

强于大市

全球医药行业跟踪点评——司美格鲁肽销售表现优异，GLP-1 药物仍有较大发展潜力

诺和诺德司美格鲁肽产品销售增速强劲，全球多条 GLP-1 管线临床表现亮眼

诺和诺德于 2023 年 10 月 13 日宣布上调公司收入与运营利润预期，公司预期的上调主要基于对两款司美格鲁肽注射产品销量及利润额预期的调整。全球 GLP-1 产品及在研管线持续丰富，Tirzepatide 与 Retatrutide 在临床实验中表现优秀，同时小分子产品在口服剂型方面具有一定的潜力。

支撑评级的要点

- 司美格鲁肽产品销售表现优异，诺和诺德上调业绩预期。诺和诺德于 2023 年 10 月 13 日宣布上调公司收入与运营利润预期，公司预期的上调主要基于对两款司美格鲁肽注射产品销量及利润额预期的调整。公司预期 2023 年全年收入端增速按照固定汇率计算为 32%-38%，预期 2023 年息税前运营利润增速按照固定汇率计算为 40%-46%。2023H1 诺和诺德 GLP-1 产品新处方数量在北美市场出现了明显的增长，Ozempic 在美国周频 NBRx 特定品牌新处方数量表现出大幅增长。在销售额方面，Ozempic 在 2023H1 美国市场销售额达到 258.30 亿丹麦克朗，同比增长 50%。Wegovy 在 2023H1 美国市场的销售额为 116.21 亿丹麦克朗，按固定汇率计算同比增幅高达 344%。Wegovy 在 2023H1 于丹麦、德国和瑞典上市，但是由于平衡供给与需求的原因 Wegovy 在北美外市场的推进速度有所控制。诺和诺德司美格鲁肽肾脏结果试验 FLOW 提前结束，根据 DMC 其数据达到了“提前停止试验的某些预先规定的疗效标准”。在其他适应症方面，司美格鲁肽针对 NASH 和阿尔茨海默症的临床试验目前均处于 III 期阶段。
- 全球 GLP-1 产品及在研管线持续丰富，小分子产品在口服剂型方面具有一定的潜力。礼来于 2023 年 7 月宣布，GLP-1/GIP 双靶点产品替尔泊肽在两项针对肥胖或超重并伴有体重相关合并症（不包括 2 型糖尿病）成人患者的 III 期研究（SURMONT-3 与 SURMONT-4）中达到所有主要和关键次要目标。GLP-1 药物销售规模较大的司美格鲁肽产品为注射剂型，口服司美格鲁肽产品 Rybelsus 相比注射剂型目前销售规模较小。多肽容易在肠道环境下发生分解，同时大分子在胃肠道表皮会遇到渗透性问题，因此多肽的口服剂型相比注射剂型在设计时需要进行一定的调整。相比之下，化学小分子药物的稳定性和药代动力学都具有一定的优势。目前全球头部药企在研管线中小分子 GLP-1 药物包括辉瑞的 Danuglipron 和礼来的 Orphorglipron。Orforglipron 针对肥胖的临床实验目前处于 III 期阶段。目前，中国也有多家企业已在 GLP-1 相关管线方面进行布局。
- 多肽药物的发展很大程度上依赖于多肽生产方法与工艺的发展与成熟。基因重组法在前期的投入非常大、开发周期长，但是在大规模生产后可以一定程度上降低成本。基因重组法只能表达生物体蛋白，能表达的结构相对有限。化学合成法的研发周期较短可以进行快速生产，化学固相合成法是目前多肽药物合成中应用最广泛的方法，合成与制备难度相对较低。目前全球已上市的 GLP-1 多肽药物中，替尔泊肽由化学固相合成法生产，而司美格鲁肽的生产涉及基因重组与化学合成法。

评级面临的主要风险

- 产品研发失败风险，产品供给不及预期风险，产品上市失败或产品召回风险，全球运营风险，汇率波动风险

相关研究报告

《医药生物板块双周报——行业处于历史底部，关注支原体、流感相关机会》20231023
《历史底部，看好医药长周期向上几点逻辑》20231018
《医药生物行业 2023 年半年报综述》20230912

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医药生物

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

证券分析师：梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090003

联系人：薛源

yuan.xue_sh@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122110008

司美格鲁肽产品销售表现优异，诺和诺德上调业绩预期

诺和诺德宣布基于司美格鲁肽产品销售预期调整上调全年指引

诺和诺德于 2023 年 10 月 13 日宣布上调公司收入与运营利润预期，公司预期的上调主要基于对两款司美格鲁肽注射产品销量及利润额预期的调整。2023 年 Q1-Q3 诺和诺德的收入的同比增速按照固定汇率计算为 33%，息税前运营利润同比增速按照固定汇率计算为 37%。其中，诺和诺德 2023 年 Q3 单季度收入的同比增速按照固定汇率计算为 38%，息税前运营利润同比增速按照固定汇率计算为 47%。

公司对 2023 年收入端与利润端指引进行了上调，预期 2023 年全年收入端增速按照固定汇率计算为 32%-38%，预期 2023 年息税前运营利润增速按照固定汇率计算为 40%-46%。此前，公司在 2023 年 8 月 10 日公布的指引为 2023 年全年收入端同比增长 27%-33%而息税前运营利润同比增长 31%-37%（均按照固定汇率计算）。根据公司公告，指引上调主要基于 Ozempic 在美国全年销量的更高预期以及对 Ozempic 和 Wegovy 在美国的毛销售额与净销售额的调整。Ozempic 和 Wegovy 均为公司司美格鲁肽注射产品。

图表 1.诺和诺德指引上调情况（增速按照固定汇率计算）

(%)	2023.08.10 预期	2023.10.13 预期
营业收入增速	27-33	32-38
运营利润 (EBIT)	31-37	40-46

资料来源：诺和诺德公告

诺和诺德司美格鲁肽产品销售表现优秀，GLP-1 靶点相关产品在在北美市场扩张加速

诺和诺德司美格鲁肽产品在 2023H1 表现出非常强劲的增长,公司的糖尿病管理业务(Diabetes Care)和肥胖管理业务 (Obesity Care) 均表现出优秀的增长。

图表 2. 诺和诺德 GLP-1 靶点血糖管理产品与肥胖管理产品 2023H1 销售情况（百万丹麦克朗）

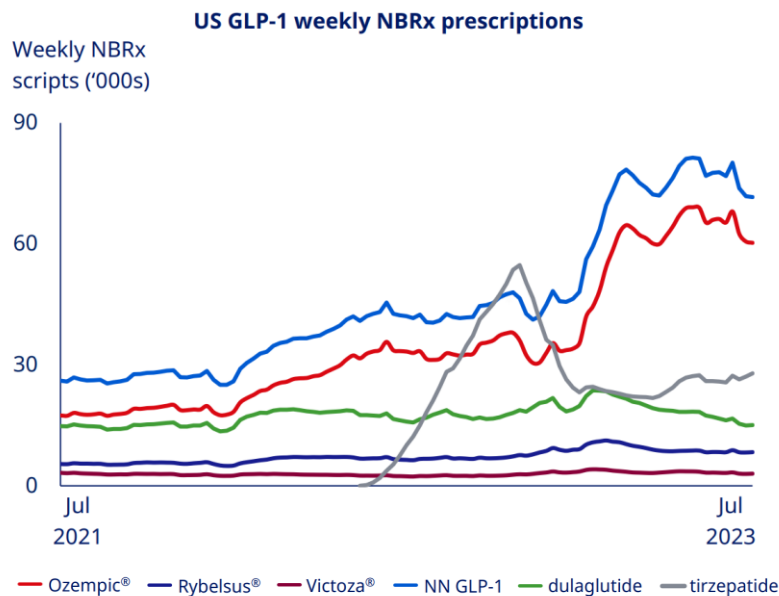
	总销售额	美国地区销售额	EMEA 地区销售额	中国地区销售额	产品详情
糖尿病管理产品					
Ozempic®	41,741	25,830	7,154	2,213	司美格鲁肽注射产品
增速 (CER) (%)	59	50	51	-	
Victoza®	4,651	1,775	1,280	838	利拉鲁肽注射产品
增速 (CER) (%)	(22)	(42)	(11)	21	
Rybelsus®	8,344	4,849	1,973	67	司美格鲁肽口服产品
增速 (CER) (%)	98	56	-	-	
肥胖管理					
Wegovy®	12,081	11,621	460	-	司美格鲁肽注射产品
增速 (CER) (%)	363	344	-	-	
Saxenda	6,067	2,285	2,180	100	利拉鲁肽注射产品
增速 (CER) (%)	38	28	48	-	

资料来源：诺和诺德财报，中银证券

在血糖管理业务下，司美格鲁肽注射产品 Ozempic 在 2023H1 的销售额为 417.41 亿丹麦克朗，按固定汇率计算同比增长高达 59%。其中，Ozempic 在 2023H1 在北美市场的销售达到 258.30 亿丹麦克朗，按固定汇率计算同比增长达到 50%。司美格鲁肽口服产品 Rybelsus 在 2023H1 销售额为 83.44 亿丹麦克朗，按照固定汇率计算同比增长 98%，销售规模小于司美格鲁肽注射产品。

诺和诺德 GLP-1 产品新处方数量在 2023H1 在北美市场出现了明显的增幅，Ozempic 在美国周频 NBRx 特定品牌新处方 (New-to-Brand) 数量表现出大幅增长。在销售额方面，Ozempic 在 2023H1 美国市场销售额达到 258.30 亿丹麦克朗，同比增长 50%。

图表 3.美国周频 GLP-1 NBRx 特定品牌新处方(New-to-Brand)情况

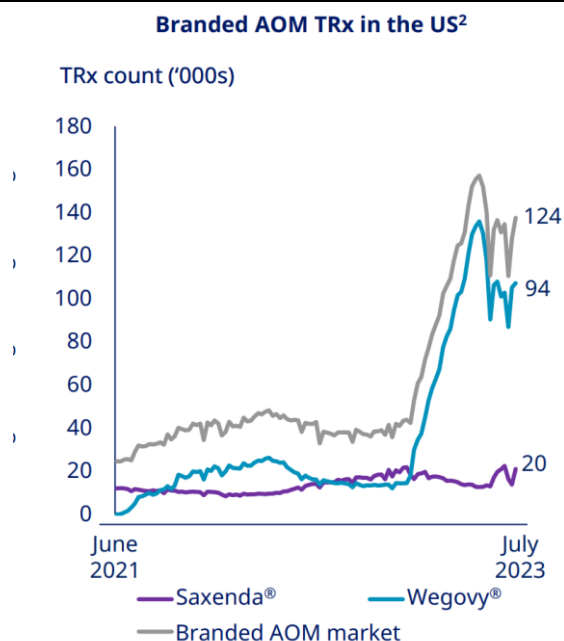


资料来源：诺和诺德业绩展示材料，中银证券

诺和诺德的肥胖管理（Obesity Care）业务在 2023 年上半年也表现出高速增长，增长主要来源于司美格鲁肽注射产品（2.4mg）Wegovy 在美国的销售的大幅增长。Wegovy 于 2021 年上旬被 FDA 获批用于肥胖与体重管理，适用于 BMI 大于等于 30 或 BMI 大于等于 27 且患有至少一种体重相关疾病的患者。

Wegovy 在 2023H1 美国市场的销售额为 116.21 亿丹麦克朗，按固定汇率计算同比增幅高达 344%。诺德诺德在 2023 年 1 月在美国对 Wegovy 进行了商业上的重新推出，Wegovy 在美国的总处方量在 2023 年上半年出现了大幅增长。

图表 4.美国肥胖管理（anti-obesity）药物特定品牌总处方数量



资料来源：诺和诺德业绩展示材料，中银证券（AOM：AOM: Anti-Obesity Medications，包括 Wegovy、Saxenda®、Qsymia、Belviq 和 Contrave）

在北美以外的市场，Wegovy 在 2023H1 于丹麦、德国和瑞典上市，但是出于平衡供给与需求的原因 Wegovy 在北美外市场的推进速度有所控制。Wegovy 2023H1 在 EMEA 地区的销售为 4.6 亿丹麦克朗，利拉鲁肽注射产品 Saxenda 2023H1 在 EMEA 的销售收入达到 21.80 亿丹麦克朗，按固定汇率计算同比增幅为 48%。

司美格鲁肽慢性肾病适应症 III 期临床提前结束，诺和诺德仍有多条司美格鲁肽管线在研

诺和诺德于 2023 年 10 月 10 日宣布，基于中期分析决定提前结束肾脏结果试验 FLOW（司美格鲁肽与安慰剂对 2 型糖尿病和慢性肾病患者肾功能损害进展的影响）。根据诺和诺德公告，独立数据监测委员会建议提前结束 FLOW，因为其数据达到了“提前停止试验的某些预先规定的疗效标准”。FLOW 于 2019 年启动，有 3534 人参加，涉及 28 个国家的 400 多个研究地点。根据诺和诺德预期，FLOW 的实验结果将在 2024 年上半年公布。

目前诺和诺德仍有多条司美格鲁肽管线在研，涉及多种适应症。针对糖尿病适应症的 50mg/25mg 剂量口服司美格鲁肽产品与针对肥胖适应症的 7.2mg 剂量司美格鲁肽注射产品目前均处于临床 II 期，剂量大于目前已上市的司美格鲁肽产品。目前，Wegovy 的最大使用剂量为每个月 2.4mg，而 Rybelsus 的最大使用剂量为 14mg 每天（在需要额外血糖控制的情况下）。

在其他适应症方面，司美格鲁肽针对 NASH 和阿尔茨海默症的临床试验目前均处于 III 期阶段。

图表 5. 诺和诺德司美格鲁肽管线情况

临床阶段	管线	适应症
I 期	周频使用口服司美格鲁肽	糖尿病
III 期	口服司美格鲁肽 (50mg 和 25mg)	糖尿病
	司美格鲁肽	NASH
	司美格鲁肽 (7.2mg)	肥胖
	司美格鲁肽	阿尔茨海默症

资料来源：诺和诺德官网，中银证券

全球 GLP-1 产品及在研管线持续丰富

礼来替尔泊肽 Tirzepatide 减重适应症已取得 FDA 快速通道

礼来于 2023 年 7 月宣布了替尔泊肽两项针对肥胖或超重并伴有体重相关并发症（不包括 2 型糖尿病）的成人的临床 III 期研究结果。在 SURMOUNT-3 和 SURMOUNT-4 中，参与者在接受强化生活方式干预后使用替尔泊肽或持续接受替尔泊肽治疗后，平均体重减轻了 26.6%。

SURMOUNT-3 评估了在为期 12 周的生活方式干预期后使用替尔泊肽 72 周与安慰剂相比的疗效和安全性。SURMOUNT-4 试验分为两个阶段，在 36 周的导入期期间所有参与者都服用替尔泊肽，此后参与者被随机分为继续服用替尔泊肽或改用安慰剂的两组进行为期 52 周的双盲实验。与安慰剂相比，替尔泊肽在 SURMOUNT-3 和 SURMOUNT-4 均达到了所有主要和关键次要目标。

礼来在《柳叶刀》上发表的 SURMOUNT-2 研究结果显示，肥胖或超重和患有 2 型糖尿病的成年人在替尔泊肽最高剂量（15 mg）使用下的平均体重减轻了 15.7%。根据 SURMOUNT-2 实验数据，服用 10mg 替尔泊肽的受试者平均体重减轻 13.4%（29.8 磅），服用 15mg 替尔泊肽的受试者平均重量减轻 15.7%（34.4 磅），而安慰剂的疗效评估为 3.3%（7.0 磅）。根据疗效评估，81.6%服用替尔泊肽 10 mg 的受试者和 86.4%服用替尔泊肽 15 mg 的受试者体重至少减轻了 5%，而服用安慰剂的受试者中只有 30.5%达到了同样的标准。

替尔泊肽（产品名：Mounjaro）已于 2022 年 5 月 13 日获 FDA 批准用于 2 型糖尿病成年人患者的血糖管理。GLP-1 和 GIP 是参与血糖控制的激素，Mounjaro 可以同时激活 GLP-1 和 GIP 受体从而改善血糖控制。在减重适应症方面，礼来于 2022 年 10 月 6 日宣布，FDA 已授予指定用于研究替尔泊肽治疗成人肥胖或超重并发症的快速通道（Fast Track）。根据礼来官网信息，礼来滚动提交的申请将主要基于 SURMOUNT-1（已完成）和 SURMOUNT-2（已完成），若 SURMOUNT-2 结果为阳性则公司的目标是在 SURMOUNT-3 数据可用后不久完成提交。目前，SURMOUNT-3 研究结果预期将在 10 月的 Obesity Week 会议上发表，并在同行评审期刊上进行提交和发表。

三靶点瑞他鲁肽 Retatrutide 临床试验表现亮眼

瑞他鲁肽则针对 GLP-1、GIP 和 GCG（胰高血糖素）三个靶点，被称为“Triple-Hormone-Receptor Agonist”。

2023 年 6 月 26 日，礼来公司宣布了针对肥胖适应症的瑞他鲁肽临床 II 期数据。在 24 周时，瑞他鲁肽（1 mg/4 mg/8 mg/12 mg）达到了肥胖或超重（无糖尿病）参与者疗效评估的主要终点，受试者体重减轻了 17.5%（41.2 磅）。在次要终点中，受试者在 48 周瑞他鲁肽治疗结束时平均体重减轻 24.2%（57.8 磅）。研究结果在美国糖尿病协会第 83 届科学会议的研讨会上发布，并同时发表在《新英格兰医学杂志》上。

化学小分子 GLP-1 药物在口服剂型方面具有一定的潜力

目前，GLP-1 药物销售规模较大的司美格鲁肽产品为注射剂型，口服司美格鲁肽产品 Rybelsus 相比注射剂型目前销售规模较小。多肽容易在肠道环境下发生分解，同时大分子在胃肠道表皮会遇到渗透性问题。因此多肽的口服剂型相比注射剂型在设计时需要进行一定的调整，包括药物结构调整配合吸收增强剂、添加抑制降解酶活性的保护、配合给药装置等，设计和工艺较为复杂。

相比之下，化学小分子药物的稳定性和药代动力学都具有一定的优势。同时，化学小分子药物的工艺相比多肽更加成熟，成本相比多肽较低，产能方面受到的限制更小。

目前全球头部药企在研管线中小分子 GLP-1 药物包括辉瑞的 Danuglipron 和礼来的 Orforglipron。Danuglipron 针对肥胖适应症的临床实验处于 I 期阶段，针对糖尿病的适应症处于 II 期阶段。辉瑞此前的另外一种在研小分子 GLP-1 药物 Lotiglipron 临床试验已于 2023 年 6 月 26 日中止，中止决定主要由于临床试验中出现患者转氨酶升高的情况。

2023 年 6 月 23 日，礼来公司宣布了 Orforglipron 的 II 期数据，在 36 周时肥胖或超重的成人平均体重减轻了 14.7%。在 26 周的主要终点，使用 Orforglipron（12 mg/24 mg/36 mg/45 mg）的受试者在所有剂量下均显示出统计学显著的与剂量相关的体重减轻，减轻幅度为 8.6%（19.8 磅）-12.6%（29.3 磅），而安慰剂组的体重降幅为 2.0%（4.6 磅或 2.1 kg）。同时，使用 Orforglipron 的参与者体重在 36 周时继续下降。Orforglipron 针对肥胖的临床实验目前处于 III 期阶段。

中国多家企业已在 GLP-1 相关管线方面进行布局

司美格鲁肽目前已经在全球糖尿病适应症与肥胖管理适应症市场当中表现出高速的销售增长，尤其是在肥胖管理方面具有较大的潜力。同时，司美格鲁肽在其他适应症（肾病、NASH 等）的临床试验方面也表现出了一定的潜力。中国有多家企业在司美格鲁肽管线方面已经进行了布局，包括四环医药、华东医药、丽珠集团等。目前，中国药企的司美格鲁肽管线临床试验适应症主要集中于 2 型糖尿病。

目图表 6. 中国药企司美格鲁肽管线布局

药品成分	研发机构	全球最高状态	全球最高状态时间	全球适应症在研状态
司美格鲁肽 (Semaglutide)	四环医药控股集团有限公司 康升生物制药股份有限公司	临床 III 期	2023-08-30	临床 III 期: 2 型糖尿病 临床前: 糖尿病
司美格鲁肽 (Semaglutide)	重庆派金生物科技有限公司 杭州中美华东制药有限公司	临床 III 期	2023-08-02	临床 III 期: 2 型糖尿病
司美格鲁肽 (Semaglutide)	重庆富安生物制药有限公司	临床 III 期	2023-06-19	临床 III 期: 2 型糖尿病 批准临床: 降低心血管风险
司美格鲁肽 (Semaglutide)	珠海联邦制药股份有限公司	临床 III 期	2023-02-15	临床 III 期: 2 型糖尿病 批准临床: 肥胖 临床前: 非酒精性脂肪性肝炎, 阿尔兹海默病
司美格鲁肽 (Semaglutide)	丽珠集团新北江制药股份有限公司	临床 III 期	2022-11-18	临床 III 期: 2 型糖尿病, 降低心血管风险
司美格鲁肽 (Semaglutide)	杭州九源基因工程有限公司	临床 III 期	2022-06-06	临床 III 期: 2 型糖尿病

资料来源: Insight 数据库, 中银证券

此外，中国多家药企在 GLP-1 靶点方面也有布局。华东医药目前有 8 款 GLP-1 及相关靶点的产品在研，涵盖口服、注射剂等多种剂型。公司自主研发的口服小分子 GLP-1 受体激动剂 HDM1002 糖尿病适应症已于 2023 年 5 月首获中美双 IND 批准，并于 2023 年 6 月初实现首例受试者用药（FIH）。肥胖适应症的中国 IND 申请已于 2023 年 9 月获批。恒瑞医药 HRS9531（GLP-1/GIP 靶点）针对超重或肥胖适应症的临床试验已进入 II 期，HRS-7535（GLP-1 口服）针对糖尿病适应症的临床试验也已进入 II 期。

多肽药物的发展很大程度上依赖于多肽生产工艺的发展与成熟

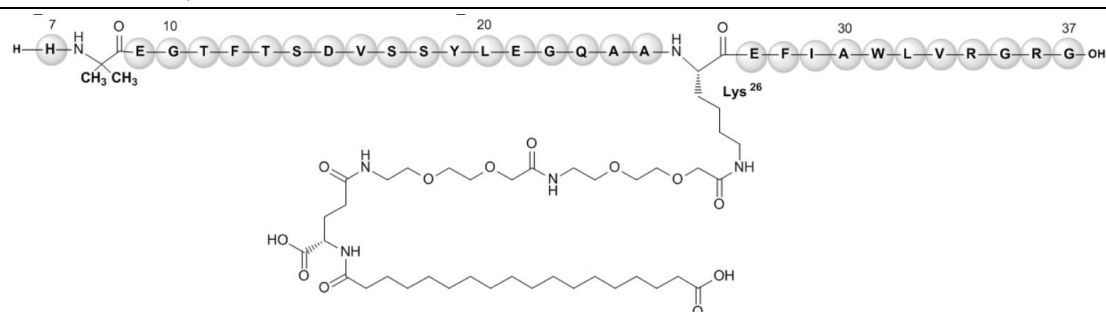
第二代多肽生产方法使得多肽可以进行大规模生产和分离纯化

第一代多肽生产方法主要包括天然提取和传统的生物发酵，天然提取法受到产能的限制，而传统的生物发酵法分离纯化的难度较大。20 世纪下旬，第二代多肽生产方法基因重组法与化学合成法开始应用，多肽药物的发展很大程度上也依赖于多肽生产方法与工艺的发展与成熟。

目前全球已上市的 GLP-1 多肽产品中，替尔泊肽由化学固相法合成，而司美格鲁肽的生产涉及基因重组法与化学合成法。

司美格鲁肽的主链由生物法生产，通过基因重组技术利用酿酒酵母细胞生产出司美格鲁肽前体（precursor），并对前体进行回收和纯化。之后司美格鲁肽前体还需要进行合成修饰，从而链接 N 端二肽链接和侧链白蛋白结合基。

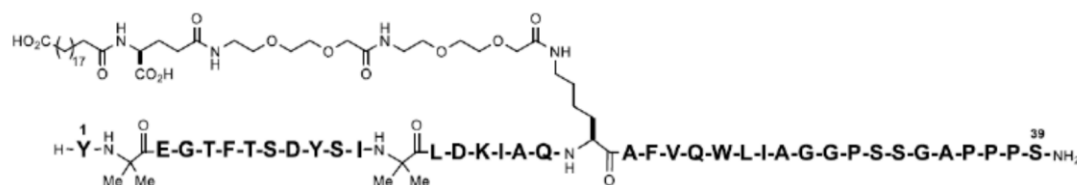
图表 7. 司美格鲁肽活性物结构



资料来源：EMA，中银证券

替尔泊肽活性物质的生产采用标准的流程包括使用固相肽合成（SPPS）的方法，合成后将肽从树脂上裂解，同时对侧链进行脱保护。之后，通过反相色谱法对替尔泊肽活性物质进行纯化、浓缩、溶剂交换、分离并干燥以产生最终的活性物质。

图表 8. 替尔泊肽活性物结构



资料来源：EMA，中银证券

基因重组生物发酵法在大规模生产后可以降低成本，但是可表达的结构相对有限

基因重组法利用基因技术将基因片段转移到原核或真核细胞中进行重组表达，发酵生产合成所需多肽，主要适用于长肽的制备。基因重组法在前期的投入非常大，但是在大规模生产后可以一定程度上降低成本。但是基因重组法只能表达生物体蛋白，能表达的结构相对有限。同时，基因重组法的开发周期较长。

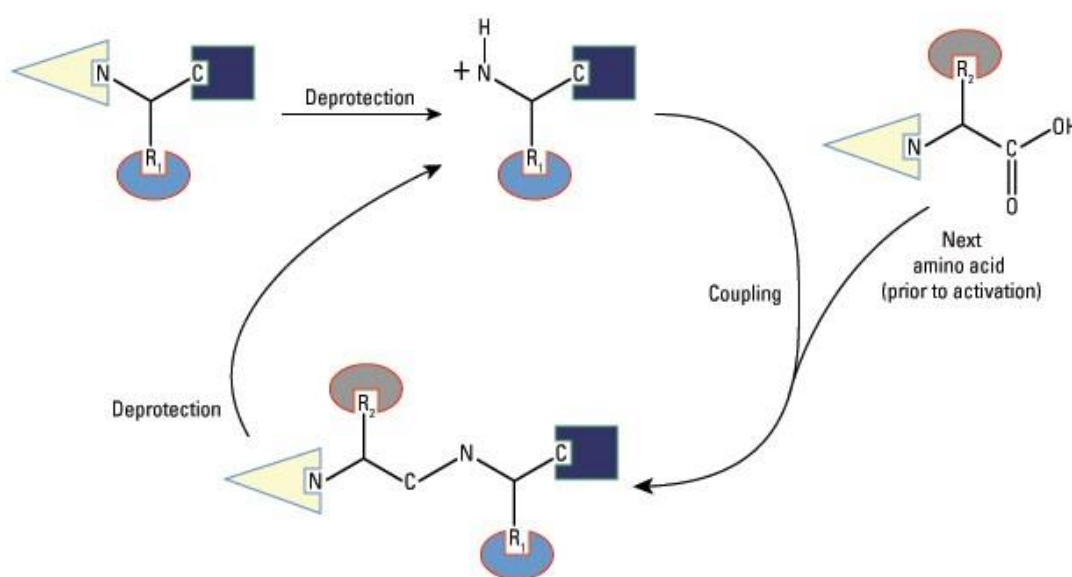
化学合成法研发周期短，固相合成法是目前多肽药物合成中应用最广泛的方法

化学合成法可分为液相合成法（LPPS）及固相合成法（SPPS），化学合成法的研发周期较短可以进行快速生产。

液相合成法使用逐步合成或片段缩合的方法，逐步合成通常是从多肽链的 C 端逐步添加连接氨基酸直至整个多肽链完成，片段缩合一般先合成各个所需片段再将各片段缩合。液相合成法主要适用于短肽生产，一般只用于 10 个氨基酸以内的合成。液相合成需要每一步都必须手动将产物从反应溶液中去除，因此速度较慢且属于密集劳动力。

固相合成法是目前多肽药物合成中应用最广泛的方法，合成与制备难度相对较低。固相合成法中，第一个氨基酸的 C 端预先固定在不溶性载体树脂上，通过缩合反应将该氨基酸脱保护的 N 端与羧基已活化的第二个氨基酸进行连接，重复进行“缩合-脱保护-下一轮缩合”操作逐步连接氨基酸以达到所要合成的肽链长度。

图表 9. 多肽的化学合成

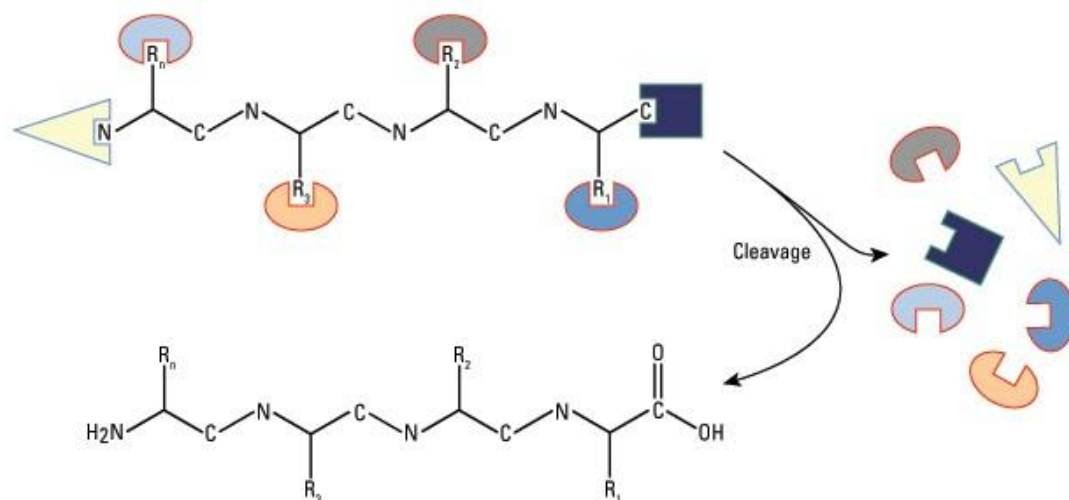


资料来源：ThermoFisher，中银证券

在肽合成之前，N 末端和氨基酸侧链受到化学基团的“保护”，这些化学基团在合成过程中阻断非特异性反应。肽的 C 末端氨基酸的 C 末端也受到保护，以促进肽在正确方向上的延伸。氨基酸侧链有广泛的官能团，在肽合成过程中是会发生侧链反应性的位点，因此也需要不同的保护基。

侧链保护基可以在合成阶段承受多次化学处理循环，被称为永久保护基。在连续的氨基酸脱保护和偶联循环之后，需要从新生的肽链中去除所有剩余的保护基，使用强酸裂解保护基。

图表 10. 多肽化学合成保护基去除



资料来源: ThermoFisher, 中银证券

两个常见的 N-末端保护基团是 Boc 和 Fmoc，每个基团都有不同的特性决定了它们的用途。Boc 需从新添加的氨基酸中去除中等强度的酸，如三氟乙酸（TFA），而 Fmoc 是用温和的碱（如吡啶）去除碱不稳定的保护基。Fmoc 由于温和的脱保护条件更常用于商业环境中，因为具有更高的质量和更高的产率。Boc 需要中等强度的酸性条件才能脱保护，因此适用于合成复杂肽或对碱基敏感的非天然肽及类似物。

风险提示

产品研发失败风险，产品供给不及预期风险，产品上市失败或产品召回风险，全球运营风险，汇率波动风险

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371