

中金

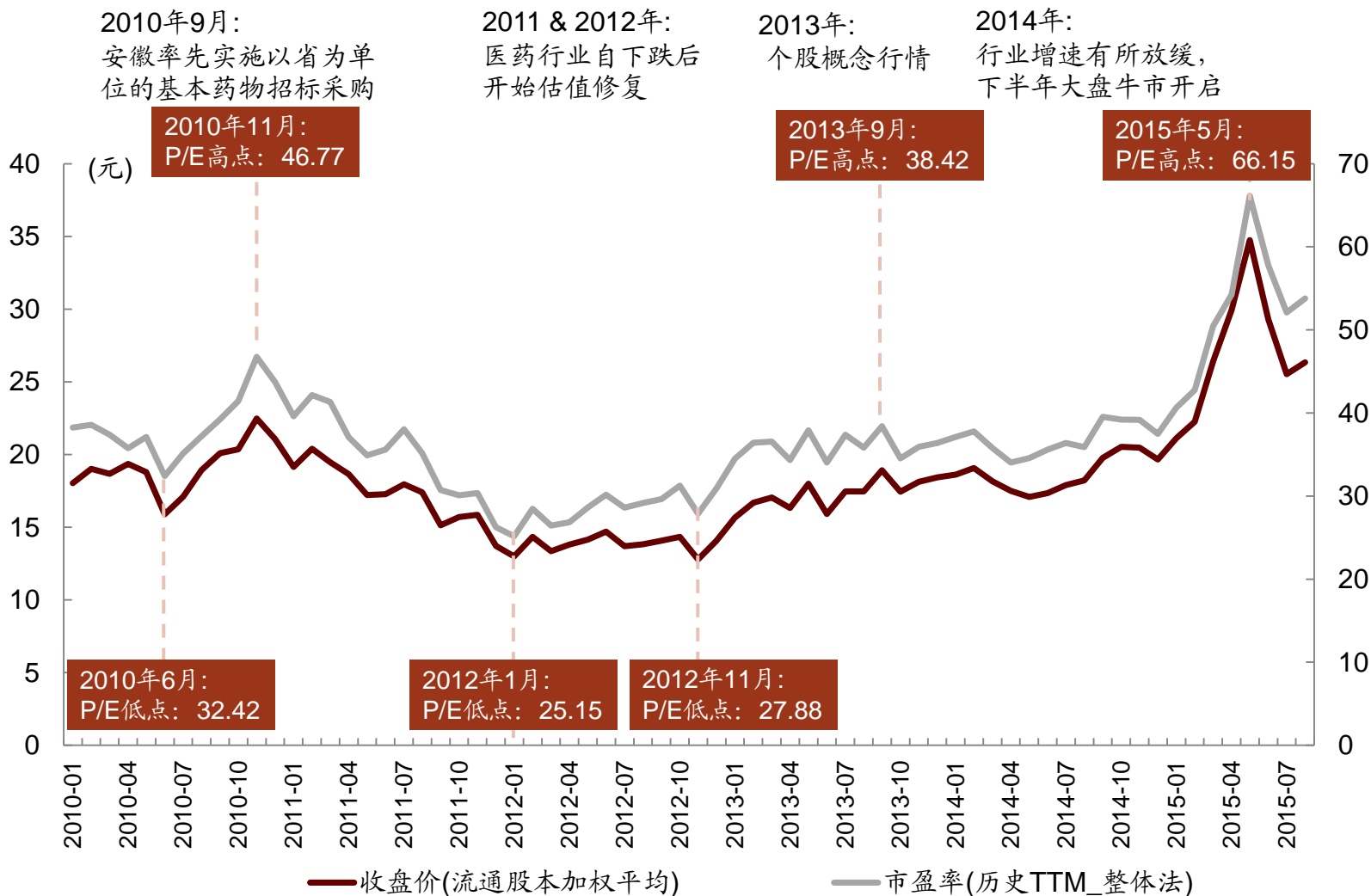
医药行业基础知识培训



2015 年 8 月

过去五年我们是这样的

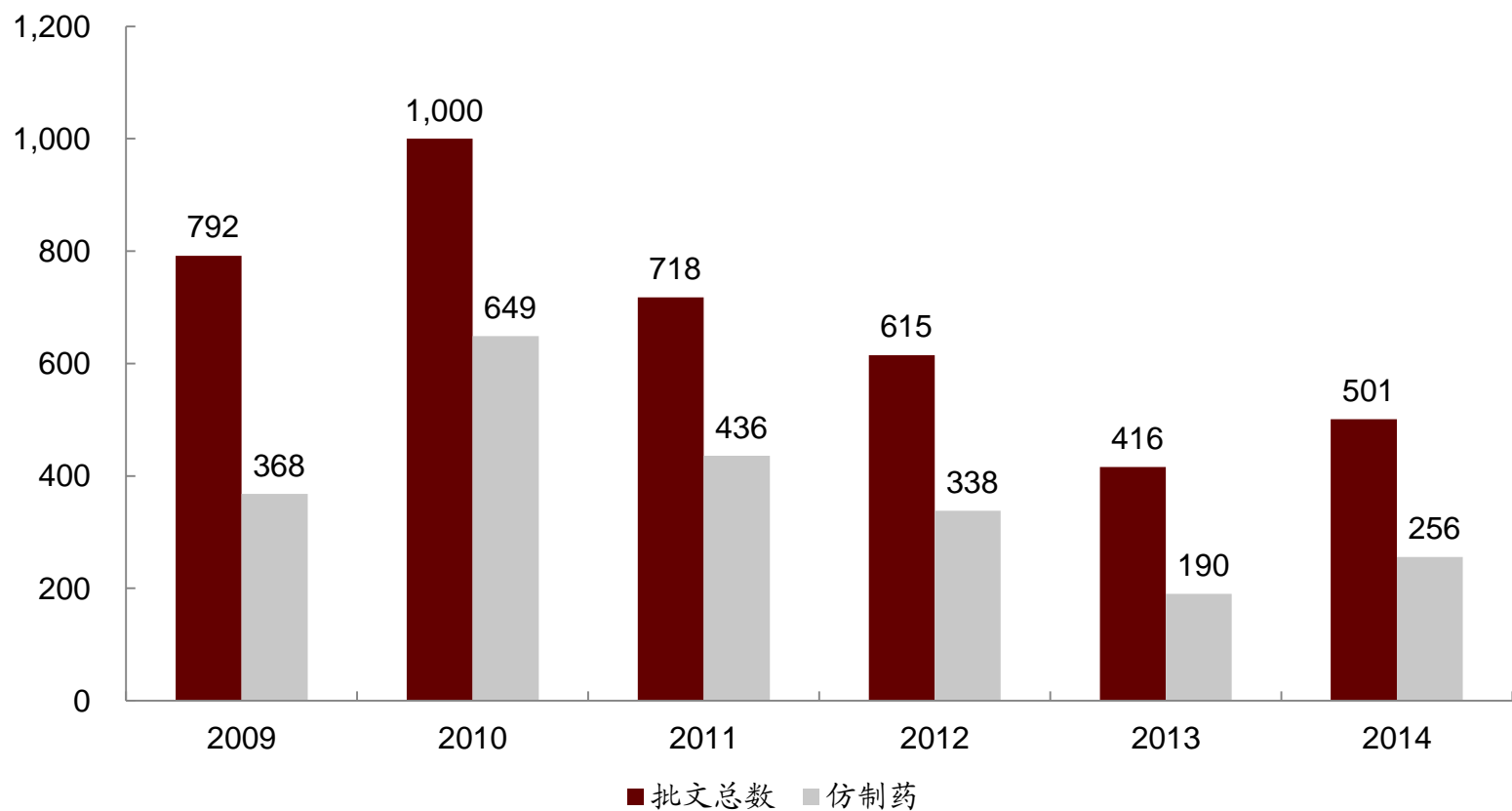
医药行业指数及估值



资料来源：Wind，中金公司研究部

过去五年我们为什么是这样的

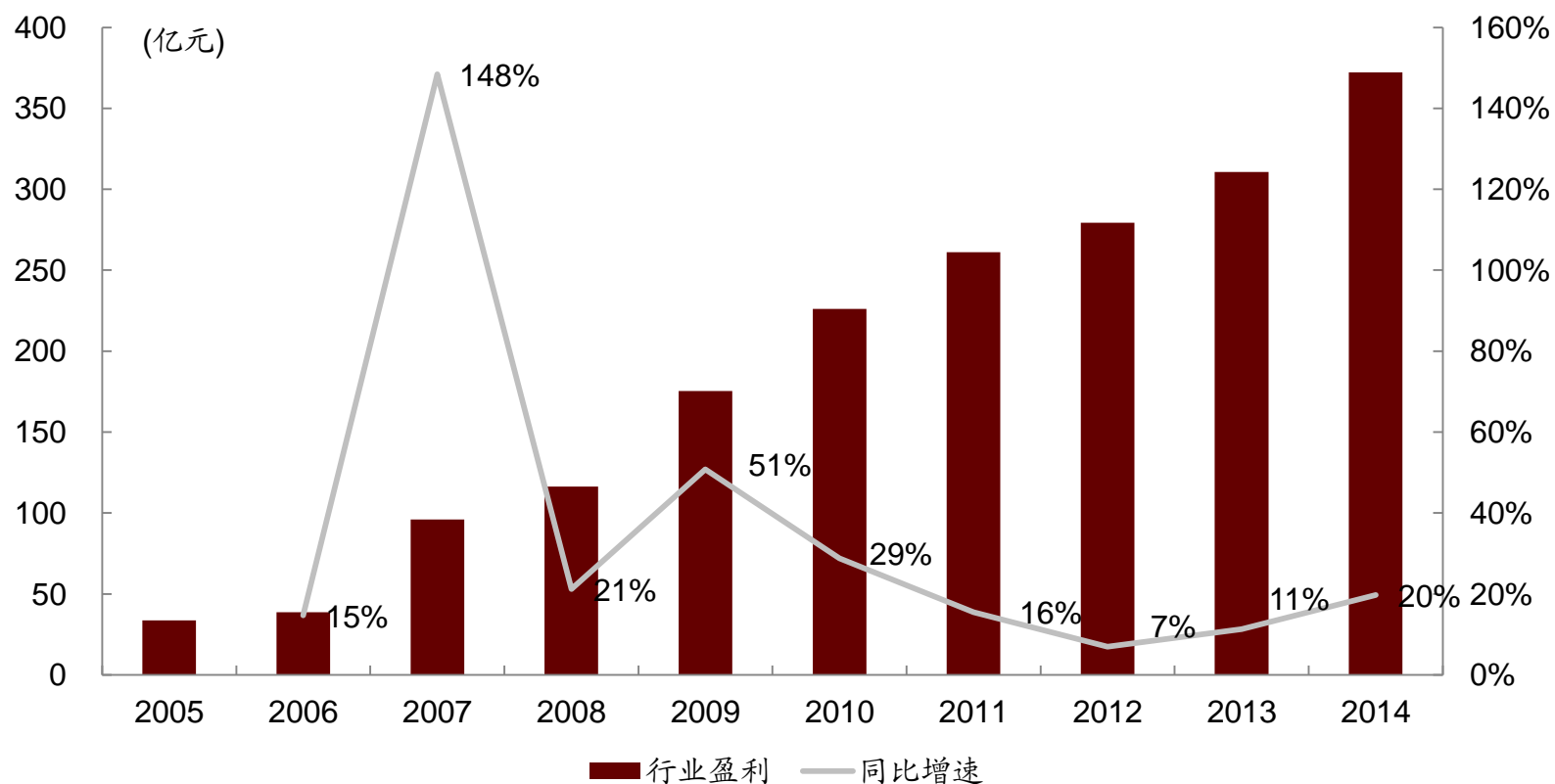
近10年CFDA药品批文数量



资料来源：CFDA，中金公司研究部

过去五年我们为什么是这样的

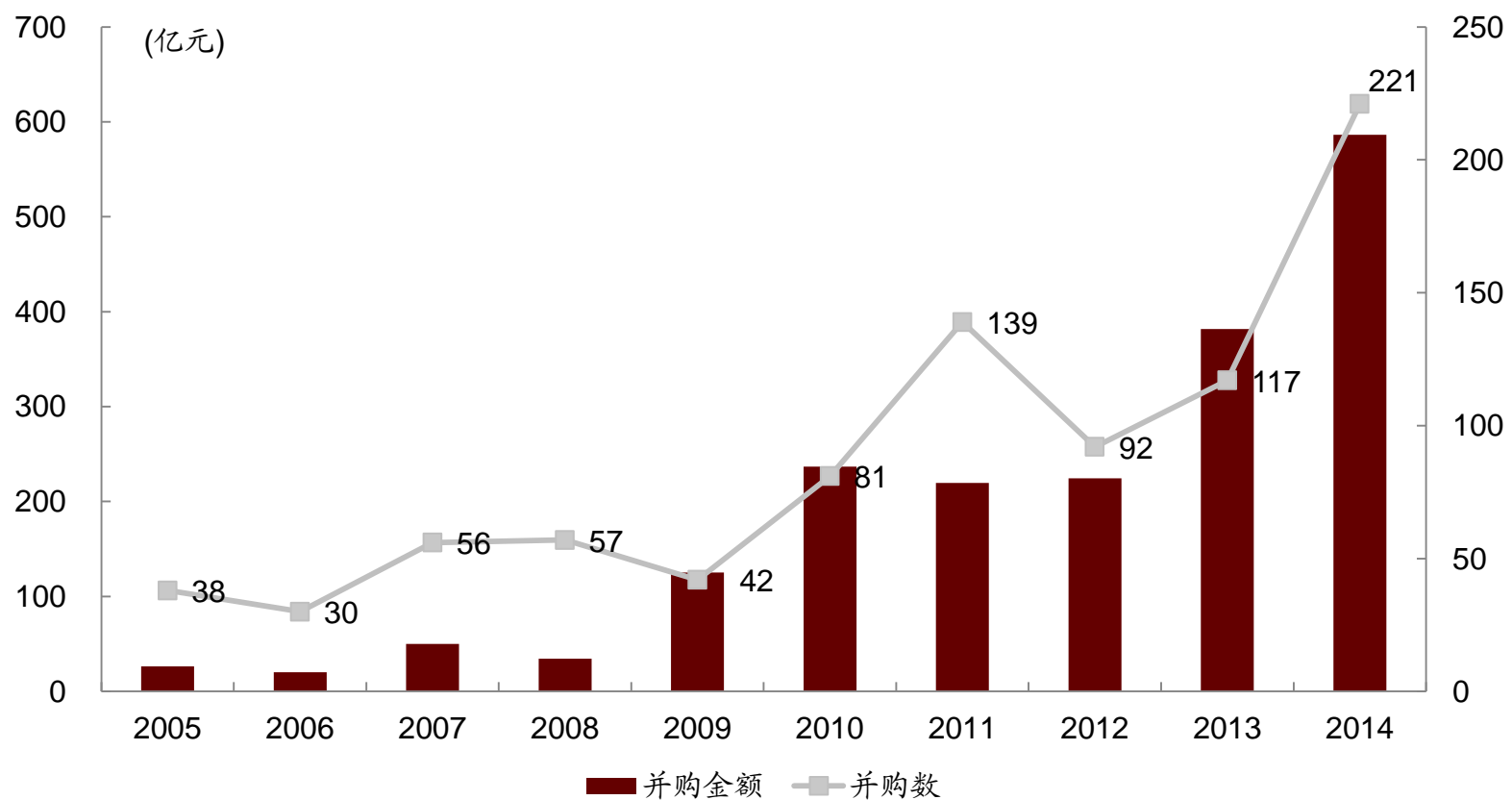
近10年医药行业盈利及增速



资料来源: Wind, 中金公司研究部

过去五年我们为什么是这样的

近10年医疗行业并购笔数和金额

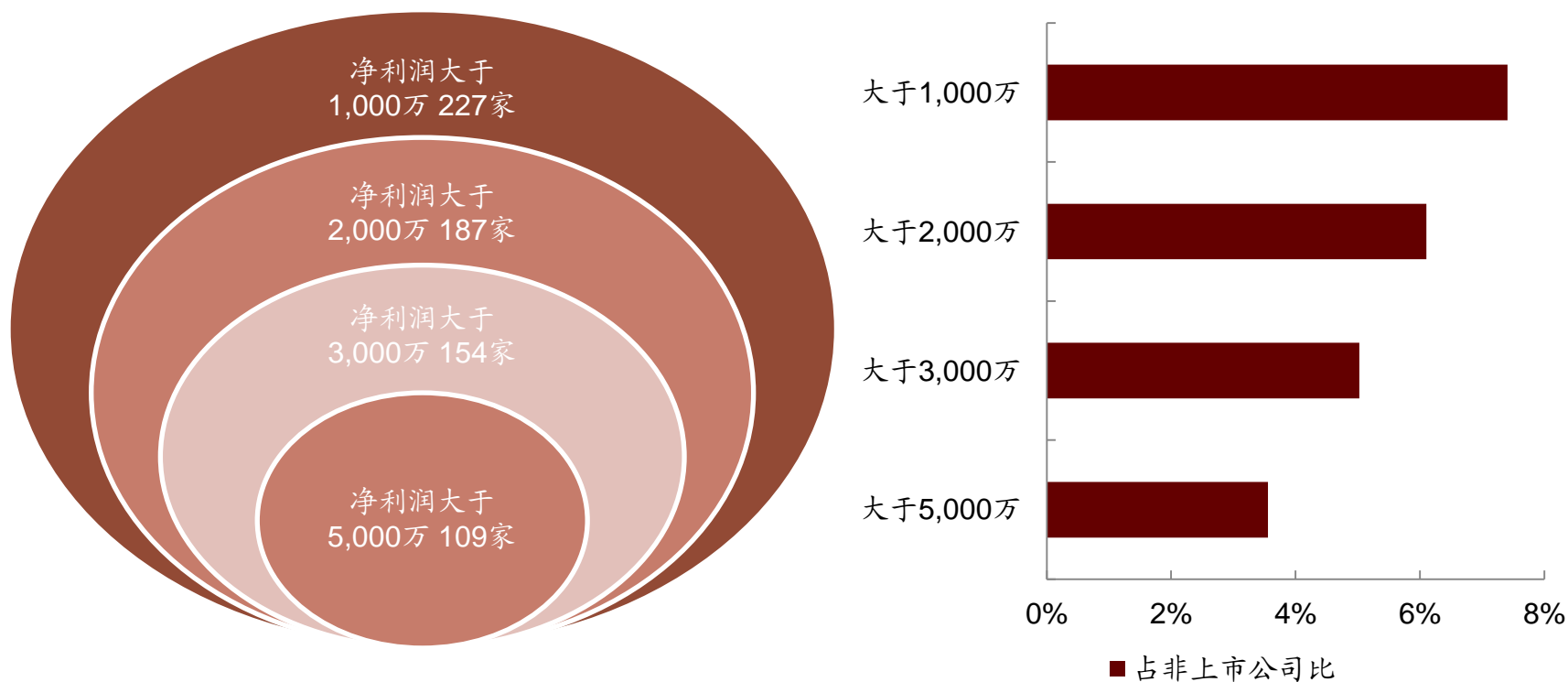


资料来源: Wind, 中金公司研究部

未来五年、并购还是我们的动力么

- 目前我国有约4,000家医药企业，除100多家上市公司，非上市公司净利润超过3,000万元的不足200家，占非上市公司总数的约~5%。

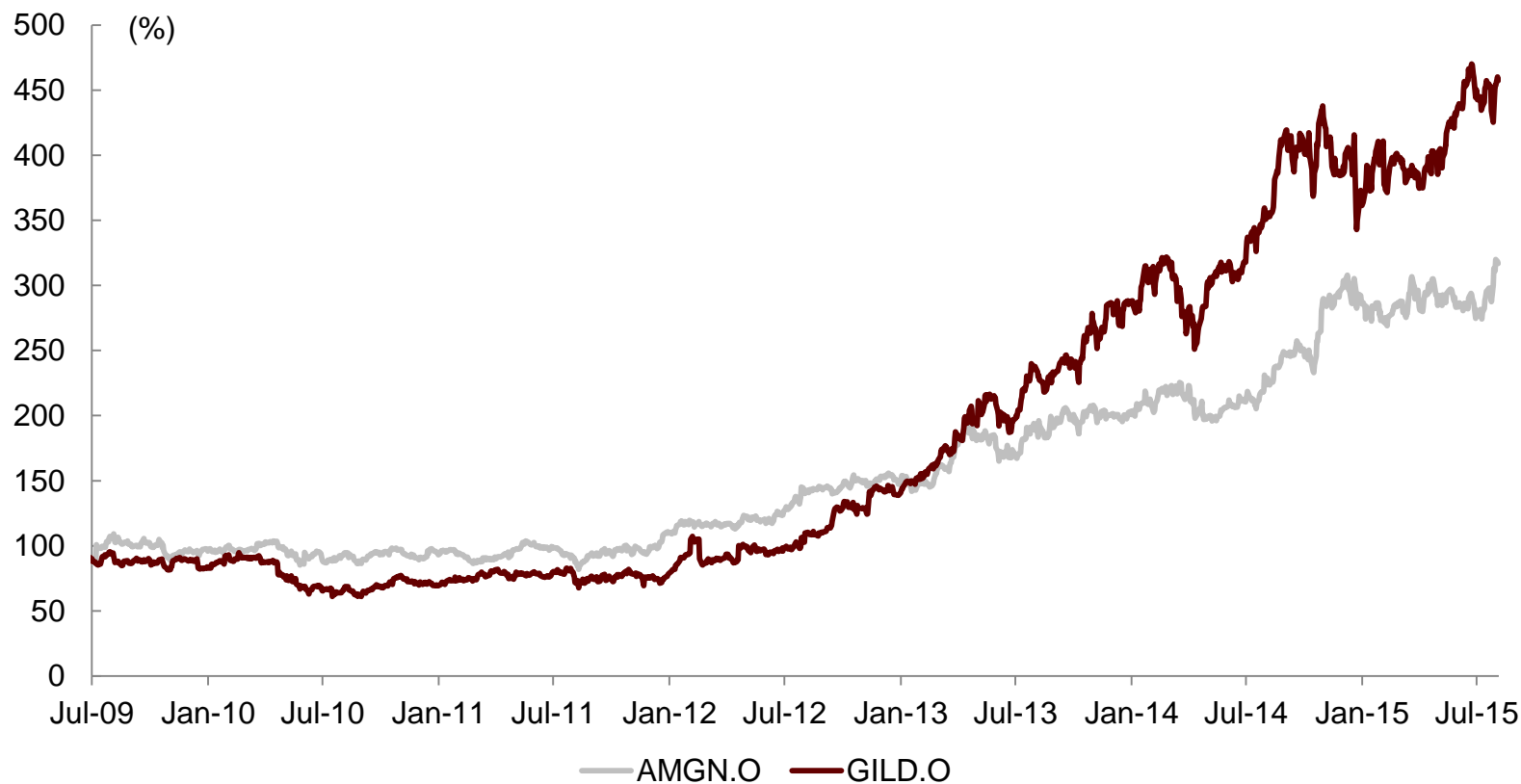
中国规模利润企业的可并购标的日益稀缺



资料来源: Wind, 中金公司研究部

拿来主义之后我们看什么？——创新和平台之辩：是Amgen还是Gilead

Amgen/Gilead 近十年股价表现

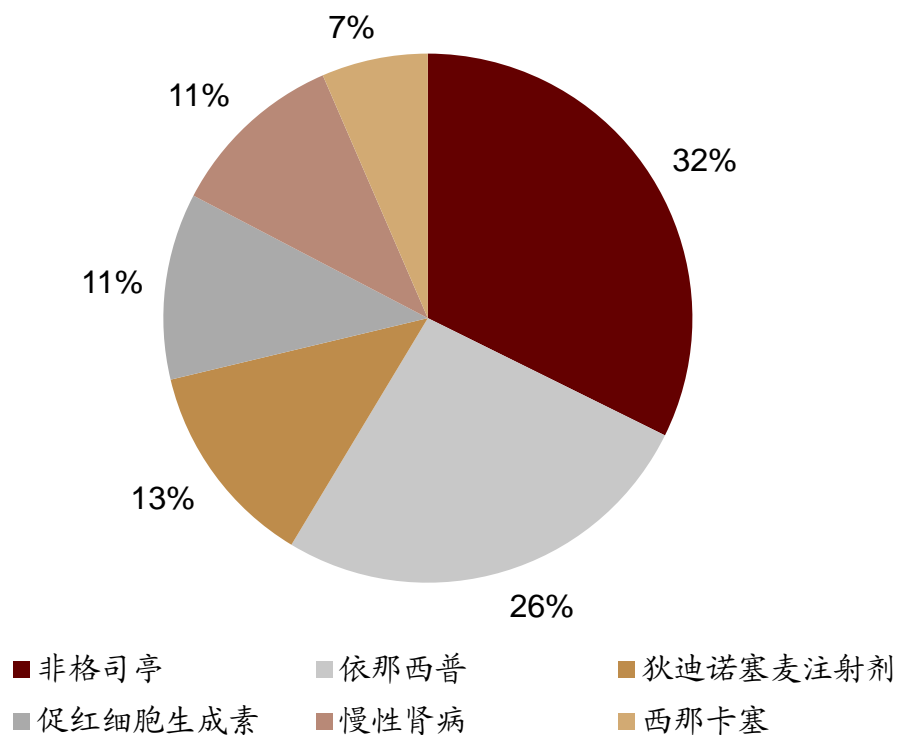


资料来源：Wind，中金公司研究部

拿来主义之后我们看什么？——创新和平台之辩：是Amgen还是Gilead

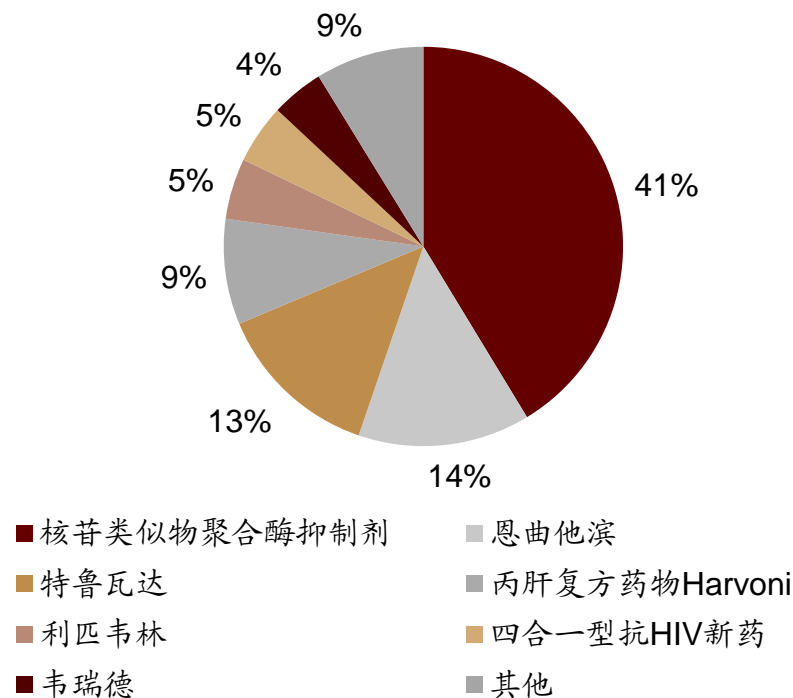
2014年Amgen收入结构

■ 营业收入200.6亿美元



2014年Gilead收入结构

■ 营业利润248.9亿美元



资料来源：公司公告，中金公司研究部

资料来源：公司公告，中金公司研究部

拿来主义之后我们看什么？

——互联网医疗：靠谱不？

➤ 2014年年初以来，一级市场医疗健康领域规模上亿人民币的互联网融资案例发生了16起。

时间	公司	轮次	金额	投资者
2015.8.4	上海京颐科技KingYee	C轮	2.1亿人民币	软银中国/软银集团、弘晖资本、盛世景
2015.7.14	杏仁医生-看处方	B轮	2亿人民币	红杉资本中国、光速安振/光速创投、方源资本
2015.4.28	华康移动医疗-华康全景	B轮	2亿人民币	同创伟业、云锋基金、新天域资本
2015.4.8	就医160网	B轮	1.3亿人民币	
2015.1.30	卓健科技	B轮	1.5亿人民币	腾讯产业共赢基金/腾讯
2015.1.29	壹药网	C轮	4.5亿人民币	
2014.12.16	七乐康	A轮	3亿人民币	启迪创投/启迪控股、江苏高科技投资/邦盛资本、长江国弘投资
2014.12.5	珍诚医药在线	B轮	2.71亿人民币	康恩贝
2014.10.31	Belter倍泰健康	C轮	1亿人民币	
2014.10.15	挂号网	C轮	1.07亿美元	启明创投、晨兴创投MorningSide、腾讯产业共赢基金/腾讯、复星昆仲资本
2014.7.31	珍诚医药在线	A轮	1亿人民币	华睿投资
2014.6.1	华大医学	C轮	亿元及以上人民币	深圳市创新投资集团(深创投)、松禾资本
2014.6.1	健一网	A轮	3亿人民币	上海国际创投SIGVC
2014.5.16	华大医学	B轮	亿元及以上人民币	同创伟业
2014.5.12	华大医学	A轮	亿元及以上人民币	深圳市创新投资集团(深创投)、软银中国/软银集团、景林投资/景林资产
2014.4.1	爱康国宾	IPO上市及以后	亿元及以上美元	

资料来源：IT桔子，中金公司研究部

第一章

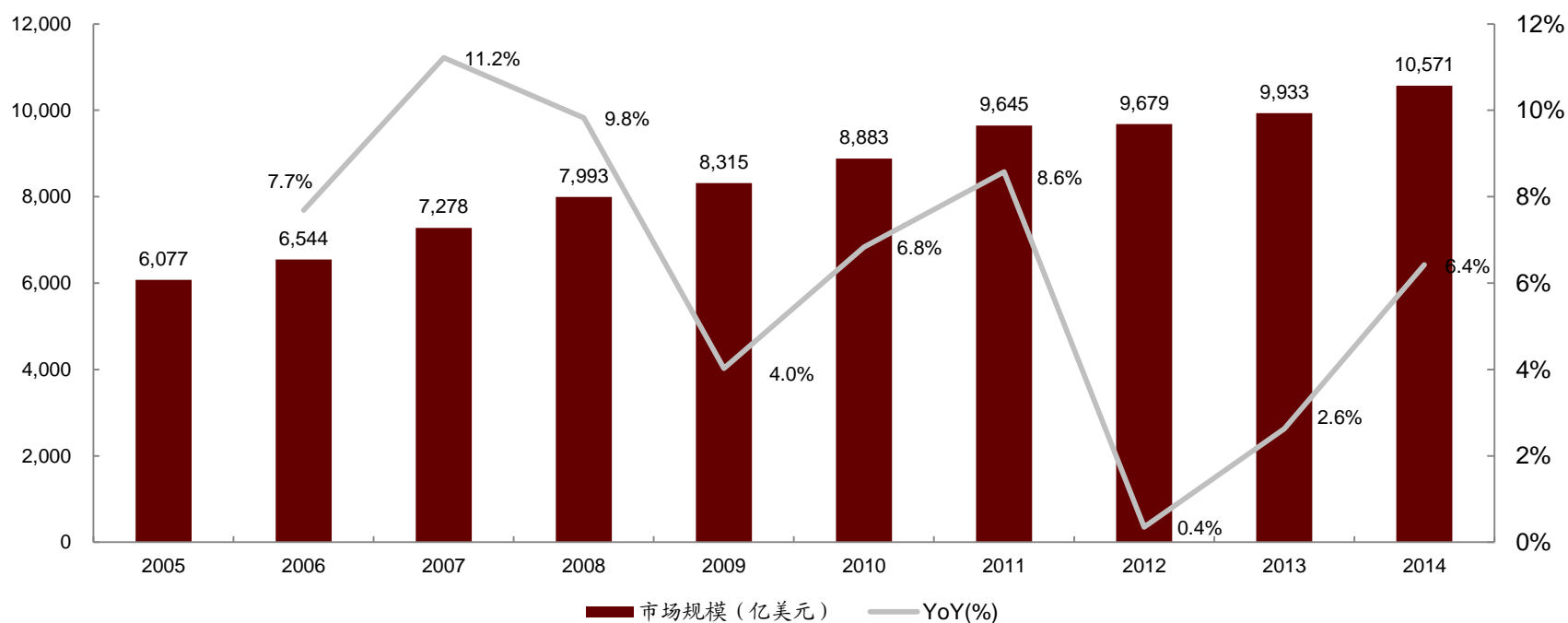
医药市场综述

全球医药市场增速放缓

■ 2014年全球医药市场规模达到1万亿美元左右，近五年CAGR为4.92%。

■ 近年来全球医药市场增速放缓。2012年受到“专利悬崖”影响，增速降至0.4%，近两年有所反弹。

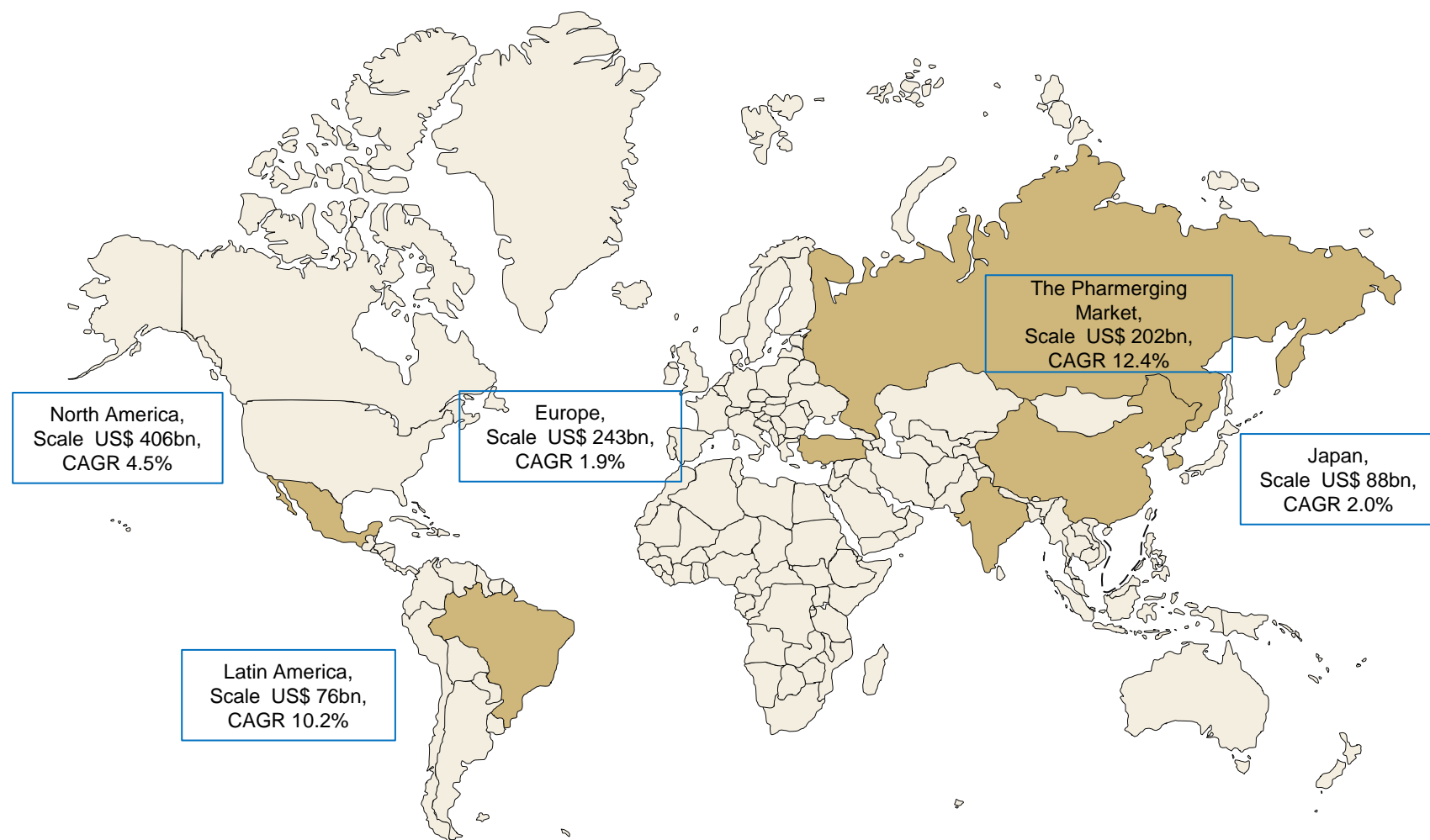
全球药品市场规模（十亿美元）及增速



资料来源：IMS，中金公司研究部

“新兴”市场发展不容忽视

“Pharmerging Markets”——1、较高的 CAGR 2009-2014；2、不断增长的药物需求；3、不断扩张的公共卫生医疗。

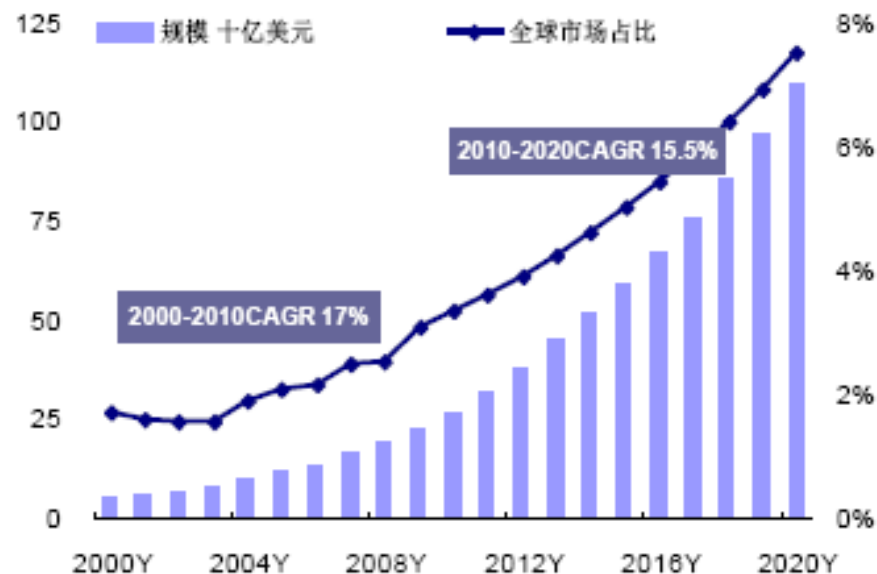


“Pharmerging markets”包括中国、俄罗斯、印度、巴西、墨西哥、土耳其、韩国

中国医药市场：未来之星

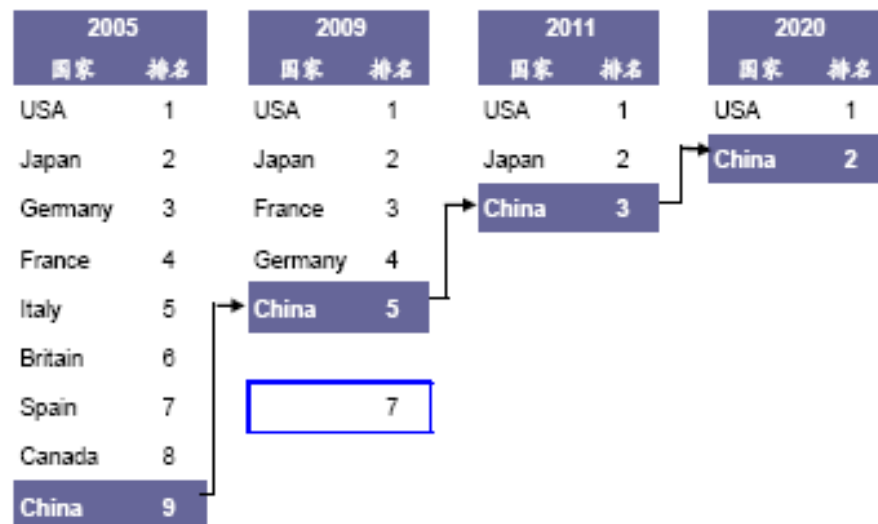
- 中国是全球最大的新兴医药市场，根据IMS的预测，中国将享受较其他市场更为快速的增长，2020年将变为全球仅次于美国的第二大市场，届时其市场规模将达到1095亿美元，市场份额从目前的3%上升到7.5%。

中国医药市场规模及增速



资料来源：IMS，中金公司研究部

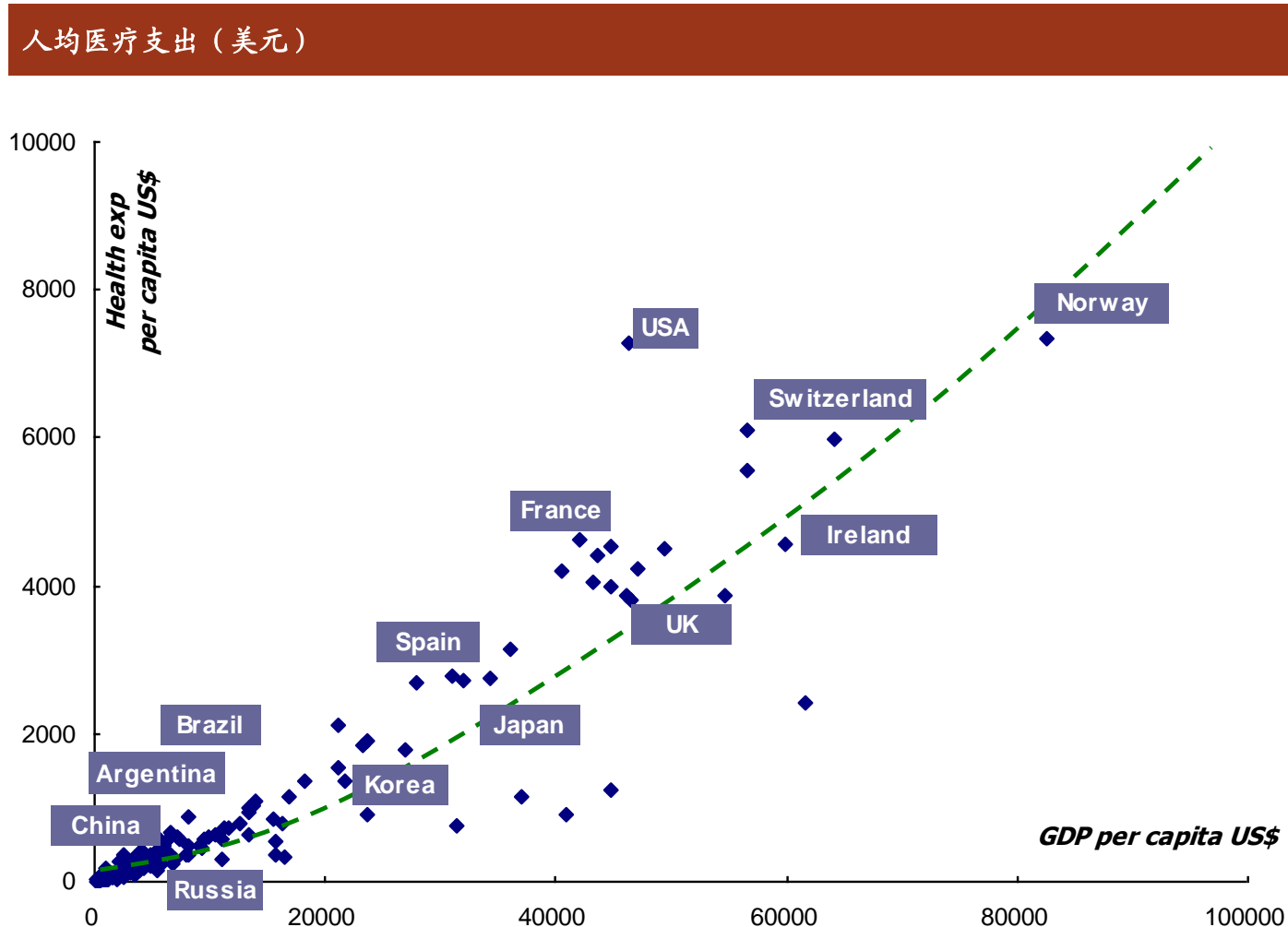
医药市场规模排名



资料来源：IMS，中金公司研究部

中国医疗卫生支出还有很大的潜力

- 2014年，全球平均人均GDP 10,804美元，全球人均医疗支出1,358美元。
- 2014年，中国平均人均GDP 7,080美元，医疗支出406美元。



资料来源：IMS，中金公司研究部

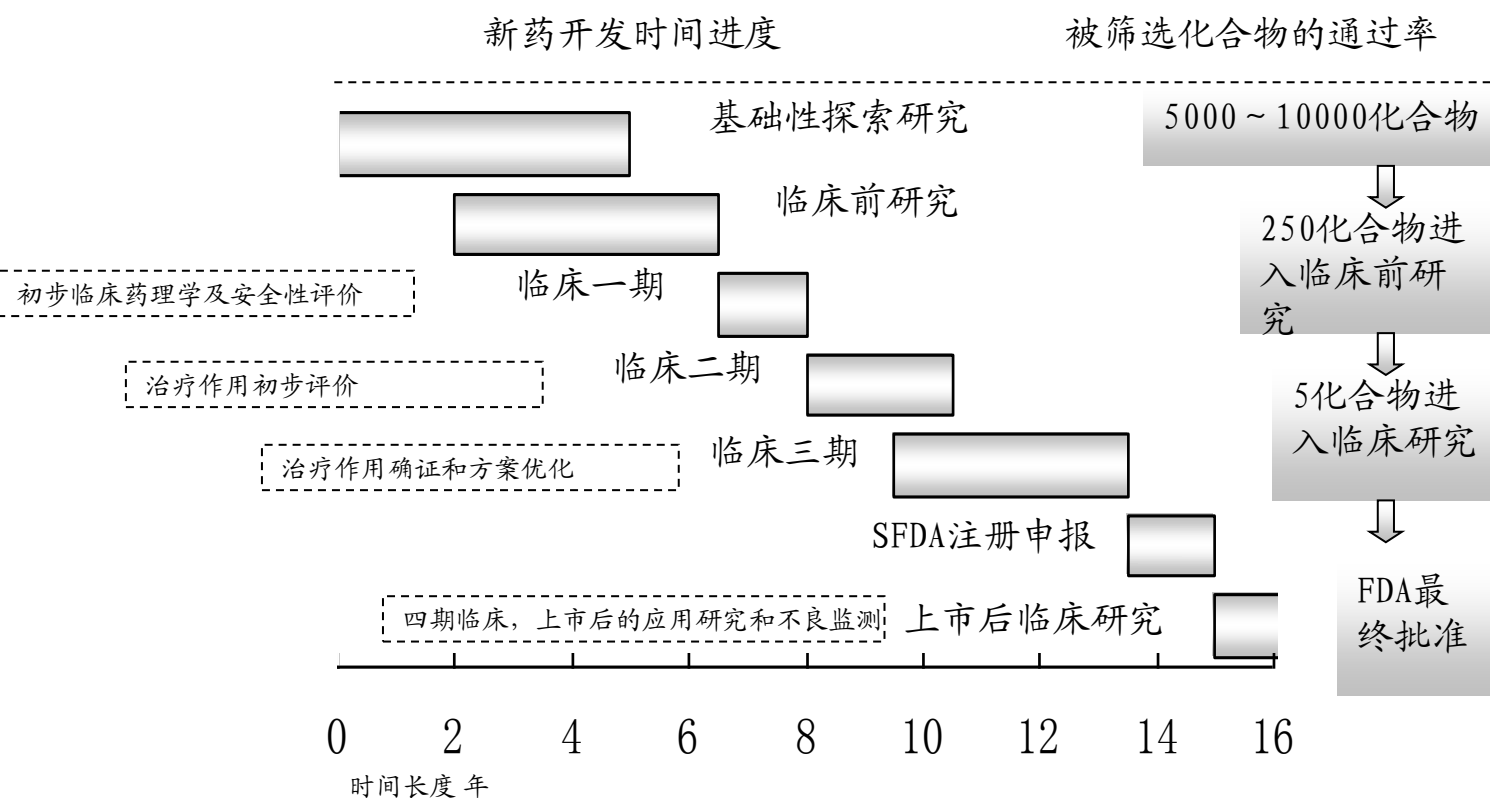
药品开发申报流程

- 药品开发耗时长，费用高；

- 新药品的发展越来越难，失败风险日趋增大；

- 审批流程严格，获批后还需要监控上市后的临床反应

新药开发流程

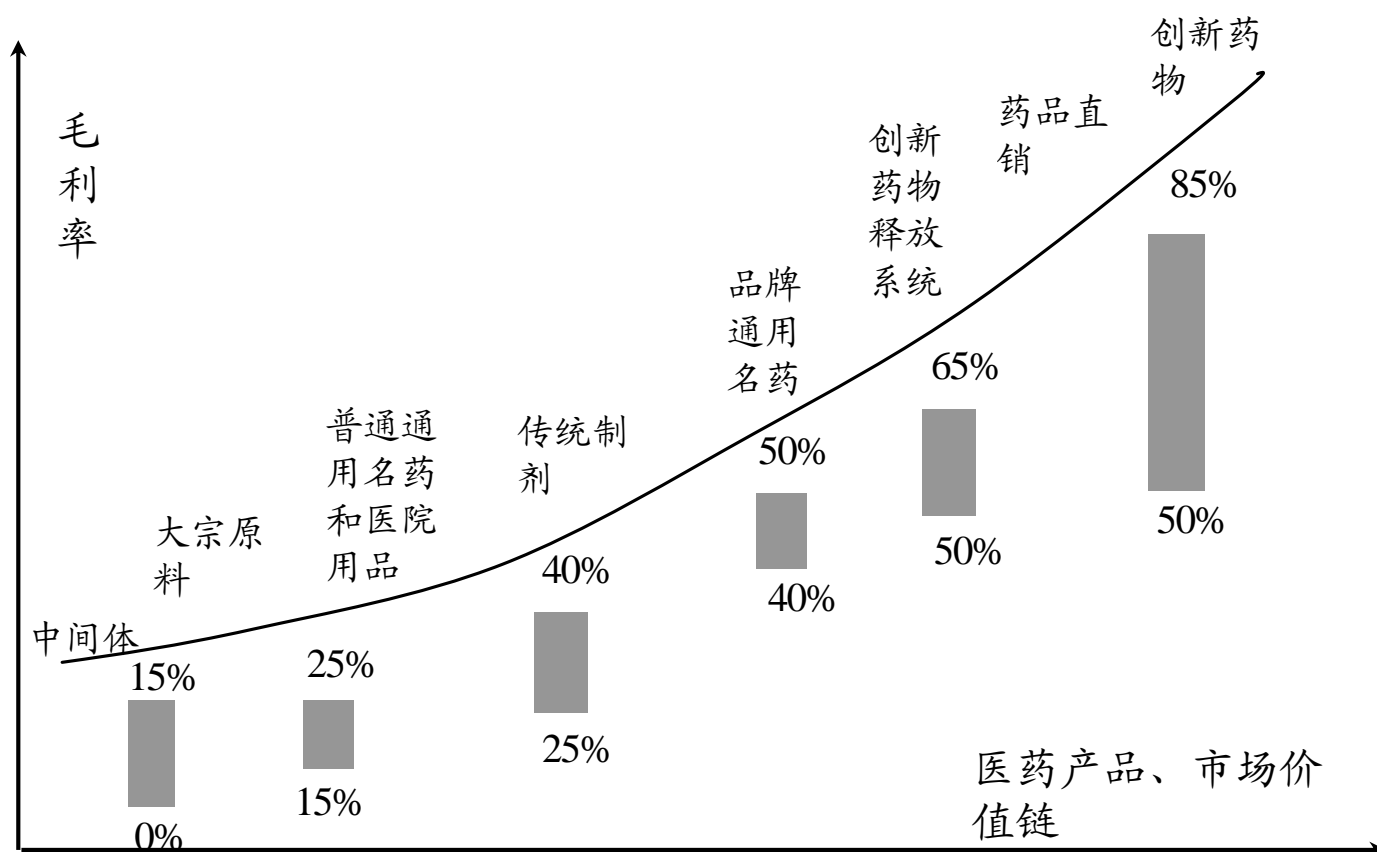


资料来源：中金公司研究部

药品价值链

- 创新，意味着定价权和市场垄断，为企业赢得更多利润空间；
- 中国市场存在失衡现象，创新缺失，不规范的竞争，造成医药企业表面的高盈利；

药品价值链

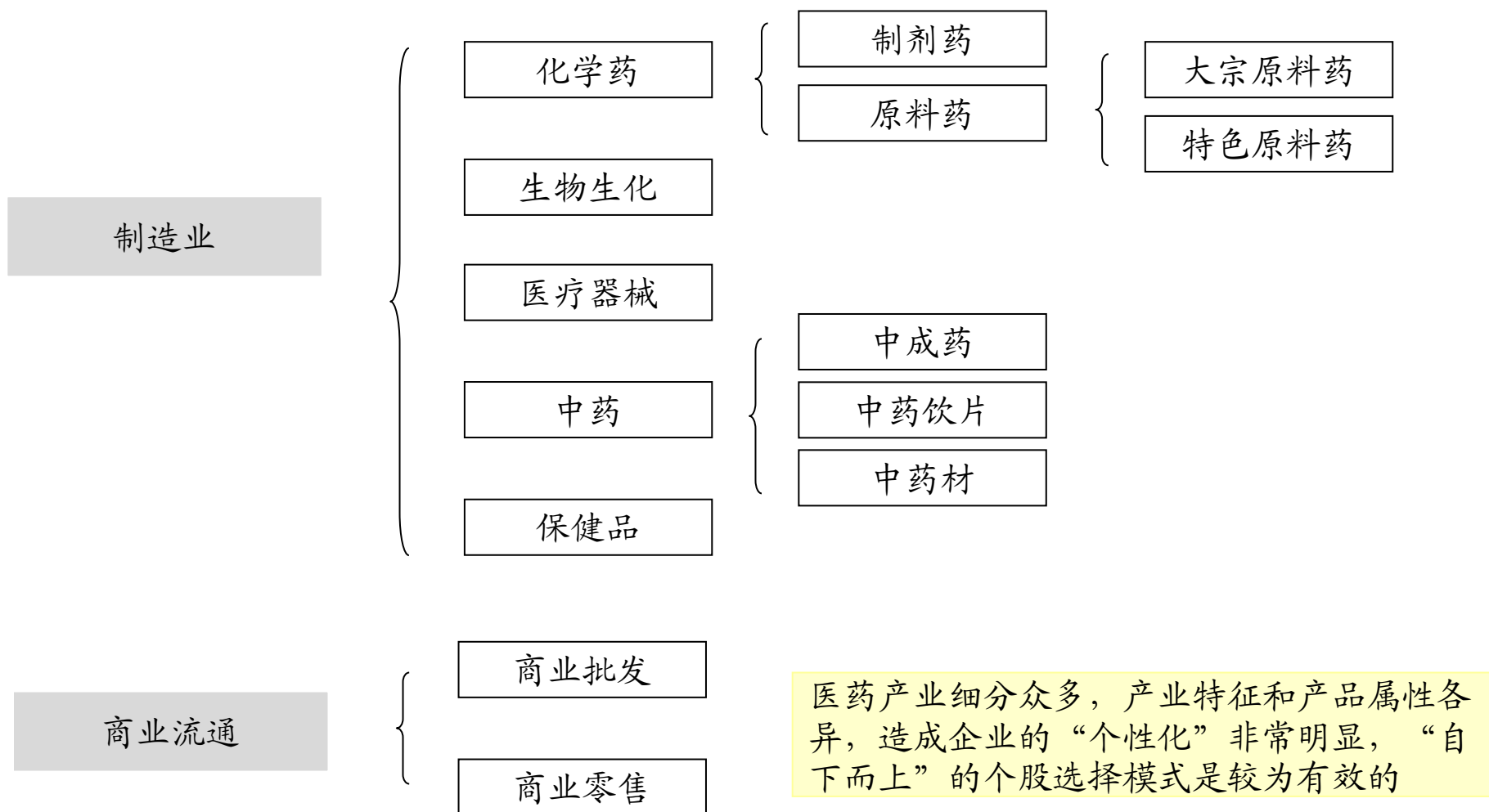


资料来源：IMS，中金公司研究部

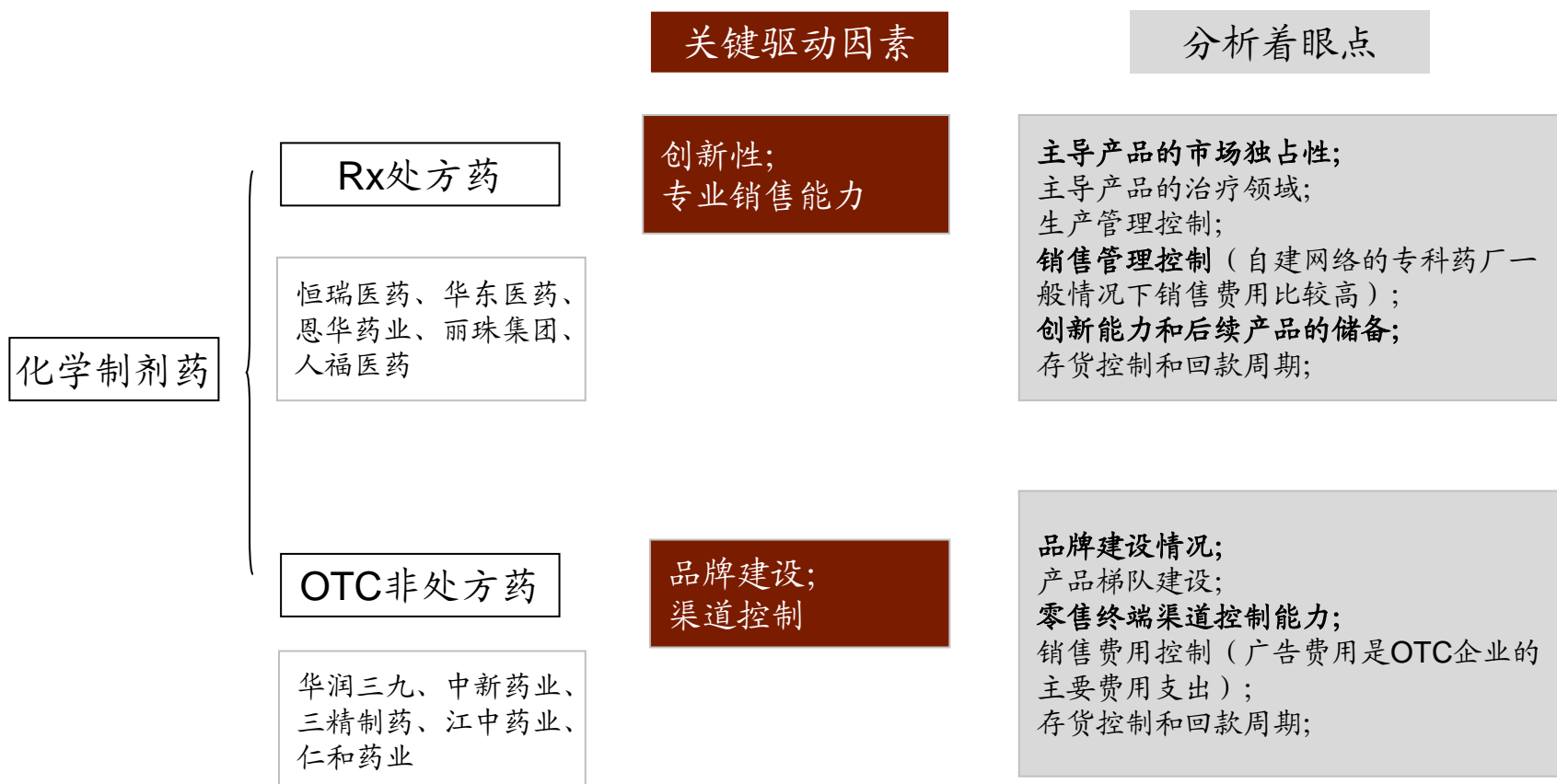
第二章

行业细分&投资逻辑

医疗行业：产业特征多元化



化学制剂



化学药

□总体谨慎，化学仿制药价格压力普遍偏大

- 压力增大品种：专利过期原研药、仿制药中的基药品种、化学合成的一类精麻药
- 压力缓解品种：专利药、低价普药、基药独家剂型品种以及首仿或通过海外认证（市场标准）的品种

原研药和仿制药同场竞技

- 专利过期原研药降价信号强烈
- 省级招标合并质量层次趋势明显
- 原研降价将加大与品牌仿制药的竞争，“上下衔接”可能导致市场份额重新分配
- 专利药，基药独家剂型等类别议价能力较强，影响有限

医保控费，低价药品标准宽泛，利好品牌普药企业

- 医保控费大背景下，制药企业的持续成长性来自竞争力突出的丰富产品梯队
- 以销售见长，不断丰富产品线的平台型公司易于在竞争中成长
- 大型普药企业由于受益于品牌溢价和产品管线，价格压力减小

增持、回购、股权激励、业务上的创新，积极求变

- 制药公司积极求变，修正现阶段公司估值与价值可能有不匹配的地方

□建议关注研发领先的**品牌专科药龙头**——恒瑞医药和**华东医药**，以及深耕化药制剂、积极布局大健康产业的**人福医药**

投资逻辑分析— 恒瑞医药

治疗领域

四大产品线：抗肿瘤、造影剂、手术麻醉产品及大输液

现有产品

现有产品以仿制药为主，有多个重磅首仿药或次仿药

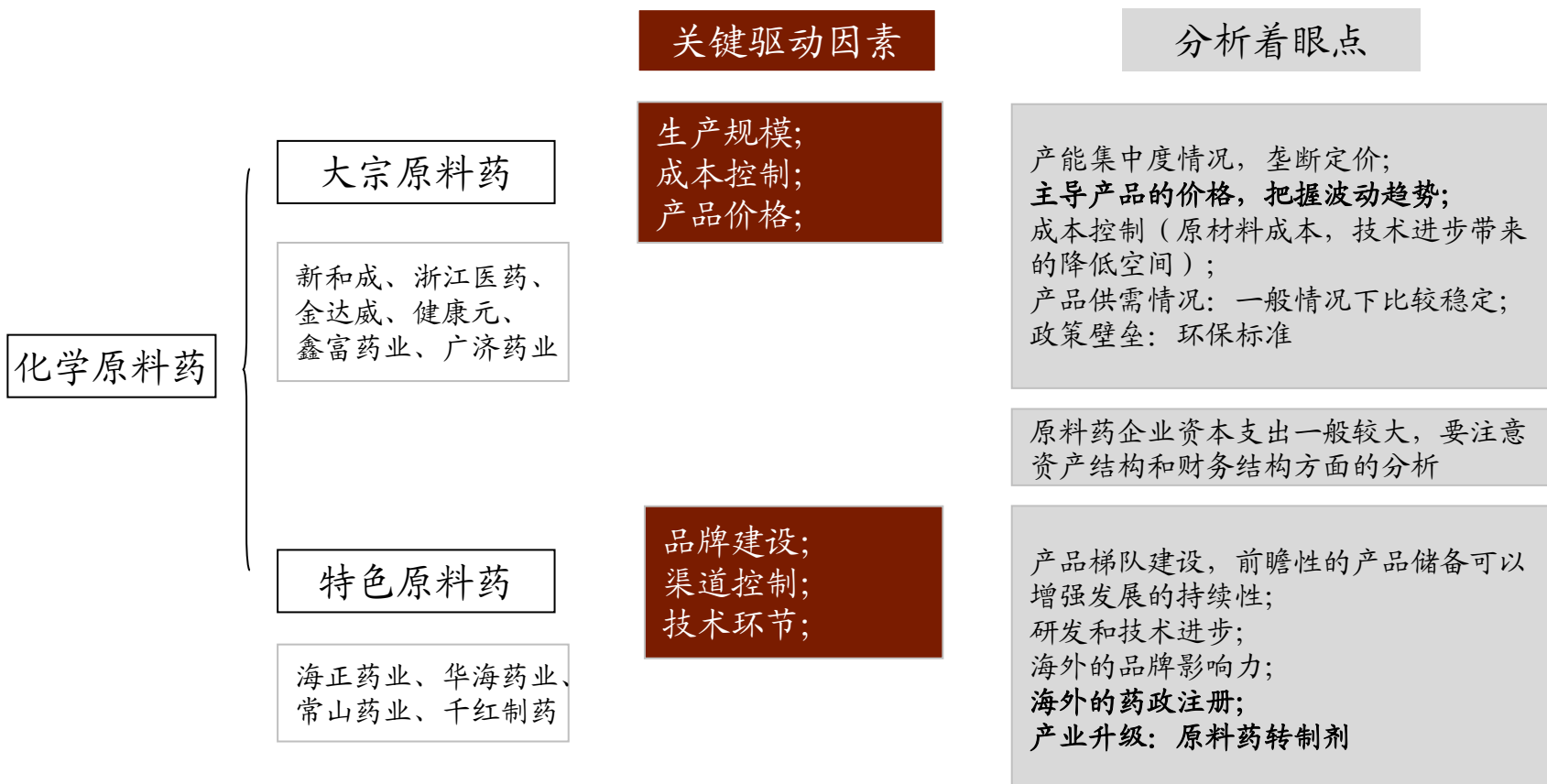
销售能力

全部进行学术营销，建立了全国范围的直销网络，销售人员接近5000。专科药溢价逐渐体现，销售费用率逐年下降

研发能力

创新药：数十个创新药，集中在肿瘤、糖尿病、免疫等领域；
仿制药：每年提交超过30个仿制药申请，预计未来将获批数个首仿

化学原料药



原料药：出口疲软，价格波动

□化学原料药行业整体大环境依然艰难，尤其在环保监管愈加严厉的情况下，行业的优胜劣汰步伐加快

大宗原料药——细分领域分化

- 抗生素：环保力度加大、产能过剩、限抗政策延续，未来价格预计持续在低位徘徊
- 维生素：价格走势分化。VA、VE出口回暖，国际巨头相继提价；VC产能过剩，价格持续低迷，接近成本价；VB维持窄幅振荡状态

特色原料药——震荡下行趋势不变

- 老品种普利类和他汀类的价格趋于稳定
- 沙坦类全球总体需求增加，但国际市场竞争加剧，价格下行为主
- 洛沙坦，缬沙坦与坎地沙坦处于价格下降通道

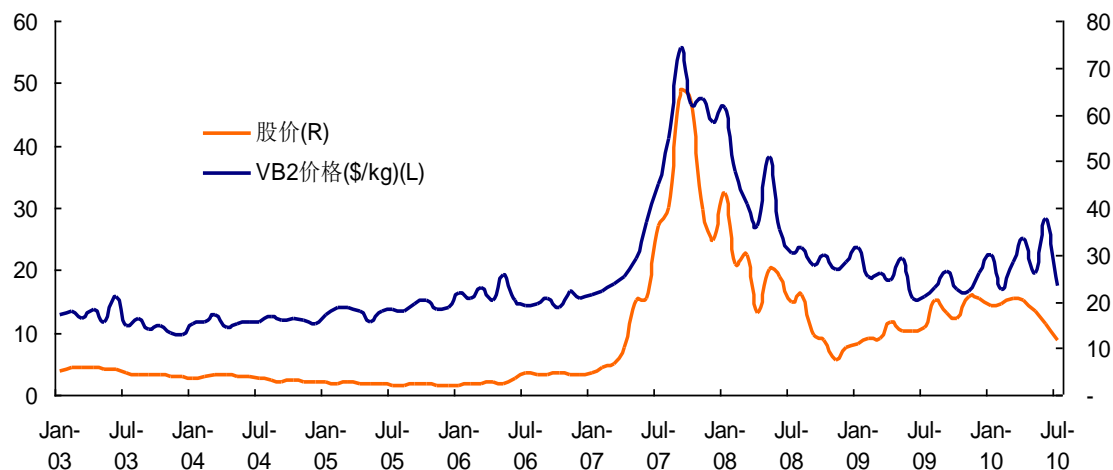
公司

- 建议研发能力出色，具有产业升级概念的原料药公司可能出现的业绩反转机会。

投资逻辑分析—广济药业（大宗原料药）

- **产能与需求：**供需平衡点是决定大宗原料药价格最主要的因素（突发事件，如H7N9有可能短期打破供求平衡）；
- **规模效应：**规模效应及行业集中度提升，往往能有效降低成本垄断定价；
- **技术壁垒：**合成效率很大程度上决定了生产成本的高低，技术路径的突破通常将会破坏现有市场竞争格局；
- **环保：**环保标准的提升使成本上升

广济药业股价与VB2价格



资料来源：CEIC，Wind，中金公司研究部

投资逻辑分析— 华海药业（特色原料药）

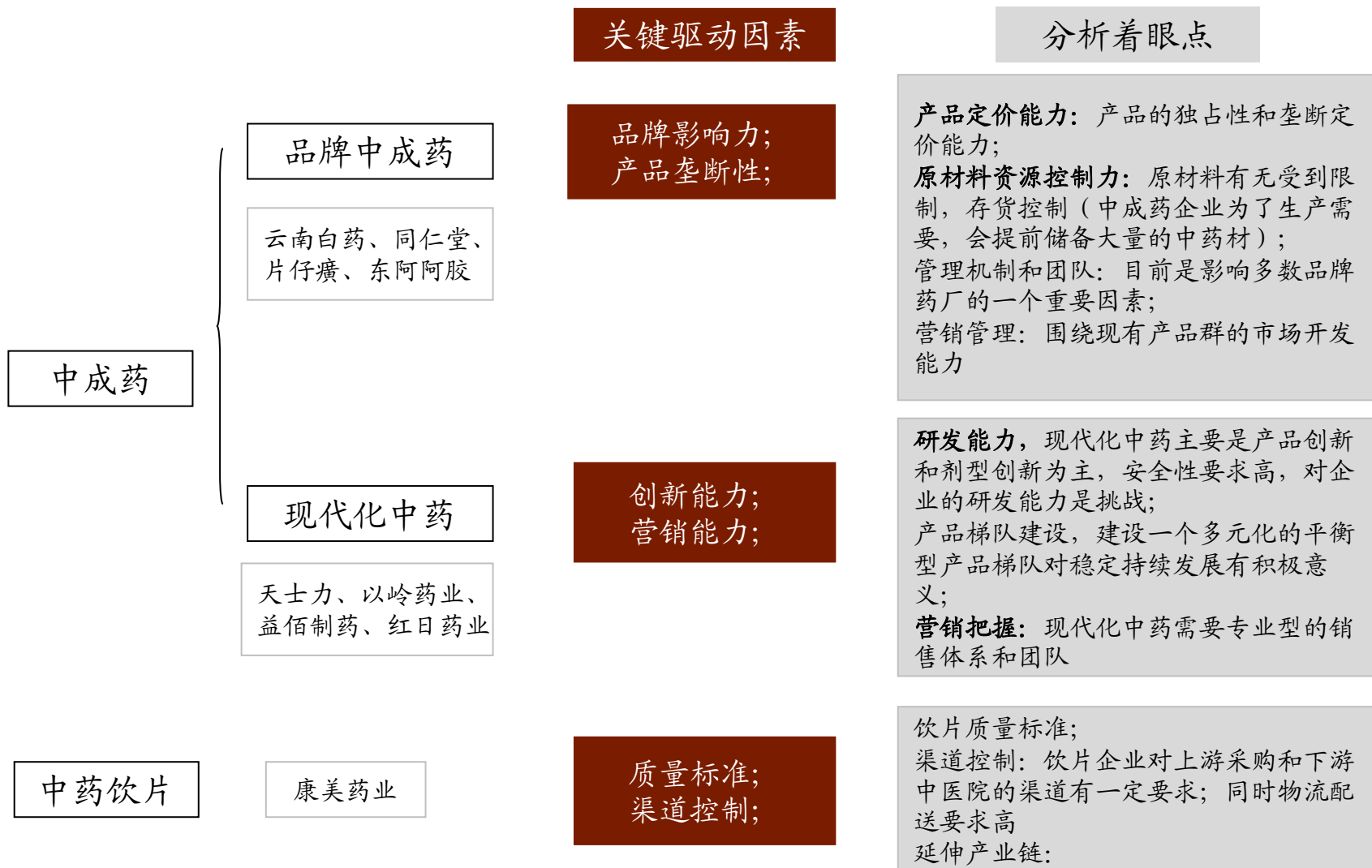
- **产业升级：**原料药转制剂（包括国内和海外），打造全产业链是投资主线；
- **创新能力：**特色原料药价格的特点是振荡下行，持续开发新品是维持毛利的唯一途径；
- **海外药政注册：**进行欧盟CE和FDA的GMP认证，取得标准市场的销售资格，有望获得更高的产品价格；

华海药业股价走势图



资料来源：CEIC，Wind，中金公司研究部

中药：传统品牌和现代中药并行



中成药：行业整体下行，关注四类公司

□ 招标新政+医药控费使中药行业整体下滑

此轮中药降价对主营独家品种的上市公司业绩影响有限

- 壁垒高：独家品种享受专利与行政双重保护，招标中有很强的价格维护能力；
- 降价少：中药具有“反规模效应”。

□ 我们看好四类中药公司的投资价值

类别	相关上市公司	相关产品
基药独家	以岭药业	通心络胶囊，参松养心胶囊，连花清瘟胶囊
	天士力	复方丹参滴丸，养血清脑丸（颗粒）
	众生药业	复方血栓通胶囊
OTC大健康	云南白药	云南白药系列，云南白药牙膏，养元青洗发水
	同仁堂	六味地黄丸、安宫牛黄丸、牛黄清心丸等
	华润三九	三九胃泰、999感冒灵、999皮炎平等
中药注射剂	天士力	注射用益气复脉(冻干)，注射用丹参多酚酸
	益佰制药	艾迪注射液
	上海凯宝	痰热清注射液
	红日药业	血必净注射液
	昆明制药	注射用血塞通(冻干)
中药配方颗粒	红日药业	康仁堂“全成分”中药配方颗粒
	华润三九	999单味中药配方颗粒

投资逻辑分析—天士力（现代中药）

产品 梯队

一线重磅：大病种独家基药产品-复方丹参滴丸；
二线品种：独家中成药口服剂+重磅中药注射剂+特色化学药+生物药

研发 能力

丹参滴丸目前正在进行FDA III期临床试验，多个产品申报IND；
代表了中药标准化制造和质量控制的最高标准，积极研发了一系列现代中药产品

销售 能力

建立了全国范围的直销网络，销售人员超过5000人；
自2006年开始布局基层市场，目前全面覆盖医院，基层，OTC三大终端

产业链 延伸

构建了药物研发、药材种植、中药提取、制剂生产，市场营销和大健康集于一体的现代中药产业链

生物生化：创新和产业转化

- 技术壁垒相对较高：生物药产品技术复杂，仿制难度较高；
- 销售壁垒高：企业普遍都是小企业或者项目型公司，销售系统性程度较低，市场推广难以把握；
- 研发能力和产业化能力：研发能力代表企业未来前景，产业化能力是将科研成果转化为经济效益的必须途径

生物生化

通化东宝、天坛生物、
双鹭药业、华兰生物、
科华生物

关键驱动因素

创新能力
产品品种
产业转化

分析着眼点

产品垄断性：前期生物药仿制为主，重复建设严重，市场难以做大；

研发能力：生物技术企业的核心竞争要素，意味着长期的发展前景；

产业转化能力：将科研成果转化为经济效益的必须途径；

生物生化药品对生产成本敏感度不高

生物药:

□ 精选品种: 看好独家品种和创新品种

重组蛋白药物:

- 胰岛素: 中国糖尿病人数量突破1亿; 二代胰岛素纳入基药, 放量可期
- 生长激素: 适应症拓展+进口替代
- 促卵泡素: 国内辅助生殖需求旺盛, 带动促卵泡素高增长。

血液制品:

- 行业是卖方市场, 行业产能受到采浆量的限制, 增长较为稳定
- 建议关注采浆拓展能力较强的华兰生物。

疫苗行业:

- 关注成人疫苗市场。关注代理即将上市的HPV疫苗的智飞生物
- 行业主打产品以儿童疫苗为主, 同质化竞争较为严重

投资逻辑分析—通化东宝

- **技术壁垒高：**胰岛素采用哺乳动物细胞表达，对细胞系，表达稳定性，纯度都有很高的要求。二代胰岛素国内生产厂家仅有通化东宝，甘李和联邦制药。
- **市场规模：**中国有糖尿病患者超过1亿人，预计国内胰岛素市场规模超过400亿元。
- **销售渠道下沉：**我国基层糖尿病治疗中，胰岛素的使用尚不普及，基层医生培训和二代胰岛素入选基药为其放量打下基础。

通化东宝股价走势图



资料来源：Wind，中金公司研究部

医疗器械：价值协同，渠道协同

医疗器械

关键驱动因素

并购扩张；
渠道整合；
创新能力；
产品壁垒；

分析着眼点

生产成本：中低端产品对钢材等原料成本比较敏感；
产品档次：高端意味着高利润和高壁垒；
研发能力：持续发展能力；
渠道协同：管理能力和渠道控制能力
价值协同：医疗器械门类众多，企业若想有效做大，需具备并购整合能力

- 医疗器械的门类众多，个子行业盈利模式差别较大，进口替代程度也不一

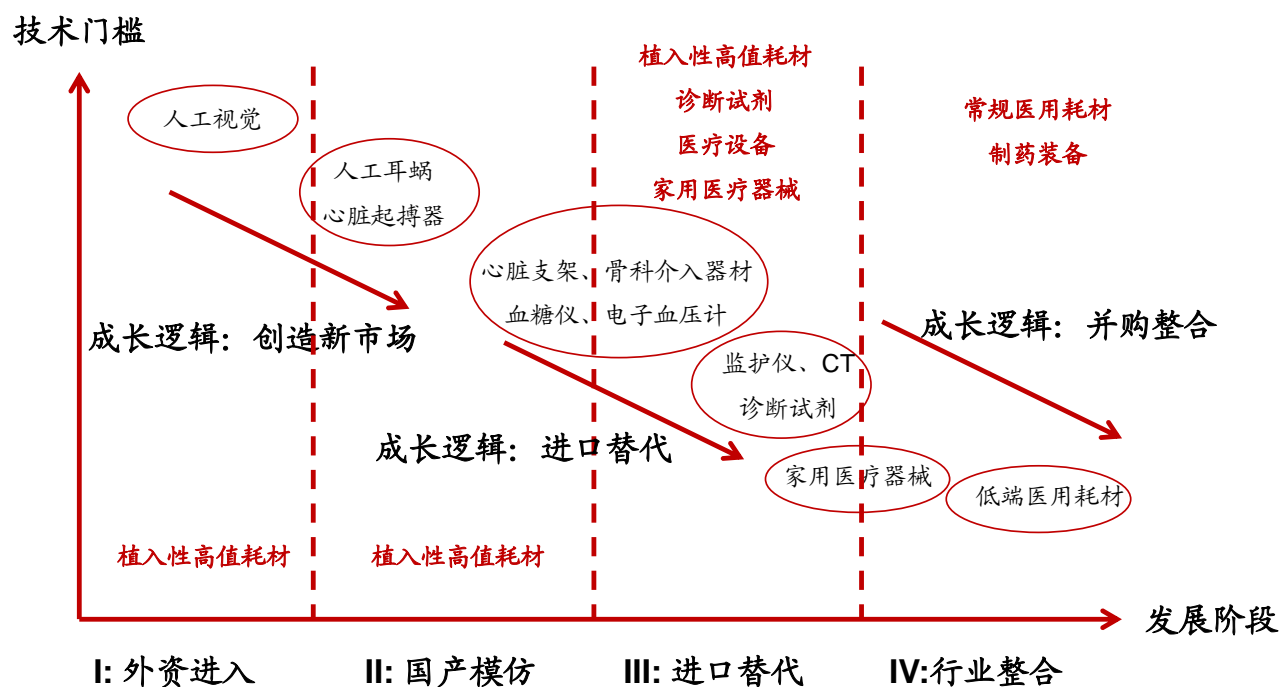
子行业分类	代表上市公司
大型仪器	迈瑞医疗，新华医疗，联影医疗，理邦仪器
IVD	科华生物，利德曼，中生北控，九强生物
高值耗材	乐普医疗，微创医疗，凯利泰，先健科技
低值耗材	山东威高，阳普医疗，普华和顺
家用仪器	鱼跃医疗，三诺生物

医疗器械：平台型公司的崛起

□我们看好拥有成熟渠道，产品线处于快速扩张期的平台型公司。重点推荐：新华医疗、鱼跃医疗、乐普医疗。

□医疗器械行业现阶段主要成长逻辑：渠道整合，产品线多元化带来边际效应的快速提升。

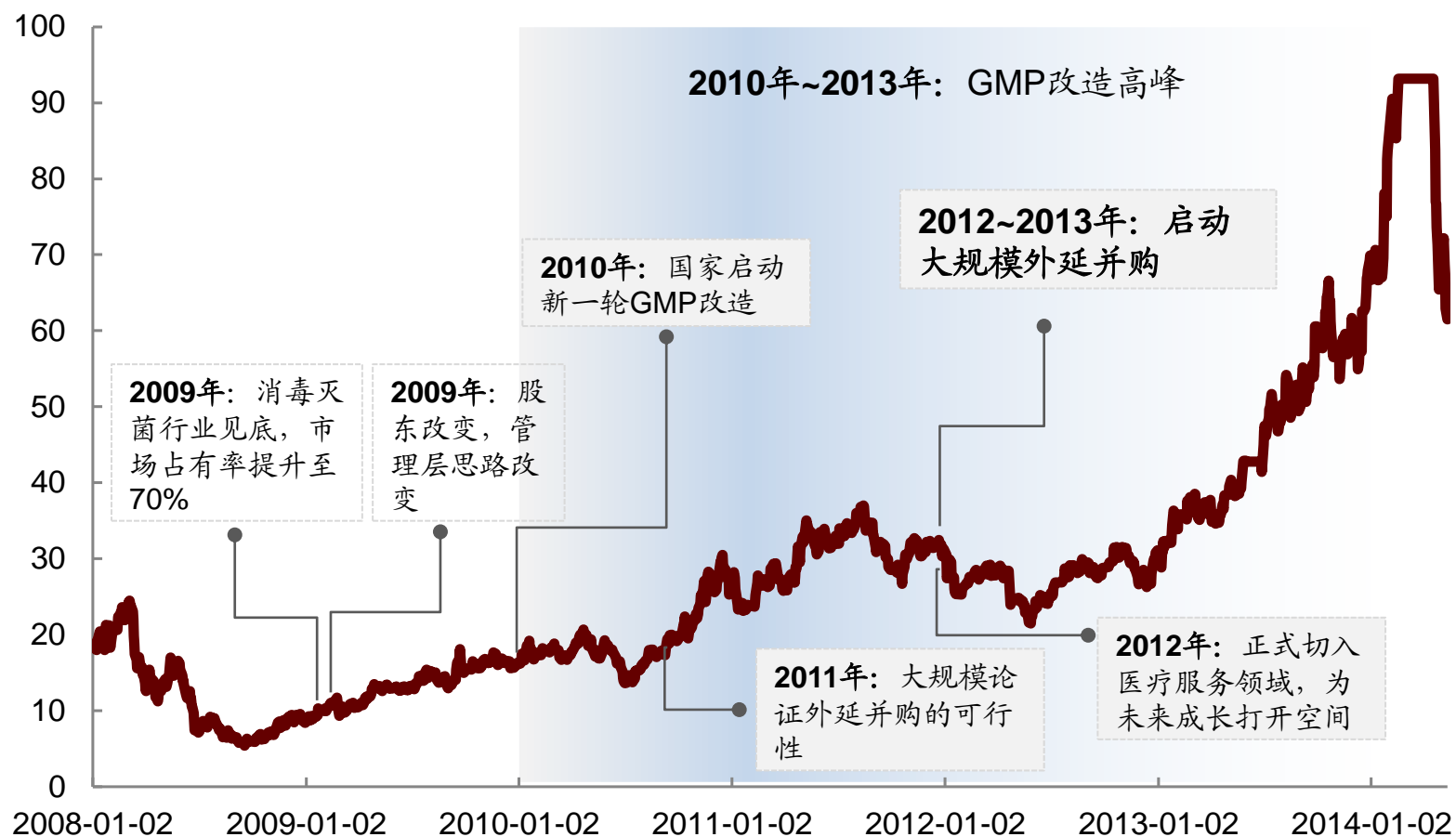
➤现阶段国内医疗器械已经进入产业整合阶段，行业各细分行业竞争较为激烈，大型的器械企业通过渠道整合建立销售平台，通过并购来实现产品线的快速扩张，重合的销售渠道带来产品边际效应的快速提升，从而推动企业的快速成长。



投资逻辑分析—新华医疗

4年10倍涨幅的催化剂

- 行业垄断，进入壁垒高；
- 大规模并购，价值协同；
- 发展多元化产品线，渠道协同



投资逻辑分析—新华医疗

新华医疗 (600587.SH) 并购历程



医药流通：规模增长、利润空间和资金周转

- 医疗行业变革催生机会：药房托管趋势显现，“二次议价”、带量采购等考验流通企业承受能力。
- 药品流通具有明显的地域效应和规模效应。除了少数全国性龙头，医药流通行业仍然呈现区域垄断的格局。规模效应决定了低成本优势，在低毛利率水平下，通过期间费用控制取得合理的利润空间是企业主要的竞争模式。
- 关键驱动因素有：行业增速、销售规模、业务结构、管理效率、财务效率等。



医药商业：行业龙头实现高于行业增速

➤具有规模效应和议价能力，积极应对变革的龙头企业有望胜出。建议关注上海医药、国药股份和国药控股等。

行业增速

2014年行业增速约为15%，15年增速趋于平稳

- 反商业贿赂影响弱化；
- 龙头企业对上游议价能力更强，通过网络下沉、调整业务结构等有望实现较好增速。

毛利率

止跌但压力仍在

- 2014年迎来基药密集招标，毛利率压力仍将存在。

应收账款

有所延长

- 受医保控费、网络下沉等影响，医院客户账期延长；
- 基层市场未来空间大，是必须占领的领域；其毛利率高，但是回款周期长，需要进行平衡两者关系。

资金成本

缓慢下行，但仍处于高位

- 需要通过更好的调整资金结构来控制财务费用

行业集中度

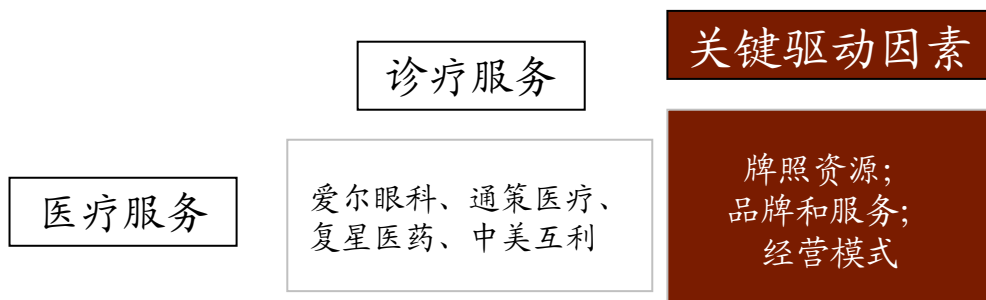
新版GSP的实施促使集中度提升

- 龙头企业大规模并购步伐明显放缓；
- 区域性并购依旧活跃。

医疗服务：市场化脚步越来越近

- **医疗服务具有相对垄断性。**前期医疗服务行业属于传统的垄断型行业，一方面医疗机构在产业链中具有垄断话语权，另外一方面行业资源被大型国有医院把持，政府一直未能有效放开审批以及给予民营医疗机构同等待遇。。
- **市场化带来发展机遇。**国家鼓励民间资本进入医疗服务行业，将会有助于打破传统的垄断格局，从不同的层次来释放和满足消费者的医疗需求，这对整个产业链都是非常积极的。

分析着眼点



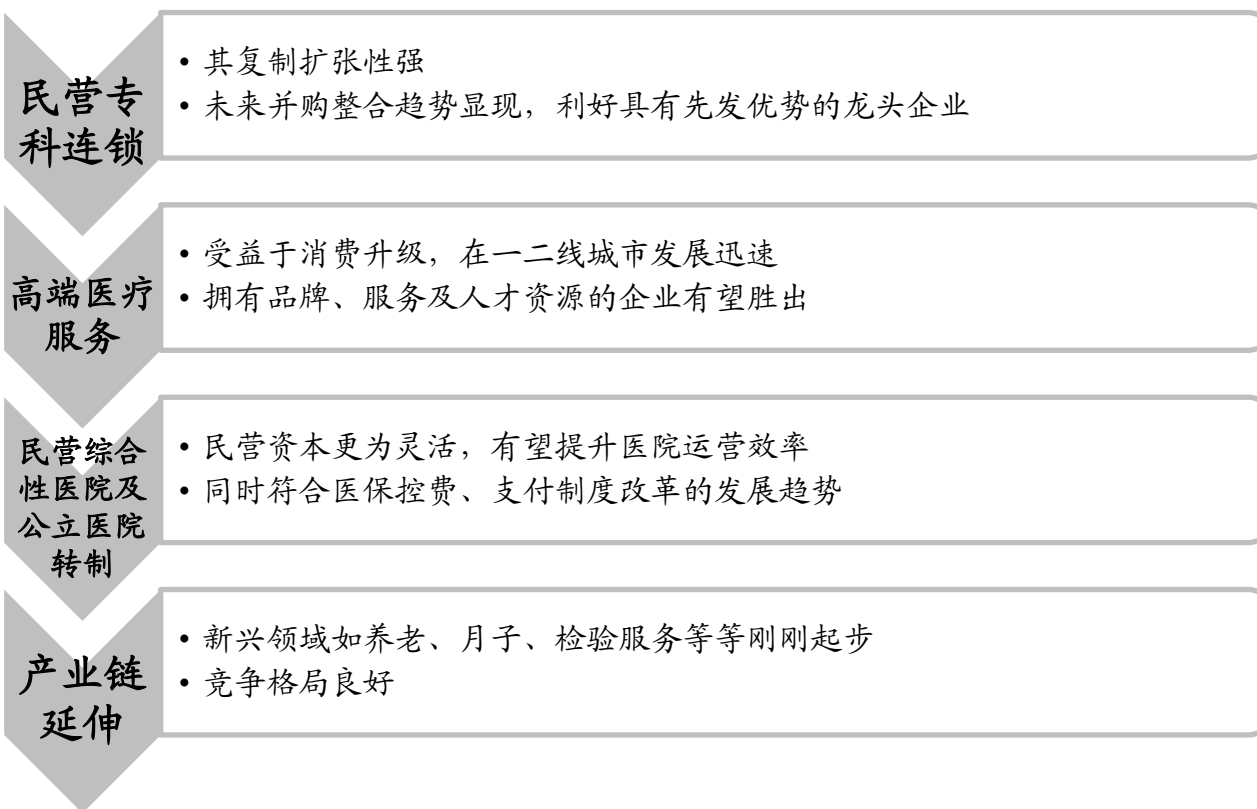
牌照资源：相对垄断局面下，谁先获得牌照，就获得发展的先机；
运营模式：核心医院+卫星辐射服务占，还是连锁模式，关系到企业的发展前景；
品牌和服务：民营医院的发展更多建立在品牌信誉和更具特色的服务方面；

医疗服务：政策红利显著

□预计行业总体将保持高速增长

- 不同于制药领域，医疗服务业负面政策很少，“改革红利”巨大。
- 受益于消费升级、效率的提升和专业化分工。
- 投资医院的井喷期还未到来，未来蕴藏巨大的成长空间。

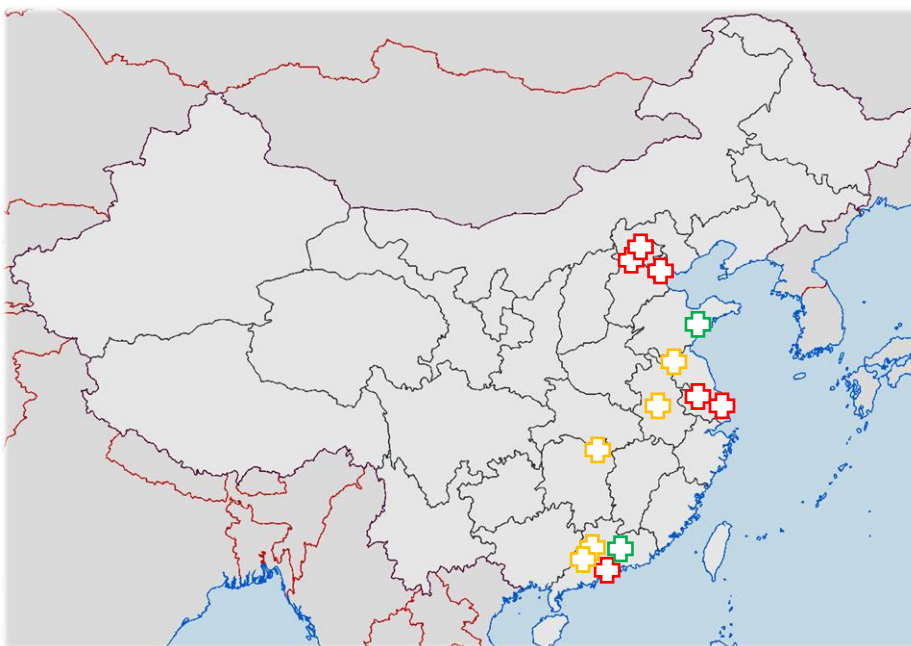
□我们看好四类医疗服务企业的投资价值



投资逻辑分析—复星医药

- **运营模式：** 高端医疗服务+二三线城市综合性医院两条主线。其中前者来自于美中互利旗下的和睦家医疗集团，面向的是在国内工作生活的外籍人士以及较富裕人群。后者以禅城医院为代表，覆盖二三线城市，与在一线沿海城市的和睦家形成呼应。复星在以和睦家及现有医院群的基础上，整合周边医疗服务资源，并以此为依托建立卫星康复中心、诊所等，从而建立完整、覆盖面广的服务集群。
- **品牌和服务：** 在品牌和服务质量方面，和睦家医院已经通过了国际联合医疗委员会的认证，并且是中国唯一获得该认证的医疗集团。复星旗下拥有两家具有特色的肿瘤专科医院-安徽济民以及广州南洋。另外公司进一步提升服务网络的协同效应，比如在禅城医院中引入和睦家和肿瘤专科的资源，并开设Alma Studio，加强国内市场对旗下器械公司Alma Lasers的支持。

图表: 复星医药在中国医院市场的主要布局



附注：红色为和睦家医院及诊所；绿色为正在建设中的和睦家医院；黄色为复星医药旗下的其他民营医院

资料来源：公司资料，中金公司研究部

子行业驱动因素小结

行业驱动因素			代表公司	
化学制药	化学制剂	普药	推行基本医疗保障和基本药物制度是普药面临最大机遇，在这片红海市场中，竞争将推动规模化和集约型企业产生	哈药集团、华北制药、白云山、双鹤药业、联邦制药、科伦药业
		品牌专科药	发病趋势变化给品牌专科药带来额外的需求空间，而医保覆盖和支付能力提升加大释放了对品牌药物的需求，企业研究实力增强和政策对创新的扶持将加速行业发展	恒瑞医药、华东医药、中国生物制药、恩华药业、信立泰
	化学原料药	大宗原料药	市场化定价给原料药提供了更为自由的竞争环境，战略明晰、执行力强的企业通过不断升级中胜出	中国制药、新和成、浙江医药、华北制药
		特色原料药		海正药业、华海药业
中药	中成药	品牌中药	依托传统品牌的中成药具有消费属性，其定价和品牌拓展具备较大弹性，能够享受消费升级带来的发展机遇	云南白药、东阿阿胶、片仔癀、广州药业、中新药业、三九医药
		现代中药	以创新为依托，现代中药产品治疗效果更具备针对性，受到国家创新支持和严格的监管，未来发展将更规范	天士力、康缘药业、上海凯宝
	中药饮片		消费升级是饮片发展的推动力，而产业链整合过程中将诞生行业领导企业	康美药业
生物制药			技术创新最为活跃的领域，政策鼓励以及资本支持给产业发展带来更多活力。医改后，政府将更加侧重于重大疾病的诊断预防和治疗，将极大带动相关产品的需求。	华兰生物、科兴生物、天坛生物、成大生物、通化东宝
医疗器械			国家基层医疗建设给中低端产品带来需求，家用器械市场兴起拉动便携电子产品发展。在产品创新和产业升级帮助下，进口替代是长期趋势；横向并购整合将帮助优势企业走向综合化发展之路。	山东威高、迈瑞医疗、鱼跃医疗、乐普医疗、阳普医疗
医药商业	医药分销		受到国家政策和并购扩张推动，行业集中度迅速提升。医改给流通渠道带来更多增值服务空间，并将推动药品消费逐步从医院转移到零售终端。	国药控股、上海医药、南京医药
	医药零售			海王星辰、第一医药
医疗服务			国家推进公立医院改革，建立多元化医疗服务体系，为专科医疗服务打开发展空间。得益于中国巨大和多样化的医疗需求市场，医疗服务未来有巨大发展潜力。	爱尔眼科、通策医疗、泰和诚
行业制约因素				
改革过程中，政策性限价对大部分制剂产品和医疗器械都是偏负面的，而公立医院改革也给药品消费带来不确定性的影响。对于原料药产业，产业结构调整政策以及人民币升值带来了压力。				

法律声明

一般声明

本评论由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本评论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。本评论中的信息、意见等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评论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。投资者应当对本评论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。对依据或者使用本评论所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本评论所载的意见、评估及预测仅为本评论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评论所载意见、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评论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本评论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评论中的意见或建议不一致的投资决策。

本评论亦可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。

本评论亦可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”）仅向符合新加坡《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。提供本评论于此类投资者，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。有关本评论之任何查询，在新加坡获得本评论的人员可向中金新加坡提出。

本评论亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本评论并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可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评论。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本评论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。投资者请勿将本评论视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：中信银行、招商银行、民生银行、交通银行、华夏银行、建设银行、中国人寿、中国平安。

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

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本评论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。



谢谢



CICC
中金公司

