

# 缬沙坦事件计提影响业绩，华海美国大幅减亏，制剂板块高速增长

——华海药业（600521）2018 年中报点评

2018 年 08 月 26 日

强烈推荐/维持

华海药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号：S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

## 事件：

华海药业发布 2018 年半年度报告，2018 年上半年公司实现营业收入 25.39 亿元，同比增长 8.01%；归属于上市公司股东的净利 2.29 亿元，同比下降 22.37%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.03 亿元，同比下降 19.99%。实现 EPS 为 0.18 元。

公司 Q2 实现营业收入 12.99 亿元，同比增长 6.45%；归属于上市公司股东的净利 0.67 亿元，同比下降 56.56%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.61 亿元，同比下降 56.59%。实现 EPS 为 0.05 元。

## 观点：

### 1、缬沙坦事件提前计提影响业绩，华海美国大幅减亏，制剂板块高速增长

公司 2018 上半年整体营收 25.39 亿元，同比增长 8.01%，归母净利润 2.29 亿元，同比下降 22.37%，缬沙坦事件影响收入 1.7 亿，净利润 1 亿。若将影响加回，实际公司收入增速 15.3%，利润增速 11.4%。

从收入端情况来看（制剂板块增速快于原料药）：

- ◆ 原料药板块收入 9.64 亿，增速-11.44%，若剔除缬沙坦影响，则增速为 3%（提价效应暂未显现）
- ◆ 制剂板块收入 14.81 亿，增速 27.77%，其中国内制剂 6.6 亿（+23%），制剂出口 5.3 亿（+50%），代工 2 亿，比去年略有下降（去年 2.2 亿）

从利润端情况来看（华海美国大幅减亏、公司业绩受召回费用、管理费用、财务费用等影响）：若扣掉汇兑损益的影响，公司内生业绩增速接近 40%。

- ◆ 华海美国大幅度减亏（今年上半年亏损 1109 万，去年上半年亏损 6477 万），华海美国经营情况随着 ANDA 增多，已经有了品牌优势，公司在美国的销售网络已覆盖 95% 以上的仿制药药品采购商，华海品牌已经为美国行业主流所认可。
- ◆ 缬沙坦召回影响利润 1 亿：其中已发货原料药的退回影响约 5000 万，美国缬沙坦召回费用约 3000 万，美国制剂库存影响约 2000 万。

- ◆ 管理费用中排污费用今年 1.1 亿，去年 6458 万，增长较快：主要是废气装置、环保投入等加大。另外原料药产能增加也会导致排污费增加。
- ◆ 公司财务费用较去年增加 2656 万，影响业绩：公司汇兑损失与去年基本持平，但利息支出增加较多。

**毛利率的角度：公司综合毛利率 58.11%，较去年全同期 54.03%提升 4.08pp。我们推断一方面有国内制剂低开转高开的因素，另一方面主要来自收入结构中制剂比例的不断增大。**

**财务指标方面：**销售费用率 21.37%，比去年同期（19.08%）上升 2.29pp，管理费用率 22.05%，与去年同期（19.88%）上升 2.17%。销售费用率上升主要原因是国内制剂规模扩大。管理费用率上升主要是受排污费、存货报废损失等影响。公司 2018 年上半年财务费用较去年也有大幅上升，主要是利息支出增加较多。

## 2、展望 2018 年，我们认为公司几大业务板块均呈现好转，但业绩仍然会受缬沙坦事件的一过性影响：

- ◆ **制剂出口梯队逐渐丰富、品种结构逐渐优化、积极探索专利挑战，望持续向好，华海美国有望扭亏为盈。** 存量 ANDA 中优秀品种市场份额在不断提升（罗匹尼罗、赖诺普利、贝那普利、氯沙坦钾、左乙拉西坦、帕罗西汀、缬沙坦、缬沙坦氢氯噻嗪等）。2016+2017 年获批的 14 个 ANDA 在 2018 年进一步放量（缬沙坦氢氯噻嗪、奥美沙坦酯、强力霉素、度洛西汀等目前放量快），夏洛特工厂的 13 个 ANDA 纳入华海销售体系后市场份额有望进一步提升。
- ◆ **制剂出口反哺国内市场逐步明朗，一致性评价品种和转报品种有望放量。** 华海利培酮片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、厄贝沙坦片、氯沙坦甲片（10mg、5mg）、盐酸帕罗西汀片、福辛普利钠片、赖诺普利片（5mg、10mg）第一批通过一致性评价，成为最大赢家，进口替代空间大，2018 年持续放量。制剂出口转报有条不紊进行，缬沙坦已经转报成功，后面品种的转报会比较顺利。
- ◆ **原料药有涨价弹性。** Wind 原料药报价，卡托普利、厄贝沙坦、替米沙坦等原料药均有提价。
- ◆ **汇兑损益影响得到控制。**
- ◆ **缬沙坦事件的影响：**上半年已计提 1 亿，后续还有几块影响全年业绩的因素，一方面是原料药下游仿制药厂家已经做成制剂的部分，华海需要承担原料成本和加工成本。另一块是美国渠道铺货的客户补偿。还有就是可能涉及的患者诉讼。

## 3、制剂出口再更新，上半年斩获 6 ANDA

2017 年公司获得了替米沙坦、度洛西汀胶囊、帕罗西汀胶囊（专利挑战）、恩替卡韦、芬戈莫德（暂时性批准）、替米沙坦氢氯噻嗪片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、阿立哌唑（暂时性批准）、普瑞巴林 9 个 ANDA。

2018 年至今，公司接连获得坎地沙坦酯氢氯噻嗪片、吡格列酮片、利格列汀（暂时性批准）、氯吡格雷、非布司他（暂执行批准）、罗氟司特（暂时性批准）ANDA，印证我们之前判断（ANDA 梯队已形成，每年 5-10 个 ANDA 可期）

**华海制剂出口方面未来增长点论述:**

- ◆ **存量品种销售增长带来的增量:** 16+17年新获得十几个 ANDA 在 18 年会经历从无到有的过程贡献增量。14、15 年获批的品种大都处于上升期, 未来有望继续放量。15 年之前的一些优质老品种仍有扩大市场份额的趋势 (可能与华海自身形成一定品牌优势和产品集群优势有关。), PAR 工厂收购的 ANDA 将会逐步带来增量。
- ◆ **新批品种带来的增量:** 从 DMF 布局推断 17-20 年每年有望获得 5-10 个及以上 ANDA (稳定增量, 详见前篇报告论述)、专利挑战将逐步明朗 (带来巨大弹性)。

**表 1: 华海药业收购夏洛特工厂获得 ANDA 概览**

中文名	剂型	适应症	获得年份	橘皮书分区	同有效成分、剂型的非停用 ANDA 数	2016 年美国市场规模 (亿美元)
呋塞米	片剂; 口服	充血性心力衰竭、水肿	2017	处方药	10	2.5
格列美脲	片剂; 口服	糖尿病	2017	处方药	13	4.2
氢氯噻嗪	片剂/胶囊; 口服	高血压、水肿	2017	处方药	16	2.1
氯硝西泮	片剂; 口服	癫痫、惊厥	2017	处方药	8	1.5
盐酸可乐定	片剂; 口服	高血压	2017	处方药	10	1.5
盐酸苯丁胺	片剂; 口服	中重度肥胖	2017	处方药	13	
赖诺普利	片剂; 口服	高血压	2017	处方药	14	5.0
双丙戊酸钠	肠溶片; 口服	失神发作、肌阵挛发作	2017	处方药	15	12.6
替米沙坦	片剂; 口服	原发性高血压	2017	处方药	14	3.2
盐酸异丙嗪	片剂; 口服	止咳	2017	处方药	7	
左乙拉西坦	缓释片; 口服	癫痫	2017	处方药	19	9.2
盐酸环苯扎林	片剂; 口服	局部肌肉痉挛	2017	处方药	12	2.6
盐酸文拉法辛	片剂; 口服	抑郁症	2017	处方药	11	8.0
盐酸羟嗪	片剂; 口服	轻度紧张、焦虑	2017	处方药	12	1.9
替马西泮	胶囊; 口服	睡眠障碍	2017	处方药	5	1.3
利培酮	片剂; 口服	急慢性精神分裂症	2017	处方药	16	2.9

资料来源: Bloomberg, 公司公告, FDA, 东兴证券研究所

**表 2: 华海药业全部 ANDA 概览 (夏洛特工厂品种已在前面列出, 不再重复列举) (截至 2018 年 4 月)**

中文名	剂型	适应症	获得年份	同有效成分、剂型的非停用 ANDA 数	2017 年美国市场规模 (亿美元)	华海所占份额估算 (MBS 口径)	华海 2017 年增速 (MBS)	2016 年市场份额 (MBS)	备注
奈韦拉平	片剂; 口服	艾滋病	2007	11	0.41	-	-	-	未销售
盐酸罗匹尼罗	片剂; 口服	帕金森氏病	200	11	2.44	38%	0%	25%	市场份额大幅提升
赖诺普利氢氯噻嗪	片剂; 口服	高血压	2010	10	2.03	-	-	-	未销售
赖诺普利	片剂; 口服	高血压	2010	17	4.6	14%	77%	12%	市场份额略提升
盐酸贝那普利	片剂; 口服	高血压; 充血性心力衰竭	2010	11	0.58	61%	25%	60%	市场份额略提升
盐酸多奈哌齐	片剂; 口服	阿尔茨海默病	2011	38	0.97	39%	2%	30%	市场份额大幅提升
氯沙坦钾	片剂; 口服	高血压	2011	2	4.83	17%	89%	15%	市场份额略提升
利培酮	片剂; 口服	精神分裂症	2011	17	2.65	5%	12%	5%	市场份额不变
左乙拉西坦	片剂; 口服	癫痫	2012	28	5.92	15%	39%	10%	市场份额大幅提升
厄贝沙坦	片剂; 口服	高血压	2012	20	0.92	28%	15%	20%	市场份额大幅提升
美索巴莫	片剂; 口服	肌肉松弛药	2012	10	0.96	0%	-48%	1%	市场份额下降
拉莫三嗪缓释片	缓释片; 口服	癫痫	2013	9	5.73	19%	-41%	34%	市场份额下降
厄贝沙坦氢氯噻嗪	片剂; 口服	高血压	2014	13	0.37	10%	48%	5%	市场份额提升
帕罗西汀	片剂; 口服	抑郁症	2014	11	1.73	13%	1%	6%	市场份额大幅提升
左乙拉西坦	缓释片; 口服	癫痫	2015	21	1.41	5%	427%	1%	市场份额提升
盐酸安非他酮	缓释片; 口服	戒烟	2015	33	26	1%	19%	1%	市场份额不变
缬沙坦	片剂; 口服	高血压	2015	14	3.96	32%	62%	18%	市场份额大幅提升

草酸艾斯西酞普兰	片剂；口服	抑郁症	2015	15	4.45	1%	97%	1%	市场份额不变
卡托普利	片剂；口服	高血压	2016	6	0.45	-	-	-	未销售
<b>缬沙坦氢氯噻嗪</b>	<b>片剂；口服</b>	<b>高血压</b>	<b>2016</b>	<b>8</b>	<b>4.01</b>	<b>8%</b>	<b>197%</b>	<b>2%</b>	<b>市场份额大幅提升</b>
伏立康唑	片剂；口服	侵袭性曲霉病	2016	12	2.08	0.2%	-	-	新品上市开始放量
福辛普利钠	片剂；口服	高血压和心力衰竭	2016	6	0.22	-	-	-	新品上市开始放量
喹那普利	片剂；口服	高血压、充血性心力衰竭	2016	9	0.35	-	-	-	未销售
强力霉素	缓释片；口服	抗生素	2016	6	2.91	2.5%	-	-	新品上市开始放量
奥美沙坦酯氢氯噻嗪	片剂；口服	高血压	2016	2	3.51	2.0%	-	-	新品上市开始放量
替米沙坦	片剂；口服	高血压	2017	14	2.87	-	-	-	新品上市开始放量
度洛西汀	胶囊；口服	抑郁症	2017	20	14.08	-	-	-	新品上市开始放量
帕罗西汀	胶囊；口服	血管舒缩症状	2017	1	0.25	-	-	-	未销售
恩替卡韦	片剂；口服	乙肝	2017	8	2.31	-	-	-	未销售
芬戈莫德(暂时性批准)	胶囊；口服	多发性硬化	2017	12	21.35	-	-	-	未销售
替米沙坦氢氯噻嗪片	片剂；口服	高血压	2017	9	1.82	-	-	-	未销售
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	片剂；口服	高血压	2017	17	2.4	-	-	-	未销售
盐酸可乐定(力品药业持有)	缓释片；口服	注意力缺陷多动障碍	2017	5	1.58	-	-	-	未销售
阿立哌唑	片剂；口服	精神分裂症	2017	15	□5.4 6	-	-	-	未销售
普瑞巴林(暂时性批准)	胶囊；口服	带状疱疹后神经痛	2017	1	43	-	-	-	未销售
坎地沙坦氢氯噻嗪	片剂；口服	高血压	2018	4	0.21	-	-	-	未销售
吡格列酮	片剂；口服	糖尿病	2018	15	0.27	-	-	-	未销售
利格列汀(暂时性批准)	片剂；口服	糖尿病	2018	1	14	-	-	-	未销售
氯吡格雷片	片剂；口服	心血管	2018	14	1.11	-	-	-	未销售
非布司他(暂时性批准)	片剂；口服	痛风	2018	1	5.4	-	-	-	未销售

性批准)									
罗氟司特片 (暂时性批准)	片剂; 口服	COPD	2018	1	2.06	-	-	-	未销售

资料来源: Bloomberg, 公司公告, FDA, 东兴证券研究所

#### 4. 华海国内转报品种情况更新: 转报有条不紊进行、品种多、爆发力强

第一个转报品种缬沙坦已经于 2018 年 6 月获批, 除缬沙坦外, 目前华海转报品种还有 8 个 (2018 年至今又申报了大品种恩替卡韦以及阿立哌唑、替米沙坦), 缬沙坦走通之后, 后面品种的转报会比较顺利。我们预计这些品种均有望较快获批, 这些品种大多原研市占率还在 50% 以上, 替代空间大, 叠加爆发能力较强。

表 3: 华海转报品种概览

产品名称	治疗领域	美国文号	样本医院终端	原研 (市占率)	目前进度	企业家数 (国内)
缬沙坦氢氯噻嗪	高血压	206083 (2016/2/8)	1.28 亿元	诺华 (79.35%)	2017 年 11 月 17 日申报, 纳入优先审评	片 5, 胶囊 4, 分散片 3
多奈哌齐	精神科-阿尔兹海默症	200292 (2011/5/31)	2.13 亿元	卫材 (88.38%)	2017 年 11 月 17 日申报, 纳入优先审评	片 6, 胶囊 3, 分散片 1, 口腔崩解片 5
左乙拉西坦	精神科-癫痫	203468 (2015/5/21)	2.7 亿元	UCB (99.68%)	2017 年 11 月 27 日申报	4
度洛西汀胶囊	精神科-抑郁症	206653 (2017-05-18)	1.10 亿元	礼来 (95.68%)	2017 年 11 月 17 日申报, 纳入优先审评	片 2, 胶囊 1
伏立康唑片	抗菌药	206654 (2016/8/8)	4.24 亿元	辉瑞 (54.39%)	2017 年 11 月 17 日申报, 纳入优先审评	片剂 2, 注射剂 4, 胶囊 1
恩替卡韦片	抗病毒药	208782 (2017-10-10)	19.96 亿元	施贵宝 (38.6%)	2018 年 3 月 14 日申报	片剂 7、胶囊剂 5
阿立哌唑片	精神科-精神分裂	205363 (2017/12/10)	1.41 亿元	大冢 (50.02%)	2018 年 4 月 12 日申报	口崩片 1, 胶囊 1, 片剂 3
替米沙坦片	高血压	207882 (2017-05-03)	1.65 亿元	勃林格 (71.2%)	2018 年 5 月 4 日申报	片剂 38 家, 胶囊剂 25 家

资料来源: CFDA, CDE, 样本医院终端, 东兴证券研究所

## 结论：

由于今年受缬沙坦事件影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 6.02 亿元、9.00 亿元、12.01 亿元，增速分别为-5.76%、49.45%、33.39%。EPS 分别为 0.48 元、0.72 元、0.96 元，对应 PE 分别为 43x，28x，21x。我们认为公司制剂出口结合海外并购的国际化路径越来越清晰，国际化巨头之路稳步推进。未来国际化有望反哺国内市场。同时公司进军生物药领域，多点布局。我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

## 风险提示：

ANDA 获批及专利挑战进度不达预期；国内制剂推广低于预期

**公司盈利预测表**

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
<b>流动资产合计</b>	3511	4072	4465	5742	7339	<b>营业收入</b>	4093	5002	5716	7421	9565		
货币资金	792	691	1029	1336	1722	<b>营业成本</b>	2053	2203	2486	3191	4065		
应收账款	1281	1604	1566	2033	2621	营业税金及附加	40	61	29	37	48		
其他应收款	15	9	10	14	17	营业费用	615	905	1189	1559	2028		
预付款项	36	76	78	80	83	管理费用	860	1000	1189	1499	1913		
存货	1330	1594	1705	2189	2788	财务费用	-8	110	0	0	0		
其他流动资产	32	44	28	28	28	资产减值损失	26.22	-7.77	60.00	0.00	0.00		
<b>非流动资产合计</b>	3215	4195	3824	3624	3423	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	335	335	335	335	投资净收益	0.49	-2.43	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1865	2233	2092	1964	1853	<b>营业利润</b>	508	791	763	1135	1511		
无形资产	431	562	506	450	393	营业外收入	69.98	0.86	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	0	12	12	12	12	营业外支出	10.82	12.79	10.00	10.00	10.00		
<b>资产总计</b>	6726	8267	8288	9366	10762	<b>利润总额</b>	567	779	753	1125	1501		
<b>流动负债合计</b>	1514	2835	2941	3389	3944	所得税	110	156	151	225	300		
短期借款	462	1060	1045	1241	1484	<b>净利润</b>	457	624	602	900	1201		
应付账款	363	390	434	557	710	少数股东损益	-44	-16	0	0	0		
预收款项	19	25	26	27	28	归属母公司净利润	501	639	602	900	1201		
一年内到期的非	27	530	530	530	530	EBITDA	1155	1725	961	1335	1713		
<b>非流动负债合计</b>	635	377	-150	-150	-150	<b>EPS (元)</b>	0.49	0.62	0.48	0.72	0.96		
长期借款	535	222	222	222	222	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
<b>负债合计</b>	2149	3212	2791	3238	3793	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	194	172	172	172	172	营业收入增长	16.93%	22.21%	14.27%	29.84%	28.89%		
实收资本 (或股	1043	1042	1042	1042	1042	营业利润增长	3.00%	55.78%	-3.55%	48.81%	33.10%		
资本公积	1194	1221	1221	1221	1221	归属于母公司净利	-5.76%	49.45%	-5.76%	49.45%	33.39%		
未分配利润	1821	2210	2391	2661	3021	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东	4384	4882	5325	5956	6796	毛利率 (%)	49.85%	55.96%	56.50%	57.00%	57.50%		
<b>负债和所有者权</b>	6726	8267	8288	9366	10762	净利率 (%)	11.16%	12.47%	10.54%	12.13%	12.56%		
<b>现金流量表</b>		单位: 百万元					<b>总资产净利润 (%)</b>						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	11.43%	13.09%	10.89%	14.61%	17.15%		
<b>经营活动现金流</b>	433	546	929	381	503	<b>偿债能力</b>							
净利润	457	624	602	900	1201	资产负债率 (%)	32%	39%	31%	32%	33%		
折旧摊销	655	824	0	199	202	流动比率	2.32	1.44	1.63	1.81	1.96		
财务费用	-8	110	0	0	0	速动比率	1.44	0.87	1.01	1.12	1.22		
应收账款减少	0	0	38	-467	-587	<b>营运能力</b>							
预收账款增加	0	0	1	1	1	总资产周转率	0.67	0.67	0.69	0.84	0.95		
<b>投资活动现金流</b>	-707	-1135	113	0	0	应收账款周转率	4	3	4	4	4		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.45	13.28	13.88	14.98	15.10		
长期股权投资减	0	0	31	0	0	<b>每股指标 (元)</b>							
投资收益	0	-2	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.49	0.62	0.48	0.72	0.96		
<b>筹资活动现金流</b>	409	557	-705	-74	-117	每股净现金流 (最	0.13	-0.03	0.27	0.25	0.31		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	4.20	4.68	4.42	4.93	5.60		
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	250	-1	0	0	0	P/E	41.80	33.03	42.52	28.45	21.33		
资本公积增加	163	27	0	0	0	P/B	4.87	4.37	4.63	4.16	3.66		
<b>现金净增加额</b>	135	-32	338	307	386	EV/EBITDA	18.70	13.03	27.25	19.53	15.13		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所



## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第1名组长，2015年新财富第7名团队核心成员，2015年水晶球第3名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

## 研究助理简介

### 胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。