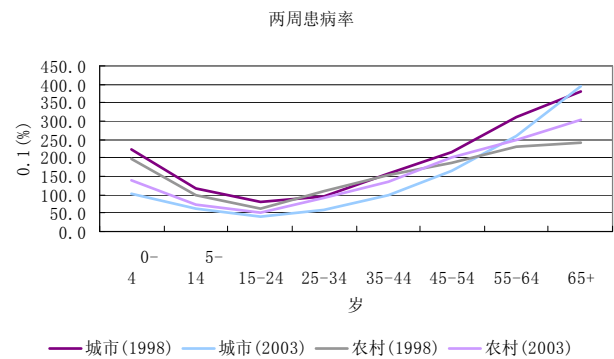
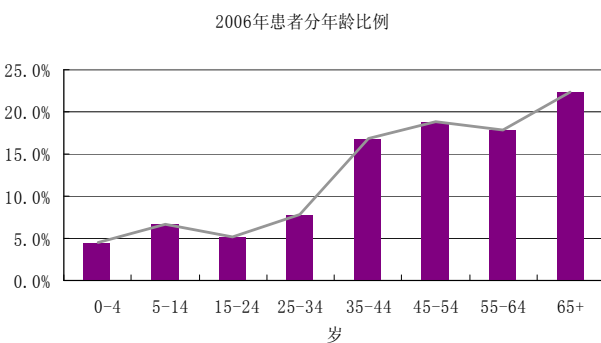


图 11：35 岁以上人口是主要患者的年龄



资料来源：卫生部 光大证券研究所

资料来源：卫生部 光大证券研究所

2008.1-6 月心脑血管药品医院市场增长快速

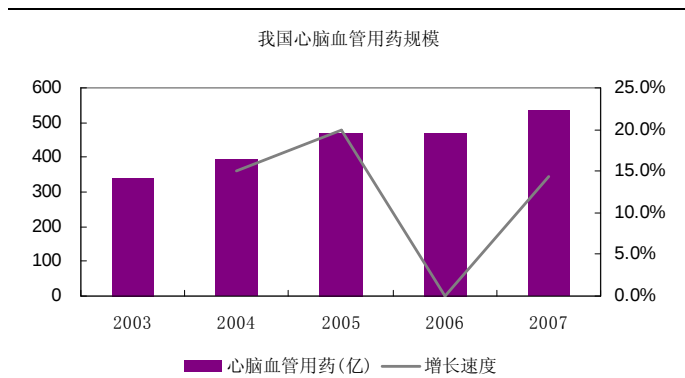
我国的心脑血管产品 2007 年的规模 500 亿左右的规模，2003-2007 年增长速度 12%。2008.1-6 月份心脑血管用药在医院用药的市场比例从 2007 年 13.3% 上升到 13.90%，16 个城市的样本医院心脑血管用药增长速度为 37.42%，仅次于抗肿瘤药 39.2% 的增长速度。

上市公司中规模品种，如天士力复方丹参滴丸（2007 年销售入~10 亿）、中新药业的速效救心丸（2007 年 3.4 亿）、金陵药业的脉络宁（2007 年 6.1 亿）、沃华医药的心可舒片（2007 年 1.2 亿）都表现出较好的增速，2008 年 1-6 月，复方丹参滴丸增长速度为 12%，速效救心丸 30%，脉络宁 27%、心可舒片 43%。

分析主要原因：

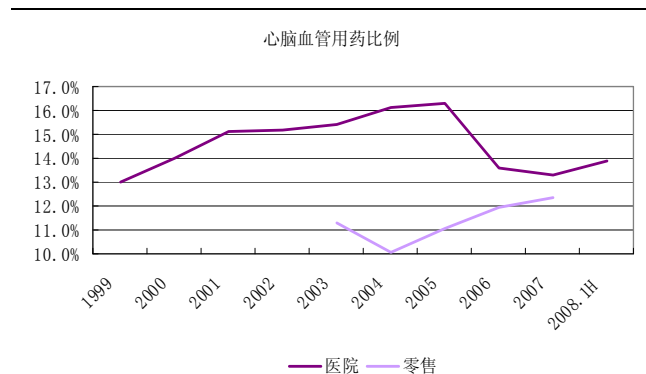
（1）、基本医保覆盖范围扩大；（2）老年人口的增加；（3）、疾病谱的变化。在三个因素中，疾病谱和老年人口的增加都是渐变的，唯有医保覆盖范围的扩大是跳跃的，因此我们认为，最核心的因素还是医保覆盖的扩大。

图 12：03-07 心脑血管用药平均增速为 12%



资料来源：国家 SFDA 南方医药经济研究所 光大证券研究所

图 13：心脑血管用药医院和零售渠道同样重要



资料来源：国家 SFDA 南方医药经济研究所 光大证券研究所

心脑血管用药 弱经济形势下将表现稳健

表 2：不同产品特征比较

		代表产品	渠道	营销共 性	价 格	需 求 弹性	经济相 关性
常见病	呼吸道	西瓜霜、草珊瑚	药店	品牌+广告+终端推广	中低	中	中
	皮肤	达克宁					
	消化道	健胃消食片					
慢性病	高血压	降压 0 号	药店+医院	品牌+处方+终端推广	中低	小	弱
	心血管	复方丹参滴丸					
	糖尿病	消渴丸					
	慢性胃炎	吗叮啉					
	肝炎	护肝片					
营养类	滋补类	阿胶、青春宝	药店	品牌+广告	中高	大	强
	维生素类	21 金维他					
	钙制剂	钙尔奇 D					

资料来源：国家 SFDA 南方医药经济研究所 光大证券研究所

心脑血管类产品的客户群体主要为中老年人口，为需长期用药的慢性病，有持续消费、长期消费的特征，需求弹性比较小，产品价格普遍比较低，渠道上医院和药店基本为 1: 1 左右，与宏观经济相关性比较弱。

广告带动的产品需求弹性相对比较大，我们认为，在经济形势不是特别乐观的状况下，稳健和安全性的选择：慢性病用药>常见病用药>营养类药品。心脑血管类药品的容量是慢性病用药第 1 位的大品种，将在弱经济形势中

有比较好的表现。

《医改》影响：对心脑血管药物有利 对龙头企业有利

10月14日卫生部公布的《深化医药卫生体制改革》（征求意见稿）对医药企业影响比较大的，主要制度有“基本药物制度”、药品价格定价机制、医疗机构差异化发展都对我们医药行业产生深远的影响。

基本药物制度实施将由消费数量的上升抵消价格的下降

《基本药物制度》：保障生产企业的利润，国家统一价格、统一配送。基本药物基本全部报销。我们预计，这部分药物占到医院药品消费总量的15-18%左右（这部分由政府买单，总额≈政府医保筹资/2≈城乡卫生院+社区中心药品总量），占整个全国药品消费总额的8-10%，我们认为这部分药品的价格将下降20-30%。

根据2007年诊疗人次增长16%，住院人数增长24%，预测基本药物的消费数量上涨20%，总体来说，价格的下降将由消费数量的上涨抵消。

我们认为基本药物制度对药品金额的总量来说基本没有影响。

根据我们计算企业大概有40-50亿的净利润总量，40-50亿/200家企业=2000-2500万利润/家。

对医药企业来说，专门生产基本药物目录的药物是不错的取向。

品牌心脑血管药物将有较大机会进入基本药物目录

在心脑血管用药中，中药：西药=4：1，我国的中药在心脑血管中的优势非常显著的，国家基本药物大概覆盖400-600种药物，中西并重。国家基本药物主要覆盖的就是常见病、多发病和慢性病的病种。因此，我们认为基本药物制度对心脑血管用药将产生积极的作用。

药品定价制度：鼓励创新+仿制药价从低 利中药 西药有压力

新药和专利药将把研发成本计入，上市有较高的定价。我们的中药尤其是品牌中成药，基本上都等同于专利药，我们认为，中药受新的药品定价制度的影响比较小，反而有了强有力的政策支持。

对仿制药实行上市价格从低的原则，我个人认为，仿制有前有后，后上市的产品价格将低于前仿制的产品，仿制上市早的产品有优先占领市场的机会，通过竞争的机制控制低水平的重复，这跟国际市场通用方法一致。

仿制药的制度向印度学习，印度的药品价格非常低，印度鼓励仿制，印度仿制药企业，他们就是通过及时仿制+低价格的策略迅速占领市场。我们在未来的10年，化学药都还是以仿制药为主，我们认为未来的几年，国

内大部分仿制药价格将有下降。

医院收入来自何方？医疗费用的上升+管理费用下降

医改能不能成功，主要看医院的收入有没有保障。《医改》（意见稿）指出，医疗服务价格医院实行分级定价。

我们认为这将有利于医疗服务市场的差异化。高端医院将把更多的精力集中到疑难杂症上，基础医疗服务机构将覆盖常见病，多发病、慢性病的服务上。乡镇卫生院的人员培养主要由县医院负责，我们简单理解为，乡镇卫生院相当于县卫生院的在农村的网点，对县级医院来说将有比较强的积极性。

基础医疗机构通过服务量的增加获取利润，而高端医院以高价格高品质的医疗服务获取利润。

从总量来说，国家医疗卫生总支出占 GDP 的比例基本不变，但是发生变化的是支付主体，目前政府：社会：个人=18%：33%：49%，改革后政府：社会：个人=20%：40%：40%。

医院药品消费金额增长速度可能下降到 8-10%

从总体而言，如果改革成功的话第 1 年医院药品消费总额可能增长速度在个位数 8-10%（可参考值为 2006 年医院药品增长速度，2006 年打击商业贿赂，医院的灰色收入极大程度的得到抑制，当年卫生部五级医院药品收入总量增长为 5%），第 2-3 年后即恢复 2 位数增长。诊疗人次和住院人数的两位数的增长是医院药品 2 位数增长的保障。

行业集中度增加 行业龙头将强者愈强

我国医药成药企业的数量达到 2000 多家，大部分企业都在进行低水平的竞争。无论是基本药物制度还是药品定价制度都将大大推动医药行业集中度的增加。在产品无差异化的时候，营销能力决定企业成败，我们认为产品的质量成为决定企业成败的关键。行业龙头将在这轮改革中获得最多的利益。

图 14：医疗收入将是医院的主要收入来源

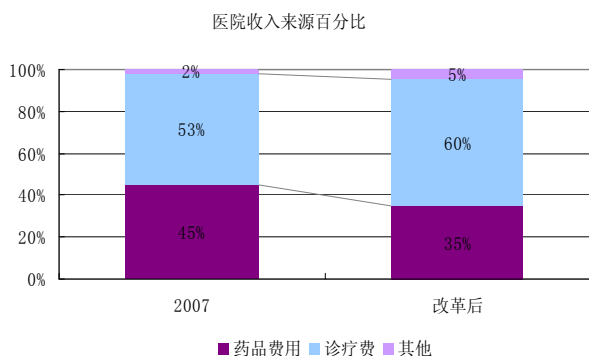
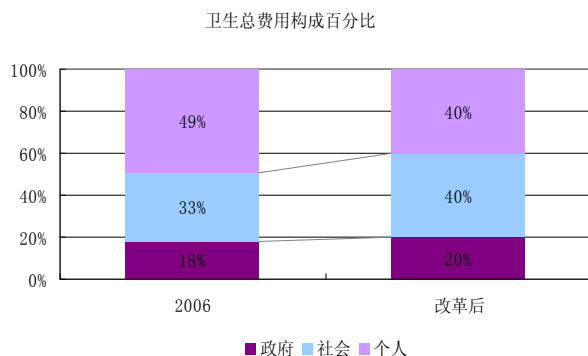


图 15：政府、社会保障支出比例将上升



资料来源：卫生部 光大证券研究所

资料来源：卫生部 光大证券研究所

关注心脑血管类中药上市公司

天士力(600535): 公司是专业化的生产心脑血管用药企业, 复方丹参滴丸成为了目前国内第一大心脑血管用药。在公司自产品结构中复方丹参滴丸占了 70% 的比例, 公司目前正在积极开发农村市场(主要以定位县市场), 我们认为, 农村市场该产品未来 2-3 年带来的增量将达到 12-15%, 预计每年增长 1-1.5 亿, 5-6 年该产品销售收入可能达到 16-18 亿。

产品质量是企业的生命, 在 2007 年的相关部门抽检结果是 0 缺陷, 从质量上来说, 是国内第一家做到这样高品质的企业。

公司积极进行新药开发, 公司的益气复脉粉针已经上市、并正在开发尿激酶原粉针和丹酚酸 B 粉针, 尽管中药针剂发展困难重重, 但是不改中药针剂、粉针剂的前景, 目前所有的中药针剂在整个中药医院用药金额中占到了 60-70%, 中药针剂和粉针剂的地位和发展前景不容置疑。我们预计针剂短期还不能对公司业绩产生重要的贡献, 但会有厚积薄发的时候。

由于公司基础产品增长趋势向好, 中远期公司发展战略清晰。我们给予增持的投资评级。

中新药业(600329): 公司的速效救心丸能够在市场上取得 3-4 亿的销售收入, 我们认为最重要的原因, 产品本身的生存能力, 目前公司对农村市场也在积极开发中。预计未来 2-3 年增长速度能够达到 15-18%。2007 年是上市以来主业第一年赢利, 公司目前处于管理出效益的时候。由于公司是综合性公司, 市场以天津为主, 速效是其强竞争力的产品, 目前还有些资产效率还有待提高。预计 2008-2009 年 EPS 为 0.57-0.60 元。给予增持的投资评级。

金陵药业(000919): 公司主导产品脉络宁, 是中药针剂, 从 1988 年以来, 一直畅销, 供不应求, 经过 20 年的临床检验, 公司产品具有很强的生命力。但是由于体制原因, 公司的增长速度相对温和。

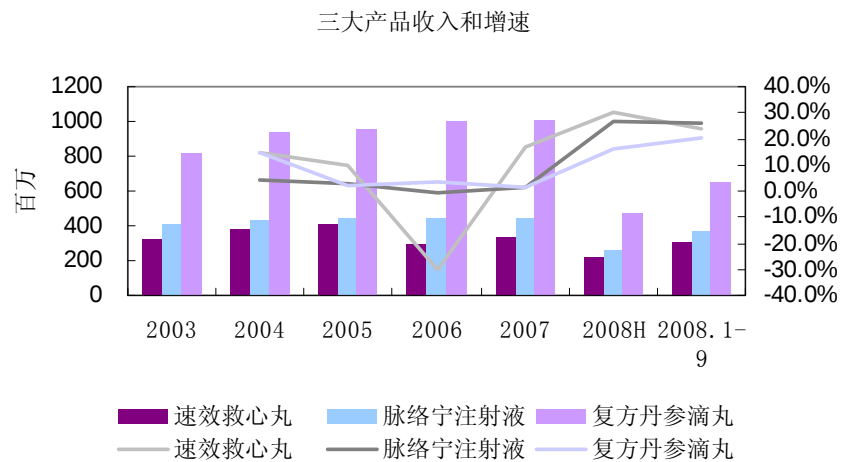
药品业务: 2008.1-6, 脉络宁的增长速度 26.9%, 1-9, 增长速度约为 26%。增长气势喜人。预计 2008 年脉络宁的销售能够达到 5.3-5.5 亿, 比去年同期高出 1-1.2 亿。预计 2008 年, 脉络宁的 EPS 为 0.32-0.33 元。其他医药业务的 EPS 为 0.1 元。如果用 15X 的 PE 估值, 公司医药业务的合理价格 6 元。

医疗业务: 公司在 2003 年投资宿迁人民医院, 2007 年医院的收入 2 亿, 介于省属和地级市属医院之间, 在当地属于高端医院, 2007 年的利润为 3500 万, 给公司的利润贡献为 0.044 元/股, 预计 2008 年的贡献为 0.05-0.06 元。医疗业务给予 20X 的 PE, 该业务合理价格为 1 元。

证券投资业务：公司证券资金投资规模一直比较大，主要还是体制原因，每年那么多的现金资产，没有投资方向。预计 2008 年亏损 7800 万，EPS=-0.15 元。

假设 2009 年市场平稳基本不变，公司的估值至少为 7 元。公司的资产质量比较好，应收款也很低，负债很低，对大股东以及产业资金已经非常具有吸引力。2008.9.30 每股净资产 3.35 元，其中产业资产净资产 3.15 元/股，可交易性金融资产为 0.2 元/股，产业资产的 PB 为 2-2.5（可参考公司平均为 3.7 倍），公司的股票合理价格为 6.5-8 元。我们认为该股票的估值偏低，给予增持投资评级。

图 16：三大心血管药品的增长速度 2008 年有显著的上升



资料来源：WIND 光大证券研究所

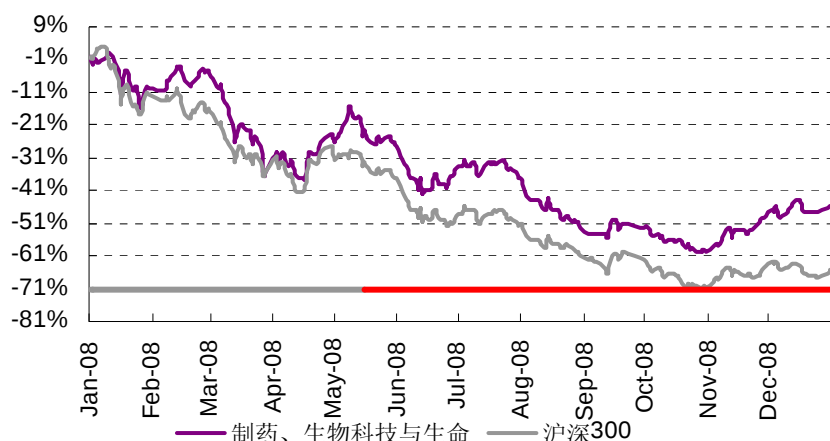
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

制药、生物科技与生命科学

分析师：张美云



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2008-05-21	增持
2008-05-23	增持
2008-05-27	增持
2008-05-30	增持
2008-06-27	增持
2008-07-11	增持
2008-09-02	增持
2008-10-15	无评级
2008-10-31	无评级
2008-12-04	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F 邮编: 200120
电话: 021-68816000 传真: 021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话: 021-50818887 (总机) 传真: 021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。