

恒瑞医药

创新与国际化领航员

调研纪要

要点

我们近期调研了连云港恒瑞医药总部及其上海研发中心，分别拜访了公司董事长孙飘扬先生，董秘戴洪斌先生，创新药研发负责人副总经理陶维康博士。就公司近期的研发及运营情况，以及海外合作相关事项做了深入的探讨。

创新国内首屈一指。公司拥有国内最广最深的研发管线，在研产品几乎覆盖了目前市场上的所有的热门靶点，包括肿瘤免疫，免疫细胞治疗，自体免疫缺陷，及心脑血管等领域。明年我们预期重磅产品 19K 将上市销售，2016 年公司的首个糖尿病创新药瑞格列汀及小分子靶向抗肿瘤产品法米替尼有望上市。

海外连连突破。2015 年是公司海外业务的突破年。仿制药环磷酰胺爆发，未来随着海外仿制药产品线进一步丰富，高速增长还将持续。今年下半年，公司接连宣布了授权引进及外授权的两个合作项目，合作方均为海外主流公司（Tesaro 和 Incyte），其中 SHR1210 的总合同价值高达 8 亿美元。我们认为作为国内首屈一指的制药企业，该身份为恒瑞进行海外拓展倍添助力，未来公司的全球化进度有望持续超预期。

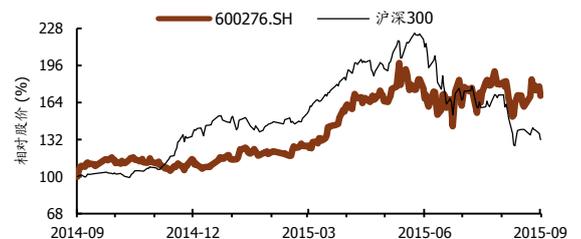
国内业务稳健增长。在国内制药工业整体增速放缓的大环境下，公司依然保持了稳健的增长，主要由于：1) 主打产品价格体系稳定，海外认证为招标加分；2) 刚需产品占比极高，受控费影响有限；3) 新产品持续放量，如卡培它滨，替吉奥，艾瑞昔布等；4) 创新药品种上量迅速，且不受医保控费影响。我们预计今年恒瑞国内仍然能够完成~20%增长目标。

建议

维持 2015/16 年预测 EPS 1.19 元/1.57 元，对应 P/E 为 37x/28x。维持“确信买入”评级，维持一年期目标价 71.5 元不变。

维持确信买入

股票代码	600276.SH
评级	确信买入
最新收盘价	人民币 44.35
目标价	人民币 71.50
52 周最高价/最低价	人民币 52.37~26.04
总市值(亿)	人民币 868
30 日日均成交额(百万)	人民币 733.88
发行股数(百万)	1,956
其中：自由流通股(%)	59
30 日日均成交量(百万股)	16.54
主营行业	医疗保健



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	6,203	7,452	9,317	11,470
增速	14.1%	20.1%	25.0%	23.1%
归属母公司净利润	1,238	1,516	2,323	3,069
增速	14.9%	22.4%	53.3%	32.1%
每股净利润	0.63	0.77	1.19	1.57
每股净资产	3.25	4.06	5.17	6.62
每股股利	0.06	0.08	0.12	0.16
每股经营现金流	0.70	0.80	0.95	1.27
市盈率	70.1	57.3	37.4	28.3
市净率	13.6	10.9	8.6	6.7
EV/EBITDA	53.1	43.8	30.3	21.9
股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
平均总资产收益率	18.9%	18.6%	22.5%	23.4%
平均净资产收益率	21.4%	21.2%	25.8%	26.6%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

代雯

联系人
 wen.dai@cicc.com.cn
 SAC 执业编号：S0080113100027
 SFC CE Ref: BFI915

强静, CFA

分析员
 jing.qiang@cicc.com.cn
 SAC 执业编号：S0080512070005
 SFC CE Ref: AWU229



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	6,203	7,452	9,317	11,470	营业收入	14.1%	20.1%	25.0%	23.1%
营业成本	1,158	1,313	1,518	1,800	营业利润率	11.6%	22.1%	46.1%	37.2%
营业税金及附加	106	133	166	204	EBITDA	16.7%	19.6%	42.5%	35.6%
营业费用	2,355	2,844	3,447	4,072	净利润	14.9%	22.4%	53.3%	32.1%
管理费用	1,156	1,464	1,705	1,984	盈利能力				
财务费用	-25	-81	-111	-147	毛利率	81.3%	82.4%	83.7%	84.3%
其他	-2	-7	-2	-2	营业利润率	23.4%	23.8%	27.8%	31.0%
营业利润	1,451	1,772	2,589	3,554	EBITDA 利润率	25.8%	25.7%	29.2%	32.2%
营业外收支	28	27	169	81	净利润率	20.0%	20.3%	24.9%	26.8%
利润总额	1,479	1,800	2,758	3,635	偿债能力				
所得税	186	227	347	458	流动比率	9.76	10.08	10.42	11.03
少数股东损益	54	57	88	108	速动比率	8.99	9.31	9.70	10.33
归属母公司净利润	1,238	1,516	2,323	3,069	现金比率	3.91	4.83	5.24	5.86
EBITDA	1,599	1,912	2,724	3,695	资产负债率	7.8%	8.8%	8.5%	8.1%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,169	3,449	4,659	6,385	回报率分析				
应收账款及票据	2,609	2,945	3,684	4,539	总资产收益率	18.9%	18.6%	22.5%	23.4%
预付款项	204	213	246	292	净资产收益率	21.4%	21.2%	25.8%	26.6%
存货	430	551	640	762	每股指标				
其他流动资产	0	42	42	42	每股净利润 (元)	0.63	0.77	1.19	1.57
流动资产合计	5,412	7,200	9,272	12,020	每股净资产 (元)	3.25	4.06	5.17	6.62
固定资产及在建工程	1,564	1,624	2,001	2,404	每股股利 (元)	0.09	0.10	0.12	0.16
无形资产及其他长期资产	207	205	202	199	每股经营现金流 (元)	0.70	0.80	0.95	1.27
非流动资产合计	1,772	1,829	2,204	2,604	估值分析				
资产合计	7,220	9,087	11,533	14,682	市盈率	70.1	57.3	37.4	28.3
短期借款	0	0	0	0	市净率	13.6	10.9	8.6	6.7
应付账款及票据	380	527	610	723	EV/EBITDA	53.1	43.8	30.3	21.9
其他流动负债	174	187	280	367	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
流动负债合计	554	715	890	1,090					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	10	82	93	95					
负债合计	564	797	983	1,185					
股东权益合计	6,357	7,934	10,107	12,945					
少数股东权益	299	355	443	551					
负债及股东权益合计	7,220	9,087	11,533	14,682					
现金流量表									
净利润	1,238	1,516	2,323	3,069					
折旧和摊销	171	213	244	286					
营运资本变动	-108	-267	-689	-825					
其他	-55	-51	-178	-217					
经营活动现金流	1,365	1,574	1,857	2,494					
投资活动现金流入	1	0	0	0					
投资活动现金流出	-453	-299	-618	-686					
投资活动现金流	-452	-298	-618	-686					
股权融资	16	136	0	0					
银行借款	10	-10	11	2					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-73	4	-29	-82					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	840	1,280	1,210	1,726					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

恒瑞医药是国内最大的抗肿瘤药和手术用药的研究和生产基地，国内最具创新能力的大型制药企业之一，公司致力于在抗肿瘤药、手术用药、内分泌治疗药、心血管药及抗感染药等领域的创新发展，并逐步形成品牌优势，其中抗肿瘤药销售已连续7年在国内排名第一，手术用药销售也名列行业前茅，所有剂型均已通过了国家GMP认证，另有4个原料药通过美国FDA认证。公司建立并完善了遍及全国的销售网络系统，积极拓展美国、欧洲、印度、南美等国家和地区的市场，扩大出口渠道。



研发部分

调研对象：陶维康（副总经理，上海和美国的研发中心负责人）

目前上海研发中心 400 多人主要从事创新药研发，新泽西有研发团队，以及临床团队，合计研发人员超过 1,300 人。

研发的创新策略：

- ▶ 40%的资源投入到 best in class。
- ▶ 40%的资源投入到 fast follow-on（新分子，有可能成为 first in class，要看我们的 chemists 跟的快不快了）。
- ▶ 20%的资源投入到 First in class（不是指新的化合物，是指真正的新的靶点，未来更多的与国内外的研究机构合作，为病人带来一些新的有实效性的药物）。

阿帕替尼：是世界上第一个小分子靶向晚期胃癌药物，靶点不是一个新的靶点（VEGFR2），但是是 first in indication。肺癌和肝癌的三期正在进行中，结果目前看还不错。

公司已申报的热门靶点及疗法：

- ▶ IL-17（submitted IND），PCSK-9（pre_IND）。
- ▶ 肿瘤免疫类靶点（主要适应症：黑色素瘤，肺癌，肾癌，膀胱癌等）。

恒瑞开始做 PD-1 开始得比较早，SHR1210 这个月就会在澳大利亚上临床。此外和 Incyte 合作的海外临床（美国）预计年内开始做。有些澳洲实验的数据美国也可以用。SHR1210 的临床前数据不错，活性好于 Keytruda。

PD-L1 的抗体活性，体外活性高于 AZ & Roche（以上两家都在临床三期）。这仅仅是临床前，不代表临床的效果。

- ▶ 免疫细胞治疗：的确是有很好的疗效，尤其是 CART 上的 CD19 这个靶点，在治疗血液病上疗效显著。细胞治疗的最大的挑战是能不能用这种技术治疗实体瘤，我们是今年开始组建团队，开展相关方面的工作，希望恒瑞能跟上去并做出一些有自己技术特点的治疗方法。

DC-CIK：疗效不够确切，但是全国很多医院都在开展。

CART，TCRT 的细胞需要经过工程化改造难度更大。我们希望能做成标准化的药，经过临床试验证实疗效上市。

- ▶ 重要的是我们的细胞治疗的产品未来有望和我们的 PD-1/L-1 或其他产品联用，达到更好的疗效。

ADC 平台技术优势：

- ▶ 抗体平台（新靶标）低成本低表达。
- ▶ 耦联技术：传统是赖氨酸耦联和半胱氨酸耦联。恒瑞的专利定点耦联用有自主知识产权。
- ▶ 毒素平台（新型毒素）：我们有很好的小分子研发团队，因此有自己的有专利的毒素小分子。这一类的毒素分子穿透膜的能力比较差，同时其自身的毒性要比在和抗体结合时低十几倍。因此如果这个毒素分子从抗体上脱落，或者细胞凋亡后释出之后，对周围组织的破坏性较好。这一类的产品有可能毒性会低一些，但不影响疗效。



Q&A:**1. 海外团队和海外 BD 团队的变化？**

公司最近的确在 BD 上增加了一些力量，特别是海外。同时海外的申报及临床等方面都做了加强，招募了一些经验人士加入我们海外的团队。专业海外 BD 团队 Mike Liu，和新加入的 Dr. 唐伟敏。Zac Zhang，此前在 Merck 工作，主要负责 FDA 的申报。还会请外部的咨询公司帮忙申报。

2. 国际化的策略：

仿制药策略：难（难做），特（有特点），快（仿的快）。

未来仿制药注射剂主要方向：细胞毒和麻醉。

3. 新药的情况：

未来恒瑞无论在大分子还是小分子，尤其在大分子上，会有具备国际竞争力的产品。我们申报 IND 未来应该是国内国外同时申报。

4. 恒瑞源正合资公司的具体情况及定位：

源正目前形成了相对比较成熟的一个平台 - DC 细胞加载肿瘤抗原，利用病人的 T 细胞进行回输处理，我们也在体外看到了一些比较好的效果。

和恒瑞合作还包括 TCRT，找一些高特异性的抗原，进行实体瘤的研究。

恒瑞目前主要提供关于医院准入，肿瘤治疗和一些技术上不重复的工作。

NK 细胞疗法我们有密切关注，但是目前没有考虑介入。

5. 对于个体化诊断及治疗的态度，及未来会否介入？

这不是一个新的概念，特别是做肿瘤的公司，肿瘤患者的应答率很低，为了找到高应答的病人达到更好的临床效果，更小的临床试验人群，从临床试验就开始注入个体化的概念。

目前恒瑞还没有做很多的工作，主要还是寻求外部合作，分两部走：1）如何找到 biomarkers，我们想通过医院和医院的合作，医生在临床中是最容易发现 biomarkers 的。2）但一旦发现合适的 biomarkers，开发相应的诊断试剂我们以后可能考虑自己做。

6. 与 Incyte 合作开发 SHR1210 的具体细节

► SHR1210 是全部的海外授权给予 Incyte，所以所有的海外临床包括澳洲的临床未来将会由他们主导；

► 临床策略：澳洲的一期数据可以支持美国的一期数据，减免部分。由于澳洲的人体试验这个月就开始，进度很快，这也是 Incyte 选择恒瑞的一个重要原因；一期结束后，Incyte 在美国很可能会选择 Multiple-phase trials，合并二三期，并且同时推进单药和 combo therapy（联合 IDO1）的临床。一期试验的时间要看招募病人多快，正常的话是 6 个月结束；

► 直接做 Combo trial 是不是获得批准的难度较大？以前如果两个产品都是在研新药（investigational drugs）是很难的，试验设计比较复杂，且花费不菲。但是现在已经有变化，我能说的就是完全可能；



- ▶ 对于 Combo therapy 获批的要求会不会很高？OS（总生存期）或者 ORR（总应答率）提高 30% 甚至更多是个非常高的要求，我认为获批的要求不会这么高。Combo 相比单药，有可能提高病人应答比例（比如目前肺癌的应答比例只有 20% 左右），或者在一些难治的肿瘤中有突破性的表现，都有可能获批；
- ▶ 价格我们觉得比较合理，毕竟 PD-1 已经有 2 家上市，还有 3 家甚至以上在临床。如果早一点肯定不是这个价格。如果是第二家第三家，可能就会有至少 10 倍的 upfront 的价格。

7. 为什么不考虑自己做 SHR1210？

我个人的理解是：第一，我们希望通过合作大大加快 SHR1210 的进入国际市场的速度。第二，我们的管线中肿瘤免疫的产品不止这一个，我们可以集中精力做一些别的更新的。

8. 和 Incyte 有没有可能就管线中的产品有进一步的合作？

我们双方有过一些交流，但是目前来看只有这个交易。不光是和 Incyte，我们和别的公司也有交流。

9. PD-L1 目前是个什么状况？

正在全力向前走，PD-L1 比 PD-1 慢几个月。申报 IND 不需要太久了，但是很难有一个确定的时间。

10. 如何选择 out license 的产品？

一般都是双方协商的结果。太早期的项目，我们觉得潜力很大的，也不想贱卖。

11. 相比较国内的其它企业，恒瑞的研发的位置？

我个人的理解，国内的有一些企业，比如上海君实，比我们晚几天申报 PD-1 抗体的一家生物医药公司，和我们在局部领域形成竞争。但是全面的看，从整个在研产品线布局来看，在短期时间内，国内还没有哪个公司能够到达恒瑞的研发的广度及深度。



公司整体情况

调研对象：董事长孙飘扬，董秘戴洪斌

1. 未来国际化仿制药的思路？

未来国际化是恒瑞的一个重要方向。我们要去找有市场或者有壁垒的仿制药去做，但是做到像环磷酰胺这么大的品种不太可能了。仿制药批量化的品种获批，积少成多。未来会有达几千万美元的品种，肯定是主力。还有些小的品种1~2千万，做产品组合。（以上都是利润口径）。每年申报5~6个ANDA，包含挑战专利的产品。

从品类来看抗肿瘤占比最大。2号结束了一个新品种的检查。七氟烷ANDA年底拿到。

2. 国际化战略？

国际化是战略重点之中的重点，是第一位的。海外战略是重中之重，我们不排除收购美国的仿制药公司，也会投入做创新药。

3. 董事会目标？三个战略

- ▶ 仿制药在欧美市场形成销售；
- ▶ 创新药进入国内市场（阿帕替尼，19K）；
- ▶ 创新药进入国际市场。

4. 创新药的销售情况？

阿帕替尼今年全年2亿多。明年估计翻倍，进江苏省医保。

艾瑞昔布今年有可能进江苏医保，10月开沟通会，明年全年卖1~2亿没有问题。

5. 阿帕的临床使用及推广情况？

阿帕的典型副作用：手足病，血压升高，呕吐。

阿帕替尼是专利药，可以补标。或者院外药房销售。

患者使用情况：如果有应答的话，效果就很好。因此我们也在做相应的回顾性分析。

销售：阿帕全国有40多个临床观察实验。目前是“专线队伍+全员销售”，未来会由这个专线销售加上全员销售中部分能力强的，组成专业的直销队伍。

6. 新的CFDA政策变化？

药审中心的改革主要是质量上从严，效率上提高。

7. 医药行业的整体情况？

整个医药行业增速快速下滑。目前我们认为还没有到底。恒瑞感受到压力但是压力也不是很大。



8. 今年二季度出现了比较奇怪的现象，就是利润增速普遍低于收入增速，同时净利润率较一季度有了明显下降，小企业尤甚，原因是？

大小企业开始出现分化，净利润率下降是几个原因综合影响：1) 医保控费；2) 医改，药占比下降（江苏的药占比目标是30%）。对应使用价格便宜的药。取消药品加成，大规模的二次议价（江苏10月1日全省取消药品加成，开始大规模二次议价。安徽是明面上的二次议价，台面下的二次议价更普遍）。小的药厂是区域性的，所以只能死守，承受大规模的二次议价。全国性的大公司相对好一些；3) 控制价格为目的的招标，如湖南，安徽，浙江（两批），广东挂网等。

9. 国内仿制药的销售？

全体18~20%的增速。卡培他滨2~3亿的销售。

10. 19K的情况？

现在在现场检查，估计明年1季度上市。

11. 瑞格列汀和其他？

明年下半年获批，销售方式和阿帕替尼是一样的 - “专线队伍+全员销售”，法米替尼估计明年下半年。

12. 和源正合作的考虑？

细胞治疗是个新的领域，很热门，我们并不熟。但是不能等到它被证实了，特别热了，我们再做，那就晚了。目前我们希望了解一下。

13. 国际战略的合作模式？

我们没有固定的合作模式，主要看品种。怎么对公司和股东有利就怎么做。

14. 未来仿制药的评审策略？市场变化？是不是对大企业有利？

未来是重新洗牌的格局。我觉得还是公平的，未必对大企业有利，要看具体的品种。

15. 考虑到恒瑞未来新药占比加大，临床队伍未来怎么规划，是否缺人？

目前就有几百人。考虑到未来会做更多的 combo 试验，唯一未来可能上千人，成为公司仅次于销售的最大部门。

16. 商业医保的市场？

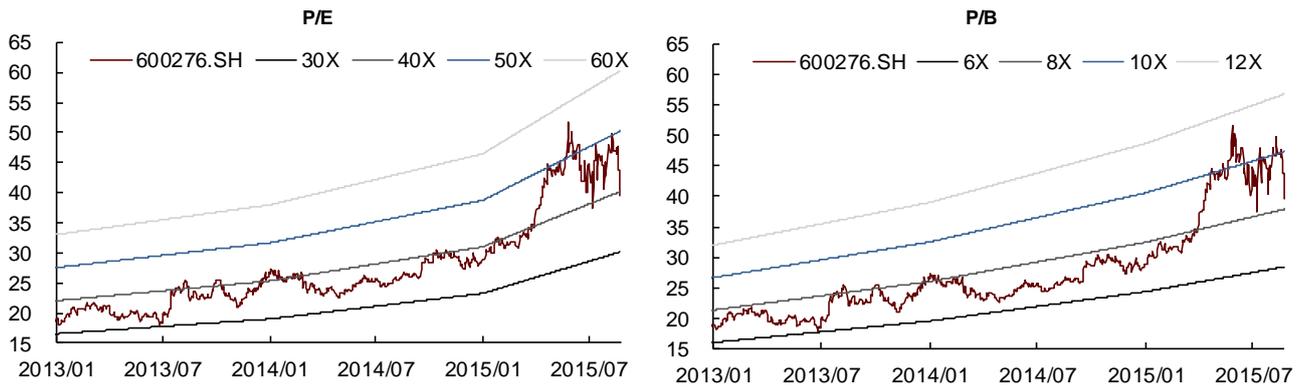
国内还是一直没起来，没有配套政策。我认为医保要起来需要民营医院的普及，打破垄断。

17. PD-1的申报策略？

不会优先考虑黑色素瘤。中国人群太少，发病率也低，回报不够丰厚。



图表1：历史P/E和P/B



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表2：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 2015/9/14	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			企业价值倍数		股息收益率		净资产收益率		P/B			P/S	
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2014A	2015E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E		
恒瑞医药	600276	46.42	90,821	0.77	1.19	1.57	60x	39x	30x	27x	45x	0.1%	19%	22%	11.4x	8.8x	7.2x	7.6x	12.2x	
华东医药	000963	71.00	30,818	1.74	2.70	3.35	41x	26x	21x	17x	23x	1.0%	33%	37%	13.6x	9.8x	7.0x	1.2x	1.6x	
惠华药业	002262	23.85	11,571	0.46	0.57	0.72	52x	42x	33x	31x	35x	0.2%	21%	19%	11.1x	7.8x	6.3x	3.9x	4.6x	
人福医药	600079	14.63	18,815	0.35	0.47	0.53	42x	31x	28x	14x	18x	0.3%	10%	9%	4.0x	2.9x	2.7x	1.9x	2.7x	
科伦药业	002422	14.87	21,413	0.70	0.77	0.96	21x	19x	16x	13x	14x	0.6%	9%	9%	2.0x	1.8x	1.6x	2.6x	2.7x	
海思科	002653	20.60	22,254	0.42	0.53	0.65	49x	39x	32x	34x	41x	1.2%	21%	23%	10.6x	8.9x	7.1x	15.3x	18.4x	
信立泰	002294	24.34	25,460	1.00	1.23	1.50	24x	20x	16x	18x	20x	1.5%	28%	28%	6.7x	5.6x	4.4x	8.0x	8.8x	
化学制剂药——中值			7,962				60x	36x	28x	29x	37x	0.5%	9%	13%	5.37	5.59	4.59	7.1x	7.5x	
现代中药——中值			9,412				45x	34x	26x	24x	29x	0.5%	11%	12%	4.99	3.87	3.33	4.8x	5.3x	
生物制剂——中值			13,196				76x	35x	29x	27x	51x	0.6%	11%	14%	6.71	5.59	4.55	9.5x	12.9x	
海正药业	600267	11.57	11,171	0.32	0.34	-	36x	34x	-	14x	12x	0.8%	4%	5%	1.6x	1.6x	1.5x	1.6x	1.1x	
华海药业	600521	22.16	17,576	0.33	0.57	0.75	66x	39x	30x	24x	37x	0.9%	8%	13%	5.5x	5.0x	4.5x	4.4x	6.8x	
常山药业	300255	12.60	5,935	0.28	0.34	0.44	44x	37x	29x	33x	31x	0.0%	10%	10%	4.3x	3.9x	3.5x	8.2x	7.3x	
尔康制药	300267	23.56	21,485	0.32	0.57	0.82	75x	41x	29x	44x	53x	0.1%	18%	25%	13.2x	10.2x	8.1x	13.1x	15.7x	
浙江医药	600216	8.60	8,051	0.18	-	-	47x	-	-	20x	16x	1.7%	3%	-	1.2x	-	-	2.1x	1.7x	
海瑞普	002399	26.72	21,381	0.42	-	-	63x	-	-	70x	73x	1.1%	4%	-	2.6x	-	-	10.5x	10.9x	
普洛股份	000739	6.38	7,317	0.28	0.27	0.35	23x	24x	18x	14x	12x	0.1%	14%	12%	3.2x	2.9x	2.6x	2.1x	1.7x	
化学原料药——中值			6,183				64x	44x	31x	28x	34x	0.2%	5%	11%	3.88	3.60	3.23	4.4x	5.1x	
品牌中药——中值			10,501				36x	29x	24x	22x	24x	0.9%	14%	16%	4.64	3.98	3.49	5.5x	6.0x	
医疗服务——中值			13,256				82x	59x	44x	33x	51x	0.3%	16%	17%	12.23	10.26	8.41	7x	11x	
器械和诊断——中值			6,915				79x	44x	36x	41x	52x	0.3%	10%	13%	7.10	6.57	5.73	9x	11x	
综合性制药企业——中值			12,320				43x	23x	19x	18x	20x	0.7%	6%	12%	3.00	2.90	2.50	2.5x	2.4x	
医药商业——中值			12,706				46x	28x	24x	19x	19x	0.3%	10%	14%	5.27	4.71	3.89	0.9x	0.9x	
全行业——中值			9,634				52x	35x	28x	26x	30x	0.4%	10%	13%	5.42	4.71	3.98	5x	6x	

资料来源：万得资讯，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用万得一致预期）



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

