

2017年8月7日

合理价格区间：32.60-40.75元

海特生物(300683)

医药生物

证券研究报告

新股定价报告

公司研究

财通证券研究所

发行上市资料

发行价(元)	32.94
发行市盈率	21.68
参考行业市盈率	25.49
发行新股数(万股)	2,584
老股东转让数(万股)	0
发行后总股数(万股)	10,336

联系信息

证券分析师:	沈瑞
SAC证书编号:	S0160517040001
电话	0571-87620710
Email:	shenr@ctsec.com

财务指标

	2016年
销售毛利率(%)	95.38
销售净利率(%)	20.37
ROE(%)	22.54
营业收入增幅(%)	13.48
营业利润增幅(%)	92.40
净利润增幅(%)	88.43
资产负债率(%)	32.32
流动比率	2.75
速动比率	2.70
每股经营性净现金流量	1.86

神经修复领域龙头，持续平稳快速增长

投资要点：

● 公司在神经修复生物药领域技术领先

公司主营业务为生物制品（注射用鼠神经生长因子冻干粉针剂、注射用抗乙肝转移因子冻干粉针剂）、凝血酶和其他化学药品的研发、生产和销售。主导产品金路捷——注射用鼠神经生长因子属国家一类新生物制品，为全球第一个获得政府批准上市的神经营损伤类疾病用药。经过多年的临床应用及验证，公司主导产品的神经修复疗效获得了广大临床一线医生和国家医保部门的认可。

● 公司业绩平稳提升，主要产品市场份额位列三甲

2013年以来，公司经营业绩持续增长，营业收入由2013年的3.56亿元增长至2016年的7.71亿元，增幅达116.57%，年均复合增长率29.38%；归母净利润由2013年的0.78亿元增长至2016年的1.57亿元，增幅102.25%，年均复合增长率26.46%。目前我国注射用鼠神经生长因子总市场规模超过24.56亿元，并且由于其确切的疗效、透彻的研究和温和的竞争环境，未来成长潜力巨大。公司旗下产品金路捷，自上市以来市场占有率稳步提升，目前已经位列同类药物市场前三名，成为公司主要的营业收入来源。

● 募集资金主要用于提高产销能力

本次募集资金项目总投资10.37亿元，将主要用于提高公司的研发、销售能力，提高生产经营的效率和效果。公司为提高研发能力和竞争优势，已利用自有资金对募投项目中的“研发中心及实验室建设项目”进行了施工投入，截至2016年12月31日，公司已使用自有资金先期投入该项目累计1467.94万元，占“研发中心及实验室建设项目”总投资额的3.86%。另外，生物工程药物综合制剂基地升级项目有87.52万元的前期投入，其他募投项目尚未开始建设。

● 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为1.63元、1.92元、2.37元，给予公司2017年20倍~25倍PE，对应2017年的股价合理区间为32.60~40.75元。

● 风险提示

公司可能面临单一产品重大依赖风险，市场竞争加剧风险等。

表 1：公司财务及预测数据摘要

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	679	771	893	1,046	1,227
增长率	23.80%	13.48%	15.80%	17.20%	17.27%
归属母公司股东净利润(百万元)	83.35	157.05	168.71	198.45	245.40
增长率	-24.17%	88.43%	7.42%	17.62%	23.66%
每股收益(元)	0.81	1.52	1.63	1.92	2.37

数据来源：Wind, 财通证券研究所

目录

1、公司是神经修复领域新生物制品龙头.....	3
1.1、公司技术先进、产品认可度高.....	3
1.2、公司股权结构清晰.....	3
2、生物医药空间巨大，创新药为增长热点.....	3
2.1、全球生物医药行业前景广阔.....	3
2.2、我国生物医药成为创新药物重要来源.....	4
2.3、神经修复类药物临床运用广泛，发展空间巨大.....	5
3、公司业绩稳步提升.....	6
3.1、公司处在新药逐步占领市场阶段.....	6
3.2、金路捷是公司收入主要来源.....	7
4、公司具有双重竞争优势.....	7
4.1、金路捷拥有稳定的市场份额.....	7
4.2、公司拥有独特的产品优势和技术研发优势.....	8
5、募集资金主要用于提高产销能力.....	9
6、盈利预测与投资建议.....	9
7、风险提示.....	10

图目录

图 1：公司股权结构.....	3
图 2：全球各国生物治疗临床试验数对比.....	4
图 3：2015-2020 年各国生物医药领域 CAGR.....	4
图 4：1999-2014 年我国生物医药行业收入规模.....	4
图 5：1999-2014 年我国生物医药行业利润规模.....	4
图 6：2016 年医药行业主要子行业收入占比.....	5
图 7：公司营业收入及增速.....	6
图 8：公司归母净利润及增速.....	6
图 9：公司毛利率和净利率.....	7
图 10：公司期间费用率.....	7
图 11：2013-2016 年公司主营业务收入拆分.....	7
图 12：2013-2016 年公司毛利拆分.....	7
图 13：2013-2016 年注射用鼠神经生长因子市场占有率对比.....	8

表目录

表 1：公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2：神经系统药物市场份额.....	5
表 3：注射用鼠神经生长因子产品对比.....	8
表 4：公司募集资金主要用途.....	9
表 5：可比公司估值指标.....	9
表 6：公司财务报表及指标预测.....	11

1、公司是神经修复领域新生物制品龙头

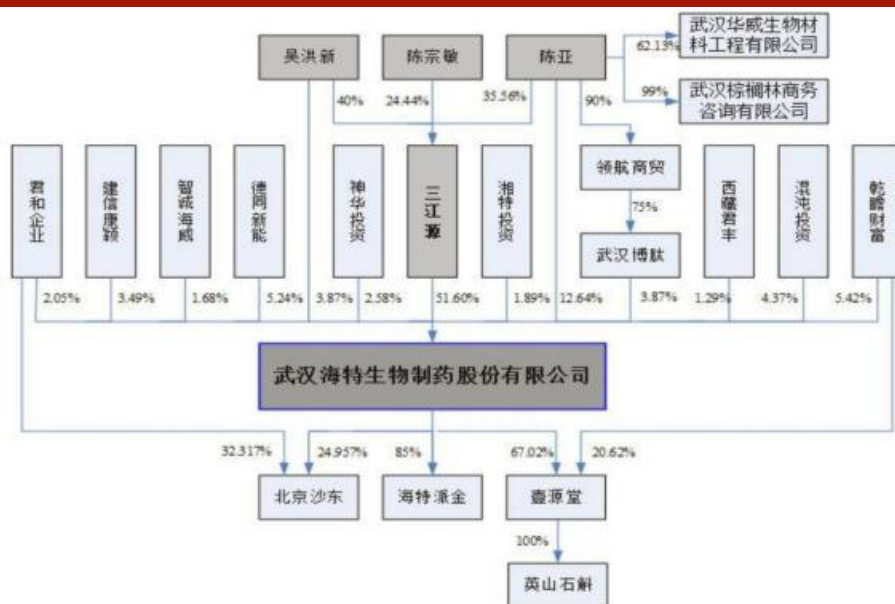
1.1、公司技术先进、产品认可度高

公司主营业务为生物制品（注射用鼠神经生长因子冻干粉针剂、注射用抗乙肝转移因子冻干粉针剂）、凝血酶和其他化学药品的研发、生产和销售。主导产品金路捷——注射用鼠神经生长因子属国家一类新生物制品，为全球第一个获得政府批准上市的神经损伤类疾病用药。经过多年的临床应用及验证，公司主导产品的神经修复疗效获得了广大临床一线医生和国家医保部门的认可。此外，公司还拥有乙肝治疗药品奥肝肽、止血剂凝血酶等二十多种产品。

1.2、公司股权结构清晰

本次发行前公司总股本7752万股，本次公开发行不低于2584万股，占发行后总股本的比例为25%。三江源持有公司4000万股，占总股本的51.60%，为公司控股股东。陈亚、吴洪新、陈宗敏作为一致行动人，控制三江源5580万股，占公司总股本的71.98%，为海特生物实际控制人。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind 资讯、财通证券研究所

2、生物医药空间巨大，创新药为增长热点

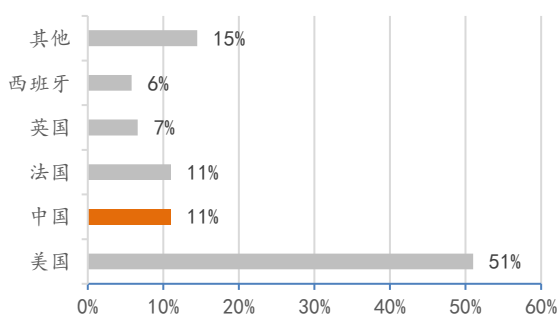
2.1、全球生物医药行业前景广阔

全球生物医药领域步入快速成长期，未来行业前景广阔。据GBI Research数据，2015年底，全球生物医药行业规模大约为2000亿美元，占据全球制药领域17%-20%的份额，并且在未来20年有望逐步取代70%左右的化学制药产品。目前，全球已有100多个生物技术药物上市销售，另有400多个品种可能完成临床研究投放市场。生物技术药物销售收入已连续多年保持了15%以上的增速，是全部药品销售收入

增速的两倍以上。

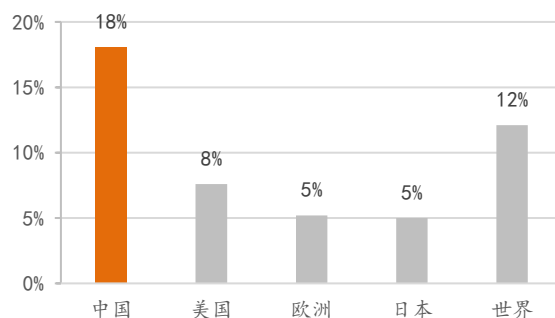
中国作为生物医药领域的后起之秀，正在快速强占全球市场份额。据美国国立卫生研究院（National Institutes of Health）数据，在生物治疗临床试验的数量方面，中国目前排名第二，仅次于美国。2015-2020年，中国以18.1%年均复合增长率远超美欧，位列全球首位。

图 2：全球各国生物治疗临床试验数对比



数据来源：美国国立卫生研究院、财通证券研究所

图 3：2015-2020 年各国生物医药领域 CAGR

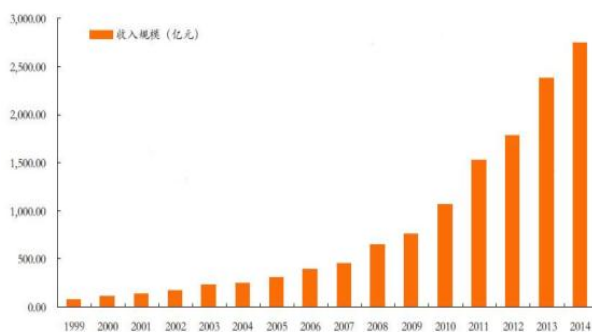


数据来源：美国国立卫生研究院、财通证券研究所

2.2、我国生物医药成为创新药物重要来源

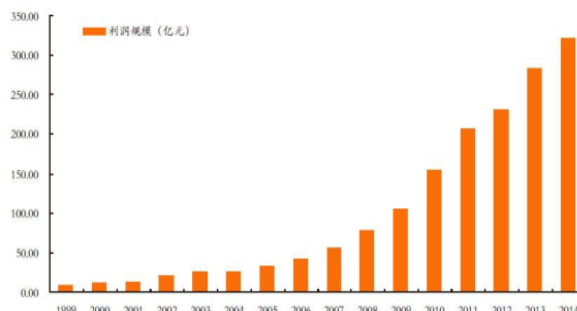
中国生物医药行业已经保持连续多年的高速增长，正成为医药领域的重要产业。截至2015年6月，我国生物制药企业超过900家，呈逐年上升的趋势。2014年，生物制药行业实现收入2750亿元，同比增长13.95%，行业利润322亿元，增长11.82%，处在较快增长的阶段。然而对比化学药品而言，生物药市场占有率仍处于较低位置。在2016年我国医药行业收入对比中，生物药品占比13%，低于化学制剂31%、中成药27%及化学原料药21%的市场占有率。

图 4：1999-2014 年我国生物医药行业收入规模



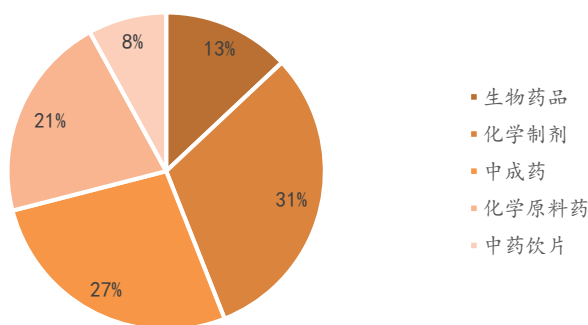
数据来源：招股说明书、财通证券研究所

图 5：1999-2014 年我国生物医药行业利润规模



数据来源：招股说明书、财通证券研究所

图 6：2016 年医药行业主要子行业收入占比



数据来源：南方医药产业经济研究所, 财通证券研究所

虽然生物药未及化学药的市场占有率，但生物制品已经成为创新药的重要来源。根据Pharmaprojects统计，截至2015年底，我国共有147家企业涉足新药研发，如果仅从研发企业数量上看，中国已经取代日本，成为亚洲最大的新药研发国。生物药拥有靶向性好，安全性高，研发成功率高等特点，这些特点将使生物药逐渐取代化学药，成为新药领域的主要占有者。

目前，随着CFDA和CDE不断的政策支持和持续的理念更新，海外人才的陆续回归与新药研发配套产业的完善，整体工业水平的提升与部分新药研发相关领域技术的迅猛发展，我国生物新药研发即将进入质变的快速增长期。

2.3、神经修复类药物临床运用广泛，发展空间巨大

公司主要产品为注射用鼠神经生长因子，属于神经损伤修复类药物，临床科室涉及范围广，其中神经内科的阿尔茨海默和帕金森病为主要适应症。目前注射用鼠神经生长因子总市场规模超过24.56亿元，并且由于其确切的疗效、透彻的研究和温和的竞争环境，成长潜力巨大。根据中国阿尔茨海默协会的数据，我国的阿尔茨海默氏症患病率从4.98%上升到6.99%，而85岁以上的发病率高达20%，估计全国患者在800万人以上。此外，中国大约有200万帕金森患者，每年新增病患约10万人。若再加上脑梗塞、脑出血、颅脑外伤、糖尿病神经损伤等疾病患者，需要神经损伤修复的患者数量巨大。如果全国每年有超过800万人治疗，并假定神经损伤修复药物年治疗费用为5000元，则市场潜在规模可能超过400亿元。

根据国家食品药品监督管理总局南方医药经济研究所发布的《2015年度中国医药市场发展》蓝皮书，2014年城市公立医院神经系统药物前十名产品市场份额为47.70%，其中注射用鼠神经生长因子占比为4.35%，具体如下：

表 2：神经系统药物市场份额

品名	份额
小牛血清去蛋白注射液	7.85%
单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液	7.61%
奥拉西坦注射液	5.70%
脑苷肌肽注射液	5.36%
注射用鼠神经生长因子	4.35%
依达拉奉注射液	4.09%

丙泊酚注射液	3.93%
奥氮平片	3.17%
长春西汀注射液	3.14%
注射用小牛血去蛋白提取物	2.52%
合计	47.70%

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

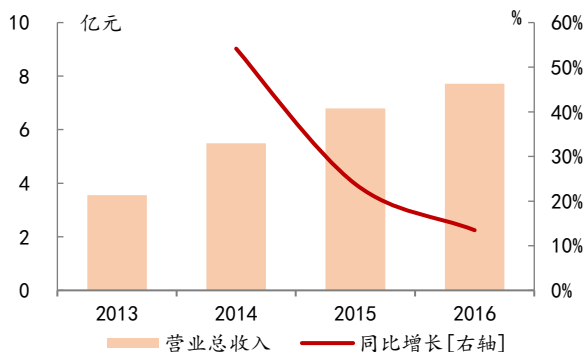
3、公司业绩稳步提升

3.1、公司处在新药逐步占领市场阶段

公司的主营业务为生物制品（注射用鼠神经生长因子冻干粉针剂、注射用抗乙肝转移因子冻干粉针剂）、凝血酶和其他化学药品的研发、生产和销售。主导产品金路捷——注射用鼠神经生长因子属国家一类新生物制品，为全球第一个获得政府批准上市的神经损伤类疾病用药。其活性成分为小鼠颌下腺中提取纯化的神经生长因子（NGF）。金路捷是采用现代生化技术从小鼠颌下腺中分离纯化出的高活性多肽，与人体内源性NGF具有高度的同源性，具有活性高、毒副作用小、疗效确切、性价比高、使用方便等特点，是治疗神经系统疾病的优选用药。

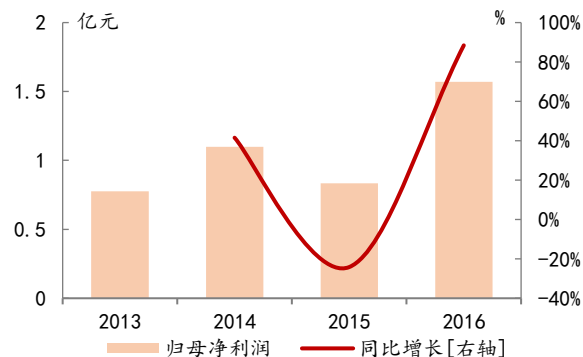
2013年以来，公司经营业绩持续增长，营业收入由2013年的3.56亿元增长至2016年的7.71亿元，增幅达116.57%，年均复合增长率29.38%；归母净利润由2013年的0.78亿元增长至2016年的1.57亿元，增幅102.25%，年均复合增长率26.46%。

图 7：公司营业收入及增速



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 8：公司归母净利润及增速



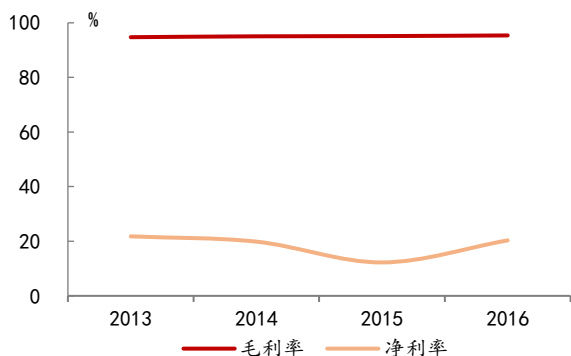
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

2013-2016年，公司销售毛利率分别为94.73%、95.06%、95.14%和95.38%，销售净利润在经历2013-2015年连续三年下降之后，于2016年重新回升至20%以上。综合而言，公司利润率水平基本保持平稳，其中毛利率始终保持高位状态，主要原因包括：金路捷产品毛利率较高；公司核心产品议价能力强，金路捷产品同类竞争企业较少；公司通过减少流通环节，逐步在各销售区域提高产品出厂单价，产品平均销售价格小幅上升；金路捷产品生产所需原材料单一，采购单价逐年下降。

公司的期间费用率高于同行业上市公司的平均值，近4年均保持在60%以上，主要系主要产品金路捷处于新药研发保护后期，仍具备一定的成长性，销售网络、销售市场的广度与深度仍待开发。公司投入较多资金用于营销团队、学术推广及开发重

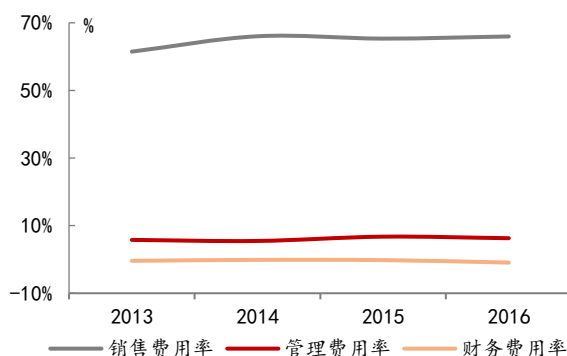
点医院，为后续发展奠定坚实、持续的基础。

图 9：公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 10：公司期间费用率

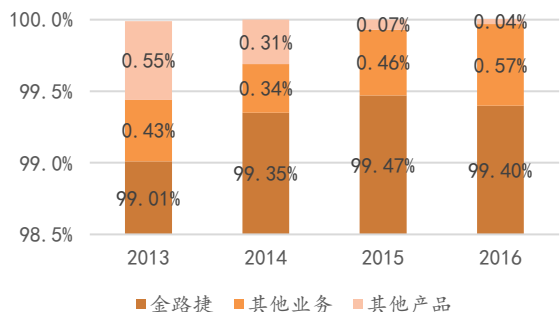


数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

3.2、金路捷是公司收入主要来源

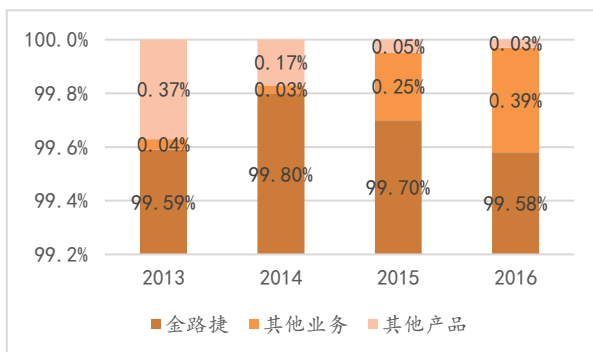
公司主营业务为生物制品（注射用鼠神经生长因子冻干粉针剂、注射用抗乙肝转移因子冻干粉针剂）、凝血酶和其他化学药品的研发、生产和销售。其中，注射用鼠神经生长因子冻干粉针剂（金路捷）为公司的主要产品。2013-2016年该产品营业收入占比分别为99.01%、99.35%、99.47%和99.40%，毛利占比分别为99.59%、99.80%、99.70%和99.58%，金路捷成为公司最主要的营收及毛利来源，是公司营业收入和利润增长的业务核心。

图 11：2013-2016 年公司主营业务收入拆分



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 12：2013-2016 年公司毛利拆分



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

4、公司具有双重竞争优势

4.1、金路捷拥有稳定的市场份额

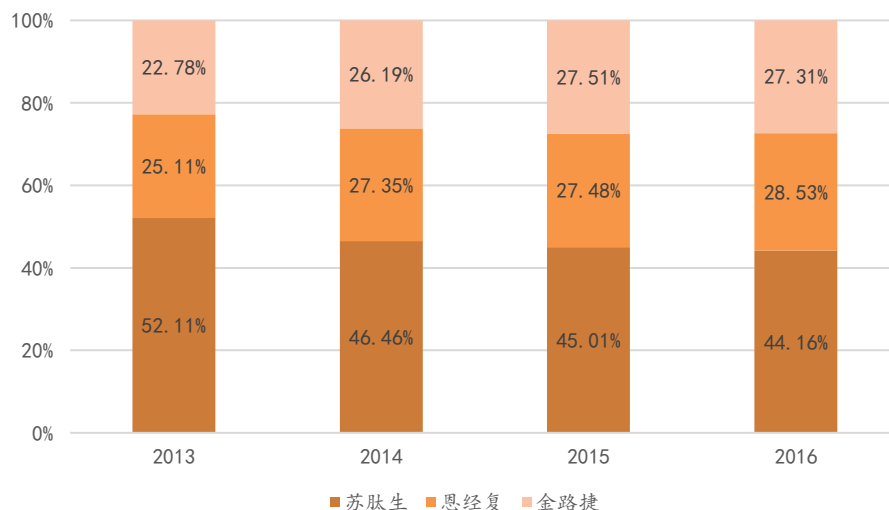
目前除公司产品外，在市场上还有三家企业生产注射用鼠神经生长因子，分别是舒泰神生产的“苏肽生”、未名医药生产的“恩经复”以及丽珠集团生产的“丽康乐”。近年来，鼠神经生长因子产品销量增长迅速，目前已形成相对稳定的市场格局，2012-2015年，苏肽生销量位居第一，恩经复和金路捷维持在二三名，丽康乐于2010年获药监局批准上市，目前市场份额较低。

表 3：注射用鼠神经生长因子产品对比

企业名称	未名生物	舒泰神	丽珠集团	海特生物
商品名称	恩经复	苏肽生	丽康乐	金路捷
上市时间	2003年	2006年	2010年	2003年
新药证书	一类生物制品	一类生物制品	一类生物制品	一类生物制品
适应症	正己烷中毒性周围神经病。本品通过促进神经损伤恢复发挥作用。	本品具有促进神经损伤修复的作用。用于治疗视神经损伤。	用于治疗视神经损伤。本品通过促进神经损伤恢复发挥作用。	正己烷中毒性周围神经病。本品通过促进神经损伤恢复发挥作用。
规格	18 μg (生物活性≥9000AU)	30 μg (生物活性≥15000AU)	30 μg (生物活性≥15000AU)	20 μg (9000U)
纯度	98%	98%	98%	98%
有效期	30个月	24个月	24个月	30个月

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

图 13：2013-2016 年注射用鼠神经生长因子市场占有率对比



数据来源：南方医药产业经济研究所, 财通证券研究所

4.2、公司拥有独特的产品优势和技术研发优势

公司拥有国家一类新生物制品，产品优势突出。主导产品金路捷——注射用鼠神经生长因子属国家一类新生物制品，为全球第一个获得政府批准上市的神经损伤药类疾病用药。该项目源自1986年诺贝尔生理医学奖成果，公司将其近50年的研究成果成功转化为工业化产品，并获得了国家火炬计划和国家创新基金计划的重点扶持。此外，公司还拥有乙肝治疗药品奥肝肽，属国家基本用药的局部快速止血剂凝血酶等二十余个品种。

公司坚持产学研合作，技术研发优势显著。公司是湖北省高新技术生物制药企业，具有较强的技术研发实力。现有员工290人，汇集了国内一大批高素质的管理人才和工程技术人员，其中大专以上学历人员占75.86%。2010年，公司申请并获批了国家博士后科研工作站，并先后与华中科技大学、武汉大学等单位合作，联合

招收博士后研究人员进站开展研究工作。博士后研究工作的开展，有效的带动了公司新药创新项目的研究工作，同时为高层次人才引进和公司人才梯队的培养起到了很好的带动作用。公司始终坚持“自主研发与合作研发相结合”的研发模式，致力于公司新产品研发和现有产品的二次开发，不断推进技术创新，为企业发展注入新的活力。

5、募集资金主要用于提高产销能力

本次公开发行前，公司总股本为77,516,280股。且发行股票数量为不超过25,838,760股，占发行后总股本的比例为25%。本次募集资金项目总投资10.37亿元，扣除发行费用后的净额全部用于公司主营业务相关的项目。从此次募集资金用途来看，将主要用于提高公司的研发、销售能力，提高生产经营的效率和效果。公司为提高研发能力和竞争优势，已利用自有资金对募投项目中的“研发中心及实验室建设项目”进行了施工投入，截至2016年12月31日，公司已使用自有资金先期投入该项目累计1467.94万元，占“研发中心及实验室建设项目”总投资额的3.86%。另外，生物工程药物综合制剂基地升级项目有87.52万元的前期投入，其他募投项目尚未开始建设。截至报告期末，公司先期投入募投项目共计1555.46万元，占募投项目总金额的1.52%。

表 4：公司募集资金主要用途

序号	项目名称	总投资(万元)	拟使用募集资金(万元)
1	生物工程药物综合制剂基地升级项目	22,000	22,000.00
2	研发中心及实验室建设项目	38,030	38,030.00
3	营销服务网络升级项目	10,188	10,188.00
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	32,000	9,555.42

数据来源：招股说明书、财通证券研究所

6、盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为1.63元、1.92元、2.37元，考虑到可比公司的PE水平及公司的盈利增长情况，给予公司2017年20倍~25倍PE，对应2017年的股价合理区间为32.60~40.75元。

表 5：可比公司估值指标

股票代码	企业名称	EPS(元)			市盈率(倍)			市值(亿元)
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
300204	舒泰神	0.62	0.71	0.81	23.72	20.63	18.08	70.34
002581	未名医药	0.83	1.02	1.20	23.77	19.34	16.52	130.50
000513	丽珠集团	1.74	2.10	2.54	28.97	23.95	19.82	254.79
平均					25.49	21.31	18.14	

7、风险提示

公司经营风险主要包括如下几个方面。第一，单一产品存在重大依赖的风险。报告期内，注射用鼠神经生长因子产品金路捷占公司营业收入的比重较高，2014年、2015年和2016年，该产品销售收入分别为54,523.90万元、67,581.02万元和76,631.05万元，占公司同期营业收入的比例分别为99.35%、99.47%和99.40%。发行人主导产品集中，发行人对单一产品金路捷存在重大依赖的风险。金路捷目前是公司营业收入的主要来源，如果金路捷客观经营环境发生重大变化、销售产生波动，将对公司的经营业绩和财务状况产生重大不利影响。第二，市场竞争加剧风险。近年来，生物医药行业发展迅速，市场需求不断增加。目前公司主要产品为金路捷。从金路捷所处细分市场来看，神经损伤修复类药物增长较快，市场规模快速扩大，其中鼠神经生长因子由于其作用直接、功能全面、安全有效等特点，处于快速增长期，但同时其他几类神经损伤修复药物具有较高的市场占有率，且市场推广力度较大；此外，金路捷未来也面临其他鼠神经生长因子产品更加激烈的市场竞争。

表 6: 公司财务报表及指标预测
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	771.0	892.8	1,046.3	1,226.9
增长率(%)	13.5	15.8	17.2	17.3
归属母公司股东净利润	157.1	168.7	198.4	245.4
增长率(%)	88.4	7.4	17.6	23.7
每股收益(EPS)	1.52	1.63	1.92	2.37
每股经营现金流(元)	1.26	2.04	2.51	2.81
销售毛利率(%)	95.4	95.4	95.6	95.7
净资产收益率(%)	22.5	21.1	21.6	23.1
市盈率(P/E)	21.7	20.2	17.2	13.9
市净率(P/B)	4.9	4.3	3.7	3.2

利润表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	771.0	892.8	1046.3	1226.9
营业成本	35.6	41.2	46.2	53.0
营业税金及附加	3.6	4.4	4.7	5.7
销售费用	508.6	587.2	687.3	807.4
管理费用	48.4	54.3	63.5	74.4
财务费用	-7.2	-10.1	-12.2	-14.8
资产减值损失	-6.7	-30.2	-36.8	-24.5
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	6.6	10.5	9.8	9.0
营业利润	181.9	196.1	229.9	285.6
营业外收支净额	2.2	1.6	2.2	2.0
利润总额	184.1	197.6	232.0	287.6
所得税	27.3	29.3	34.0	42.7
净利润	156.7	168.4	198.0	244.9
少数股东损益	-0.3	-0.3	-0.4	-0.5
归属母公司股东净利润	157.1	168.7	198.4	245.4
每股收益(元)	1.52	1.63	1.92	2.37

资产负债表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	608.0	734.2	897.0	1070.3
应收和预付款项	263.7	301.8	337.2	410.0
存货	15.0	18.0	19.7	23.0
其他流动资产	9.4	24.4	34.9	29.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	26.3	26.3	26.3	26.3
固定资产和在建工程	98.0	76.0	48.5	32.3
无形资产和开发支出	18.8	18.0	17.3	16.5
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1039.2	1198.7	1381.0	1608.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	6.8	8.0	8.8	10.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	10.1	13.9	17.7	21.5
负债合计	335.9	394.4	457.7	538.1
股本	77.5	103.4	103.4	103.4
资本公积	218.2	218.2	218.2	218.2
留存收益	362.3	476.5	595.5	742.8
归属母公司股东权益	696.8	798.1	917.1	1064.4
少数股东权益	6.5	6.3	6.1	5.8
股东权益合计	703.4	804.4	923.2	1070.1
负债及权益合计	1039.2	1198.7	1381.0	1608.3

现金流量表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	130.5	210.8	259.8	290.4
投资性现金净流量	44.7	-17.1	-17.6	-18.9
筹资性现金净流量	-63.6	-67.5	-79.4	-98.2
现金流量净额	111.5	126.2	162.9	173.3

数据来源: Wind, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。