

海普瑞 (002399)

## 肝素原料药领军者

 **易镜明**  
 021-38676779  
 yijingming@gtjas.com  
 S0880208080357

### 本报告导读:

产销量居全球第一, 产品质量全球第一, 树立行业标准

### 投资要点:

- 公司系由深圳市海普瑞药业有限公司整体变更设立, 为从事肝素钠原料药研究、生产及销售的高新技术企业, 产销量全球第一, 产品 99% 以上出口, 是目前国内肝素原料药行业生产企业中通过美国 FDA 认证、欧盟 CEP 认证的先行者。
- 国际市场对肝素原料药的需求十分强劲, 主要是由于其下游产品肝素类药物市场迅速扩容, 并保持高速增长趋势。全球肝素类药物市场销售额, 2006 年为 49.15 亿美元, 2008 年为 59.9 亿美元, 年复合增长率为 10.40%; 预计到 2012 年肝素类药物的销售额将达到 91.02 亿美元, 年复合增长率预计为 11.03%。
- 欧美地区已实现大规模集约化生猪养殖和屠宰, 猪小肠已接近全部被用于肝素粗品生产, 肝素原料药产量提升空间较小; 我国是世界生猪养殖大国, 生猪养殖和屠宰量居世界第一, 但规模化和集约化程度不高, 目前只有约 60% 的生猪小肠被用于肝素粗品生产, 我国肝素原料药产量仍有较大的提升空间。
- 肝素生物学特性导致行业壁垒性高, 公司肝素钠原料药提取和纯化技术国际领先, 质量全球第一; “零缺陷”使其成为行业标准。
- 07 年以来公司收入、净利润保持快速增长, 复合增长率达到 173.78%、244.53%; 2009 年肝素钠原料药普通级、FDA 级收入分别为 15.25、6.99 亿元, 为 68.57%、31.42%, 毛利率分别为 52.04%、40.02%, 占毛利比例分别为 73.92%、26.04%。2010 年一季度收入 8.1 亿, 增幅 125%; 净利 2.49 亿, 增幅 100%。Eps0.622 元。
- 本次募集资金将主要用于年产 5 万吨单位兼符合 FDA 认证和 CEP 认证标准的肝素钠原料药生产建设项目, 拟投资总额为 86,477.07 万元。
- 风险提示: 产品质量风险、原材料价格波动风险、供应商集中风险
- 公司将受益于产品价格上涨、产能释放, 预计 10-11 年 EPS 分别为 3.19、4.62 元, 考虑公司的成长性, 且创业板医药公司目前 10 年 PE 波动在 50-70 倍, 预计市场会给予公司 2010 年 50—60 倍 PE, 预计上市首日价格区间为 160-191 元。

## 上市首日定价区间

# 160.00-191.00

2010.05.05

### 发行上市资料

总股本 (万股)	40,010
发行量 (万股)	4,010
发行日期	2010.04.23
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	中国建银投资证券有限责任公司

### 预计上市日期

### 发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.66
净资产收益率 (%)	76.0%
资产负债率 (%)	22.3%

### 主要股东和持股比例

深圳市乐仁科技	36.94%
深圳市金田土科技	31.87%
GS Direct Pharma Limited	11.25%
深圳市水滴石穿科技	3.63%
湖南应时信息科技	3.15%
深圳市飞来石科技	3.15%
A 股流通股	10.02%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	435	2,224	4,035	5,420	7,448
(+/-)%	45.4%	411.0%	81.4%	34.3%	37.4%
经营利润 (EBIT)	206	975	1,460	2,025	2,757
(+/-)%	148.3%	374.0%	49.8%	38.7%	36.2%
净利润	161	809	1,278	1,809	2,460
(+/-)%	136.8%	401.3%	58.0%	41.6%	36.0%
每股净收益 (元)	0.40	2.02	3.19	4.52	6.15
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

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

2007年，公司系由深圳市海普瑞药业有限公司整体变更设立。公司为从事肝素钠原料药研究、生产及销售的高新技术企业，产销量全球第一，产品99%以上出口，是目前国内肝素原料药行业唯一通过美国FDA认证的企业，并且通过了欧盟CEP认证。

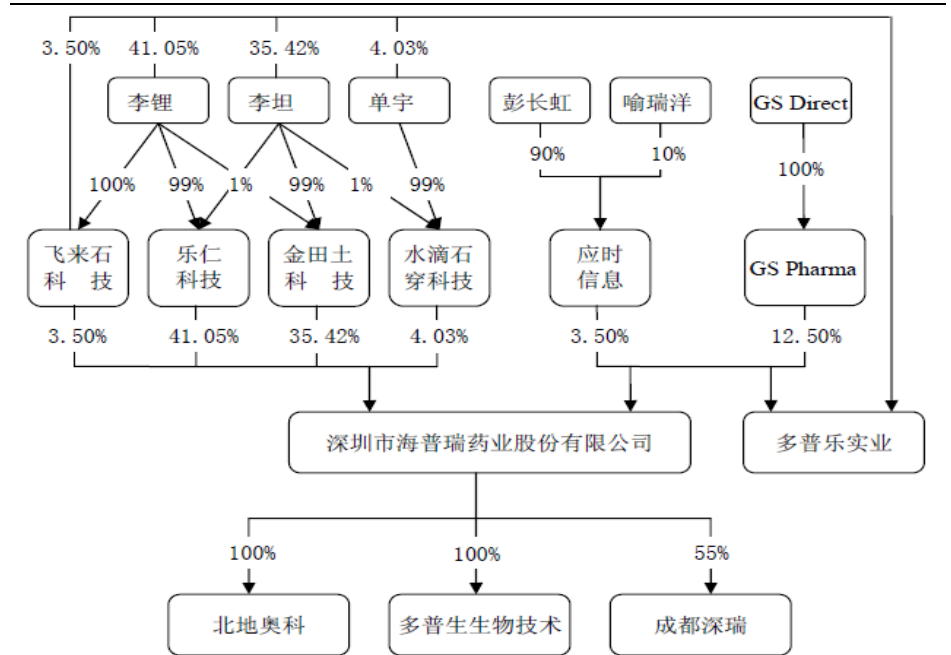
本次拟发行4,010万股，发行前总股本36,000万股，发行后为40,010万股。发行前：乐仁科技持有41.05%股本，金田土科技持有35.42%股本，飞来石科技持有3.5%股本，三者为公司的控股股东；实际控制人是李锂和李坦，二人系夫妻关系，李锂通过其控制的乐仁科技、全资拥有的飞来石科技和李坦通过其控制的金田土科技合计持有本公司79.97%的股权。

**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
深圳市乐仁科技	14,778.00	41.05%	14,778.00	36.94%
深圳市金田土科技	12,751.20	35.42%	12,751.20	31.87%
GS Direct Pharma Limited	4,500.00	12.50%	4,500.00	11.25%
深圳市水滴石穿科技	1,450.80	4.03%	1,450.80	3.63%
湖南应时信息科技	1,260.00	3.50%	1,260.00	3.15%
深圳市飞来石科技	1,260.00	3.50%	1,260.00 <td 3.15%	
A股流通股	—	—	4,010.00	10.02%
股份总数	36,000.00	100.00%	40,010.00	100.00%

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

**图1：发行人股权结构**



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

## 2. 行业分析

### 2.1. 原料药行业增长迅速

化学原料药行业是制药产业的重要基础，目前全球原料药品种达 4,000 余种，年总产量 200 万吨。2005 年我国原料药的全球销售额达 61.35 亿美元，居世界原料药生产国首位，据预测，中国的全球销售额仍将以每年 17% 的速度增长，于 2010 年突破 100 亿美元。

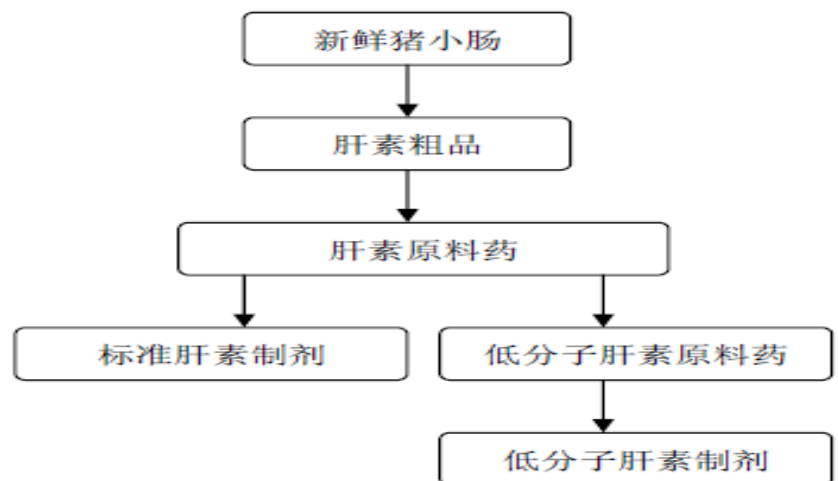
原料药是我国医药制造业中的支柱产业。据统计，2005 年原料药行业创造产值 1,163 亿元，在化学原料药、化学制剂药、中成药、中药饮片、生物生化药这五大药品制造业中，化学原料药所占的产值比重为 29.5%，近三年产值平均增长率 24.6%，这一速度高于医药制造业的整体增长率，也高于化学制剂药和中成药行业产值的平均增长率。

### 2.2. 肝素产业市场分析

肝素 (Heparin)，是一种广泛存在于人和哺乳动物组织中的生物活性物质，具有很强的抗凝血、抗血栓功能，属于生物制药中技术壁垒最高的动物源性产品。肝素类药物主要是运用于心脑血管疾病和血液透析治疗，其中在血液透析重症治疗中是唯一有效的特效药。

全球约 1/3 的肝素原料药用于制成标准肝素制剂，其余用于生产低分子肝素原料药。2006 年全球肝素原料药销售额在 4 亿 - 5 亿美元之间，2008 年销售额达到 8 亿美元，年均复合增长率超过 41.42%。

图2：肝素产业价值链



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

近年来，国际市场对肝素原料药的需求十分强劲，主要是由于其下游产品肝素类药物市场迅速扩容，并保持高速增长趋势。全球肝素类药物市场销售额，2006 年为 49.15 亿美元，2008 年为 59.9 亿美元，年复合增长率为 10.40%；预计到 2012 年肝素类药物的销售额将达到 91.02 亿美元，年复合增长率预计为 11.03%。

国际医药市场对肝素原料药需求量的持续快速增长, 肝素原料资源生猪小肠的市场供应增长缓慢, 尤其是符合美国 FDA 认证或欧盟 CEP 认证标准的肝素原料药已呈现供不应求的局面。

图3: 全球肝素类药物销售情况与预测 (亿美元)

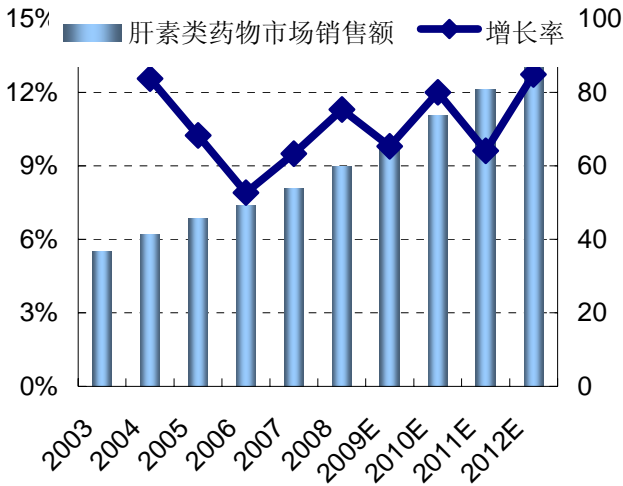
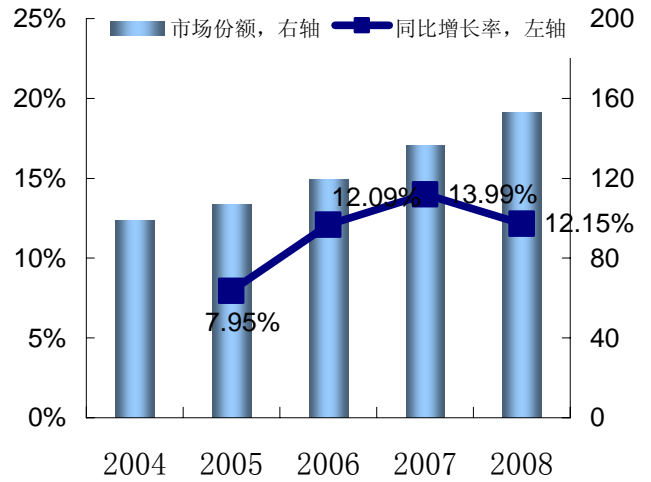


图4: 全球500强抗血栓药物市场份额 (亿美元)



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

欧美地区是全球最大的肝素原料药消费市场, 占世界销售总量的 80% 以上。我国是全球肝素粗品和肝素原料药的主要生产国, 也是全球最大的肝素原料药出口国, 目前在国际市场上占有 50% 以上的份额, 出口产品大部分为肝素粗品和肝素原料药, 小部分为低分子肝素原料药。

近年来, 我国肝素类产品出口增长迅猛, 2001 年出口金额为 4,459 万美元, 2008 年出口金额增至 2.26 亿美元, 增长了 399.57%, 年均复合增长幅度约 25.83%。我国肝素类产品出口平均价格大幅上涨, 2009 年 1-9 月, 我国肝素类产品出口均价为 5,185.20 美元/公斤, 较 2001 年上升了 678.09%, 年均复合增长率 29.23%。

图5: 我国肝素类产品出口情况 (万美元)

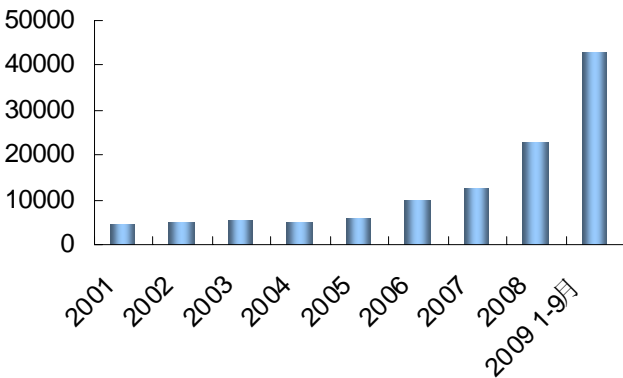
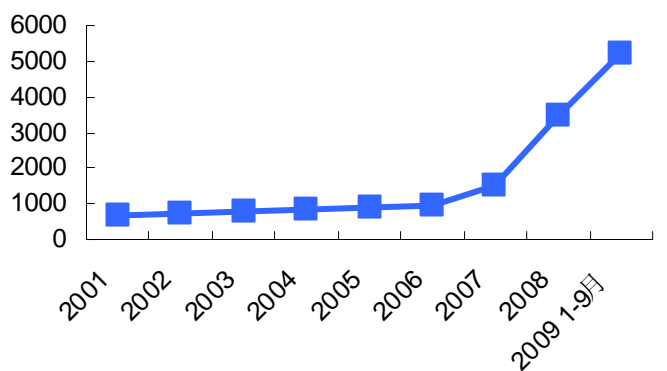


图6: 我国肝素类产品出口价格走势 (美元/公斤)

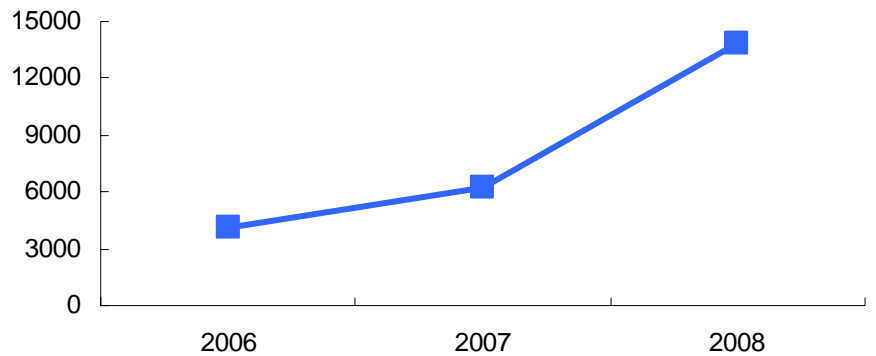


数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

本行业的主要原材料为肝素粗品, 各主要国家《药典》均规定, 凡用于人类治疗的肝素只能来源于健康生猪的小肠粘膜。近年来, 我国肝素粗品的市场价格逐年上涨, 2007 年肝素粗品市场销售平均价格为 6,250

元/亿单位，较 2006 年增长约 50.6%，2008 年平均价格达到 13,790 元/亿单位，较 2007 年上涨 120.64%。

图7：我国肝素粗品的市场销售价格走势（元/亿单位）



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

行业国际市场主要竞争对手包括 N.V.Organon、SPL 公司、Opocrin、Pfizer、Sanofi-Aventis、Sandoz、Leo 等公司，其中只有前四家公司对外销售肝素原料药，其他公司所生产的肝素原料药主要用于自产标准肝素制剂或低分子肝素制剂。

公司是国内唯一一家通过 FDA 认证且通过 CEP 认证的肝素原料药生产企业，国内同行业主要竞争对手为我国其他 5 家通过 CEP 认证的生产企业。

表 2：2009 年 1-9 月年我国肝素原料药主要生产企业出口情况

序号	公司名称	出口金额(万美元)	占产业出口总金额比例 (%)	出口数量(公斤)	占产业出口总量比例 (%)	出口均价(美元/公斤)
1	本公司	17,581.64	39.58%	25,059	29.25%	7,016.10
2	南京健友生物化学制药有限公司	7,650.63	17.22%	15,649	18.27%	4,888.89
3	常州千红生化制药股份有限公司	4,438.43	9.99%	7,605	8.88%	5,836.20
4	烟台东诚生化股份有限公司	2,253.11	5.07%	4,439	5.18%	5,075.72

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

欧美地区已实现大规模集约化生猪养殖和屠宰，猪小肠已接近全部被用于肝素粗品生产，肝素原料药产量提升空间较小；我国是世界生猪养殖大国，生猪养殖和屠宰量居世界第一，但规模化和集约化程度不高，目前只有约 60% 的生猪小肠被用于肝素粗品生产，我国肝素原料药产量仍有较大的提升空间。

### 3. 海普瑞分析

#### 3.1. 产品储备

根据通过药品认证的情况，公司主要产品肝素钠原料药分为三个等级：FDA 等级、CEP 等级和普通等级。



**表 3: 公司产品情况**

产品类别	技术认证	产品用途
FDA 等级	通过美国 FDA 认证	主要作为原料药直接制成标准肝素制剂
CEP 等级	通过欧盟 CEP 认证	或生产低分子肝素原料药
普通等级	按照客户特定技术指标的要求生产	进一步加工制成符合 FDA 认证或 CEP 认证标准的肝素钠原料药, 再用于制成标准肝素制剂或生产低分子肝素原料药。

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 1、技术优势

公司的肝素钠原料药提取和纯化技术国际领先, 是发展的核心竞争力之一。同传统生产工艺相比, 公司拥有的独特肝素钠原料药提纯技术具有使产品质量更稳定、收率更高、成本更低等优势。

### 2、认证优势

公司已取得美国 FDA 认证和欧盟 CEP 认证, 而且是国内肝素钠原料药行业唯一一家取得美国 FDA 认证的企业, 受邀参与美国药典肝素钠标准的修订工作, 在行业中树立起“海普瑞”及“Hepalink”品牌。(公司公告中特别说明: 一、关于本公司是我国唯一取得 FDA 认证的肝素钠原料药生产企业的说明 我国向美国出口的肝素分为两种形式: 一种是以肝素钠原料药的形式直接出口至美国的制剂生产厂, 必须完成美国 FDA 对原料药工厂的认证程序; 另一种是以原料的形式出口给美国肝素钠原料药生产企业, 进一步加工为肝素钠原料药, 无需完成美国 FDA 对原料药工厂的认证程序。截至本上市公告书公告日, 本公司仍然是我国唯一通过 FDA 认证的肝素钠原料药生产企业, 以上述第一种方式直接出口至美国制剂生产厂。保荐机构核查意见: 发行人目前仍然是我国唯一通过 FDA 认证的肝素钠原料药生产企业。)

### 3、独家渠道优势

2008 年美国百特事件后, APP 公司成为美国大剂量标准肝素制剂市场的唯一生产商和供应商, 公司取得 FDA “零缺陷”现场复查报告, 成为 APP 唯一的肝素钠原料药供应商。

## 3.2. 历年利润表分析

3 年以来公司收入、净利润保持快速增长, 复合增长率达到 173.78%、244.53%, 受益于肝素钠原料药量价齐升。2009 年年报: 主营收入、营业利润分别为 22.24、9.60 亿元, 净利润 8.09 亿元, 实际税率 15.88%, 摊薄后 EPS 2.02 元, ROE 76.0%, 每股经营性现金流 0.89 元。

**表 4: 利润表分析 (万元)**

	2009 年	2008 年	2007 年
主营收入	222,412.42	43,522.06	29,938.20
同比 %	411.03%	45.37%	7.77%
毛利率	48.27%	56.16%	34.78%
主营毛利	107,365.42	24,439.86	10,412.22
同比 %	339.30%	134.72%	21.43%
主营税金/收入	0.05%	0.07%	0.13%
销售费用	369.64	232.67	202.09

销售费用/收入	0.17%	0.53%	0.68%
管理费用	9,416.94	3,616.56	1,728.35
管理费用/收入	4.23%	8.31%	5.77%
财务费用/收入	0.67%	1.78%	3.21%
期间费用率	5.08%	10.62%	9.66%
营业利润	95,976.60	19,789.46	7,319.00
营业利润率	43.15%	45.47%	24.45%
同比%	384.99%	170.38%	40.91%
公允价值变动	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00
营业外收支净额	201.97	(48.24)	35.98
(公允价值 + 投资收益 + 营业外 收支) / 利润总额	0.21%	-0.24%	0.49%
利润总额	96,178.57	19,741.22	7,354.98
税前利润率	43.24%	45.36%	24.57%
同比%	387.20%	168.41%	41.63%
实际税率	15.88%	18.25%	7.33%
少数股东损益/利润总额	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	80,905.70	16,139.30	6,816.10
同比%	401.30%	136.78%	42.35%
EPS (摊薄后)	2.02	0.40	0.17

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

公司 2010 年一季度收入 8.1 亿, 增幅 125%; 净利 2.49 亿, 增幅 100%。Eps0.622 元。基本每股收益及净资产收益率较上年同期均有较大提升, 主要原因为公司产品价格较上年同期上涨 128.80%。经营性现金流为 -0.13 元, 主要是: 存货余额较上年末增加 24,008.84 万元, 主要原因为公司为满足旺盛的市场需求, 继续加大原材料肝素粗品采购量。

### 3.3. 收入和利润构成

2009 年收入构成: 普通级、FDA 级、其他收入分别为 152,504.30、69,873.01、35.11 万元, 为 68.57%、31.42%、0.01%; 普通级、FDA 级毛利率分别为 52.04%、40.02%, 占毛利比例分别为 73.92%、26.04%。

图8: 公司业务收入及构成

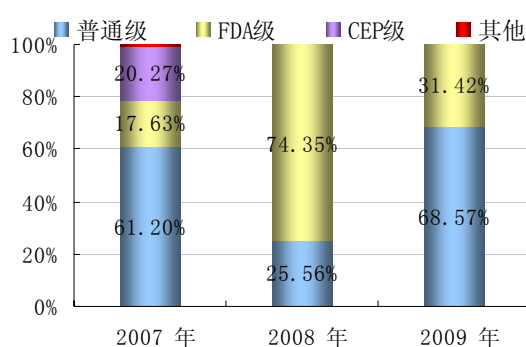
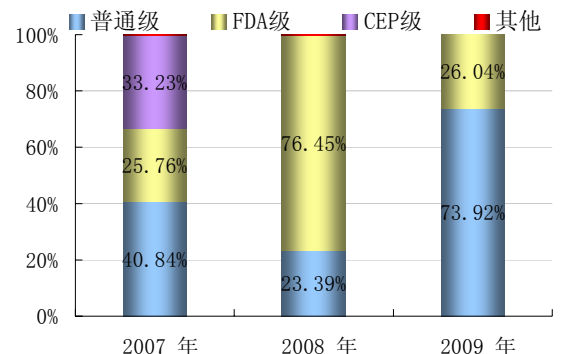


图9: 公司毛利润及构成



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

从产品类别构成来看，FDA 等级产品销售额持续快速增长，2009 年较 2007 年增长 1,223.54%，已成为公司主营业务收入的主要来源以及增长的重要驱动因素。

2008 年美国百特事件发生后，公司成为美国 APP 公司肝素钠原料药的独家供应商，公司大幅提高 FDA 等级产品产量，同时暂停 CEP 等级产品生产，减少普通等级产品的生产。2009 年恢复普通级产品生产，销售额占比提高到 68.58%。

图10: 公司业务收入区域分布

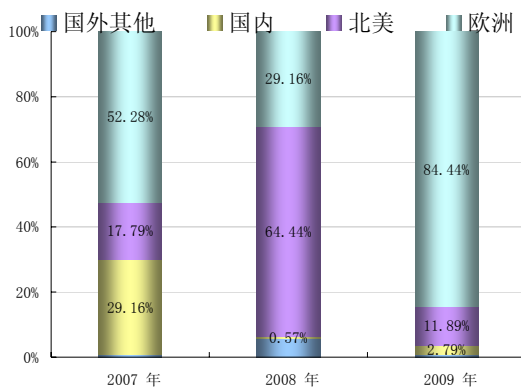
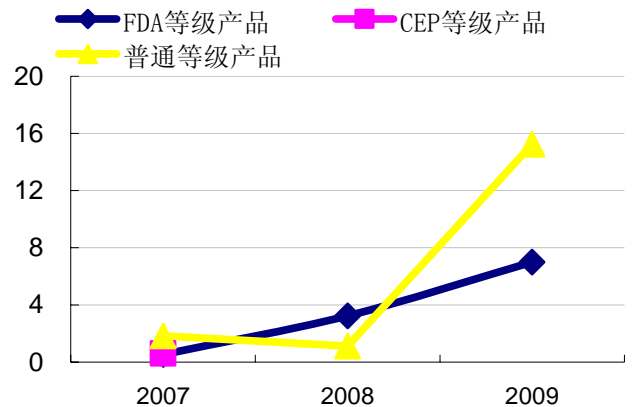


图11: 公司分产品销售情况 (亿元)



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 3.4. 主要产品价格

报告期内，公司产品平均销售价格持续大幅上涨原因：

- (1) 原材料肝素粗品价格持续快速上涨；
  - (2) 美国百特事件后，公司产品获得欧美市场的广泛认可，大大提升公司的产品议价能力和转移成本的能力。
- 随着美国《药典》关于肝素标准的修订，以及公司产品的质量优势和产能限制，将使公司产品仍将供不应求，毛利率将在一定时期内保持稳定。

图12: 公司肝素钠原料药销售价格变化(元/亿单位)

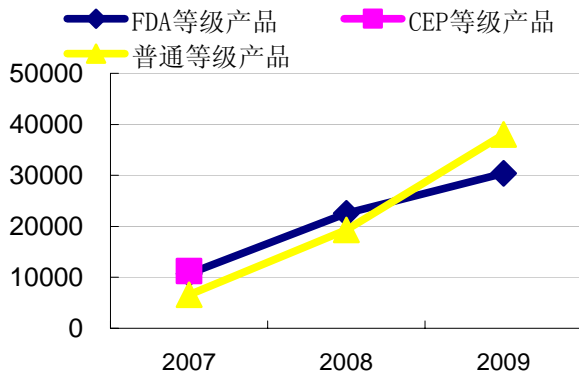
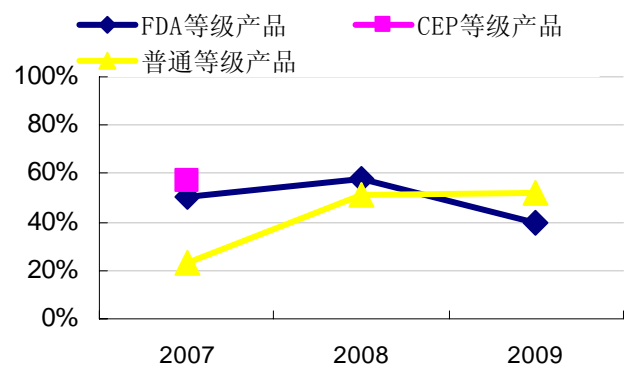


图13: 公司肝素钠原料药毛利水平变化



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 3.5. 财务数据分析



资产负债表: 资产结构良好, 资产质量优良。2009 年年报总资产 13.77 亿, 其中货币资金 4.45 亿, 固定资产 0.39 亿元, 应收账款 + 其他应收款 + 应收票据 2.01 亿, 应付票据 + 应付账款 + 其他应付款 0.33 亿。

**表 5: 公司资产负债表 (万元)**

指标名称	09 年	08 年	07 年
货币资金	44,537.64	16,112.56	3,199.68
短期借款	18,000.00	12,241.74	—
长期借款	6,400.00	7,600.00	8,000.00
应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	20,079.76	10,791.92	9,044.95
存货	57,926.50	25,940.16	8,761.65
固定资产	3,852.29	4,020.03	4,068.45
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	3,254.64	1,576.68	112.38
股东权益	107,029.10	30,783.40	14,644.10
资产合计	137,662.56	57,891.93	25,772.52

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

财务指标: 报告期内, 公司应收账款周转率保持较高水平, 表明应收账款风险管理能力较强; 存货周转率 08 年下降主要是公司产品结构调整所致; 速动比率、流动比率均处于很高水平, 说明资产流动性好, 具有很强的短期偿债能力。

**表 6: 海普瑞主要财务指标**

指标名称	09 年	08 年	07 年
资产负债率(%)	22.25	46.83	43.18
流动比率 (倍)	5.45	2.76	7.56
速动比率 (倍)	2.94	1.41	4.45
存货周转天数	131.21	327.33	169.25
应收账款周转天数	24.59	77.93	75.75
总资产周转天数	158.6	346.2	363.6
净资产收益率(%)	76.0	71.06	57.77
净利润率(%)	36.38	37.08	22.77
每股净现金流量 (元)	0.99	0.45	0.15

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

## 4. 募集资金投向

本次发行募集资金拟投资项目总投资 86,477.07 万元, 建设期 2 年, 达产期 4 年, 主要用于年产 5 万亿单位兼符合美国 FDA 认证和欧盟 CEP 认证标准的肝素钠原料药生产建设项目。

**表 7: 募集资金投向 (万元)**

	第一年	第二年	第三年	合计
建设投资	11,096.30	18,216.00	0	29,312.30

铺底流动资金	0	0	18,962.20	18,962.20
配套流动资金	0	13,370.90	24,831.67	38,202.57
合计	11,096.30	31,586.90	43,793.87	86,477.07

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

**表 8: 募集资金投资项目实施前后公司产能的变化**

产品	2009 年达产率	原有产能 (亿单位)	增加产能 (亿单位)
FDA 等级	125.12%	2	2.5
CEP 等级	—	—	2.5

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

## 5. 风险分析

**产品质量风险:** 可能因各种其他原因导致出现产品质量问题, 从而给公司带来索赔甚至停止经营的风险。

**原材料价格波动风险:** 公司主要原材料为肝素粗品, 占成本 85%, 如果其价格发生重大波动, 将对公司的生产成本和盈利产生较大影响。

**依赖大客户的风险:** 行业下游的集中度较高, 公司前三大客户销售额占主营业务收入的 85% 以上。

## 6. 盈利预测及投资建议

关键假设:

- ✚ 主要产品收入假设如下:
- ✚ 税率为 15%

**表 9: 利润表的关键假设 (百万)**

主营收入	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
普通级(元)	111.2	1525.0	2287.6	2973.8
增长	-39.29%	1271.17%	50.00%	30.00%
毛利	51.40%	52.04%	41.00%	43.00%
FDA 级(元)	323.6	698.7	1746.8	2445.6
增长	512.95%	115.93%	150.00%	40.00%
毛利	57.74%	40.02%	45.00%	45.00%
总计	435.2	2224.1	4034.7	5419.7
增长	45.37%	411.03%	81.41%	34.33%
毛利	56.16%	48.27%	42.74%	43.91%

数据来源: 国泰君安证券研究

**表 10: 利润表 (百万)**

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2224	4035	5420	7448
营业成本	1150	2310	3040	4203
营业税金及附加	1	2	3	4
营业费用	4	20	27	37

管理费用	94	242	325	447
财务费用	15	-43	-103	-136
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>960</b>	<b>1503</b>	<b>2128</b>	<b>2893</b>
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>962</b>	<b>1504</b>	<b>2129</b>	<b>2894</b>
所得税	153	226	319	434
<b>净利润</b>	<b>809</b>	<b>1278</b>	<b>1809</b>	<b>2460</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>1278</b>	<b>1809</b>	<b>2460</b>
EBITDA	975	1467	2039	2774
EPS (元)	2.25	3.19	4.52	6.15

数据来源：国泰君安证券研究

**投资建议：**

公司将受益于产品价格上涨、产能释放，预计 10-11 年 EPS 分别为 3.19、4.62 元，考虑公司的成长性，且创业板医药公司目前 10 年 PE 波动在 50-70 倍，预计市场会给予公司 2010 年 50—60 倍 PE，预计上市首日价格区间为 160-190 元。

作者简介:

易镜明:

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
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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		