

日期: 2017年03月31日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

SAC 证书编号: S0870115070022

IPO 询价区间 RMB14.03-14.03 元

上市合理估值 RMB23.32-27.99 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	30.00
发行后总股本 (百万股)	120.00
发行方式	网上定价
保荐机构	浙商证券

主要股东 (IPO 前)

美诺华控股	36.94%
-------	--------

收入结构 (Y2016)

自产销售	87.39%
贸易业务	11.15%
其他	1.46%

报告编号: DZY17-NSP02

首次报告日期: 2017年03月23日

优秀的原料药出口企业

■ 投资要点

公司简介

公司成立于2004年,主要从事特色原料药及医药中间体的研发、生产与销售,其主要类别包括心血管类和肠胃类等药物。公司长期服务于欧洲知名制药企业,是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一,研发能力强劲,已取得了32项发明专利及多项国际或国内领先的研究成果,成功研发生产了缬沙坦、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等重磅炸弹类药物的原料药及中间体,逐步形成了丰富的产品种类和具有竞争性的产品结构。未来,公司将开发具有更高附加值的产品,逐步开展制剂药品生产以及为国外大型制剂药企代理加工生产,实现“医药中间体、原料药和制剂”一体化产业链的升级。

盈利预测

我们预计2017-2019年归于母公司净利润增速11.56%、20.29%和16.71%,相应的稀释后每股收益为0.73元、0.88元和1.03元。

公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司17年每股收益35倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为23.32-27.99元,相对于2016年的静态市盈率(发行后摊薄)为31.82-38.18倍。

定价结论

预计募集资金总额42,090.00万元,计划发行股份不超过3,000万股,对应每股发行价为14.03元,对应15、16年PE为21.86、21.35。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	597.17	578.09	622.10	685.21	755.11
年增长率	-6.15%	-3.19%	9.21%	10.15%	10.20%
归属于母公司的净利润	77.02	78.84	87.96	105.80	123.48
年增长率	5.90%	2.37%	11.56%	20.29%	16.71%
(发行后摊薄)每股收益	0.64	0.66	0.73	0.88	1.03

数据来源: 公司招股书 上海证券研究所

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司成立于 2004 年，主要从事特色原料药及医药中间体的研发、生产与销售，其主要类别包括心血管类和肠胃类等药物。公司长期服务于欧洲知名制药企业，是国内出口欧洲特色原料药品种最多的企业之一，研发能力强劲，已取得了 32 项发明专利及多项国际或国内领先的研究成果，成功研发生产了缬沙坦、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等重磅炸弹类药物的原料药及中间体，逐步形成了丰富的产品种类和具有竞争性的产品结构。目前公司拥有四个大型、现代化的医药生产基地，总占地面积近 50 万平方米，拥有近 20 个原料药车间及 2 个制剂生产基地，全部采用国际最先进的制造及分析、检测设备，并严格执行 cGMP 和 ICH-Q7A 管理标准，形成一套具有国际顶尖水准的药品生产及质量控制体系，已有多个产品获得了欧盟认证。未来，公司将开发具有更高附加值的产品，逐步开展制剂药品生产以及为国外大型制剂药企代理加工生产，实现“医药中间体、原料药和制剂”一体化产业链的升级。

表 1 公司主要产品分类

类别	特色原料药及中间体	用途
心血管类	抗高血压类 缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哌普利等	用于合成抗高血压药物制剂，其适用于轻中度原发性高血压、肾脏损害所致继发性高血压
	降血脂类 瑞舒伐他汀、阿托伐他汀	用于合成降血脂药物制剂
	抗血栓类 氯吡格雷	用于合成血小板聚集抑制剂
肠胃类	埃索美拉唑	用于合成质子泵抑制剂，常与抗菌药物联合使用，组成三联或四联疗法，治疗消化道溃疡

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景

全球原料药市场状况

在过去的几年里，由于几款畅销药物的专利到期，全球制药行业经历了巨大的变革，低成本替代品需求的激增促进了原料药制造的快速发展。2013 年，全球原料药市场总产值 1,197 亿美元，预计到 2020 年产值将达到 1,859 亿美元。2014 年到 2020 年期间，预计年复合增长率 6.5%。其中肿瘤药物多数为生物原料药，有望成为全球原料药市场的主要增长点。在地域上，全球原料药市场划分为四个主要区域：北美、欧洲、亚太和其他地区。由于药物制剂对配方

和研发的高需求，北美主导了全球的原料药市场。目前，亚太地区已经吸引了大量仿制药制造商。亚太地区原料药市场具有巨大潜力。

我国原料药市场状况

我国生产的原料药种类丰富，通常可以分为大宗原料药和特色原料药。目前，我国抗感染类、维生素类、解热镇痛类、激素等大宗原料药和他汀类、普利类、沙坦类等特色原料药在实际医药市场上占据相当的份额和地位。我国原料药市场近年来产量和销量均不断增长，自 2011 年以来化学原料药工业销售收入仍然保持较快增长，2013 年、2014 年和 2015 年的增长率分别为 13.70%、11.02% 和 8.82%。

图 1 2011 年-2015 年化学原料药工业销售收入及增长率



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

抗高血压药物

缬沙坦市场情况

缬沙坦是一种非肽类的血管紧张素 II 受体拮抗剂 (ARB)。缬沙坦专利在 2012 年到期，仿药的进入使得缬沙坦对应原料药的需求继续上升，2012 年缬沙坦原料药全球市场需求为 1,030 吨，2013 年缬沙坦原料药全球市场需求为 1,087 吨，同比增长 5.5%；2014 年缬沙坦原料药全球市场需求为 1,127.60 吨，较 2013 年同比增长 3.5%。2015 年缬沙坦原料药全球市场需求为 1,175.35 吨，较 2014 年同比增长 4.2%。预计未来缬沙坦原料药全球市场需求将继续平稳增长。

降血脂药物

瑞舒伐他汀市场情况

瑞舒伐他汀是第三代他汀类药物，对肝细胞具有选择性，是降低低密度脂蛋白（LDL）胆固醇最强的药物。2013年、2014年和2015年瑞舒伐他汀原料药全球需求量分别为79.47吨、88.37吨和96.55吨，2014年和2015年的增长率分别为11.20%和9.26%。随着瑞舒伐他汀专利逐步到期，预计未来瑞舒伐他汀原料药全球市场需求仍将保持较快增长。

阿托伐他汀市场情况

阿托伐他汀是由美国辉瑞公司首次研发，商品名为立普妥（Lipitor）。2013年、2014年和2015年阿托伐他汀原料药全球需求量分别为350.70吨、398.64吨和447.29吨，2014年和2015年的增长率分别为13.67%和12.20%，预计未来阿托伐他汀原料药全球市场需求仍将保持较快增长。

抗血栓药

氯吡格雷市场情况

氯吡格雷是一种血小板凝集抑制剂。目前已是临床上抗血小板聚集的标准治疗药物，由于专利到期，2012年5月氯吡格雷专利到期使得赛诺菲/施贵宝的波立维销售额大幅下降45.9%。2013年、2014年和2015年氯吡格雷原料药全球需求量分别为600.58吨、634.31吨和670.75吨，2014年和2015年的增长率分别为5.62%和5.74%，预计未来氯吡格雷原料药全球市场需求量将保持平稳。

胃肠类药物

埃索美拉唑市场情况

埃索美拉唑是一种质子泵抑制剂，为奥美拉唑的左旋异构体，起效快、抑酸效果更好。2013年、2014年和2015年埃索美拉唑原料药全球需求量分别为198.51吨、218.88吨和241.02吨，2014年和2015年的增长率分别为10.26%和10.11%，预计未来埃索美拉唑原料药全球市场需求量将继续保持较快增长。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

公司主要产品包括缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等产品的原料药及中间体。

表 2 2014 年和 2015 年公司主要产品的市场份额

品种名称	2015年					2014年				
	公司销量 (吨)	全球需求量 (吨)	全球市场占有率 (%)	欧洲需求量 (吨)	欧洲市场占有率 (%)	公司销量 (吨)	全球需求量 (吨)	全球市场占有率 (%)	欧洲需求量 (吨)	欧洲市场占有率 (%)
缬沙坦	109.76	1,175.35	9.34	510.19	21.51	60.53	1,127.60	5.37	485.17	12.48
氯沙坦	45.12	841.09	5.36	201.76	22.36	57.51	785.19	7.32	200.62	28.67
坎地沙坦	11.58	63.44	18.28	37.52	30.87	9.93	60.75	16.35	34.53	28.76
培哌普利	8.84	29.73	29.73	20.02	44.16	5.06	27.90	18.14	18.43	27.46
瑞舒伐他汀	7.15	96.55	7.41	28.85	24.79	10.96	88.37	12.40	27.58	39.74
阿托伐他汀	31.94	447.29	7.14	166.77	19.15	34.73	398.64	8.71	148.03	23.46
氯吡格雷	24.28	670.75	3.62	186.05	13.05	27.78	634.31	4.38	181.02	15.35
埃索美拉唑	13.72	241.02	5.69	71.93	19.08	23.94	218.88	10.94	66.63	35.93

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

表 3 国内外主要竞争对手

序号	公司名称	简介
1	浙江华海药业股份有限公司	华海药业主要产品为普利类、沙坦类原料药及制剂。目前公司产品广泛出口到美国和欧洲等国家，公司是全球普利类、沙坦类原料药的主要生产商之一。
2	浙江海正药业股份有限公司	海正药业的原料药和制剂等业务在国内外市场享誉盛名，尤其是在抗肿瘤、抗感染、抗心血管、抗免疫制剂、肌肉和骨骼系统等治疗领域均拥有标志性或较好市场口碑的产品。
3	浙江车头制药股份有限公司	车头制药主要从事原料药和医药中间体的研发与制造。车头制药主要产品为抗病毒系列、消炎解热镇痛系列，包括氯吡格雷、茶普生和阿昔洛韦等。
4	浙江天宇药业有限公司	天宇药业一直致力于原料药和医药中间体的研究、开发与制造。主要产品为沙坦类原料药和医药中间体。目前公司产品广泛出口到欧美、东南亚各国等。
5	浙江新东港药业股份有限公司	新东港药业主要从事抗感染类、心血管类以及中枢神经类等系列药品的研发、生产和销售，主导产品有诺氟沙星、阿托伐他汀、瑞舒伐他汀、美罗培南、噻吩及其衍生物等原料药、中间体及制剂。
6	常州制药厂有限公司	公司生产的原料药及制剂品种多达 80 个，产品领域涵盖了心脑血管、解热镇痛、维生素、抗生素、保健品五大系列。公司的复方利血平片、卡托普利、依那普利、复方硫酸双胍屈嗪、阿米三嗪等品种，均为国内首家研制。
7	Royal DSM	公司是全球顶尖高质量个性化生产服务供应商，在印度 Toansa 设有生产基地，生产抗生素类、抗真菌类和心血管类药物原料药和中间体。
8	Mylan Inc.	是一家集医药制剂和原料药为一体的制药企业，全球第三大仿制药生产商，世界上最大的原料药生产商之一。
9	Divis Laboratories Ltd.	Divis 是一家基于研发并致力于开发原料药和中间体的印度制药企业。公司主要生产仿制药原料药和中间体、提供定制合成服务。是印度沙坦类药物的主要供应商之一。

10	Cipla Ltd.	是一家集医药制剂和原料药为一体的印度制药企业，是印度第二大制药企业。公司主要产品为心血管类药物、肠胃病类药物、抗感染类药物、抗艾滋病药和抗抑郁症药物等。
11	Dr.Reddy's Laboratories Ltd.	是一家集医药制剂和原料药为一体的印度制药企业，印度最大的制药企业之一，主要产品有肠胃类药物，心脑血管类药物、糖尿病药物、抗肿瘤药物、止痛药和抗感染药物等。
12	Glenmark Pharmaceuticals Limited	是一家集医药制剂和原料药为一体的印度制药企业，全球领先的仿制药企业，世界前 100 大生物制药公司之一。主要产品有皮肤病药物、抗感染药物、呼吸道疾病药物、心脏病药物、糖尿病药物和抗肿瘤药物等。公司是印度培哌普利最大的生产商，是非规范市场的主要供应商。

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

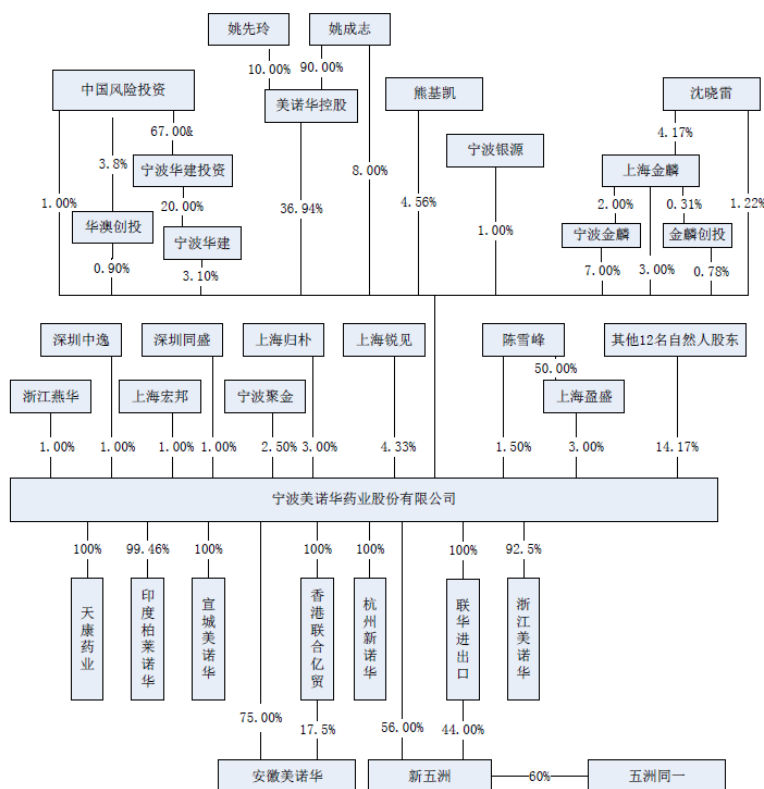
公司主要的竞争优势有：**1) 产品优势：**公司瑞舒伐他汀和埃索美拉唑等重磅炸弹类药物的首仿与抢仿；突破了传统原料药企业的价格竞争战略，通过抢占利润率较高的前期市场；**2) 研发优势：**公司现有专利 71 项（其中发明专利 32 项），获得科技成果及技术荣誉 15 项，在研项目包括达比加群酯、厄洛替尼、维格列汀、索拉非尼等，其中多个产品计划按 3.1 类新药向国家药监局进行申报；**3) 产品品种优势：**公司形成心血管类、肠胃类、中枢神经类药物等多种类别药品并举的产品格局。氯沙坦、缬沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷和埃索美拉唑等主导产品均属于世界重磅级的专利到期不久或即将到期的品种。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身宁波美诺华药业有限公司成立于 2004 年，于 2012 年整体变更为宁波美诺华药业股份有限公司。本次发行前，美诺华控股持有公司 3325 万股股份，占总股本的 36.94%，是公司的控股股东。姚成志先生直接和间接控制公司 4045 万股股份，占总股 44.94%，为公司的实际控制人。

图 2 发行前股东结构图



数据来源：公司招股书上海证券研究所

2.2 公司主营业务突出、净利润稳定增长

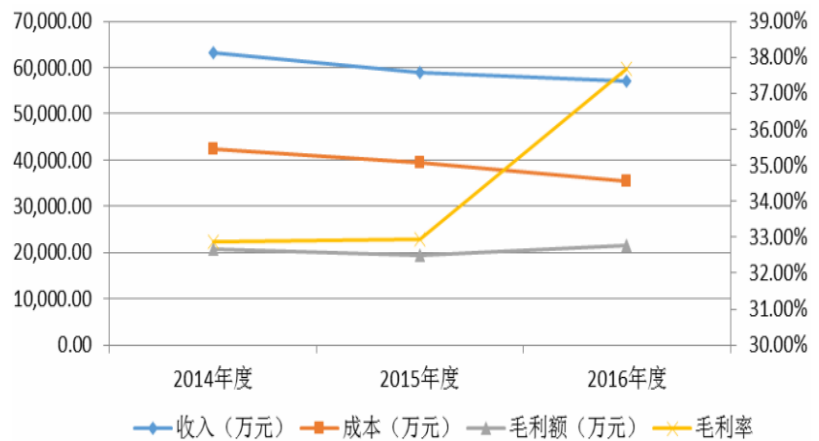
2014-2016 年度,公司营业收入分别为 63,630.50 万元、59,716.62 万元和 57,808.78 万元,同比增长-6.15%和-3.19%;净利润分别为 7,849.14 万元、8,177.25 万元和 8,512.30 万元同比增长 4.18%和 4.10%。营业收入略有下降,而净利润却略有上升。

公司主营业务突出,最主要的产品为心血管类产品,2014-2016 年度,心血管类产品收入占营业收入之比分别为 60.23%、61.38%和 65.58%。

2.3 毛利率持续上升

2014-2016 年度,公司毛利率分别为 32.88%、32.95%和 37.69%,2016 年公司毛利率增幅较大,主要受公司产品结构变化、产品原材料采购单价持续下降等因素影响,其中 2016 年公司心血管类产品毛利率上升较大,同时其销售量增加,提升了公司综合毛利率。

图 3 公司财务概括



数据来源：公司招股书 上海证券研究所

2.4 募集资金投向

公司本次拟公开发行人民币普通股不超过 3,052.9405 万股，实际募集资金扣除发行费用后总额为 53,883.77 万元，将分别投资于年产制剂产品 30 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目和欧美标准注射剂生产线建设项目。

表 4 本次募集资金投资项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金	项目目标
1	年产 30 亿片(粒)出口固体制剂建设项目	31,962	28,062	本项目达产后，将形成年产出口固体制剂 30 亿片(粒)的生产能力，建设期 3 年。投产后第一年达产 33%，第二年达产 56.67%，第三年达产 100%。本项目达产后，预计所得税后内部收益率 25.72%，财务效益良好。
2	药物研发中心建设项目	6,040	5,540	本项目中心计划 3-5 年内开发出 1-2 个重大新药，成功完成 3-4 个技术转让/技术合作项目。通过内部研发与多种形式的对外合作，实现重点突破与持续开发的目标，达到在研产品 20 个。
3	补充流动资金	10,000	4,543	
	合计	48,002	38,145	

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率稳定

2014 年度、2015 年度、2016 年度，公司期间费用占营业收入比例分别为 18.21%、17.38%及 17.82%，基本稳定并略有浮动。

表 5 公司近年期间费用情况（单位：万元）

项目	期间费用金额（万元）			期间费用占营业收入比例（%）		
	2016 年度	2015 年度	2014 年度	2016 年度	2015 年度	2014 年度
销售费用	1,295.45	1,295.46	1,344.39	2.24	2.16	2.11
管理费用	9,759.95	10,328.07	9,293.28	16.88	17.23	14.61
财务费用	-525.63	-1,205.06	701.26	-0.91	-2.01	1.10
合计	10,529.77	10,418.47	11,338.93	18.21	17.38	17.82

数据来源：公司招股书 上海证券研究所

公司周转能力指标良好

2014-2016 年度，公司的应收账款周转率分别为 10.15 次、11.14 次和 14.94 次。优良的客户群体、良好的信用风险管理制度是公司保持正常的应收账款周转水平的主要因。

2014-2016 年度，公司的总资产周转率分别为 0.69 次、0.67 次和 0.65 次，总体趋势平稳。

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司的主导产品销售稳定增长；
- 2) 毛利率水平保持稳定；
- 3) 公司各项费用率保持稳定；
- 4) 公司募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计 2017-2019 年归属于母公司净利润增速 11.56%、20.29%和 16.71%，相应的稀释后每股收益为 0.73 元、0.88 元和 1.03 元。

四、风险因素

4.1 单一客户份额较高的风险

经过长期的业务合作，公司与 KRKA 公司形成稳定密切、互惠共赢的长期战略合作模式。2014 年度、2015 年度和 2016 年度，公司向 KRKA 的销售额占同期主营业务收入的比重分别为 69.96%、67.57% 和 66.17%，需注意单一客户份额较高的风险。

4.2 环保风险

公司及其子公司曾存在因污染物排放不达标并受到环保处罚的情形和污水总量排放超标情形；发行人及子公司生产的部分产品曾存在未取得环评审批前生产的情形。虽然公司已经加大了环保投入，但如果环保部门后续对公司做出行政处罚，将会对发行人的生产经营造成不利影响。

4.3 汇率波动风险

公司产品以海外销售为主，汇率波动会对公司的业绩造成一定影响，需注意风险。

4.4 行业相关许可、认证重续风险

公司从事医药生产经营须向有关政府机构申请并取得许可证及执照，包括药品生产许可证、药品经营许可证、药品 GMP 证书、药品注册批件等。如果公司无法在规定的时间内获得药品再注册批件，或者无法在相关证书有效期届满时换领新证或更新登记，公司将无法继续生产、销售有关产品，进而影响公司的经营业绩。

4.5 技术研发风险

目前公司正在研发过程中的产品 28 个，预计未来 3~5 年将有 20 多个新产品进入注册申请阶段。医药行业的新产品和新工艺开发具有技术难度大、前期投资大、审批周期长的特点。如果新产品和新工艺未能研发成功或者最终未能通过注册审批，则可能导致产品开发失败，进而影响公司前期投入的回收和效益的实现。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2016 年业绩和 2017、2018 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 17 年、18 年平均动态市盈率为 44.01 倍、33.18 倍，17 年、18 年可比上市公司市盈率行业中值分别为 42.99 倍、33.08 倍。

表 6 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
华海药业	600521	25.46	0.56	0.52	0.67	45.46	49.19	38.18
福安药业	300194	23.20	0.24	0.58	0.82	96.67	39.86	28.29
博腾股份	300363	24.10	0.40	0.56	0.73	60.25	42.99	33.08
同业可比上市公司指标算术平均值	-	-	0.30	0.55	0.74	67.46	44.01	33.18
同业可比上市公司指标中位数	-	-	0.40	0.56	0.73	60.25	42.99	33.08
美诺华指标	-	-	0.66	0.81	0.89	17.22	15.68	13.41

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预计募集资金净额 38,145.00 万元, 假定募集资金净额符合预期, 发行费用 3,945.00 万元, 预计募集资金总额 42,090.00 万元, 计划发行股份不超过 12,000 万股, 对应每股发行价为 14.03 元, 对应 15、16 年 PE 为 21.86、21.35。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况, 我们认为给予公司 17 年每股收益 35 倍市盈率这一估值水平较为合理, 以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 23.32-27.99 元, 相对于 2016 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 31.82-38.18 倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	597.17	578.09	622.10	685.21	755.11
二、营业总成本	508.85	481.53	509.36	548.15	595.15
营业成本	400.47	361.51	385.87	418.64	456.20
营业税金及附加	3.32	7.01	7.47	6.85	7.55
销售费用	12.95	12.95	13.38	14.39	15.86
管理费用	103.28	97.60	102.65	108.26	115.53
财务费用	-12.05	-5.26	-6.22	-6.85	-7.55
资产减值损失	0.88	7.71	6.22	6.85	7.55
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.19	1.89	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	91.50	98.45	112.73	137.07	159.97
加: 营业外收入	12.24	13.21	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	2.70	6.49	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	101.05	105.17	112.73	137.07	159.97
减: 所得税	19.28	20.05	19.16	23.30	27.19
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	81.77	85.12	93.57	113.77	132.77
减: 少数股东损益	4.75	6.28	5.61	7.96	9.29
归属于母公司所有者的净利润	77.02	78.84	87.96	105.80	123.48
七、摊薄每股收益(元)	0.64	0.66	0.73	0.88	1.03

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。