

云南白药 (000538.SZ)

投资中国抗体，开启生物医药布局

事件：公司计划使用自有资金 5,000 万美元（约合 3.5 亿人民币），以基石投资者的身份参与认购 SinoMab BioScience Limited（中文名称为：中国抗体制药有限公司，简称“中国抗体”）在香港联合交易所的首次公开发行股份，并相应签署《基石投资协议》。

开启生物医药布局，提升资金利用效率。公司本次投资中国抗体，是公司布局生物医药的开始，具有里程碑意义。中国抗体 IPO 前最后一轮估值约为 3.5 亿美元，如果 IPO 募集 2 亿美元，发行 25% 股本，则市值将达 8 亿美元，云南白药持股比例为 7.5%。公司吸收合并白药控股后，2019H1 现金及等价物总数达 129.7 亿元，另有 78.1 亿交易性金融资产，资金充足。以适量资金投资布局生物医药有助于公司提高资金利用效率和综合竞争实力，在公司传统药品业务逐步进入成熟期后，新药品布局将为公司注入新的增长动能。

中国抗体专注自身免疫疾病药物：中国抗体 2001 年由首位成功发展人源化抗 CD22 单克隆抗体的科学家梁瑞安博士创立，梁在分子免疫学及治疗用单克隆抗体的领域拥有三十年经验。公司 6 项在研药物中 2 项临床试验阶段，用于治疗多种自身免疫性疾病，4 项处于新药研究阶段。在研药物的主要适应症为治疗类风湿关节炎（「RA」）、系统性红斑狼疮（「SLE」）、哮喘、天疱疮、干燥综合征（「SS」）及其他免疫性疾病。其中 SM03 是仅有的已进入三期临床研究的抗 CD22 治疗性单抗，治疗系统性红斑狼疮及非霍奇金氏淋巴瘤已完成一期临床试验；「BTK」抑制剂 SN1011 治疗类风湿关节炎、系统性红斑狼疮及天疱疮的一期临床预计将于 2019 年底前完成。截止目前公司尚未将任何产品商业化，也无产生销售产品的任何收入，2018 年、2019 年 1-4 月净利润分别为 -8361 万元、-2840 万元，研发费用分别为 4730 万元及 2020 万元。

自身免疫疾病治疗市场广阔：弗若斯特沙利文信息，全球自身免疫疾病治疗市场 2018 年的收入为 1137 亿美元，预计到 2023 年将达到 1523 亿美元，在此期间 CAGR 为 6.0%。中国自身免疫性疾病市场规模 2018 年为 134 亿元，弗若斯特沙利文预测 2030 年将达到 1330 亿元，生物制剂将代替小分子，成为自身免疫疾病的主要治疗方法。2030 年类风湿关节炎治疗市场将达到 833 亿元，2018-2023 年复合增速为 19.6%，系统性红斑狼疮市场将达到 149 亿元，2019-2030 复合增速为 21.7%。

投资可能进入高峰，布局将陆续兑现：公司 10 月 15 日公告将斥资 7.3 亿港元（折合人民币约 6.6 亿元）认购控股子公司万隆控股集团(00030.HK)的可换股债券，募集资金用于工业大麻和 CBD(大麻二酚)相关的业务发展、研发、投资、收购或其他应用，加上本次投资中国抗体布局生物药，可能意味着公司将进入投资的高峰期，后续对骨科医疗、女性健康领域布局也将逐步兑现。

风险提示：牙膏增速减缓；新产品推广、员工持股推进不及预期

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,499	27,017	29,341	33,089	36,916
增长率 yoy (%)	9.3	10.3	8.6	12.8	11.6
归母净利润(百万元)	2,869	3,411	3,798	4,444	5,099
增长率 yoy (%)		18.9	11.3	17.0	14.7
EPS 最新摊薄(元/股)	2.25	2.67	2.97	3.48	3.99
净资产收益率(%)	17.3	16.5	11.6	12.8	13.7
P/E(倍)	36.0	30.3	27.2	23.2	20.2
P/B(倍)	5.7	5.2	4.7	4.3	3.9

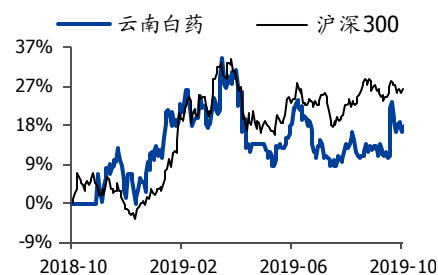
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所（18 年数据采用吸并后口径）

买入（维持）

股票信息

行业	中药
前次评级	买入
最新收盘价	80.78
总市值(百万元)	103,188.64
总股本(百万股)	1,277.40
其中自由流通股(%)	47.67
30 日日均成交量(百万股)	3.68

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 杨春雨

邮箱：yangchunyu@gszq.com

相关研究

- 1、《云南白药 (000538.SZ)：新一届董监高就位，混改再迈进重要一步》2019-10-12
- 2、《云南白药 (000538.SZ)：核心业务利润端增速放缓，静待员工持股激活公司经营》2019-08-29
- 3、《云南白药 (000538.SZ)：新一届董监高就位，混改再迈进重要一步》2019-08-23



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	25,104	27,284	40,434	41,930	46,504	营业收入	24,499	27,017	29,341	33,089	36,916
现金	2,666	3,017	13,285	12,521	15,025	营业成本	16,732	18,549	20,847	23,297	25,846
应收账款	1,234	1,853	2,338	2,752	3,400	营业税金及附加	170	176	186	220	244
其他应收款	139	324	850	473	1,003	营业费用	3,684	3,922	4,078	4,434	4,836
预付账款	418	602	506	744	650	管理费用	387	312	440	496	646
存货	8,663	9,994	10,974	12,458	13,539	财务费用	73	163	431	112	34
其他流动资产	11,983	11,493	12,481	12,982	12,886	资产减值损失	65	58	469	66	74
非流动资产	2,599	3,094	3,199	3,400	3,590	公允价值变动收益	0	42	200	100	80
长期投资	1	1	8	16	23	投资净收益	277	282	1,607	607	607
固定投资	1,745	1,715	1,916	2,181	2,414	营业利润	3,621	3,832	4,428	5,170	5,922
无形资产	319	312	316	319	326	营业外收入	7	7	7	7	7
其他非流动资产	533	1,066	958	884	827	营业外支出	6	13	30	20	20
资产总计	27,703	30,378	43,633	45,330	50,093	利润总额	3,622	3,826	4,405	5,158	5,910
流动负债	7,524	10,186	10,674	10,206	12,575	所得税	489	536	618	723	829
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	3,133	3,290	3,788	4,435	5,081
应付账款	3,584	4,222	4,551	5,253	5,624	少数股东收益	-12	-17	-10	-9	-18
其他流动负债	3,941	5,964	6,123	4,953	6,951	归属母公司净利润	2,869	3,411	3,798	4,444	5,099
非流动负债	2,035	269	307	376	423	EBITDA	3,793	3,874	4,292	4,926	5,679
长期借款	1,800	3	41	109	156	EPS (元/股)	2.25	2.67	2.97	3.48	3.99
其他非流动负债	236	266	266	266	266	主要财务比率					
负债合计	9,560	10,455	10,981	10,582	12,998	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	105	140	130	121	104	成长能力					
股本	1,041	1,041	1,277	1,277	1,277	营业收入 (%)	9.3	10.3	8.6	12.8	11.6
资本公积	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247	营业利润 (%)	9.1	5.8	15.6	16.8	14.5
留存收益	15,749	17,493	18,968	20,694	22,673	归属母公司净利润 (%)	-1.8	18.9	11.3	17.0	14.7
归属母公司股东收益	18,038	19,782	21,735	23,856	26,239	盈利能力					
负债和股东权益	27,703	30,378	43,633	45,330	50,093	毛利率 (%)	31.7	31.3	28.9	29.6	30.0
现金流量表 (百万元)						净利率 (%)	11.7	12.6	12.9	13.4	13.8
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	17.3	16.5	11.6	12.8	13.7
经营活动净现金流	1,156	2,630	1,936	1,245	4,887	ROIC (%)	15.8	14.7	16.2	16.9	17.7
净利润	3,133	3,290	3,788	4,435	5,081	偿债能力					
折旧摊销	133	138	131	153	178	资产负债率 (%)	34.5	34.4	25.2	23.3	25.9
财务费用	73	163	431	112	34	净负债比率 (%)	-4.8	-6.1	-40.5	-35.6	-39.9
投资损失	-277	-282	-1,607	-607	-607	流动比率	3.3	2.7	3.8	4.1	3.7
营运资金变动	-1,889	-669	-606	-2,748	280	速动比率	2.2	1.7	2.8	2.9	2.6
其他经营现金流	-16	-10	-200	-100	-80	营运能力					
投资活动净现金流	-352	-859	1,571	353	319	总资产周转率	0.94	0.93	0.79	0.74	0.77
资本支出	193	540	98	194	182	应收账款周转率	21.8	17.5	14.0	13.0	12.0
长期投资	-1,029	-197	-7	-0	-7	应付账款周转率	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8
其他投资现金流	-1,187	-516	1,661	546	494	每股指标 (元/股)					
筹资活动净现金流	-912	-1,620	-2,240	-2,362	-2,701	每股收益 (最新摊薄)	2.25	2.67	2.97	3.48	3.99
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	3.85	2.20	1.52	0.97	3.83
长期借款	-2	-1,797	38	69	47	每股净资产 (最新摊薄)	14.12	15.49	17.01	18.68	20.54
普通股增加	0	0	236	0	0	估值指标 (倍)					
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/E	36.0	30.3	27.2	23.2	20.2
其他筹资现金流	-910	177	-2,514	-2,431	-2,748	P/B	5.7	5.2	4.7	4.3	3.9
现金净增加额	-113	153	1,268	-764	2,505	EV/EBITDA	25.3	24.6	19.4	17.0	14.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

中国抗体是专注自身免疫性疾病疗法的香港生物制药公司。中国抗体 2001 年由梁瑞安博士创立，梁在分子免疫学及治疗用单克隆抗体的领域拥有三十年经验，是首位成功发展人源化抗 CD22 单克隆抗体的科学家，2018 年被港交所特聘为生物科技咨询小组顾问。梁瑞安通过 Skytech 持有公司 21.7% 的股份。A 股上市公司海南海药持有公司 18.45% 的股份。中国抗体 IPO 前最后一轮估值约为 3.5 亿美元，如果 IPO 募集 2 亿美元，发行 25% 股本，则市值将达 8 亿美元，云南白药持股比例为 7.5%。

中国抗体专门研究、发展、制造及商品化自身免疫性疾病疗法，主要研制以单克隆抗体为基础的生物药，6 项在研药物中 2 项临床试验阶段，用于治疗多种自身免疫性疾病，4 项处于新药研究阶段。在研药物的主要适用症为治疗类风湿关节炎（「RA」）、系统性红斑狼疮（「SLE」）、哮喘、天疱疮、干燥综合征（「SS」）及其他免疫性疾病。其中 SM03 是仅有的已进入三期临床研究的抗 CD22 治疗性裸单抗。截止目前公司尚未将任何产品商业化，也无产生销售产品的任何收入。2018 年、2019 年 1-4 月净利润分别为 -8361 万元、-2840 万元，研发费用分别为 4730 万元及 2020 万元。

图表 1：中国抗体 IPO 前股权结构

序号	股东名称	股份数量（股）	持股比例（%）
1	Skytech Technology Limited	894,218	21.70
2	Forbest Capital Investment Group Limited	997,382	24.21
3	海南海药股份有限公司	760,201	18.45
4	Apricot Oversea Holdings Limited	541,583	13.14
5	West Biolake Holdings Limited	361,745	8.78
6	其他	565,426	13.72
总计		4,120,555	100.00

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：中国抗体产品管线及研发进度

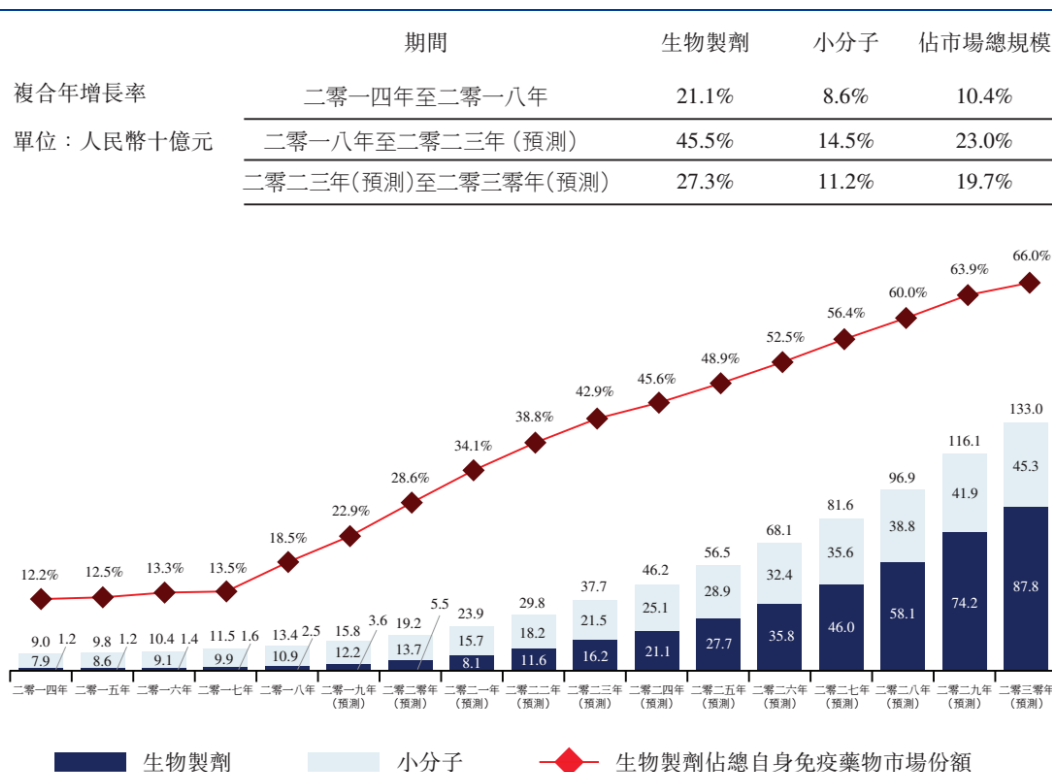
產品	適應症	新藥研究階段	一期	二期	三期
SM03 ⁽¹⁾ (3) (抗CD22單抗) (同類靶點首創)	類風濕關節炎 (RA)				
	非霍奇金氏淋巴瘤 (NHL)				
	系統性紅斑狼瘡 (SLE)				
	干燥綜合症 (SS)				
SN1011 ⁽²⁾ (BTK抑制劑) (第三代)	類風濕關節炎 (RA)				
	系統性紅斑狼瘡 (SLE)				
	天皰瘡				
SM17 ⁽³⁾ (人源抗IL17BR單抗) (同類首創及同類靶點首創)	哮喘				
	特發性肺纖維化 (IPF)				
SM09 ⁽³⁾ (人源抗CD20單抗)	非霍奇金氏淋巴瘤 (NHL)				
	類風濕關節炎 (RA)				
SM06 ⁽³⁾ (人源抗CD22單抗)	類風濕關節炎 (RA)				
	非霍奇金氏淋巴瘤 (NHL)				
	系統性紅斑狼瘡 (SLE)				
	干燥綜合症 (SS)				
TNF2 ⁽³⁾ (人源抗體)	類風濕關節炎 (RA)				

资料来源：中国抗体招股说明书，国盛证券研究所

自身免疫疾病治疗市场全球规模超千亿美元，中国市场规模有望达 1330 亿元。据弗若斯特沙利文信息，全球自身免疫疾病治疗市场 2018 年的收入为 1137 亿美元，预计到 2023 年将达到 1523 亿美元，在此期间 CAGR 为 6.0%。在全球市场上十大最畅销药物中，四种是用于治疗自身免疫疾病的药物。排名前 10 位的自身免疫性疾病药物 2018 年销售总额约 549 亿美元。中国自身免疫性疾病 2018 年市场规模 134 亿元，虽然近几年增速较慢，但随著自身免疫性疾病诊断的完善，未来几年医疗服务的市场需求可能会加速。弗若斯特沙利文预测 2030 年中国自身免疫性疾病市场将达到 1330 亿元，生物制剂将代替小分子，成为自身免疫疾病的主要治疗方法，生物制剂占中国自身免疫疾病治疗

市场的份额将从二零一八年的 18.5% 增加到二零三零年的 66.0%。；中国自身免疫性疾病生物制剂市场从 2014 年到 2018 年按 21.1% 的复合年增长率增长，2018 年达到人民币 25 亿元且预计到 2030 年达到人民币 878 亿元。

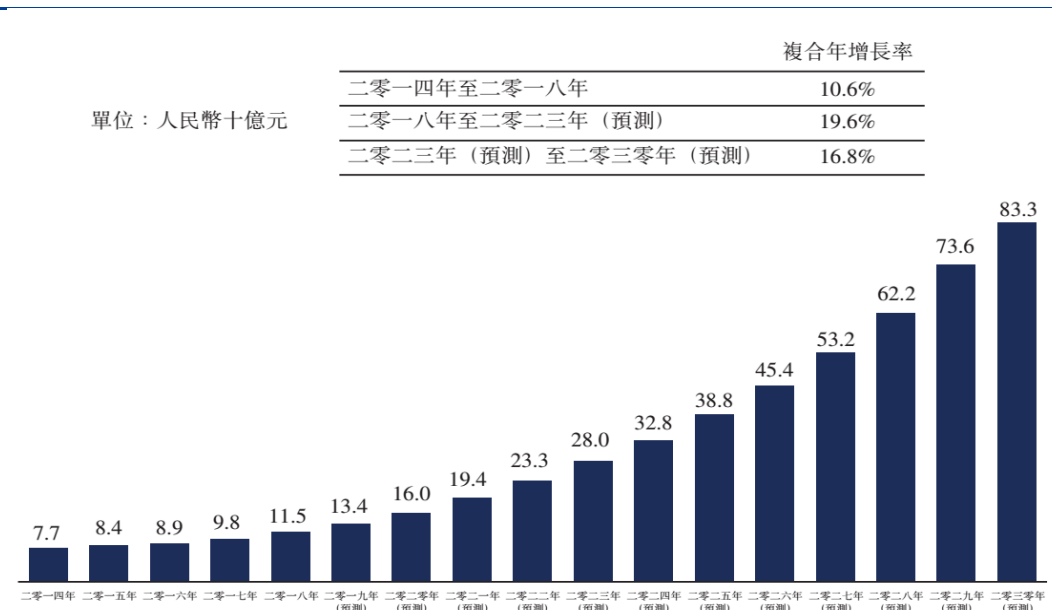
图表 3: 中国自身免疫性疾病治疗市场的历史和预测市场规模 (2014-2030E)



资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

类风湿性关节炎治疗市场潜力大，SM03 有望成为患者新选择。类风湿性关节炎没有永久性治愈方法，患者需要长期护理来治疗症状，2018 年全球类风湿性关节炎患者达 3890 万人，中国患者数量达 590 万。全球 RA 治疗市场规模 2018 年达 628 亿美元，中国市场为 115 亿元，2014 至 2018 年复合增速 10.9%，弗若斯特沙利文预计到 2023 年中国 RA 治疗市场将达到人民币 280 亿元，2030 年将达到 833 亿元。中国抗体 SM03 的类风湿性关节炎 (RA) 适应症已经进入 3 期临床，计划 2019 年底前完成受试者招募。

图表 4: 中国 RA (类风湿性关节炎) 市场规模 (2014-2030E)



资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

目前在中国市场上有六种抗 TNF- α 单克隆抗体, 一种 IL-6 单克隆抗体和一种抗 CD20 单克隆抗体用于治疗类风湿关节炎。目前治疗类风湿关节炎认可度较高的 TNF- α 抑制剂, 20%-40% 的治疗患者未能达到美国风湿病学会定义的 20% 的改善率, 超过 40% 的患者在用 TNF- α 抑制剂治疗后出现继发性失败, 治疗耐药性或经历不良事件。抗 CD22 单抗和 BTK 抑制剂是用于二线和三线治疗的可行的抗风湿药物 (DMARD), 可能成为患者具有潜在优异功效和更多耐受程度的治疗选择。

图表 5: 中国的受认可治疗类风湿关节炎的生物制剂产品管线

靶点	通用名	品牌名称	公司	價格 (人民幣)	規格	年度成本 (人民幣)
TNF- α	Adalimumab	修美樂®	AbbVie	7,600	0.8ml:40mg	197,600 ²
	Etanercept	恩利®	Pfizer	2,030	25mg	211,120
	Golimumab	欣普尼®	Johnson & Johnson	4,900	0.5ml:50mg	58,800
	Infliximab	類克®	Johnson & Johnson	5,180	0.1g	90,650
	Etanercept biosimilar	益賽普®	Sunshine Guojian (三生國健)	618	25mg	64,272
	Etanercept biosimilar	安佰諾®	Zhejiang Hisun (浙江海正)	520	25mg	54,080
IL-6	Tocilizumab	雅美羅®	Roche	1,925	4ml:80mg	150,150
CD20	Rituximab	美羅華®	Roche	7,866	50ml:0.5g	62,928

资料来源: CDE, Label, Expert Interview. 国盛证券研究所 (截止 2019 年 4 月, 年度成本不考虑援助计划, 如考虑, 则修美乐年度成本为 60800 元)

图表 6: 国内类风湿性关节炎 (RA) 药物研发进度 (进入三期临床后)

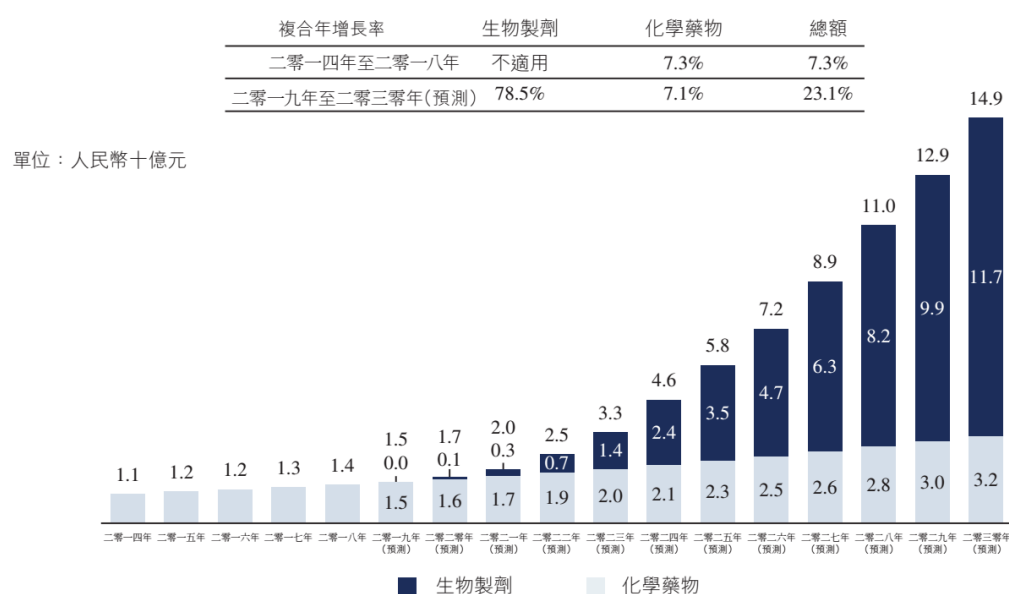
類型 (作用機理)	產品線	靶點	公司	階段	公佈日期
TNF- α 抑制剂	Certolizumab pegol	TNF- α	UBC	新藥申請	二零一八年三月三十日
	Adalimumab 生物類似藥	TNF- α	Bio-Thera	新藥申請	二零一八年八月二十七日
	Adalimumab 生物類似藥	TNF- α	浙江海正	新藥申請	二零一八年九月二十五日
	Adalimumab 生物類似藥	TNF- α	Innovent Biologics	新藥申請	二零一八年十一月十五日
	Adalimumab 生物類似藥	TNF- α	Henlius Biotech	新藥申請	二零一九年一月二十八日
	Adalimumab 生物類似藥	TNF- α	Junshi Biosciences	III 期	二零一七年五月二十七日
	Etanercept 生物類似藥	TNF- α	Qilu Pharma	III 期	二零一五年五月十八日
	Etanercept 生物類似藥 (強克) ¹	TNF- α	Celgen Biopharma	III 期	二零一七年十一月二十三日
	Infliximab 生物類似藥	TNF- α	Genor Biopharma	III 期	二零一七年七月二十八日
	Infliximab 生物類似藥	TNF- α	Biomab	III 期	二零一七年九月十五日
	Infliximab 生物類似藥	TNF- α	Celltrion	III 期	二零一八年十月三十日
白細胞介素拮抗劑	BAT1806	IL-6R	Bio-Thera	III 期	二零一九年二月十一日
CD20 mAb	Rituximab 生物類似藥 (漢利康) ²	CD20	Henlius	III 期	二零一八年八月十五日
CD22 mAb	SM03	CD22	中國抗體	III 期	二零一七年十二月二十八日
選擇性 T 細胞共刺激調節劑	阿巴西普	CTLA4 (CD152)	BMS/Simcere	新藥申請	二零一八年五月十七日
B 淋細胞刺激因子受體抗體融合蛋白	Tai ai (泰愛)	BLyS/APRIL	RemeGen	III 期	二零一六年十一月九日

资料来源: CDE, 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所 (截止 2019 年 4 月)

除目前已上市的药品外，在治疗 RA 的产品管线中有 16 种 RA 生物制剂处于新药申请阶段或 III 期临床试验中。TNF- α 是治疗 RA 的 16 种在研药物中 11 种药物（其中大多数是生物仿制药）的最常用靶点，其余五种生物制剂用于各种靶点。

系统性红斑狼疮市场有望被新生物制剂引爆。全球 SLE（系统性红斑狼疮）治疗市场规模 2018 年达 12 亿美元，2014-2018 年复合增速 12.4%，生物制剂市场从约 3 亿美元增加到 6 亿美元，2014-2018 年复合增速为 21.9%。中国的 SLE 治疗市场 2018 年达 14 亿元人民币，基本上为化药，弗若斯特沙利文预计 2018-2030 复合增速为 21.7%，2030 年市场规模达到人民币 149 亿元，随著 belimumab 将在中国推出并引入新的生物制剂，预计 SLE 治疗的生物制剂市场将在 2019 年产生收入，并在 2030 年达到 117 亿元。

图表 7：中国 SLE（系统性红斑狼疮）治疗市场规模（2014-2030E）



资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

治疗系统性红斑狼疮单抗研发进度。公司已完成 SM03 治疗系统性红斑狼疮及非霍奇金氏淋巴瘤的一期临床试验，并计划于 2020 年在中国启动针对系统性红斑狼疮的二期临床试验。SN1011 是第三代共价可逆布鲁顿酪氨酸激酶（「BTK」）抑制剂，主要用于治疗类风湿关节炎、系统性红斑狼疮及天疱疮，目前在澳洲处于一期临床试验，预计于 2019 年底前完成。

图表 8：中国 SLE 治疗单抗供应源

靶點	公司	產品 ¹	適應症	狀態
BLyS	GSK	Belimumab	SLE	新藥申請
			活動性狼瘡腎炎	III期
CD22	中國抗體	SM-03	SLE	I期
			RA	III期
			非霍奇金淋巴瘤	II期
BLyS	Rong Chang (榮昌生物)	RCT-18 ³	SLE	II期
			RA	III期
			視神經脊髓炎譜系疾病	III期
BLyS	Junshi (君實)	UBP-1213	SLE	新藥研究申請

资料来源：NMPA，弗若斯特沙利文，国盛证券研究所（仅载列于二零一九年三月二十九日之前进入临床 I 期的生物制剂，日期指相关状态的公开披露日期）

风险提示

1. 牙膏增速减缓

牙膏业务收入体量较大，可能出现增速减缓。

2. 新产品推广不及预期

健康产品等新品推广需要时间和各方面资源支持，同时面临着较大竞争压力，新产品的推广可能会达不到预期效果。

3. 员工持股激励基金推进不及预期

员工持股及激励基金草案需要股东大会审议通过、证监会审核，存在进度不及预期的风险

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com