



高端医疗保健，聚集品牌中药

增持维持

投资要点:

- 医疗保健需求增长的动力：老龄化和居民养生意识的提高
- 医疗保健支付力持续提升
- 看好具有国家保密配方和垄断药材资源的品牌中药企业

报告摘要:

- 医疗保健需求增长的动力：老龄化和居民养生意识提高。人口老龄化在中国未来 40 年内将呈现加速趋势，老龄人口疾病发病率高，且以重病、慢性病为主，我国占比 11% 的 60 岁以上老龄人口的药品消费接近全国药品消费总量的 50%。另外，人口患病率日益增高，主流城市的白领亚健康比例达 76%。日益严峻的人口老龄化趋势和人们健康状况的恶化，成为医疗保健需求大增的核心源动力。一方面对医疗的需求随着老龄化人群的增多而迅速膨胀，另一方面，“未病先防”观念逐渐深入人心，养生文化日渐兴起。
- 医疗保健支付力持续提升。与发达国家相比，目前我国医药支出的提升空间巨大，美国人均医疗消费 6000 多美元，而我国人均卫生费用支出仅为 80 美元，仅占美国的 1.5%。高端医疗保健市场更是方兴未艾。随着收入的增加及全民医保的实施，我国居民用于医疗保健的支付力不断增强。
- 看好具有国家保密配方和垄断药材资源的品中药企业。具有国家保密配方和垄断药材资源的中药企业，享有几百年来形成的良好品牌和信誉，并拥有长期的提价能力以对抗通胀。随着这些老牌中药逐渐高端化、保健化，也就逐步具备了高端医疗保健品的属性。
- 推荐片仔癀和东阿阿胶。传统名贵中药片仔癀符合当前人们对治疗、保健、美容的日益膨胀的需求，具有持续的自主提价能力，预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.66/2.42/2.98 元，对应 PE 为 42/29/23 倍，给予“增持”评级。东阿阿胶为千年“中药三宝”之一，符合人们对补气养血、延缓衰老、增强免疫的需求，去年也被纳入企业自主定价范围，预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.36/1.80/2.24 元，对应目前 PE 为 33/25/22 倍。给予“买入”评级。

医药研究组

分析师:

孙伟娜 (S1180511010011)

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

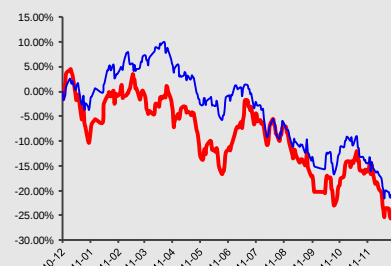
联系人:

卫雯清

电话: 010-88085985

Email: weiwenqing@hysec.com

市场表现



相关研究

宏源证券*行业研究*2012 年度策略：政策影响减弱，结构机会显现*医药行业，2011.12

宏源证券*行业研究*2011 年四季度策略：行业增速放缓，估值仍需修复*医药行业，2011.10

宏源证券*行业研究*医药行业覆盖公司中报前瞻*医药行业，2011.7

公司简称	EPS			PE			评级
	11E	12E	13E	11E	12E	13E	
片仔癀	1.66	2.42	2.98	42	29	23	增持
东阿阿胶	1.36	1.80	2.24	33	25	22	买入

目录

一、医疗保健需求增长的动力：老龄化和健康状况恶化.....	3
二、医疗保健市场前景广大	5
三、推荐公司	6
片仔癀（600436）	6
1、投资亮点.....	6
2、盈利预测:	7
东阿阿胶（000423）	9
1、投资亮点.....	9
2、盈利预测.....	10

插图

图 1：我国人口出生率、死亡率和自然增长率	3
图 2：我国各年龄段人口比例.....	3
图 3：我国人口老龄化趋势.....	3
图 4：发达国家各年龄阶段对医药消费的需求（美元）	4
图 5：我国重大疾病死亡率比较.....	4
图 6：各国人均卫生费用比较.....	5
图 7：我国城镇居民人均全年医疗费用及占比.....	5
图 8：片仔癀销售国内外占比.....	6
图 9：驴的存栏数量.....	9
图 10：驴皮收购价格和阿胶块出厂价格	9

表格

表 1：公司主要产品.....	7
表 2：片仔癀财务报表预测.....	8
表 3：东阿阿胶财务报表预测.....	11

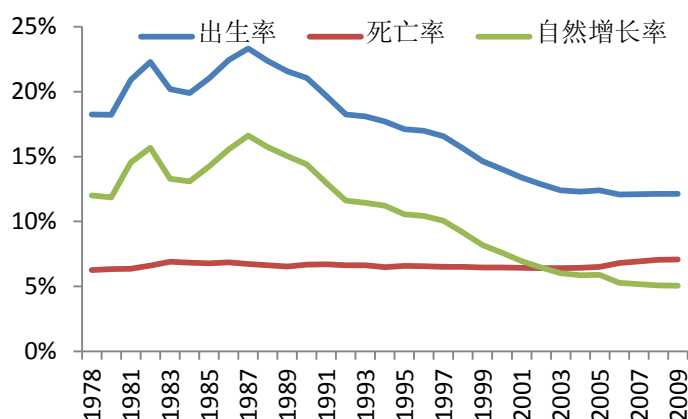
医疗保健行业在我国是朝阳行业，其兼顾“稳定性”与“成长性”两大优势成为人们不可或缺的投资之选，而随着我国经济的高速发展和随之而来的消费升级，人们的医疗保健需求大幅增加，并越来越高端化。未来十年，高端医疗以及高端保健的市场将越来越活跃。我们认为，具有稀缺资源优势或者保密配方的品牌中药企业将明显受益于高端医药保健消费市场的增长。

支撑医疗保健行业持续快速发展的核心源动力离不开“需求”与“支付力”，下面我们将分别对这两个方面进行分析，从而可以展望医药支付能力的大幅提高和医疗保健需求的转型。

一、医疗保健需求增长的动力：老龄化和健康状况恶化

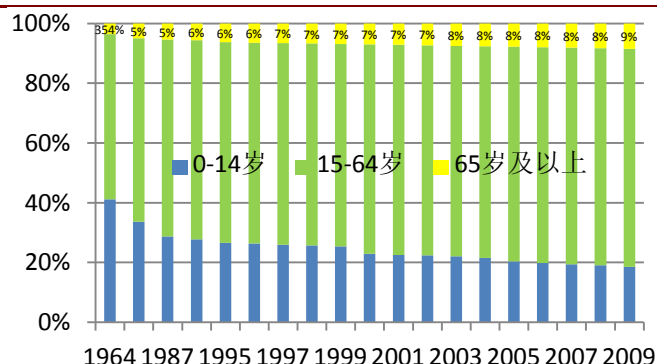
我国的老龄化是全世界瞩目的社会特征。经历了 1982 年和 1987 年两个生育高峰后，人口出生率便处于下降趋势，使得人口自然增长率逐渐下降，截至 2009 年，我国人口自然增长率已低于 5%，比人口死亡率 7%还低两个百分点。老龄化人群占比逐年增加，2009 年我国 65 岁以上人口已经占到总人口数的 9%，可以预见，人口老龄化在中国未来 40 年内将呈现加速趋势，据国家统计局预测，到 2050 年，中国老龄化率将达到 30%。

图 1：我国人口出生率、死亡率和自然增长率



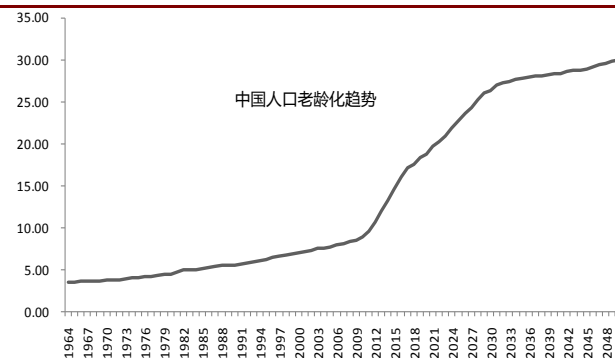
资料来源：米内网，宏源证券

图 2：我国各年龄段人口比例



资料来源：卫生部统计年鉴，宏源证券

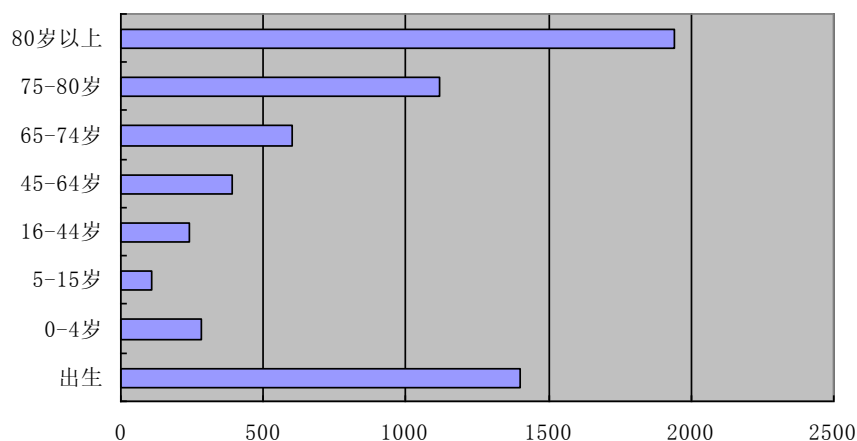
图 3：我国人口老龄化趋势



资料来源：卫生部统计年鉴，宏源证券

不同年龄的人群对药品的需求是不一样的。老龄人口疾病发病率高，且以重病，慢性病为主，老龄化比例的提高使得医药的需求也不断增加。国外的统计数字表明，免疫力相对较低的新生儿和老年人是对药品需求量比较大的两类人群，而青壮年的需求则相对较少，尤其是 5-15 岁的青少年，对医药的消费量最低。

图 4：发达国家各年龄阶段对医药消费的需求（美元）



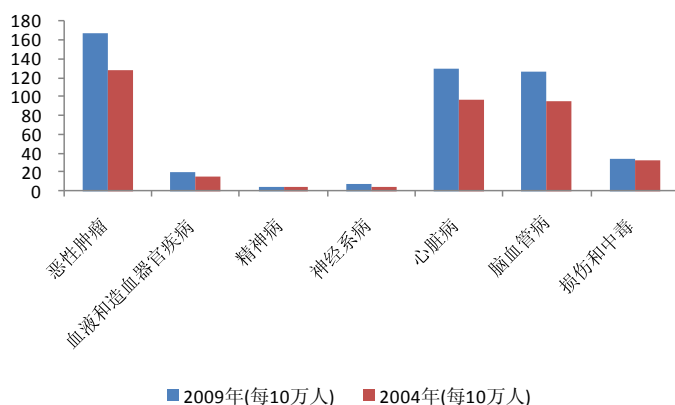
资料来源：世经分析，宏源证券

根据 SFDA 南方医药经济研究所的数据，我国 11% 的 60 岁以上老龄人口的药品消费接近全国药品消费总量的 50%。老年人人均用药是青年人人均用药费用的 3.7 倍。老龄化成为我国医疗保健行业高速增长的持久动力。

另外，随着人们生活压力的增大和环境食品污染的加剧，人口患病率却日益增高，2008 年我国部分城市居民前 5 位死亡原因依次是：恶性肿瘤、脑血管病、心脏病、呼吸系统病、损伤和中毒，其中恶性肿瘤、心血管病和脑血管病死亡率比 2004 年明显上升。而普通人群的健康状况非常不乐观，根据调查问卷和慈铭体检集团 300 万体检数据分析显示，主流城市的白领亚健康比例达 76%，处于过劳状态的接近 60%，真正意义上的“健康人”比例极低（不到 3%）。

日益严峻的人口老龄化趋势和人们健康状况的恶化，成为医疗保健需求大增的核心源动力。一方面对医疗的需求随着老龄化人群的增多而迅速膨胀，另一方面，“未病先防”观念逐渐深入人心，养生文化日渐兴起。

图 5：我国重大疾病死亡率比较

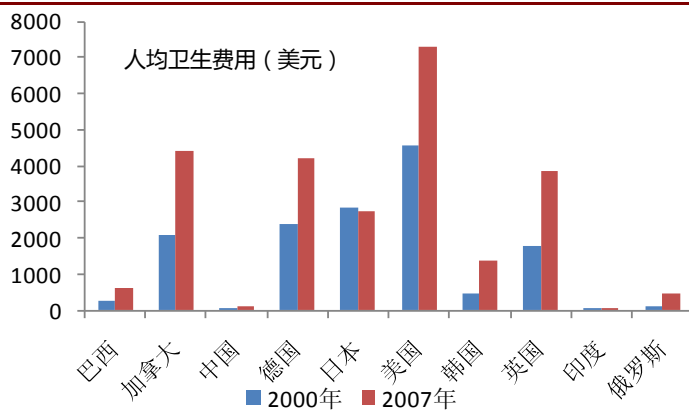


资料来源：卫生部，宏源证券

二、医疗保健市场前景广大

虽然我国人口医疗保健的需求强烈，与发达国家相比，目前我国医药支出的提升空间巨大，2006 年，美国人均医疗消费已达 6350 美元，而我国人均卫生费用支出仅为 80 美元，仅占美国的 1.5%，德国的 2.5%，日本的 3.9%，甚至低于印度的水平。

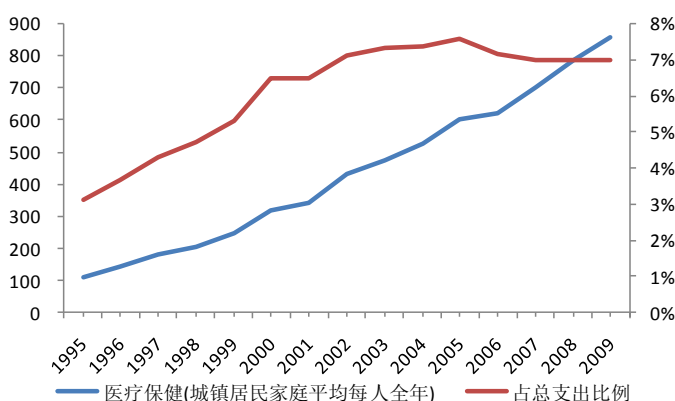
图 6：各国人均卫生费用比较



资料来源：卫生部，宏源证券

我国的医疗保健市场潜力很大，高端医疗保健市场更是方兴未艾。同时，随着收入的增加，我国居民用于医疗保健的支付力也持续提升。医疗费用占总支出的比例从 1995 年以来不断增长。（2005 年以来相对稳定主要和全民医保的实施，个人支出比例相对变低有关）意味着人们用于保健方面的支付力将会不断增强。

图 7：我国城镇居民人均全年医疗费用及占比



资料来源：国家统计局，宏源证券

基于“需求大”和“支付力提升”两大原因，我们可以展望到医疗保健行业具备蓬勃发展的动力，然而在高通胀时代，什么样的企业更能够独善其身，能够享受到稳定的利润率呢？我们认为这样的企业集中在“品牌中药”细分子行业中。品牌中药，尤其是具有国家保密配方和垄断药材资源的中药，享有几百年来形成的良好品牌和信誉，并拥有长期的提价能力以对抗通胀。随着这些老牌中药逐渐**高端化、保健化**，也就逐步具备了高端医疗

保健的属性。

三、推荐公司

片仔癀（600436）

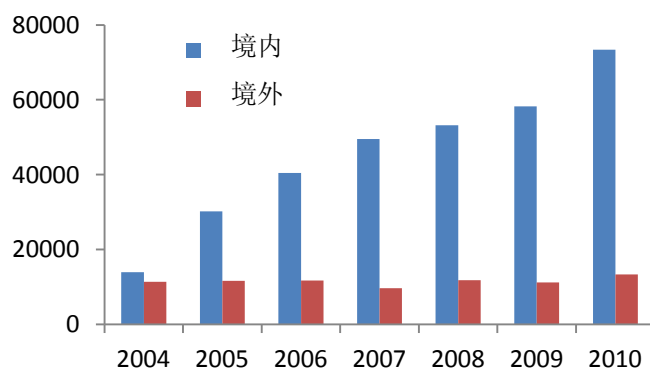
公司独家生产传统名贵中成药片仔癀，被国家中医药管理局和国家保密部门列为国家绝密，被国家质量监督检验检疫总局认定为原产地标记保护产品。片仔癀因其治疗热毒肿痛独特的疗效，目前广泛用于肝炎、肝癌、促进手术刀口愈合、镇痛、消除无名肿毒等领域。片仔癀具备唯一性、稀缺性、神秘性、权威性（获得众多荣誉）、持久性（长盛不衰，历久弥新）、广泛性（治疗、保健、美容）、易收藏（保质期长）等特点，具备中国乃至世界顶级保健品、顶级奢侈品的基本要素。片仔癀是海内外最名贵、最具影响力的中成药品种之一，连续 20 多年位居中国中成药单品种出口创汇首位。片仔癀位列 2010 年最具投资价值医药上市公司 10 强榜首。2011 年入选第三批国家级非物质文化遗产。

1、投资亮点

（1）片仔癀从 2011 年 1 月 1 日起，内销价格从 200 元/粒提高到 220 元/粒，提价幅度 10%；外销价格从 20.5 美元/粒提高到 24 美元/粒，提价幅度 17%。实际上，片仔癀一直以每年 20%左右的幅度提价。同时去年 4 季度为提价做准备进行控货销售，今年提价不但没有影响销量，反而销量有一定程度增长。片仔癀关键原材料麝香、天然牛黄的稀缺性，使产品具有持续的涨价空间，成为业绩增长的一大亮点。作为医保目录的独家品种，片仔癀定价无需通过国家发改委和药监局审批，仅需向省物价部门报备，公司基本可以自主定价而不会受到政府干预。四川养麝场自 2008 年开始养，自养麝香已经占公司麝香用量的 5%，陕西养麝圈场的建设今年 4 月已竣工，随着自养麝香占比的增加，产品净利润率将进一步提高。同时片仔癀可能增加在肿瘤治疗、脑中风治疗方面的适应症，将继续扩大片仔癀的使用范围。

（2）片仔癀最早销售是在海外，品牌和口碑也从海外开始，而国内销售相对较弱。公司 2009 年开始在国内销售开展了创新的 VIP 营销模式，提升片仔癀在高端目标人群中的知名度和美誉度，最大程度地锁定了目标客户群：权贵阶层，降低了营销成本。VIP 营销模式的成功为产品提价提供了更有利的条件，更增加了片仔癀作为高端医疗保健产品的特性。

图 8：片仔癀销售国内外占比



资料来源: wind, 宏源证券

(3) 今年公司将增资加强发展化妆品、日化产品, 片仔癀“国密养颜”、“国粹焕颜”、“国色润颜”三大系列 13 个分支系列 73 个单品, 将开始在国内一二线市场百货店运作; 片仔癀牙膏今年也将成为商超的主力产品, 形成新的增长点。保守预计今明两年药妆业务复合增长率约 50%, 净利率约 50%。

(4) 金糖宁胶囊是目前国内唯一在机理上明确的纯中药治疗 II 型糖尿病的品种, 2013 年年产金糖宁胶囊剂 1666 万盒, 片剂 1000 万盒的新产能将释放, 如公司处方药销售取得成效, 预计每年增加净利润 3200 万元。

表 1: 公司主要产品

品种	成分	主治	备注
茵胆平肝胶囊	茵陈、龙胆、黄芩、猪胆粉、栀子、白芍(炒)、当归、甘草	急性黄疸型肝炎, 以及慢性肝炎。	独家产品; 中药保护品种
护肝片	柴胡、茵陈、板蓝根、五味子、猪胆粉、绿豆。	降低转氨酶, 慢性肝炎及早期肝硬化等。	
心舒宝片	丹参、白芍、刺五加、郁金、山楂。	冠心病, 气虚血瘀引起的胸闷, 心绞痛, 以及高血压、高血脂、动脉硬化等。	
金糖宁胶囊	蚕沙、甘草	2 型糖尿病属湿浊中阻兼血瘀症	纯中药制剂, 与西药拜糖平有相同的治疗机理
复方片仔癀含片	蟾蜍菊、肿节风、玄参、麦冬、甘草、片仔癀、薄荷脑。	风热上攻, 肺胃热盛所致急、慢性咽喉炎。	
复方片仔癀软膏	片仔癀粉、季德胜蛇药片。	带状疱疹、单纯疱疹、脓疱疮、毛囊炎、痤疮	国家二级中药保护品种
复方片仔癀痔疮软膏	片仔癀、珍珠粉、琥珀、冰片	内、外痔, 混合痔。	
片仔癀润喉糖	糖、葡萄糖浆、水、天然植物、天然香料、薄荷。		

资料来源: 公司网站, 宏源证券

2、盈利预测:

不考虑金糖宁胶囊产能释放的贡献, 预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.66/2.43/2.98 元, 对应 PE 为 42/29/23 倍, 考虑到公司与华润战略股权重组的潜力, 以及公司的独特性应享有一定估值溢价, 具有优质长期投资价值, 给予“增持”评级。

表 2: 片仔癀财务报表预测

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	228	281	348	425	营业收入	867	1082	1340	1634
应收票据	10	9	11	14	营业成本	533	626	747	886
应收账款	121	131	175	205	营业税金及附加	8	9	12	14
预付款项	24	32	41	52	销售费用	60	75	92	113
其他应收款	3	12	15	19	管理费用	64	81	101	123
存货	336	440	525	622	财务费用	6	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-30	22	-6	12
长期股权投资	51	51	51	51	投资收益	6	5	5	5
固定资产	158	160	159	157	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	22	21	20	20	营业利润	231	273	399	491
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	1	1	1	1
无形资产	52	61	69	76	税前利润	232	275	401	493
长期待摊费用	1	1	0	0	减：所得税	38	41	60	74
资产总计	1447	2060	2699	3348	净利润	195	233	341	419
短期借款	88	545	881	1178	减：少数股东损益	1	1	1	1
应付票据	10	12	14	17	归属于母公司的净利润	194	233	340	418
应付账款	87	95	114	135	基本每股收益	1.39	1.66	2.43	2.98
预收款项	17	25	35	48	稀释每股收益	1.39	1.66	2.43	2.98
应付职工薪酬	10	10	10	10	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	19	19	19	19	成长性				
其他应付款	18	20	22	24	营收增长率	24.8%	24.7%	23.9%	21.9%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT增长率	32.0%	43.6%	33.8%	28.4%
长期借款	30	30	30	30	净利润增长率	49.7%	19.9%	45.9%	22.9%
负债合计	363	840	1209	1545	盈利性				
股东权益合计	1084	1221	1492	1806	销售毛利率	38.5%	42.1%	44.2%	45.8%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	22.4%	21.5%	25.4%	25.5%
净利润	195	233	341	419	ROE	17.9%	19.1%	22.8%	23.1%
折旧与摊销	18	22	23	25	ROIC	13.53%	13.35%	13.45%	13.83%
经营活动现金流	255	140	248	332	估值倍数				
投资活动现金流	-268	-446	-447	-447	PE	52.0	42.5	29.1	23.7
融资活动现金流	0	359	266	192	P/S	11.6	9.3	7.5	6.2
现金净变动	-13	53	67	76	P/B	9.32	8.10	6.63	5.47
期初现金余额	240	228	281	348	股息收益率	1.0%	0.7%	1.1%	1.3%
期末现金余额	228	281	348	425	EV/EBITDA	45.6	32.8	25.5	20.5

资料来源: wind, 宏源证券

东阿阿胶（000423）

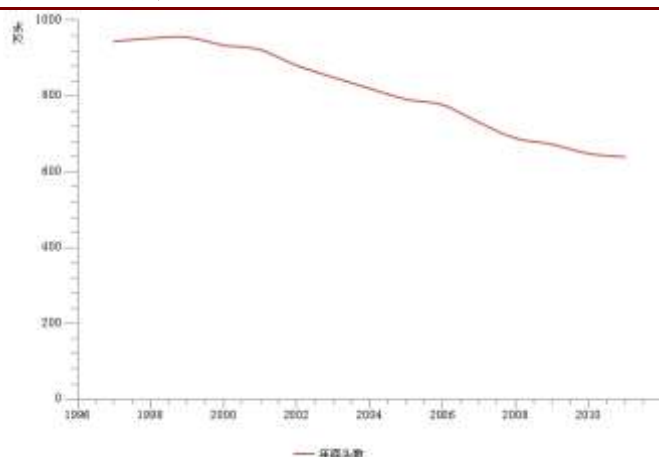
公司是传统名贵中成药阿胶的最大生产企业。阿胶已有两千多年的应用历史，与人参、鹿茸一起被誉为“中药三宝”，经过近千年临床及现代科学检测证实，阿胶具有补气养血、滋阴润燥、化痰清肺、调经安胎、改善睡眠、强筋壮骨、延缓衰老、美容养颜、增强免疫力、提高耐缺氧、抗疲劳、抗休克、升高白细胞、抑制肿瘤等多重功效，是中医治疗血虚的首选之品。

东阿阿胶成立于 1952 年，地处阿胶传统产地山东东阿县，拥有独特的水资源，当地地下水熬制阿胶，分子量小、纯度高、利于去杂提纯和药性发散。公司作为行业标准的制定者，享有国家级保密工艺和 20 多项专利技术，产品质量稳居国际先进水平。经过 50 多年的发展，公司已赋予阿胶“补血、滋补、美容”等多项价值内涵，随着养生文化的兴起，以及消费观念的改变，阿胶的滋补人群已逐渐由老年人扩散到中青年人。九朝贡胶的黑驴皮是独特稀缺资源，具有奢侈品禀赋，稀缺性使得产品具有持续的涨价空间，公司对上游驴皮资源的高度掌控能力保证了产品的一流品质。2010 年山东省发改委发文规定阿胶不再纳入政府定价范围，可由企业自主定价，意味着阿胶的奢侈品特性逐渐明显。

公司下一阶段发展的重点是：实施“文化营销策略”，提升“东阿阿胶”品牌价值；启动“阿胶价值回归工程”，引领阿胶品类回归主流消费人群；整合销售资源，聚焦分销和终端，拓展市场深度和广度；

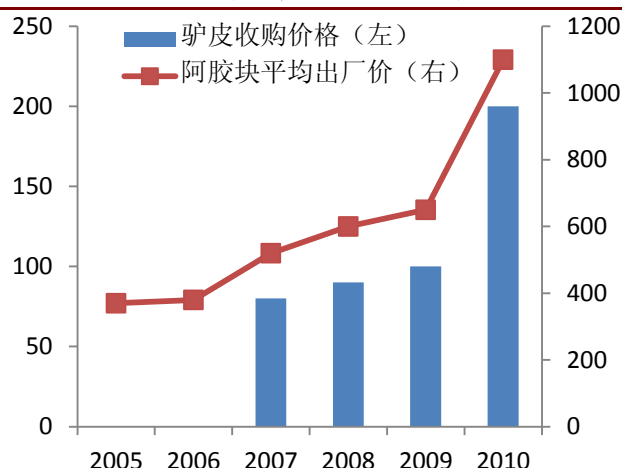
在产品定位上的想法简单概括来说，阿胶块向高端市场推，复方阿胶浆向下做深度营销，补血颗粒和补血膏分别定位城市白领和产后妇女，阿胶原浆利用华润的零售终端拓展保健品市场。在阿胶块上，公司今年会推出极品阿胶，打高端市场，另外阿胶块的整体提价是在驴皮供应紧张的情况下提高产品附加值和盈利能力。在具体产品定位之外，公司在阿胶的疗效上从原来的“补血”功效延伸到一个更广的功能区间，包括美容养颜、抗疲劳、增强免疫力。

图 9：驴的存栏数量



资料来源：wind，宏源证券

图 10：驴皮收购价格和阿胶块出厂价格



资料来源：公司公告，宏源证券

1、投资亮点

(1) 阿胶市场供需缺口很大：公司目前年产阿胶 1500 吨，相比 2008 年，产能有所下降，主要是原材料紧缺，而市场需求量却不断增加，供需缺口很大。

(2) 掌控上游驴皮资源。公司掌控全国驴皮资源 50% 以上, 拥有 13 个养驴示范基地, 三大肉驴屠宰加工厂覆盖全国主要传统养驴区, 采用“以肉谋皮”策略, 实现公司、养殖户、政府共赢的合作模式, 未来计划十二五期间再新建 7 个养驴基地, 达到 2000 吨的阿胶供应规模, 进一步巩固对上游资源的掌控力, 同时也会加大对国外市场驴皮进口的力度, 保障原材料的供应。

(3) 近年来, 随着阿胶的价值逐渐被人们接受和认同, 产品的价格一路上升, 从 2004 年前一百多一斤, 上涨到目前近千元一斤, 仅 2010 年, 公司就 4 次提高阿胶块的价格。毛利率不断提升。2010 年 12 月 31 日开始, 阿胶不再纳入政府定价管理范围, 而由企业自主决定, 阿胶市场价值的上升空间完全被打开。预计随着国内高档保健品和消费品需求的不断增加, 拥有明显疗效和品牌价值的阿胶将越来越为高端消费人群喜爱。

2、盈利预测

预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.36/1.80/2.24 元, 对应目前 PE 为 33/25/22 倍。目前估值具有优势, 给予“买入”评级。

表 3: 东阿阿胶财务报表预测

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1133	1755	1962	2506	营业收入	2464	2813	3809	5062
应收票据	51	270	313	277	营业成本	1109	1030	1436	2007
应收账款	129	154	209	277	营业税金及附加	23	28	38	51
预付款项	49	80	123	183	销售费用	482	520	686	911
其他应收款	25	98	133	177	管理费用	207	237	320	425
存货	194	322	370	409	财务费用	-21	-24	-30	-37
其他流动资产	920	117	216	342	资产减值损失	7	5	7	7
长期股权投资	74	88	88	88	投资收益	40	46	46	46
固定资产	400	412	430	443	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	85	165	209	228	营业利润	697	1062	1399	1744
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	4	3	3	3
无形资产	128	124	129	133	税前利润	701	1065	1402	1747
长期待摊费用	2	2	2	2	减：所得税	107	160	210	262
资产总计	3598	4431	5405	6687	净利润	594	905	1192	1485
短期借款	0	50	50	50	减：少数股东损益	12	13	17	21
应付票据	0	0	0	0	属于母公司的净利	582	893	1175	1464
应付账款	194	240	275	385	基本每股收益	0.89	1.36	1.80	2.24
预收款项	49	54	62	72	稀释每股收益	0.89	1.36	1.80	2.24
应付职工薪酬	66	66	66	66	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	102	102	102	102	成长性				
其他应付款	308	339	372	410	营收增长率	18.5%	14.2%	35.4%	32.9%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT增长率	43.6%	55.2%	33.3%	25.5%
长期借款	0	0	0	0	净利润增长率	48.5%	53.3%	31.6%	24.6%
负债合计	780	905	981	1138	盈利性				
股东权益合计	2817	3527	4424	5549	销售毛利率	55.0%	63.4%	62.3%	60.3%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	23.6%	31.7%	30.8%	28.9%
净利润	594	905	1192	1485	ROE	20.7%	25.3%	26.6%	26.4%
折旧与摊销	48	49	51	54	ROIC	19.34%	23.71%	25.26%	25.32%
经营活动现金流	-192	1268	943	1311	估值倍数				
投资活动现金流	-348	-524	-472	-444	PE	50.4	32.9	25.0	20.1
融资活动现金流	0	-122	-264	-323	P/S	11.9	10.4	7.7	5.8
现金净变动	-540	622	207	543	P/B	10.42	8.33	6.64	5.29
期初现金余额	1974	1133	1755	1962	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	1433	1755	1962	2506	EV/EBITDA	40.9	26.5	20.0	15.7

资料来源：宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、常山药业、佐力药业、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 乐普医疗、新华医疗、信立泰、阳普医疗、安科生物、华润三九、智飞生物、上海凯宝、山东药玻等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。