



医药

2011.09.06

中报小结：寻找分化中的确定性

——医药行业 9 月月报


易镜明
 021-38676779
 yijingming@gtjas.com
 S0880511010019

本报告导读：

行业毛利率下滑，中报业绩延续分化，选择业绩确定性较高的低风险公司可作为 9 月布局首选。

摘要：

8 月医药板块表现：在 1 季度业绩普遍低于市场预期后，医药公司的中报业绩显得波澜不惊，即虽然看不到十分乐观的理由，但也没有市场部分预期的那么悲观。从市场表现看，医药指数下跌 2.8%，上证综指下跌 5.0%。医药板块整体预期市盈率 26.7，板块溢价率上升至 140%。

11 年 1-7 月医药制造业表现：利润总额增速达到 20.7%，增速平稳，在 11 个下游消费品行业中位列第 8。在降价政策、中药材价格上涨、原料药周期下行等因素压制下，上半年行业整体利润增速持续低于收入表现，且逐期下滑。各子行业中，中成药、器械的增长较为突出；化学药受药价政策打压明显，毛利率下降，预计后面仍会比较艰难；原料药板块正处于景气度回升阶段，维生素类提价值值得关注；生物板块则受累于基数效应。

2011H1 业绩：毛利率下行+公司分化。2011 年中报整体业绩有所下滑，扣非后净利润增速仅 12%，较 2010 全年水平下降明显，相比于 1 季度数据也未有好转。在中药、原料药板块的拖累下，行业毛利率持续下滑，下半年各地招标执行新终端价后仍将对毛利构成向下压力。分化态势延续：子板块方面中药和器械延续 10 年良好局势，上半年净利润分别增长 25%、28%。个股方面，有 77.6% 的医药公司实现净利润的增长，与 2010 全年相比，实现增长的公司比重略有增加，其中业绩实现翻倍的公司有：紫光古汉（3604%）、美罗药业（1846%）、紫鑫药业（325%）、海南海药（308%）、江苏吴中（286%）、双鹭药业（159%）、中恒集团（160%）、京新药业（132%）、华海药业（122%）、莱美药业（118%）。

9 月策略：板块机会不多，个股分化明显。正如我们之前预测，在行业整体毛利率下行的背景下，医药板块中报延续分化态势。短期内，业绩和政策都将处于真空期，估值处于相对合理水平，行业整体尚缺乏催化剂，压制板块行情的风险因素还未完全解除，过高的溢价率以及负面政策对行业基本面的影响都构成了制约因素。

我们认为，在基本面回暖、政策面预期改善下，分化的选股思路将重回正途，可选择业绩确定性高、经营周期在阶段上行的一线白马股，同时继续关注高成长预期的二线品种，成长股的估值天花板相对更为模糊。推荐组合：医疗器械（鱼跃医疗、千山药机），品牌中药（云南白药、天士力、益佰制药），高端专科药（恩华药业、舒泰神）以及产业整合先行者（科伦药业、康美药业）。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

细分行业评级

中成药	增持
化学药制剂	增持
化学原料药	谨慎增持
生物制药	增持
医疗器械及服务	增持
医药商业	谨慎增持

相关报告

医药：《发改委再次降价，“靴子”逐一落地》	2011.08.07
医药：《扬帆正待启航》	2011.06.07
医药：《医药流通十二五规划出台，整合并购将成主旋律》	2011.05.05
医药：《一季报回顾：中药、器械安全而绩优》	2011.05.03
医药：《鼓帆等风再起》	2011.04.06

目 录

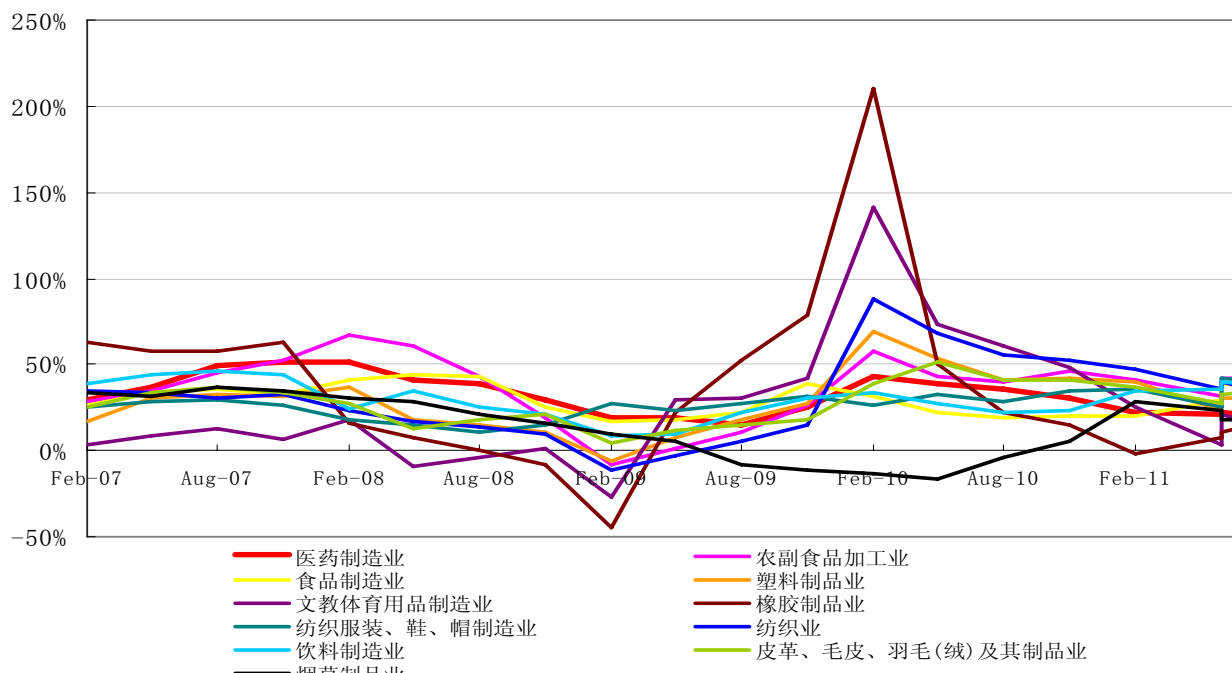
1. 行业 1-7 月工业数据表现	3
1.1. 下游消费品行业中，医药制造业利润总额增幅位列第 8 位	3
1.2. 医药制造业核心财务数据：毛利率下滑+行业分化	3
2. A 股医药版块分析	6
2.1. 8 月行情：大盘持续走低，医药小幅跑赢市场	6
2.2. 医药板块：中药、器械表现依然突出，板块毛利率延续下滑趋势	7
2.3. 上市公司具体业绩：延续分化趋势	8
3. 原料药市场跟踪	9
3.1. 维生素类：关注 VB5 提价，VB2 继续看涨	9
3.2. 抗感染药类：7-ACA 价格触底，等待反弹时点	11
4. 投资建议	12

1. 行业 1-7 月工业数据表现

1.1. 下游消费品行业中，医药制造业利润总额增幅位列第 8 位

11 年 1-7 月医药制造业表现：利润总额增速达到 20.7%，在 11 个下游消费品行业中位列第 8 (前三分别是：农副食品加工业、纺织业、饮料制造业)。虽然 2011 年政策层面存在着一定不确定性，但医药行业仍处于一个稳定增长阶段。

图 1：下游消费品行业 11 年 1-7 月利润总额增幅中：医药行业位列第 8 位/11 个行业



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

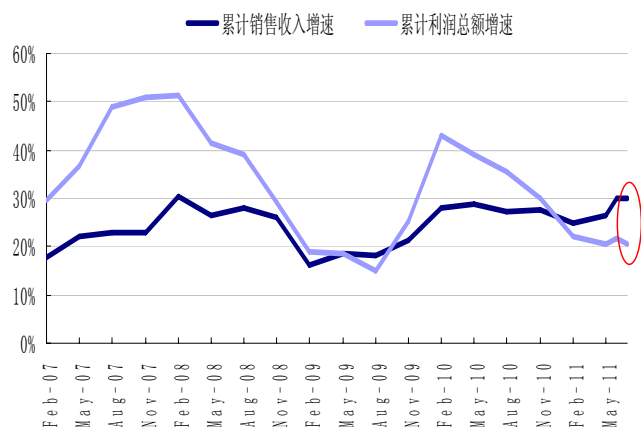
1.2. 医药制造业核心财务数据：毛利率下滑+行业分化

2011 年 1-7 月医药制造业实现营业收入、利润总额分别为 7,722 亿、759 亿，同比增长 30.0%、20.7%，收入增速继续快于利润：毛利率同比下降（11 年 1-7 月 28.8%，10 年 1-7 月 30.8%），从而导致销售利润率亦有所下降（11 年 1-7 月 9.8%，10 年 1-7 月 10.6%）。从月度数据看，行业毛利率持续下滑仍是压制盈利能力提升的主要因素，7 月行业毛利率 26.2%，比 6 月数据下滑了 1.8 个百分点，比年初下滑了 4 个百分点。

2011 年上半年，在降价政策、中药材价格上涨、原料药周期下行等因素压制下，行业整体利润增速持续低于收入表现，且逐期下滑。但我们也注意到，2011 年上半年行业收入是在 2010 年同期较高的基数上实现的较快增长，因此我们仍有理由对行业基本面保持乐观，上半年应该是行业盈利的增长低点，下半年利润增速回升是个大概率事件，全年维持在 22%~25%。

图 2：医药制造业累计营业收入、利润总额增速

图 3：医药制造业毛利率继续仍处于下滑阶段



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

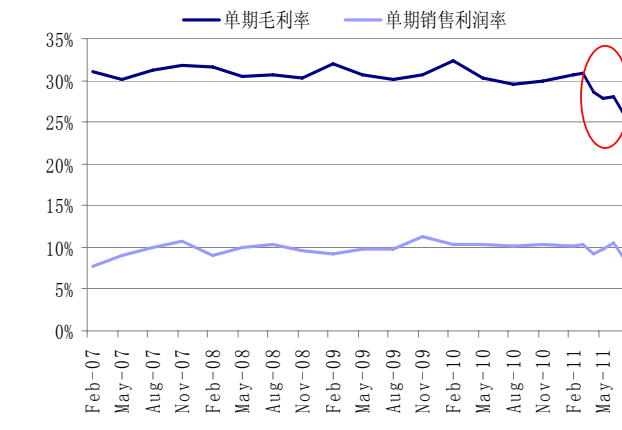
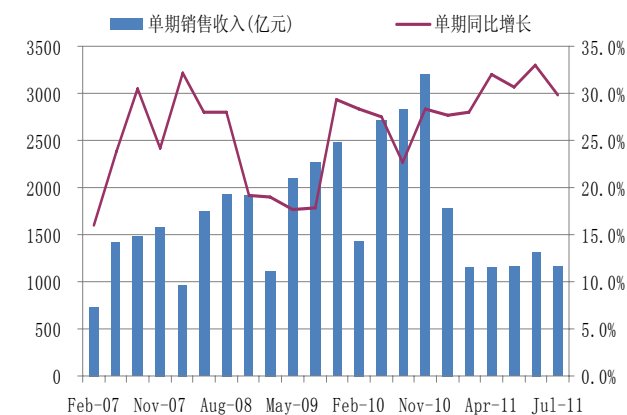
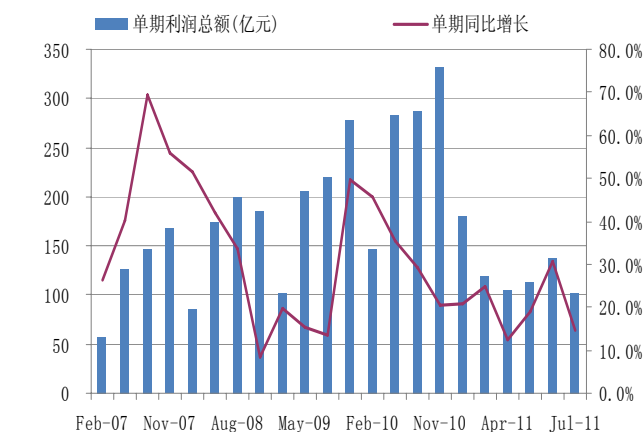


图 2：医药制造业当期营业收入变化情况



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：医药制造业当期利润变化情况



从子行业来看：

- 中成药延续稳定增长：收入同比增加 34.6%，利润同比增加 28.4%，是表现最好的子行业之一。但受到上游中药材涨价的影响，毛利率有所下降。预计后期中药材价格涨势趋于平稳，中药企业的成本压力有望逐步缓解。
- 生物制药受累于基数效应：收入同比增加 29.9%，利润总额同比增加 11.9%。10 年上半年甲流行情带来的基数效应，采浆量增长放缓使得血制品行业的景气度恢复较慢，行业增速下滑。基于下半年基数效应的减弱，看好行业有望回升。
- 原料药景气度正在恢复：收入同比增长 24.2%，利润总额同比增加 9.9%。11 年上半年 VE、VC 等维生素价格同比下降，而 7-ACA 等抗生素原料药价格也在行业政策的影响下处于周期下降通道。但从环比数据看，原料药景气有逐步回升的迹象：行业的单期毛利率、利润增速都在有所回升。
- 化学药处于政策面最坏的时期：收入同比增长 24.5%，利润总额同比增长 16.1%。上半年抗菌药物管理办法、医保降价、基药招标等政策对化学药的基本面构成了较大的影响，收入、利润增速同比均有所下滑。随着下半年抗生素用药高峰到来，基本面有望好转。
- 医疗器械受益政策实施：收入同比增加 28.3%，利润总额同比增加 21.1%。国家对基层医疗机构的财政扶持使得低端医疗设备市场扩

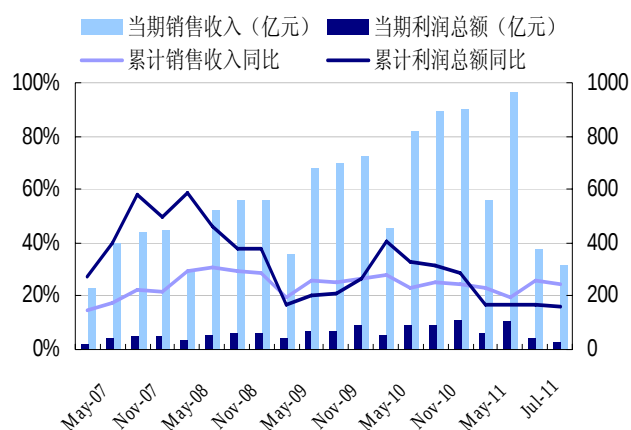
容明显，而新版 GMP 的实施也将打开高端制药装备的增长空间。

表 1: 2011 年 1-7 月医药制造业核心财务数据 (亿元)

	营业收入		利润总额		毛利率		销售利润率	
	1-7 月	同比	1-7 月	同比	11 年 1-7 月	10 年 1-7 月	11 年 1-7 月	10 年 1-7 月
医药板块	7721.9	30.0%	758.8	20.7%	28.8%	30.4%	8.8%	10.2%
化学药制剂	2218.8	24.5%	246.5	16.1%	38.2%	38.3%	9.8%	10.5%
化学原料药	1702.1	24.2%	129.6	9.9%	20.8%	22.5%	6.2%	7.8%
中成药	1729.4	34.6%	169.7	28.4%	31.0%	34.6%	7.9%	11.2%
生物制药	809.6	29.9%	103.6	11.9%	27.5%	29.2%	13.9%	14.6%
医疗器械	710.7	28.3%	73.4	21.1%	23.4%	23.5%	9.2%	10.2%
中药饮片	416.2	53.2%	31.7	56.5%	18.8%	20.3%	7.2%	8.1%

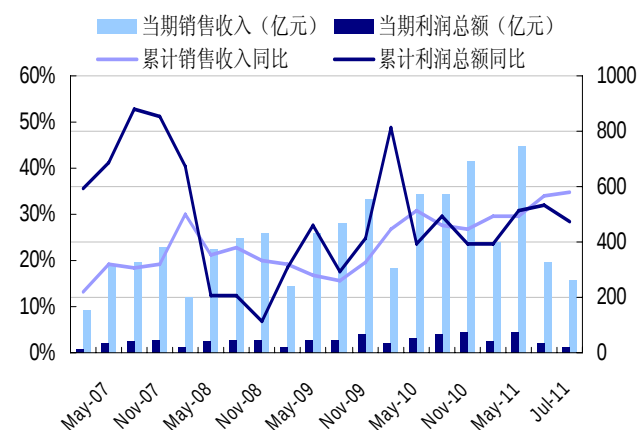
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究所

图 3: 化学药制剂营业收入、利润总额



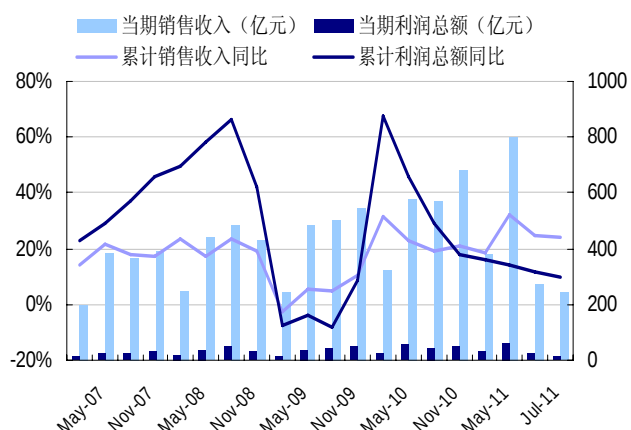
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 中成药营业收入、利润总额



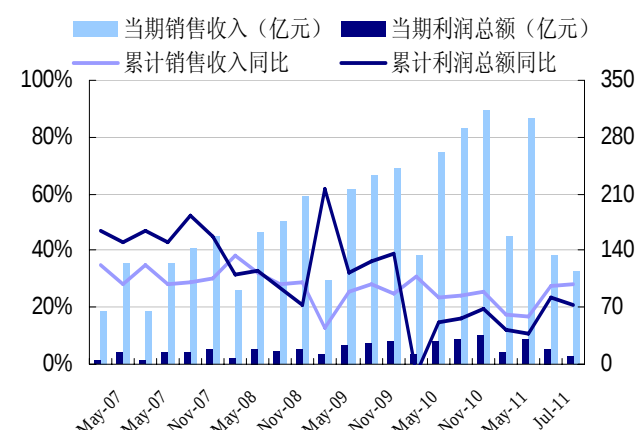
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 化学原料药营业收入、利润总额



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

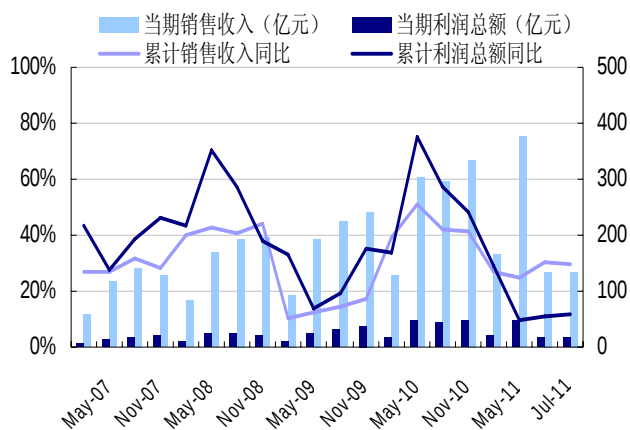
图 5: 医疗器械营业收入、利润总额



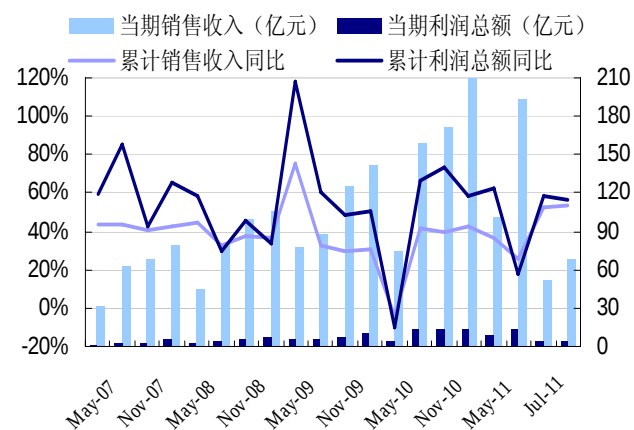
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 生物制药营业收入、利润总额

图 7: 中药材营业收入、利润总额



数据来源：Wind，国泰君安证券研究



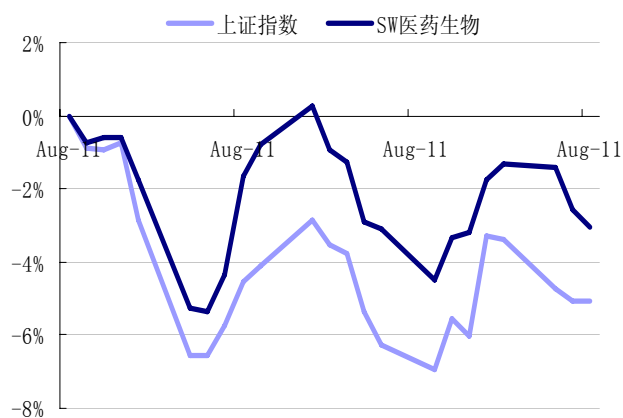
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. A股医药板块分析

2.1. 8月行情：大盘持续走低，医药小幅跑赢市场

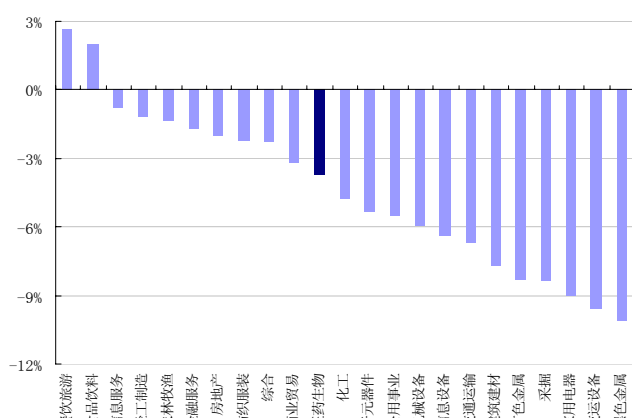
在中期策略中，我们就指出尚需等政策面、基本面明朗化之东风，才能确立板块启航之势。在1季度业绩普遍低于市场预期后，医药公司的中报业绩显得波澜不惊，即虽然看不到十分乐观的理由，但也没有市场部分预期的那么悲观。从市场表现看，8月医药股也呈现弱势，上证A股下跌5.0%，而医药股也随之下挫2.8%，尽管小幅跑赢市场，但在行业板块涨跌幅排名11，位列中游。

图 23：2011 年 8 月医药板块与大盘走势比较



数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究

图 24：2011 年 8 月各版块涨跌幅比较



数据来源：wind 资讯，国泰君安证券研究

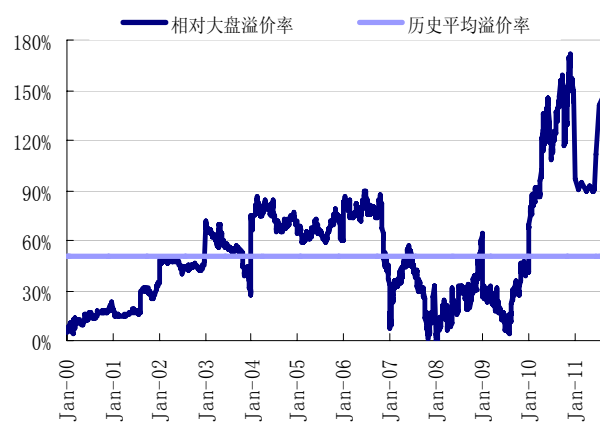
板块估值 VS 溢价率：医药板块整体预期估值为 2011 年 26.7 倍，板块估值仍徘徊在历史底部区域。从溢价率看，由于大盘近期的低迷走势，目前医药板块相对大盘的溢价水平又回到 140%，处于历史的较高水平。

图 25：2000 年至今医药板块 PE 情况

图 26：医药板块相对于大盘溢价率情况



数据来源: wind 资讯, 国泰君安证券研究



数据来源: wind 资讯, 国泰君安证券研究

2.2. 医药板块: 中药、器械表现依然突出, 板块毛利率延续下滑趋势

2011 年中报整体业绩有所下滑, 扣非后净利润增速仅 12%, 较 2010 全年水平下降明显, 相比于 1 季度数据也未有好转。中药和器械则延续 2010 年良好局势:

- 中药板块中主要受白马股带动, 拥有药材资源的康美、贵州百灵、紫鑫等业绩也十分突出, 同时上海凯宝、昆明制药等中药注射剂的良好表现也是值得关注的。
- 器械板块成长性看高一线: 受益于新 GMP 推动的东富龙、新华医疗以及抓住基层医疗扩容机遇的龙头企业鱼跃医疗增速尤为突出。
- 原料药板块缘于 2011 年上半年大宗原料药价格处于景气周期下行, 因此大多数公司业绩一般, 其中享受产业升级的海正、华海、海翔的业绩更为稳定。
- 化学制剂板块与医药整体表现相当。板块内部, 人福、恩华、瀚宇等立足于中高端专科制剂市场的表现要优于哈药、丽珠等普药企业。
- 生物板块中, 华兰生物、天坛生物等疫苗类企业主要受累于 2010 年甲流事件带来的高基数, 其较大的权重也拖累了板块增速。
- 商业整体增速较慢, 呈现一定的分化, 国内龙头企业国药、一致、九州通依然能够保持 20% 的稳定增长, 但区域性公司则良莠不齐。

表 2: 2010AR&2011H1 业绩数据

	收入增速		扣非后净利润增速		净利润增速	
	10A	11H	10A	11H	10A	11H
整体	24.81%	21.15%	28.68%	12.20%	18.51%	19.52%
化药	16.98%	16.72%	26.74%	15.64%	21.07%	22.71%
原料	28.46%	20.53%	13.91%	-11.62%	18.84%	-11.75%
中药	18.87%	22.94%	35.66%	20.63%	28.88%	25.18%
生物	25.96%	15.77%	20.50%	4.81%	21.70%	12.48%
器械	29.73%	34.18%	35.23%	26.96%	31.69%	27.83%
商业	14.07%	15.22%	4.54%	21.29%	9.48%	15.01%
服务	37.00%	48.62%	45.35%	98.42%	53.18%	49.28%

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

具体分析盈利指标，同行业数据相当，板块毛利率呈下降趋势，权重较大的中药和原料药板块对毛利率有较大的拖累，化药毛利率的向下趋势可能要到下半年各地执行新的终端价后才能明显体现。同时销售、管理费用得以进一步压缩，在行业毛利下行的压力下，企业的费用控制能力有所提升。

表 3: 2010AR&2011H1 盈利指标

	毛利率			销售费用率			管理费用率		
	10H	10A	11H	10H	10A	11H	10H	10A	11H
整体	29.62%	29.26%	27.44%	11.23%	11.50%	10.64%	6.38%	6.62%	5.90%
化药	42.14%	41.87%	40.95%	17.64%	17.69%	17.07%	9.12%	9.63%	8.70%
原料	29.68%	27.07%	23.43%	6.35%	6.10%	5.45%	8.01%	8.27%	6.63%
中药	43.75%	43.16%	41.78%	20.40%	20.56%	19.01%	7.39%	7.57%	6.92%
生物	38.91%	39.13%	36.41%	8.48%	9.94%	9.92%	7.56%	8.83%	7.75%
器械	43.47%	41.20%	39.99%	12.15%	12.45%	11.03%	9.44%	8.84%	8.38%
商业	8.93%	9.29%	9.41%	3.54%	3.80%	3.83%	2.34%	2.27%	2.24%
服务	40.84%	49.86%	49.61%	8.38%	9.62%	9.59%	22.64%	21.42%	20.14%

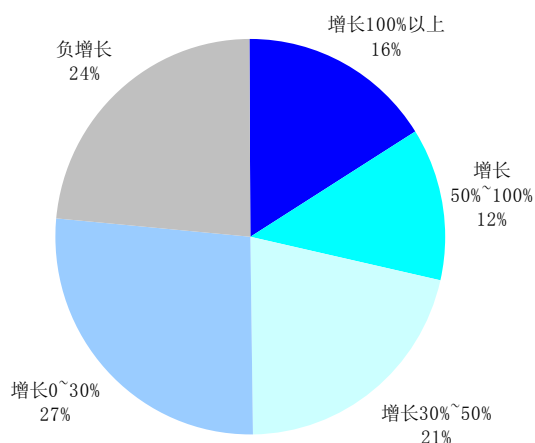
数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

2.3. 上市公司具体业绩: 延续分化趋势

我们统计了具体上市公司的中报情况,

- 有 77.6% 的医药公司实现净利润的增长, 与 2010 全年相比, 实现增长的公司比重略有增加。其中仍有 6% 的公司实现了业绩翻倍, 13% 的市场业绩增速在 50~100% 之间, 高增长的公司比例较 2010 全年有所下降。
- 而扣非后净利润的指标中, 2011 年中报有 73.7% 的医药公司实现增长, 比重比 2010 年有所下降: 其中 6% 的公司实现了翻倍以上增长, 13% 的公司增长在 50%~100% 区间, 比例也较 2010 全年有所下降

图 10: 2010 年医药公司净利润增长情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 2010 年医药公司扣非后净利润增长情况

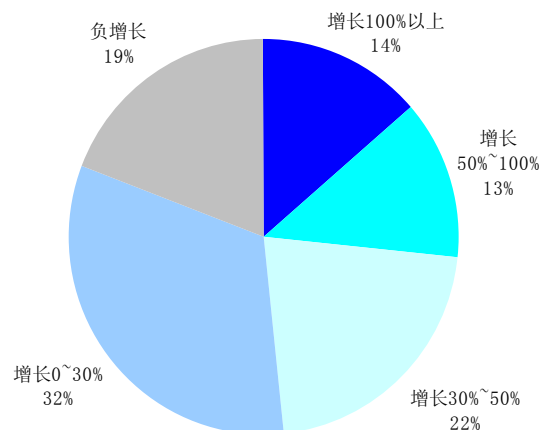
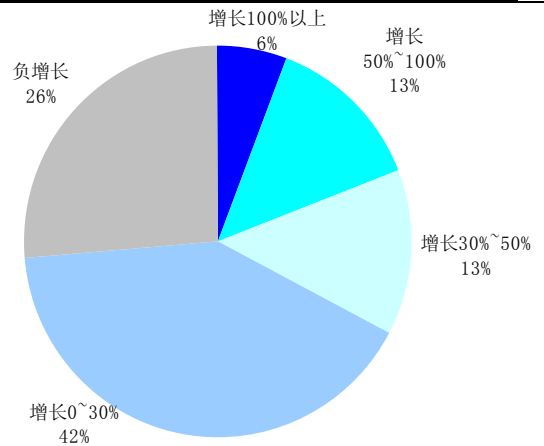
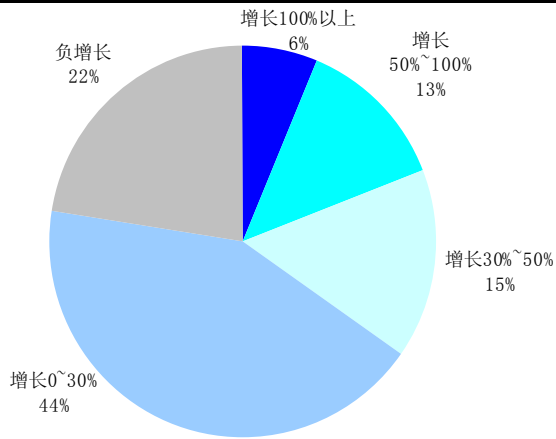


图 12: 2011 年中报医药公司净利润增长情况

图 13: 2011 年中报医药公司扣非净利润增长情况



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 5: 2011 年中报重点医药公司净利润增速统计

增速	医药上市公司
100%以上	紫光古汉 (3604%)、美罗药业 (1846%)、紫鑫药业 (325%)、海南海药 (308%)、江苏吴中 (286%)、双鹭药业 (159%)、中恒集团 (160%)、京新药业 (132%)、华海药业 (122%)、莱美药业 (118%)
50%—100%	贵州百灵 (99%)、新华医疗 (95%)、阳普医疗 (95%)、沃华医药 (91%)、精华制药 (88%)、天士力 (84%)、力生制药 (81%)、昆明制药 (74%)、康恩贝 (66%)、上海医药 (66%)、汤臣倍健 (64%)、上海凯宝 (60%)、翰宇药业 (60%)、科伦药业 (58%)、复星医药 (57%)、爱尔眼科 (53%)、海正药业 (53%)、通策医疗 (52%)、鱼跃医疗 (50%)
30%—50%	振东制药 (49%)、常山药业 (49%)、沃森生物 (48%)、东阿阿胶 (47%)、西藏药业 (46%)、西南合成 (43%)、康美药业 (41%)、仁和药业 (39%)、太安堂 (39%)、冠昊生物 (39%)、一致药业 (38%)、东富龙 (38%)、浙江震元 (38%)、万东医疗 (37%)、迪安诊断 (36%)、恩华药业 (36%)、永安药业 (35%)、桐君阁 (35%)、佐力药业 (34%)、人福医药 (34%)、红日药业 (34%)、云南白药 (31%)、瑞康生物 (31%)
0%以下	天方药业 (-2%)、千红制药 (-6%)、天坛生物 (-7%)、九安医疗 (-7%)、丽珠集团 (-8%)、仟源制药 (-9%)、汉森制药 (-10%)、山东药玻 (-11%)、金城医药 (-12%)、北陆药业 (-13%)、上海辅仁 (-15%)、羚锐制药 (-16%)、千金药业 (-20%)、九芝堂 (-20%)、江中药业 (-24%)、智飞生物 (-26%)、长春高新 (-29%)、华兰生物 (-30%)、鲁抗医药 (-31%)、通化东宝 (-33%)、健康元 (-33%)、太龙药业 (-38%)、丰原药业 (-39%)、海普瑞 (-39%)、康芝药业 (-59%)、亚宝药业 (-61%)、国农科技 (-93%)、南京医药 (-93%)、华北制药 (-94%)、鑫富药业 (-119%)、莱茵生物 (-193%)、普洛股份 (-218%)

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

3. 原料药市场跟踪

3.1. 维生素类: 关注 VB5 提价, VB2 继续看涨

VE 逐步兑现提价预期: 6 月浙江医药、新和成已将市场报价提至 180 元/kg, 供需情况的改变是促使上半年 VE 连续提价的主要因素: 日本地震造成上游原料药供应紧缺, 夏季的限电停产则进一步扩大了供需缺口, 市场供应走向紧俏。

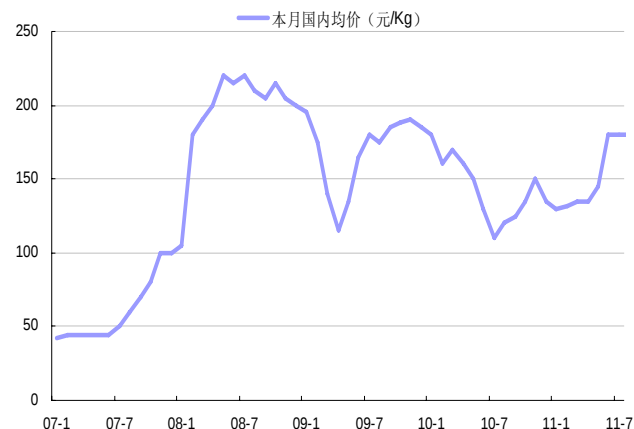
VC 价格反弹确立尚需时间: 目前市场报价仍在 40~45 元/kg, 由于国内产能严重过剩, 发改委对 VC 出口配额的限定政策的落实仍存在不确定性, 市场在一段时间内存在价格博弈, 预计短期内还难以确立反弹趋势。

VB2 处于提价通道: 受原料成本上涨驱动, 广济近期已将市场报价提高到 160 元/kg。广济产能占全球近 50%, 拥有市场话语权, 考虑到玉米价格仍有可能进一步提升, 预计 VB2 能实现稳步提价, 幅度不会很大。

VB5 价格开始反弹: 8 月, BASF 提高全球泛酸钙价格, 且宣布其工厂

停产检修,供需的变化以及原材料的涨价是近期 VB5 价格反弹的主要因素。我们认为在经历了长达 3 年的洗牌后, VB5 将逐步确立提价趋势,值得后续持续关注。

图 14: VE 国内均价走势



数据来源: 健康网, 国泰君安证券研究

图 15: VE (包括衍生物) 出口均价走势

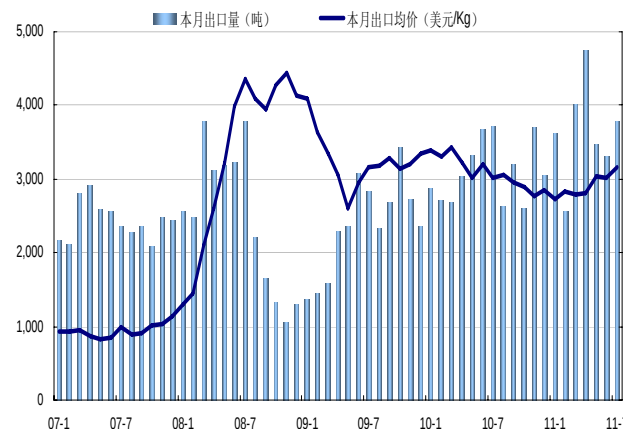


图 16: VA 国内均价走势



数据来源: 健康网, 国泰君安证券研究

图 17: VA (包括衍生物) 出口均价走势

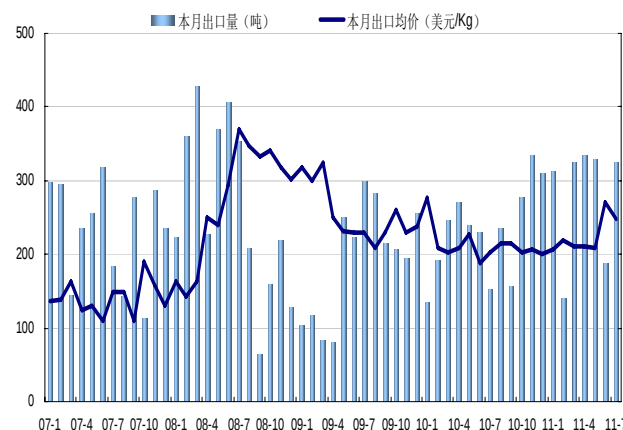
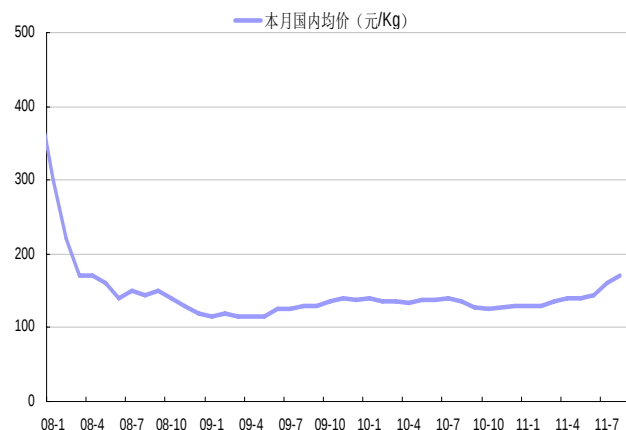


图 18: VB2 国内均价走势



数据来源: 健康网, 国泰君安证券研究

图 19: VB2 (包括衍生物) 出口均价走势

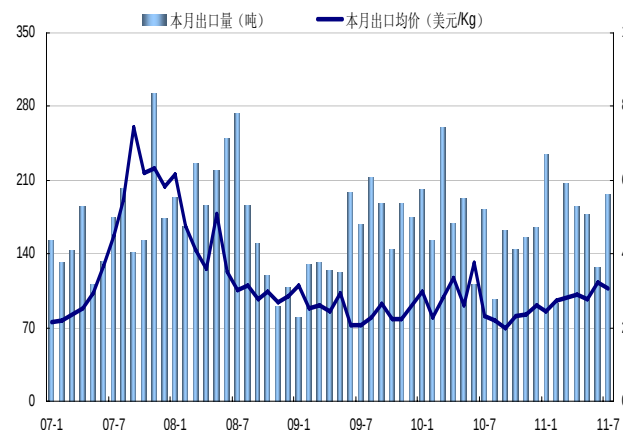
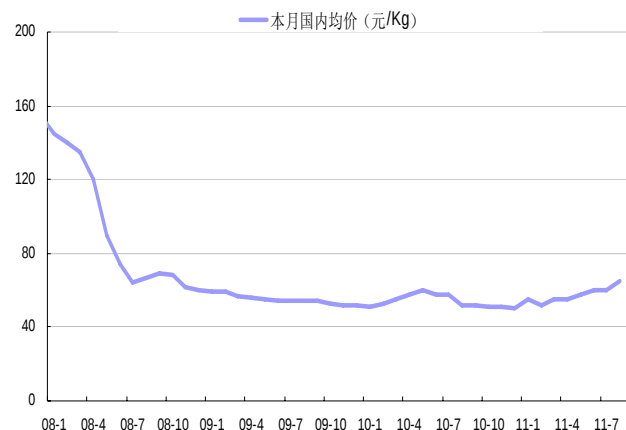


图 20: VB5 国内均价走势



数据来源：健康网，国泰君安证券研究

图 21: VB5（包括衍生物）出口均价走势

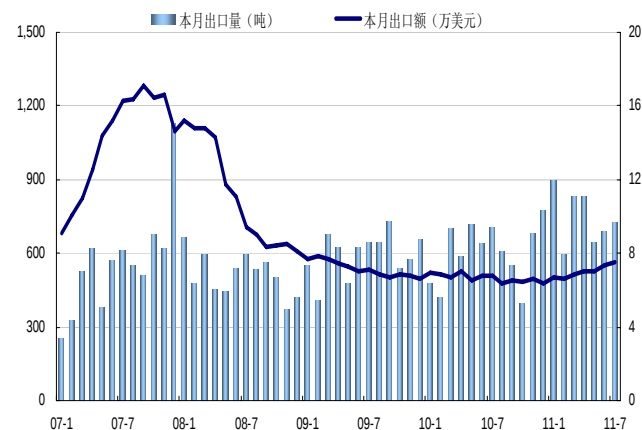
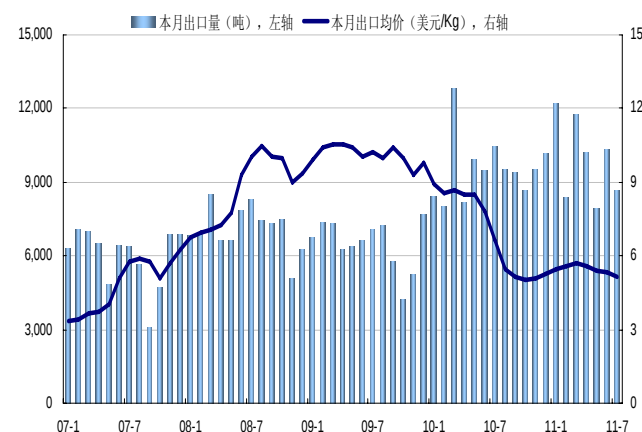


图 22: VC 国内均价走势



数据来源：健康网，国泰君安证券研究

图 23: VC（包括衍生物）出口均价走势



3.2. 抗感染药类：7-ACA 价格触底，等待反弹时点

青霉素类价格维稳：11 年上半年青霉素工业盐价格较为稳定，保持在 65~70 元/kg。中游中间体 6-APA 价格、下游阿莫西林原料药等价格波动性也较小

7-ACA 处于“价格战”：上半年 7-ACA 市场价格的下降幅度超出了我们之前的预期，最低报价已达到 500 元/斤，已经跌破了近几年曾经的历史最低价 580 元/kg。考量 7-ACA 跌价的因素，一方面，在负面政策的预期下，下游制剂、原料药价格倒逼，使得 7-ACA 利润空间减少；另一方面，华药等企业纷纷扩产，7-ACA 正经历“厂家扩产-产能过剩-价格战”，市场洗牌在所难免。目前的市场报价已严重低于各企业的成本线，预计后续主流厂家将有所控货，静等反弹时点到来。

图 24: 青霉素工业盐国内均价走势

图 25: 7-ACA 国内均价走势

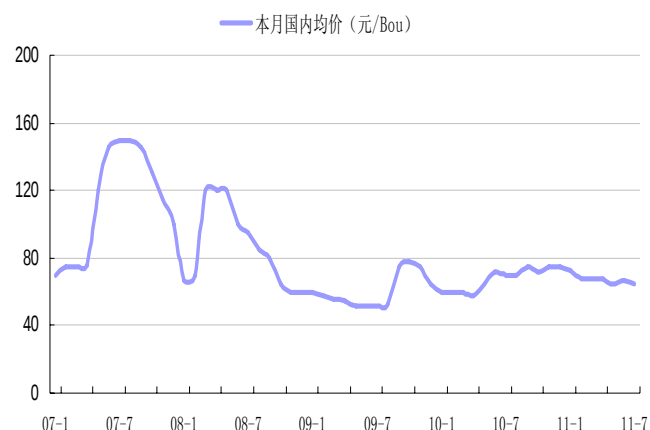


图 26: 阿莫西林国内均价走势

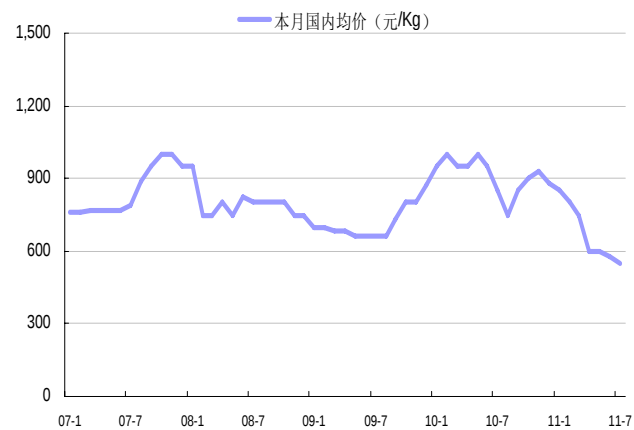
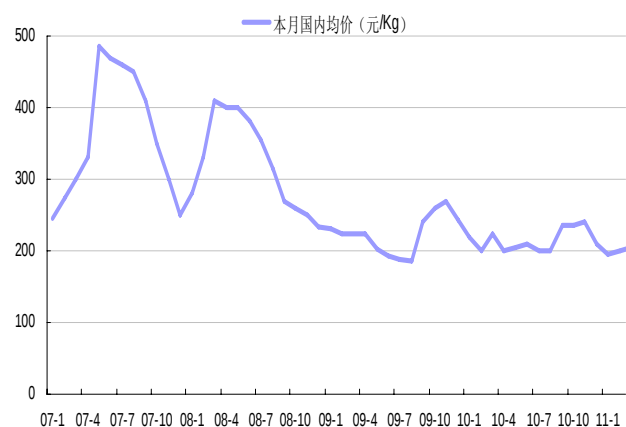
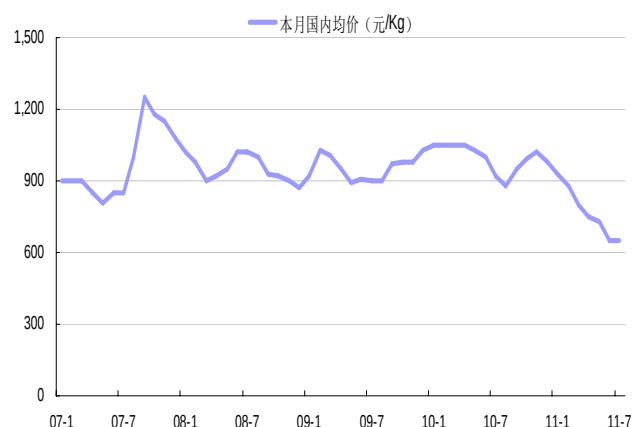


图 27: 头孢曲松钠国内均价走势



数据来源：健康网，国泰君安证券研究

4. 投资建议

9 月策略：板块机会不多，个股分化明显。正如我们之前预测，在整体毛利率下行的背景下，医药板块中报延续分化态势。短期内，业绩和政策都将处于真空期，估值处于相对合理水平，行业整体尚缺乏催化剂，压制板块行情的风险因素还未完全解除，过高的大盘溢价率以及负面政策对行业基本面的影响都构成了制约因素。

我们认为，个股分化仍是投资主题，可把握阶段性机会，部分前期业绩预期被调的很低、基本面预期不会再差的股票，有望迎来新一轮的布局行情，而高成长的公司将再次通过业绩兑现推动股价上涨。在基本面回暖、政策面预期改善下，分化的选股思路将重回正途，可选择业绩确定性高、经营周期在阶段上行的一线白马股，同时继续关注高成长预期的二线品种，成长股的估值天花板可以更模糊点。

推荐组合：品牌中药（云南白药、天士力、益佰制药）、高端专科药（恩华药业、舒泰神）、医疗器械（鱼跃医疗、千山药机）以及产业整合先行者（科伦药业、康美药业）。

作者简介:**易镜明:**

S0880511010019

021-38676779

yijingming@gtjas.com

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊（贡献作者）:

S0880110110074

021-38674750

zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责化学药、商业、器械等子行业，CPA。

张一甫（贡献作者）:

S0880110090086

021-38674755

zhangyifu008741@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责中药、生物药等子行业。

徐志华（贡献作者）:

xuzhihua@gtjas.com

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

	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。	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
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。	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		