

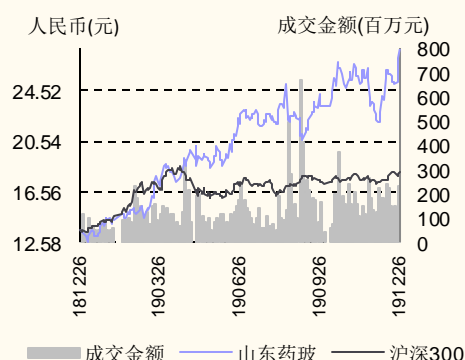
# 山东药玻 (600529.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 27.85 元  
 目标价格 (人民币): 31.21-31.21 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.95
已上市流通 A 股(亿股)	5.95
总市值(亿元)	165.70
年内股价最高最低(元)	27.85/22.10
沪深 300 指数	4026
上证指数	3007



## 模制瓶龙头地位稳固，加速中硼硅布局

### 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.866	0.843	0.775	0.975	1.190
每股净资产(元)	10.71	8.30	6.40	7.08	7.97
每股经营性现金流(元)	1.38	1.10	0.62	1.12	1.34
市盈率(倍)	25.60	22.54	35.96	28.55	23.41
净利润增长率(%)	38.58%	36.33%	28.65%	25.92%	21.97%
净资产收益率(%)	8.08%	10.16%	12.09%	13.78%	14.93%
总股本(百万股)	303.55	424.98	594.97	594.97	594.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

#### 中国药玻升级大势所趋，多政策助推龙头企业获利：

■ **中硼硅替代空间大：**药用玻璃中，具备高耐水性的中硼硅玻璃与药物发生反应的风险较小，但目前国内药玻中中硼硅使用量仅占 7-8%，与在注射剂和生物制剂已普遍使用中硼硅的欧美日等规范市场有较大差距。随着注射剂一致性评价加速推进，升级替代空间大。

■ 此外，环保要求趋严出清不规范小企业，原辅包关联审评审批促使制剂企业更为慎重选择质量、供应长期稳定的包材企业，进一步推动行业向龙头集中度提升。

#### 山东药玻：药用玻璃行业龙头，多产品全面布局：

■ **玻璃瓶：模制瓶、棕色瓶具备绝对领先地位。**公司模制瓶在国内市场占有率超 80%，具有绝对领先地位，其中模抗瓶产能 70 余亿只；棕色瓶保守估计市占率超 50%，产能 30 亿只，由于保健品及化妆品消费等需求旺盛，公司新增绵竹车间，补充 10 亿只产能。

■ **中硼硅玻璃瓶：布局领先，乘行业东风优化产品结构：**目前公司中硼硅模制瓶产能约 2 亿只，中硼硅管制系列瓶产能可达 6.87 亿只（2018 年销量 6788 万只）。中硼硅玻璃液态粘度高、生产难度较高，价格可达同规格钠钙玻璃/低硼硅玻璃 3-5 倍。公司具备模制瓶生产及技术优势，中硼硅模制瓶拥有更高毛利率。随着产能扩建及未来产品结构优化，将有利于提升公司业绩。

■ **丁基胶塞：行业内规模最大的企业之一。**公司丁基胶塞年销售 40-50 亿只，占全国市场份额约 10%。公司提供塞子与盖子，有利于为客户提供全套产品，随着产能新增至 60 亿只，预计随着市场开拓进一步放量。

■ **客户优势：国内外积极布局，具备大客户基数。**公司拥有超 4000 家客户，其中制药企业 3000 余家，有助于公司在未来的注射剂一致性评价中更快切入玻瓶的替换升级。

### 盈利预测与投资建议

■ 我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.78/0.98/1.19，对应当前股价 PE 为 36/29/23 倍。我们看好公司从事的药用玻璃行业在升级趋势下的高景气，给予公司 2020 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 31.21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**减持风险；注射剂一致性评价政策推进低于预期；中硼硅替换进度低于预期风险；产能释放低于预期；原料价格上行风险；竞争加剧风险。

许菲菲 分析师 SAC 执业编号：  
S1130519030001  
(8621)61038276  
xufeifei@gjzq.com.cn

王麟 联系人  
(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：  
S1130511030026  
(8621)61038219

## 内容目录

中国药玻升级大势所趋，多政策助推龙头企业获利	4
注射剂一致性评价加速产品升级	5
原辅包关联审评审批，利好规范化龙头	7
环保要求加严，出清不规范小企业	8
山东药玻：药用玻璃行业龙头，多产品全面布局	10
玻璃瓶：模制瓶、棕色瓶具备绝对领先地位	12
中硼硅玻璃瓶：布局领先，有望乘行业东风放量	15
丁基胶塞：胶塞行业规模最大的企业之一	16
客户优势：国内外积极布局，具备大客户基数	16
盈利预测与投资建议	17
风险提示	18

## 图表目录

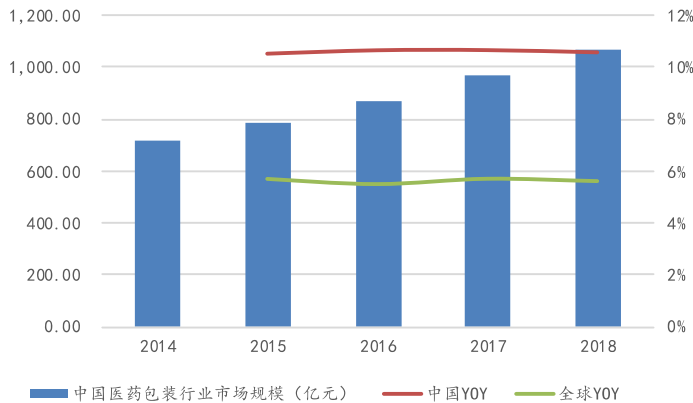
图表 1：医药包装行业市场规模与增速	4
图表 2：药用玻璃行业市场规模与增速	4
图表 3：玻璃最纯净的形式为石英（二氧化硅）	4
图表 4：加入网络改性剂以降低玻璃熔点	4
图表 5：网络改性剂与氢离子交换导致耐水性降低	5
图表 6：加入硼和铝以提高耐水性	5
图表 7：玻璃性能区别	5
图表 8：国际中硼硅玻璃主要制造商产能	5
图表 9：中国公立医疗机构终端注射剂销售额	6
图表 10：2019 版对 2017 版对包材要求提升	6
图表 11：参比制剂分布以原研和进口为主	6
图表 12：通过/视同通过一致性评价的注射剂（截止 2019 年 12 月 25 日）	7
图表 13：原辅包关联审批相关政策	8
图表 14：近年环保政策加严	9
图表 15：纯碱均价（元/吨）	10
图表 16：公司发展历史	10
图表 17：公司产品结构	11
图表 18：公司产品图	11
图表 19：公司营业收入稳健提升（亿元）	11
图表 20：公司归母净利润近年保持较高增速（亿元）	11
图表 21：毛利率与归母净利率变化	12
图表 22：公司毛利率行业领先	12
图表 23：分产品业务收入占比	12
图表 24：分产品业务毛利占比	12

图表 25: 分产品毛利率.....	12
图表 26: 公司玻璃瓶产销量与竞争格局: 模制瓶、棕色瓶具备绝对领先地位	13
图表 27: 模制瓶生产成本与均价 (元 / 吨) .....	14
图表 28: 模制瓶营业收入及毛利率.....	14
图表 29: 棕色瓶生产成本与均价 (元 / 吨) .....	14
图表 30: 棕色瓶营业收入及毛利率.....	14
图表 31: 管制瓶制作工艺 (拉管) .....	15
图表 32: 管制瓶制作工艺 (制瓶) .....	15
图表 33: 22 条中硼硅管制系列瓶生产线及产能.....	16
图表 34: 丁基胶塞竞争格局: 公司为细分行业规模最大的企业之一.....	16
图表 35: 丁基胶塞生产成本及均价 (元 / 只) .....	16
图表 36: 丁基胶塞毛利率变化.....	16
图表 37: 公司出口收入占总营收比例.....	17

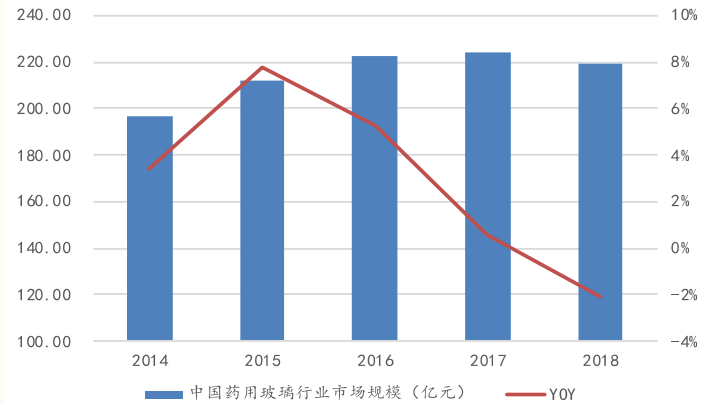
## 中国药玻升级大势所趋，多政策助推龙头企业获利

- 医药包装材料指的是直接与药品接触的内包装材料。近年来，随着中国居民生活水平和健康观念的提高以及政府对医疗卫生事业投入的加大，我国的医药包装市场迎来较快的增长。2018年，我国医药包装行业市场规模达1068亿元，较上年增长10.6%，总体高于全球增速。
- 其中药用玻璃是医药包装材料的重要组成部分，常用于注射剂、输液药物、口服剂、保健品等的包装。近五年，我国药用玻璃市场规模整体呈上升趋势，2018年达219.4亿元，占医药包装行业20%左右。

图表 1：医药包装行业市场规模与增速



图表 2：药用玻璃行业市场规模与增速

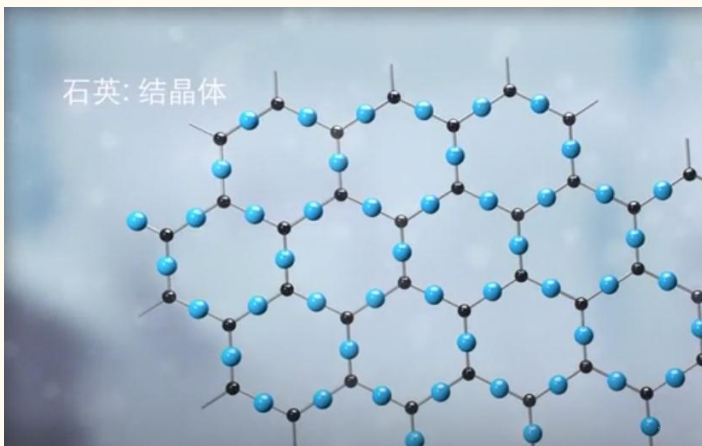


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

来源：中国产业信息网，国金证券研究所

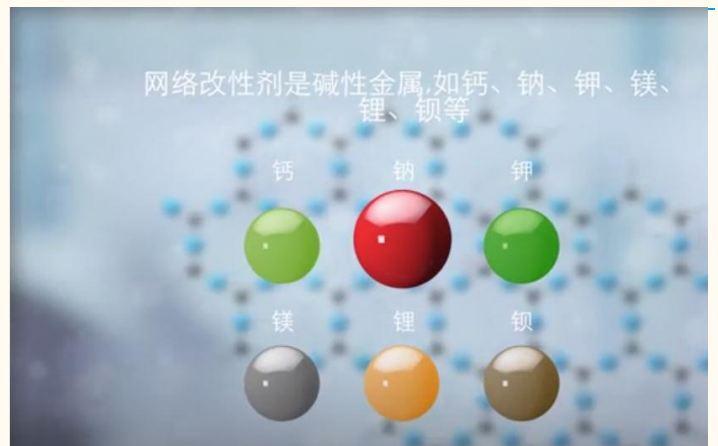
- 医药包装材料可以直接接触药品，其质量的好坏将影响到药品的安全性和药性的稳定性。对于药用玻璃，其质量的主要衡量标准之一为耐水性：耐水性能越高，与药物发生反应的风险就越小，玻璃质量越高。从玻璃的制造过程可以了解其具体情况：
  - 玻璃主要组成为石英（二氧化硅），石英具有良好的耐水性能（即与水几乎不发生反应），但由于高纯度二氧化硅熔点高（约 2000°C）、价格高，导致其不适用于批量生产；
  - 添加网络改性剂可以降低玻璃熔点、并降低价格，常见的网络改性剂有钠、钙等；
  - 但网络改性剂会与水中氢离子交换，降低玻璃的耐水性能；
  - 加入硼和铝可加强玻璃结构，熔化温度有所上升，但耐水性明显提高。

图表 3：玻璃最纯净的形式为石英（二氧化硅）



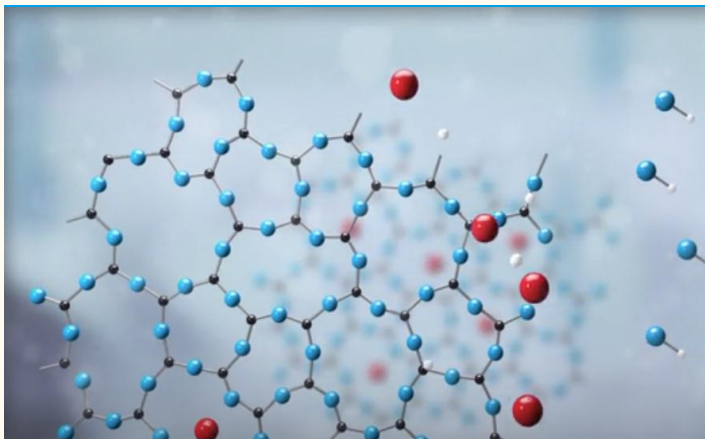
来源：肖特官网，国金证券研究所

图表 4：加入网络改性剂以降低玻璃熔点



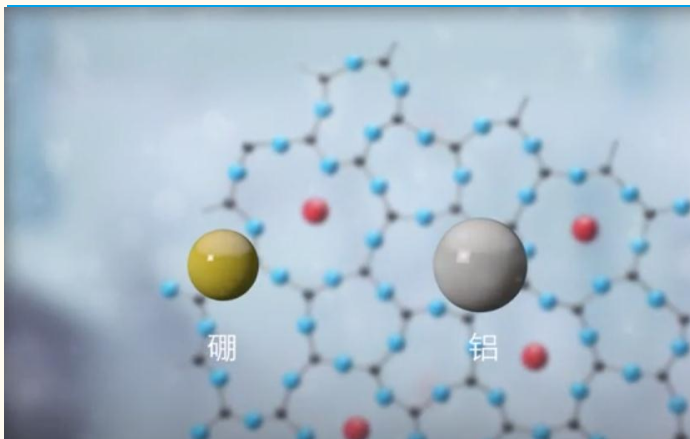
来源：肖特官网，国金证券研究所

图表 5：网络改性剂与氢离子交换导致耐水性降低



来源：肖特官网，国金证券研究所

图表 6：加入硼和铝以提高耐水性



来源：肖特官网，国金证券研究所

- 按耐水性由低到高，药用玻璃可分为：钠钙玻璃、低硼硅玻璃与中硼硅玻璃。药典中，玻璃被划分 I 类、II 类、III 类，I 类高品质硼硅玻璃适用于注射剂类药物包装，III 类钠钙玻璃用于口服液和固体药物的包装，不适用于注射剂类药物。

图表 7：玻璃性能区别

类别	钠钙玻璃 三类瓶	低硼硅玻璃 二类瓶	中硼硅玻璃 一类瓶
主要组成元素	以二氧化硅为主，还含有部分氧化钠和氧化钙	以二氧化硅和氧化硼为主。氧化硼含量 5-8%	以二氧化硅和氧化硼为主。氧化硼含量 >8%
121℃ 颗粒法耐水性	2 级	1 级	1 级
平均热膨胀系数 (x 10 <sup>-6</sup> /K)	7.6-9.0	6.2-7.5	3.5-6.1
特点	熔点低，耐水性差。用于口服液和固体药物的包装，不适用于注射剂类药物包装。	熔点较高，耐水性一般。可用于注射剂类药物包装。	熔点较高但耐水性最好。适用于注射剂类药物包装。

来源：肖特官网，中玻网，国金证券研究所

- 目前国内药用玻璃使用仍以低硼硅玻璃和钠钙玻璃为主。根据《中国药用玻璃包装深度调研与投资战略报告(2019 版)》显示，2018 年国内药用玻璃中中硼硅使用量仅占 7-8%。而由于美国、欧洲、日本与俄罗斯均强制要求所有注射用制剂和生物制剂使用中性硼硅玻璃包装，国外医药行业已普遍使用中硼硅玻璃。

图表 8：国际中硼硅玻璃主要制造商产能

制造商	主要产地	中硼硅玻璃产能 (吨/年)	占世界总产量份额 (%)
肖特	德国、西班牙、巴西、印度	117000	57
格雷斯海姆	美国、意大利	48000	23
电气玻璃集团NEG	日本	23500	11
爱姆科	美国、法国	10500	5
纽博	意大利	8000	4

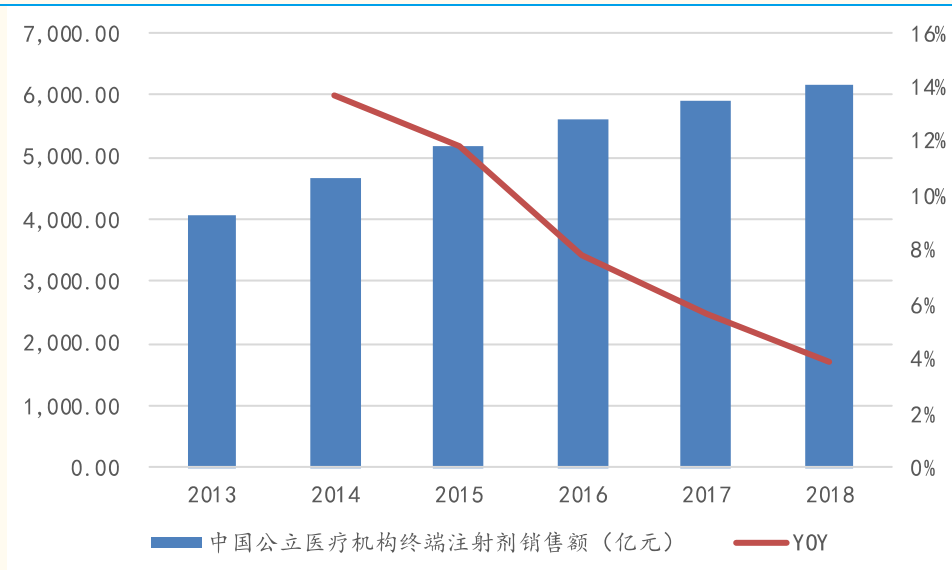
来源：各公司官网，《玻璃》期刊，国金证券研究所

- 除了按照耐水性的分类，按照制作工艺不同，药用玻璃分为：模制瓶与管制瓶。模制瓶是直接玻璃液注入模具制成药瓶；而管制瓶则先将玻璃液制成玻管，然后切割玻管并制得药瓶。

#### 注射剂一致性评价加速产品升级

- 根据《2019 年注射剂玻璃包材行业分析报告》显示，注射剂瓶占药用玻璃总量的 55%，是药用玻璃的主要产品之一。近年来，中国注射剂销售额持续增长，带动注射剂瓶需求持续上升，注射剂相关政策变化将带动药用玻璃市场的变革。

图表 9：中国公立医疗机构终端注射剂销售额

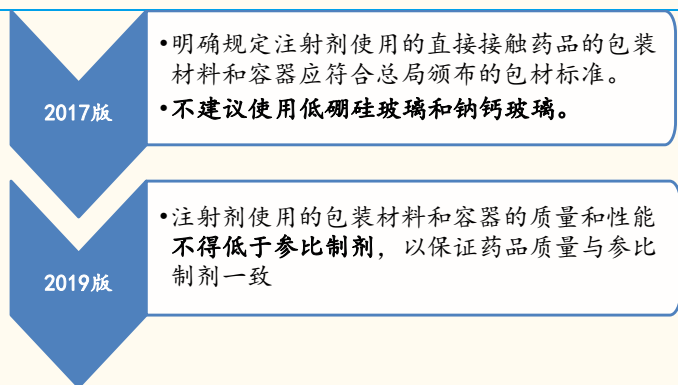


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

■ 注射剂一致性评价政策逐步推进，促进药玻升级为中硼硅玻璃：

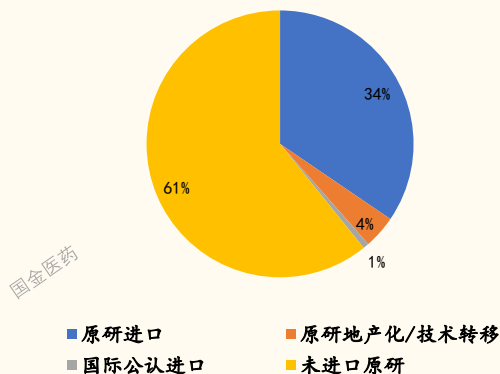
- 2017 年 10 月，两办发布的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》中提出，“根据药品科学进步情况，对已上市药品注射剂进行再评价，力争用 5 至 10 年左右时间基本完成”；
- 2017 年 12 月，CDE 发布《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》；
- 2019 年 4 月，CDE 发布的《化学仿制药参比制剂目录（第二十一批）》中首次出现注射剂剂型，为相关注射剂品种解决了参比制剂这一一致性评价首要难点。
- 2019 年 10 月，药监局发布《化学药品注射剂仿制药（特殊注射剂）质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》。
- 比较 2017 版和 2019 版两份注射剂一致性评价征求意见稿，其中对包材的表述从“不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃”改为“不得低于参比制剂”，而由于参比制剂基本均使用中硼硅玻璃，因此将加速药用玻璃产品升级，逐步由钠钙玻璃与低硼硅玻璃向中硼硅玻璃转型。

图表 10：2019 版对 2017 版对包材要求提升



来源：药监局官网，国金证券研究所

图表 11：参比制剂分布以原研和进口为主



来源：CDE，国金证券研究所

- 目前通过/视同通过一致性评价的注射剂仅 18 个，随着文件的细化，预计注射剂相关一致性评价将加速，中硼硅玻璃替换仍有较大空间。

**图表 12：通过/视同通过一致性评价的注射剂（截止 2019 年 12 月 25 日）**

药品名称	申请人	注册类型	申请类型	审评结论
注射用艾司奥美拉唑钠	福安药业集团湖北人民制药有限公司	补充申请	仿制药一致性评价	通过一致性评价
依诺肝素钠注射液	常州干红生化制药股份有限公司	补充申请	仿制药一致性评价	通过一致性评价
丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	广东嘉博制药有限公司	补充申请	仿制药一致性评价	通过一致性评价
注射用培美曲塞二钠	四川汇宇制药有限公司	补充申请	仿制药一致性评价	通过一致性评价
注射用培美曲塞二钠	四川汇宇制药有限公司	补充申请	仿制药一致性评价	通过一致性评价
多西他赛注射液	四川汇宇制药有限公司/成都汇宇生物技术有限公司	仿制,4	申请生产/销售	
注射用阿奇霉素	海南普利制药股份有限公司	补充申请		通过一致性评价
注射用替莫唑胺	江苏恒瑞医药股份有限公司	仿制,3	申请生产/销售	批准生产
氟比洛芬酯注射液	武汉大安制药有限公司	仿制,3	申请生产/销售	批准生产
盐酸右美托咪定注射液	扬子江药业集团有限公司	仿制,3	申请生产/销售	批准生产
盐酸右美托咪定注射液	扬子江药业集团有限公司	仿制,3	申请生产/销售	批准生产
注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	江苏恒瑞医药股份有限公司	仿制,6	申请生产/销售	批准生产
注射用头孢唑林钠/氯化钠注射液	Otsuka Pharmaceutical Factory,Inc./ Matsushige Factory/ 苏州大冢制药有限公司	进口,5.2	申请生产/销售	批准进口
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	石药集团欧意药业有限公司	仿制,4	申请生产/销售	批准生产
注射用培美曲塞二钠	四川汇宇制药有限公司	仿制,4	申请生产/销售	批准生产
注射用培美曲塞二钠	四川汇宇制药有限公司	仿制,4	申请生产/销售	批准生产
布洛芬注射液	成都苑东生物制药股份有限公司	仿制,3	申请生产/销售	批准生产
布洛芬注射液	成都苑东生物制药股份有限公司	仿制,3	申请生产/销售	批准生产

来源：Wind，国金证券研究所

### 原辅包关联审评审批，利好规范化龙头

- 从 2015 年开始，国家开始逐步实施原料药、药用辅料、药包材（“原辅包”）与药品关联审批；新版《药品管理法》亦确定，“在审评审批药品的时候，将化学原料药、相关的辅料和直接接触药品的包装材料和容器调整为与制剂一并审评审批”。
- 在此前的注册管理制度下，原辅包单独审评，不与制剂的注册相关联；而在关联审评审批制度下，原辅包与制剂共同审评审批，制剂企业须对原辅包质量负责，以避免制剂研发失败、并保证制剂全生命周期安全稳定。
- 因此，质量长期稳定可靠的包材变得尤为重要，制剂企业将更为审慎地挑选包材厂家，利好规范化、规模化、供货稳定的包材企业。

图表 13：原辅包关联审批相关政策

时间	部门	文件名称	内容
2015年8月18日	国务院办公厅	国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见	实行 <b>药品与药用包装材料、药用辅料关联审批</b> ，将药用包装材料、药用辅料单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批。
2016年8月10日	CFDA	关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告	各级食品药品监督管理部门 <b>不再单独受理药包材、药用辅料注册申请</b> ，不再单独核发相关注册批准证明文件。药品注册申请人在药品注册申报资料中一并提交药包材、药用辅料研究资料的，可以进行药品审评，完成审评后不对药包材、药用辅料核发核准编号。
2016年11月28日		关于发布药包材药用辅料申报资料要求（试行）的通告	
2017年9月29日	国务院办公厅	国务院关于取消一批行政许可事项的决定	<b>取消药用辅料包材行政许可</b> ，将药用辅料药包材审批的有关要求纳入药品注册，与药品审批一并办理。
2017年10月8日	国务院办公厅	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	实行 <b>药品与药用原辅料和包装材料关联审批</b> 。原料药、药用辅料和包装材料在审批药品注册申请时一并审评审批，不再发放原料药批准文号，经关联审评审批的原料药、药用辅料和包装材料及其质量标准在指定平台公示，供相关企业选择。药品上市许可持有人对生产制剂所选用的原料药、药用辅料和包装材料的质量负责。
2017年11月30日	CFDA	关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告	国家食品药品监督管理总局药品审评中心 <b>建立原料药、药用辅料和药包材登记平台与数据库</b> ，有关企业或者单位可通过登记平台按公告要求提交原料药、药用辅料和药包材登记资料，获得原料药、药用辅料和药包材登记号，待 <b>关联药品制剂提出注册申请后一并审评</b> 。
2017年12月5日	CFDA	原料药、药用辅料及药包材与药品制剂共同审评审批管理办法（征求意见稿）	<b>建立以制剂质量为核心，原辅包为质量基础的原辅包与制剂共同审评审批的管理制度</b> 。总局以药用辅料药包材的登记信息、核准的原料药生产工艺和质量标准信息以及原辅包年度报告信息作为日常监管的依据，建立原辅包企业信用档案，并公开对原辅包企业的检查、抽验情况。
2018年7月20日	国家药监局	关于药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材登记和关联审评审批有关事宜的公告（征求意见稿）	境内外上市制剂中未使用过的药用辅料及新材料、新结构、新用途的药包材应在 <b>制剂提出临床试验申请前</b> 按照本公告及其他有关要求 <b>进行登记或在制剂注册申报资料中提交相关资料</b> 。 明确原已批准的原辅包的使用和登记及境外原辅包厂商的登记。
2019年7月16日	国家药监局	国家药监局关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告	原辅包的使用 <b>必须符合药用要求</b> ，主要是指原辅包的质量、安全及功能应该满足药品制剂的需要。 <b>药品制剂注册申请与已登记原辅包进行关联</b> ，药品制剂获得批准时，即表明其关联的原辅包通过了技术审评，登记平台标识为“A”；未通过技术审评或尚未与制剂注册进行关联的标识为“I”。原料药标识为“A”的，表明原料药已通过审评审批。原料药登记人可以在登记平台自行打印批准证明文件、质量标准和标签等，用于办理GMP检查、进口通关等。 各省（区、市）药品监督管理局对登记状态标识为“A”的原料药，按照药品进行上市后管理，并开展药品GMP检查。

来源：各部门官网，国金证券研究所

### 环保要求加严，出清不规范小企业

- 近年，环保政策密集出台，环保监管力度迅速加大，药包材企业硬件投入和运行费用将大幅提升，提升了药包材行业的行业门槛。



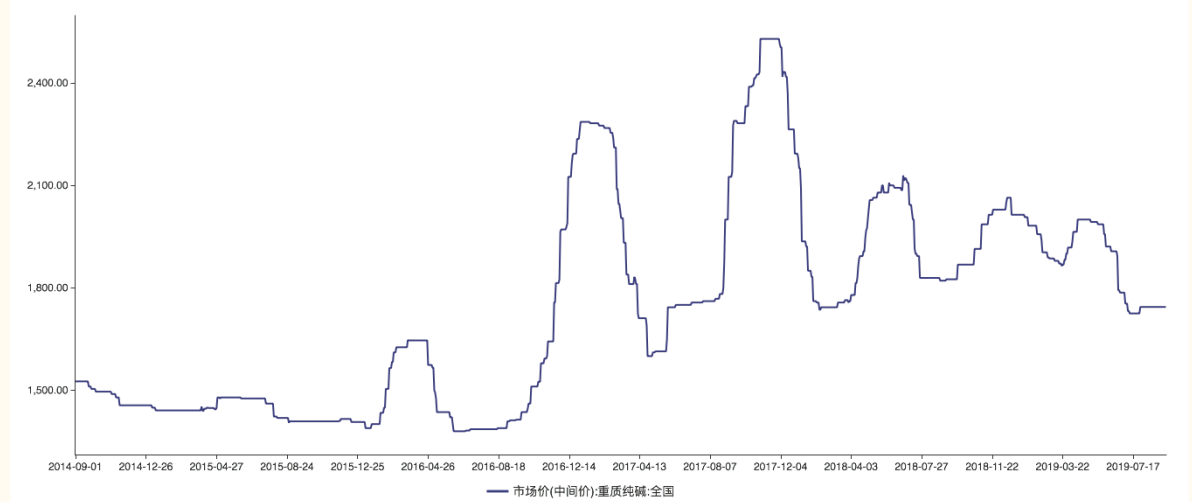
**图表 14：近年环保政策加严**

时间	政策名	出台部门	相关内容
2010年7月1日	《制药工业水污染物排放标准》	环保部	原料药行业的废水排放标准更严，企业排水若不达标则面临停产整顿。
2013年9月10日	《大气污染防治行动计划》	国务院	到2017年，重点行业排污强度比2012年下降30%以上。推进非有机溶剂型涂料和农药等产品创新，减少生产和使用过程中挥发性有机物排放。
2014年4月25日	中华人民共和国环境保护法	全国人大常委会	史上最严环保法，原料药企业压力空前，部分产能退出，供过于求的供需格局得到改善，带来整体涨价。
2015年12月31日	关于未通过药品生产质量管理对方（2010年修订）认证企业停止生产和下放无菌药品认证有关事宜的公告	CFDA	新版GMP标准更接近国际标准，清退落后产能，收缩供给侧。
2016年11月7日	《医药工业发展规划指南》	工业和信息化部	绿色生产技术开发应用。以化学原料药为重点，开发应用有毒有害原料替代、生物合成和生物催化、无溶剂分离等清洁生产工艺，提高挥发性有机物无组织排放控制水平和发酵菌渣等三废治理水平。
2016年11月24日	《“十三五”生态环境保护规划》	国务院	原料药行业达标排放。
2017年5月19日	《浙江省2017年大气污染防治实施计划》	浙江省政府	重点推进挥发性有机污染物（VOCs）治理，原料药厂受到强烈影响。
2017年7月28日	《固定污染源排污许可分类管理名录》	环保部	根据排放污染物的产生量、排放量和环境危害程度，实行排污许可重点管理和简化管理，企业按名录规定申请排污许可证。
2017年8月21日	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	环保部	涉及原料药生产的医药企业涉VOCs排放工序、生产过程中使用有机溶剂的农药企业涉VOCs排放工序，在采暖季原则上实施停产，由于民生等需求存在特殊情况确需生产的，应报省级人民政府批准。医药企业需实施错峰生产、限产停产。华北制药、石药集团等药企都受该政策影响而停产。至2017年底，所有北京市内的化学原料药厂都已搬离。
2017年11月17日	《浙江省挥发性有机物深化治理与减排工作方案（2017-2020年）》	浙江省政府	至2020年，浙江省要求VOCs排放总量较2015年下降20%以上，重点工程减排VOCs25.5万吨以上。
2018年1月1日	《环境保护税法》	国务院	我国第一部推进生态文明建设的单行税法，针对大气污染、水污染物、固体废物及噪声污染征税
2018年1月10日	《排污许可管理办法（试行）》	环保部	规定了排污许可证核发程序等内容，细化了环保部门、排污单位和第三方机构的法律责任，规定了企业承诺、自行监测、台账记录、执行报告、信息公开等5项制度
2019年3月5日	《浙江省城市建成区重污染企业搬迁改造或关闭退出实施方案（征求意见稿）》	浙江省发展和改革委员会	计划在城市建成区对化工、焦化、钢铁等5各行业领域的重污染企业进行搬迁改造或关闭退出，到2020年完成73佳搬迁或退出
2019年4月11日	《关于印发山东省打好渤海区域环境综合治理攻坚战作战方案的通知》	山东省政府	化工园区、涉重金属工业园区推进“一企一管”和地上管廊建设与改造，实施化工、造纸、稀土等行业废水深度治理。
2019年4月27日	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	江苏省政府	对长江、太湖、京杭大运河沿线的敏感区企业关闭或搬迁，减少规模以下企业数量，减少化工园区数量等。
2019年5月1日	《关于进一步加强全省化工园区安全管理措施的意见》	山东省政府	将在2020年6月底前完成园区隐患排查整改工作，确保达到有关标准要求，并每三年进行一次综合考核。
2019年5月	《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》	生态环境部	对长江沿线湖北，四川，贵州，云南，湖南，重庆，江苏等7省的磷矿、磷化工和磷石膏企业进行专项治理。

来源：政府官网，国金证券研究所

- 纯碱等原材料受环保政策影响，价格整体呈上升趋势，导致部分产品生产升本提升。原材料成本的提升及环保要求的提高使得一些中小型玻璃制瓶企业已经出现大范围的关停和限产，也提高了行业进入门槛。

图表 15：纯碱均价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

### 山东药玻：药用玻璃行业龙头，多产品全面布局

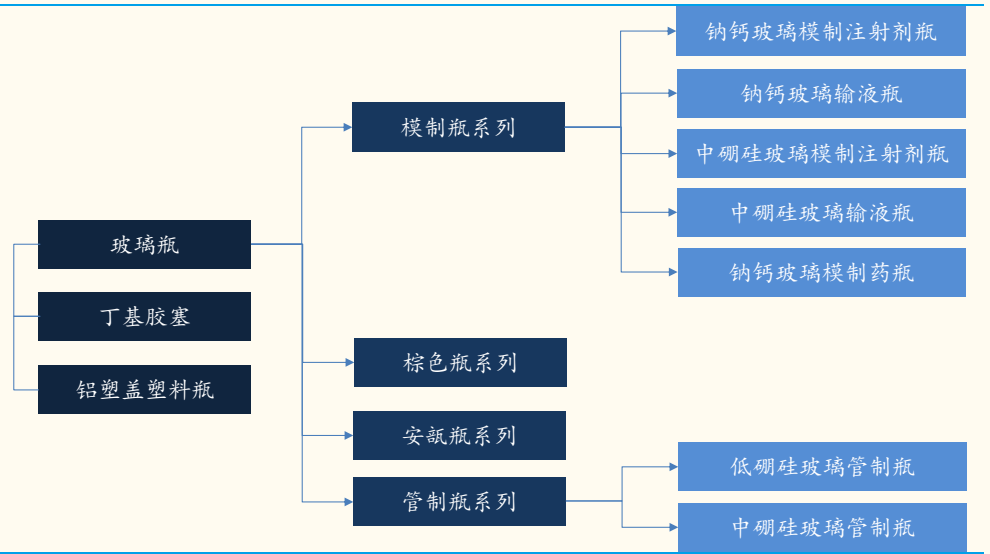
- 山东药玻是国内药用玻璃行业的龙头企业，产品包括模制瓶、棕色瓶、安瓿瓶、管制瓶、丁基胶塞、铝塑盖塑料瓶等六大系列，是全国为数不多的能全套提供“瓶子+塞子+盖子”药包材服务的企业。

图表 16：公司发展历史



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17: 公司产品结构



来源: 公司年报, 国金证券研究所

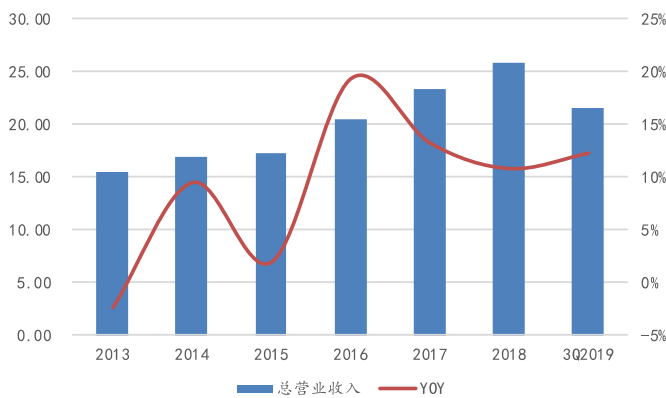
图表 18: 公司产品图



来源: Wind, 国金证券研究所

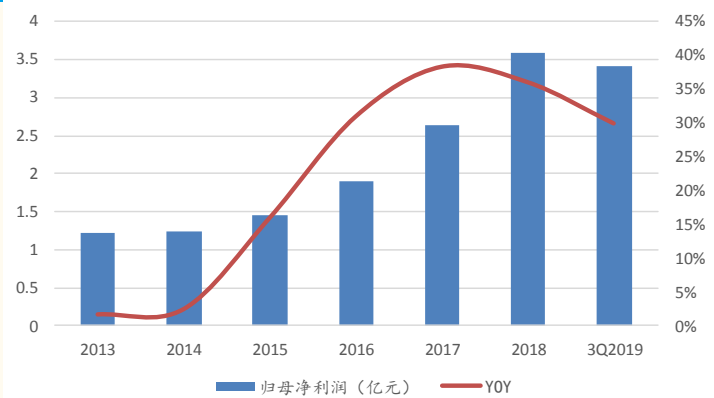
- 近年, 受益公司规模优势、产品结构优化和产品价格提高, 公司业绩维持较高增速。

图表 19: 公司营业收入稳健提升 (亿元)



来源: WIND, 国金证券研究所

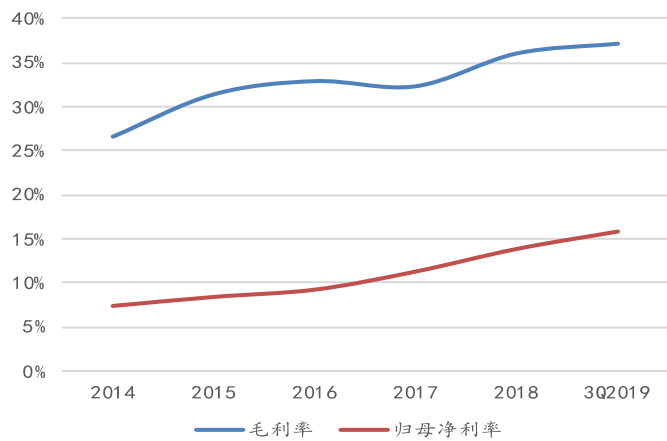
图表 20: 公司归母净利润近年保持较高增速 (亿元)



来源: WIND, 国金证券研究所

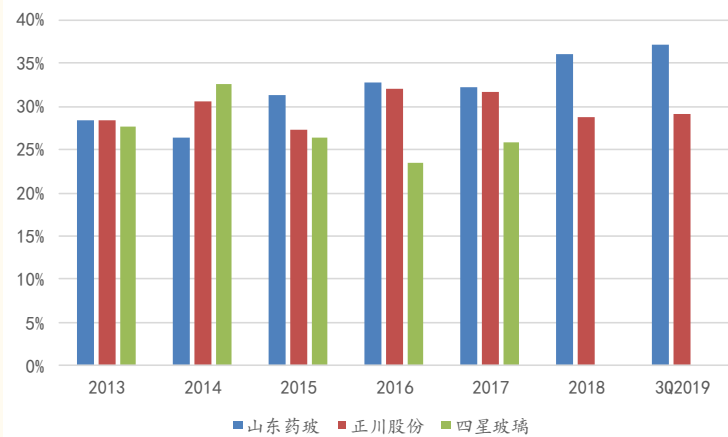
- 医药包装行业是规模效益型产业, 山东药玻是国内生产规模最大的药用玻璃企业。玻璃生产中, 窑炉数量可充分反映公司产能。公司有 32 个车间生产运行: 其中玻璃制品拥有 18 个生产车间合计 21 座窑炉, 100 条生产线, 日出料量达 1351 吨, 具明显规模优势。
- 公司大规模高效率生产使得在近几年原材料价格上涨的情况下, 生产成本维持相对稳定, 带来了毛利率及归母净利润率的提高。

图表 21: 毛利率与归母净利率变化



来源: WIND, 国金证券研究所

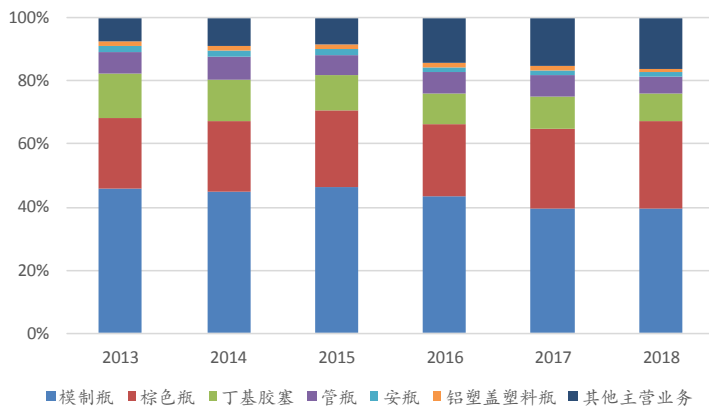
图表 22: 公司毛利率行业领先



来源: WIND, 国金证券研究所

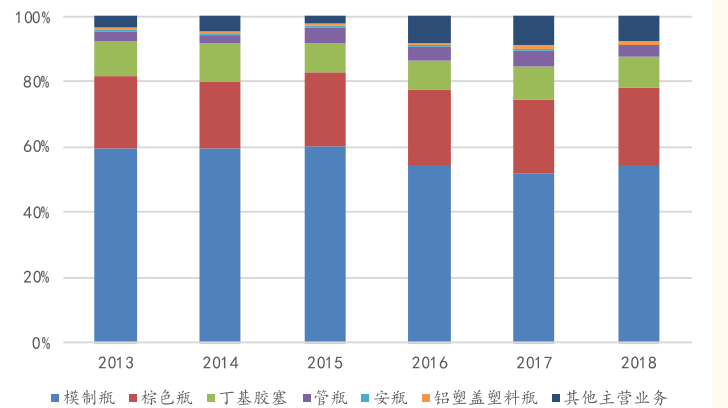
备注: 四星玻璃终止挂牌, 故无 2018 年及以后数据。

图表 23: 分产品业务收入占比



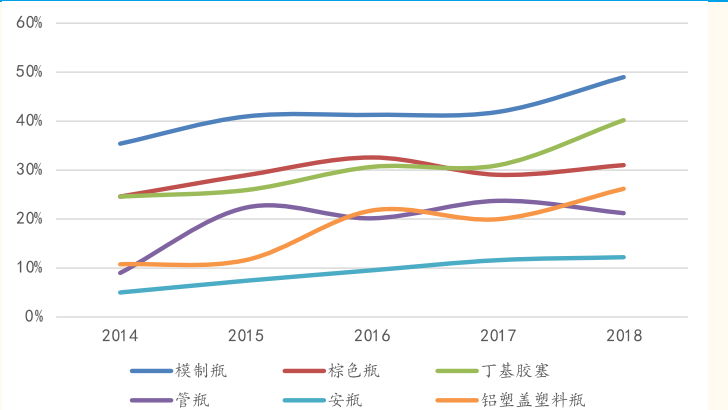
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 24: 分产品业务毛利占比



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 25: 分产品毛利率



来源: WIND, 国金证券研究所

**玻璃瓶: 模制瓶、棕色瓶具备绝对领先地位**

- 我们将公司主要玻璃瓶的产销量与竞争格局整理如下, 可以看到公司在模制瓶、棕色瓶具备绝对领先地位。

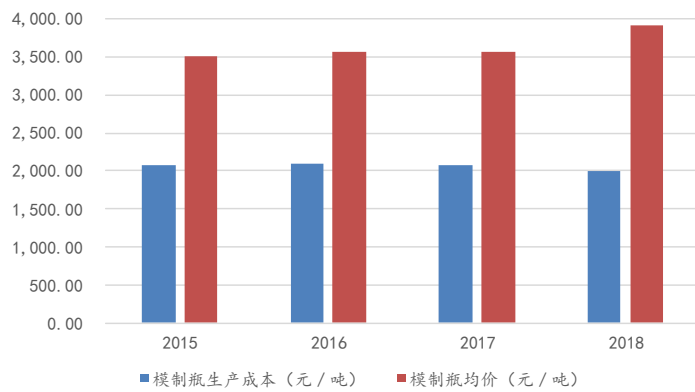
图表 26：公司玻璃瓶产销量与竞争格局：模制瓶、棕色瓶具备绝对领先地位

产品种类	山东药玻产能/销量	主要竞争对手	主要竞争对手产能/销量	竞争对手客户数量
模制瓶	2018年生产量27.7万吨，销量25.8万吨。其中模抗瓶年产70多亿支的产能，是国内最大的模抗瓶生产厂家。	SGD	全球5个生产基地，每年生产超过20亿支药瓶。	-
		德州晶峰	目前拥有模制瓶生产线8条，产能约15亿支，在哈药、华药、石药、悦康以及局部兽药市场与公司竞争，销量大约10亿支。	-
		山东吉诺玻璃	主要以日化瓶为主，此外有食品饮料瓶、模制抗生素瓶、棕色瓶以及相配套的铝盖、塑盖、铝塑组合盖、滚珠盖、精油瓶盖、PE垫片等多系列产品，年产量为10亿以上。	-
		四川广汉玻璃	自2018年开始生产西林瓶，目前年销量大约在5000万支左右。	-
棕色瓶	2019年底公司总产能已经达到近30亿支，子公司四川成新的新项目投产后，将增加10亿只左右。2018年生产量17.5万吨，销量19.1万吨。	日照鼎新、青岛昱泰、青岛崂山玻璃厂、淄博汇晶、广东华兴等	同行业总体产能不足20亿支。	-
管制瓶	管制瓶的销量维持在12-14亿支左右；安瓶销量维持在13亿支左右。	正川股份	超过700台制瓶机，药用玻璃管制瓶年产能70亿只、药用瓶盖30亿只。	400+
		沧州四星	目前拥有4座中性硼硅玻璃窑炉、12条拉管生产线，12台进口立式安瓿机和150多台西林瓶机。	-
		正力	管制注射剂玻璃瓶年设计生产能力达20亿只。	300+
		力诺特玻	拥有低硼硅药用玻璃生产设备1炉4线，年产低硼硅玻管1.1万吨、安瓿30亿只；年产2.1亿只中性硼硅产品。力诺与康宁合资兴建I类拉管项目。备注：来自力诺特玻2016年半年报，后力诺特玻终止挂牌，故未有最新数据。	-
		肖特	肖特在浙江缙云投资兴建I类拉管项目，计划于2020年底正式投入生产。	-
		双峰格雷斯海姆	具有年产10亿只各类注射剂瓶及科学小瓶的生产能力、5亿只中硼硅玻璃安瓿的生产能力、1亿只笔式注射器用硼硅玻璃套筒的生产能力。	300+

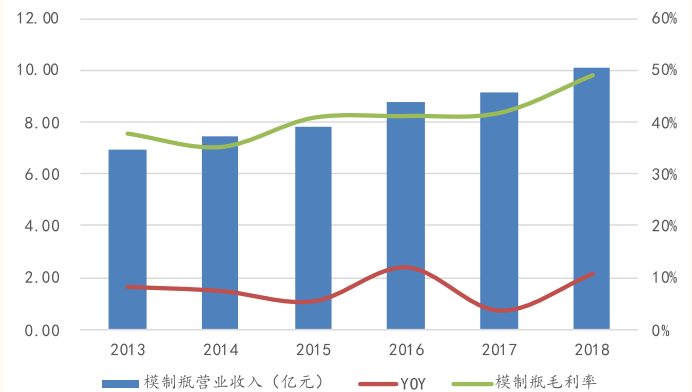
来源：Wind，各公司官网，国金证券研究所

- **模制瓶：**包括钠钙玻璃模制注射剂瓶、钠钙玻璃输液瓶、中性硼硅玻璃模制注射剂瓶、中性硼硅玻璃输液瓶。
  - 国内市场占有率达 80% 以上，随着中小企业陆续退出模制瓶行业，公司作为行业绝对龙头的提价能力显现，2018 年模制瓶生产成本下降、均价提升；公司模制瓶营业收入及毛利率均不断提升，2018 年毛利率已达近 50%，为公司毛利率主要贡献产品；
  - 公司在扩大规模的同时不断研发新型模制瓶，在行业中率先轻量化、高档化、大规格化。目前，山东药玻生产的模制瓶产品质量已接近国际同类产品先进水平，居国内领先。

图表 27: 模制瓶生产成本与均价 (元/吨)



图表 28: 模制瓶营业收入及毛利率



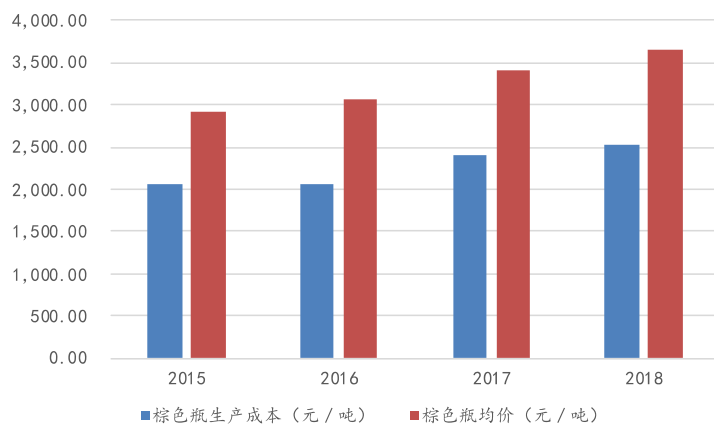
来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

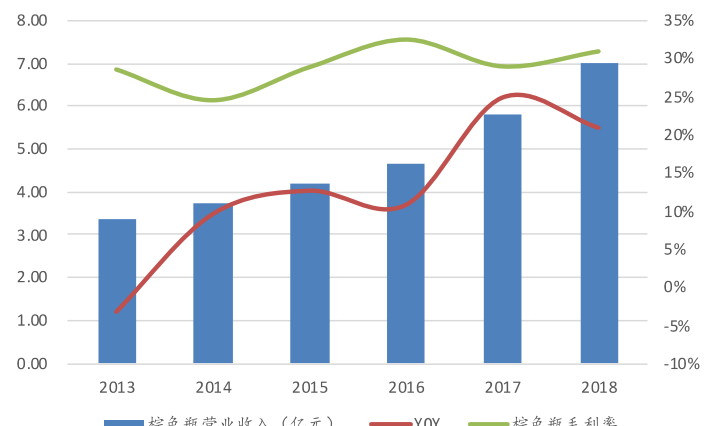
■ 棕色瓶: 钠钙玻璃瓶, 新增车间补充产能。

- 保守估计市占率在 50%以上, 其中出口比例约 70%。公司棕色瓶在中高端市场, 特别是保健品市场及化妆品市场获得良好口碑。
- 2015-2018 年, 棕色瓶均价大幅提升, 公司新增窑炉产能提升, 生产成本由于原材料价格上涨, 总体毛利率较为稳定。
- 公司于绵竹新增棕色瓶车间, 公司产能将进一步释放, 有利于公司进一步提升市占率。

图表 29: 棕色瓶生产成本与均价 (元/吨)



图表 30: 棕色瓶营业收入及毛利率



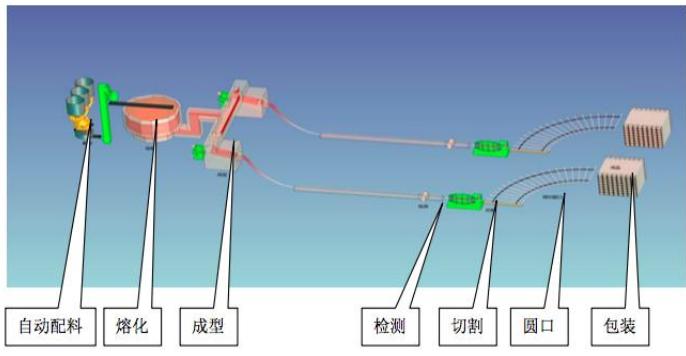
来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

■ 管制瓶:

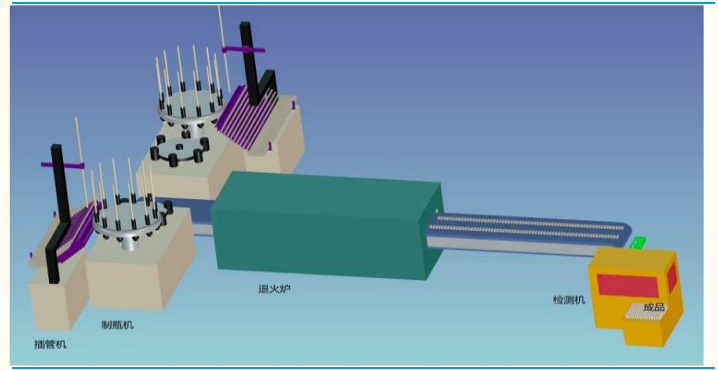
- 由于管制瓶可外购玻管进行加工, 从一定程度上降低了制瓶门槛, 因此竞争企业相对较多, 公司在管制瓶中仍属于规模较大的企业。

图表 31：管制瓶制作工艺（拉管）



来源：正川股份招股说明书，国金证券研究所

图表 32：管制瓶制作工艺（制瓶）



来源：正川股份招股说明书，国金证券研究所

### 中硼硅玻璃瓶：布局领先，有望乘行业东风放量

- 山东药玻是国内第一家、全球第六家掌握中性硼硅玻璃（I类玻璃）模制瓶生产技术的企业，已基本实现进口替代。
- 中硼硅模制瓶：生产门槛较高，公司开发出多规格产品，扩建在即：
  - 由于中硼硅玻璃熔化后粘性较高导致气泡难以排出，故生产难度较高。公司凭借模制瓶技术优势，2006年已将中硼硅模制瓶产品推向市场。
  - 2017年公司成功研发新型耐碱药用玻璃材料，2018年公司加大研发投入，开发了7ml、10ml、20ml、30ml、50ml等耐碱中硼硅玻璃模制注射剂瓶和耐碱中硼硅玻璃输液瓶，不仅能满足大输液碱性药物的包装需求，还能满足碱性小容量注射剂、冻干制剂、无菌粉针制剂的需求。
  - 模制瓶扩建在即：公司于2019年10月发布公告，为应对逐步增长的市场需求，公司拟投资3.98亿元扩建一个一类模制瓶车间，其中拟投资2.07亿元建设一类模制瓶车间，投资1.91亿元建设配套的立体式产成品仓库、原料仓库、办公楼、倒班宿舍楼等设施。投产后2021年预计可实现收入1.65亿元，2021年可实现利润总额4490万元，且随着项目陆续投产，车间所承担的分摊费用逐步降低，年实现利润会逐步提高。
- 中硼硅管制瓶：产能就绪，研发制造中硼硅玻璃管技术：
  - 公司2016年通过非公开发行，募集资金净额6.65亿元，用于“山东药玻年产18亿只一级耐水药用玻璃管制系列瓶项目”，主要产品为I类安瓿瓶（1ml）、卡式瓶（3ml）及I类管瓶（7ml）。
  - 公司累计投入3.09亿元，已购置10条安瓿生产线、2条卡式瓶生产线、10条管瓶生产线，合计共22条生产线（上述产线产能合计6.87亿支，公司2018年上述产品销量共计6787.85万支，故能满足）。
  - 2019年5月公司公告，由于市场情况变化，公司将剩余募集资金及理财利息收入净额合计4.04亿元用于永久补充流动资金。
  - 由于中硼硅拉管技术较高，目前国内企业多采取从肖特、NEG等外资企业购买中硼硅玻璃管后，再切割制造中硼硅管制瓶。公司亦在积极研发中硼硅拉管技术，若研发成功且能保证质量稳定，则有利于公司自用中硼硅拉管、制瓶，从而提升毛利率。

图表 33: 22 条中硼硅管制系列瓶生产线及产能

产品名称	生产线数量	年产能 (万支)
中性硼硅安瓿	10 条	28314.56
笔式注射器用硼硅玻璃套筒	2 条	5908.84
中性硼硅玻璃管制注射剂瓶	10 条	34462.87
合计	22 条	68686.27

来源: Wind, 国金证券研究所

- 在价格上: 中硼硅玻璃的价格为低硼硅/钠钙玻璃 3~5 倍甚至更多, 公司由于具备模制瓶生产及技术优势, 故目前中硼硅模制瓶较中硼硅管制瓶有更高毛利率。随着产能扩建及未来产品结构优化, 将有利于提升公司业绩。

#### 丁基胶塞: 胶塞行业规模最大的企业之一

- 除了药用玻璃, 公司为制药企业提供了塞子及盖子的全套服务。
- 其中, 由于天然胶塞存在的诸多不良问题, 2004 年被全国范围内禁止使用, 丁基胶塞成为中国唯一使用的药品橡胶塞。公司于 2003 年提前布局丁基胶塞并于次年正式投入销售, 2018 年销量达 40.2 亿支, 占全国市场份额约 10%, 成为行业内规模最大的企业之一。

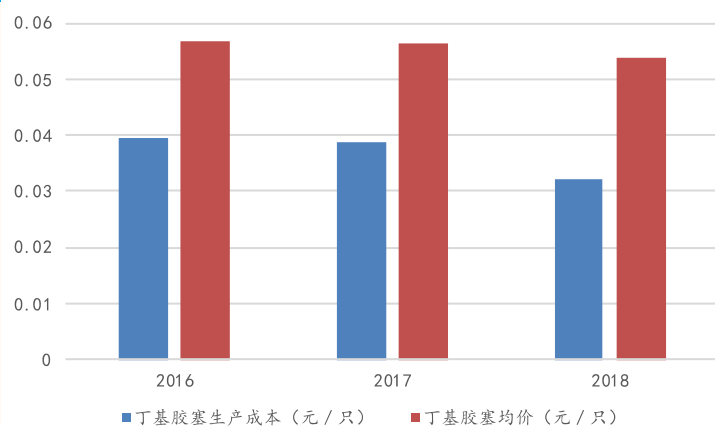
图表 34: 丁基胶塞竞争格局: 公司为细分行业规模最大的企业之一

产品种类	山东药玻产能/销量	竞争对手	竞争对手产能/销量
丁基胶塞	生产车间3个, 胶塞产能达到60亿支。 2018年生产量37.5亿支, 销售量40.2亿支。	目前胶塞行业内拥有注册证的企业60余家	行业总产能达到520亿支, 销量达到400亿支左右。

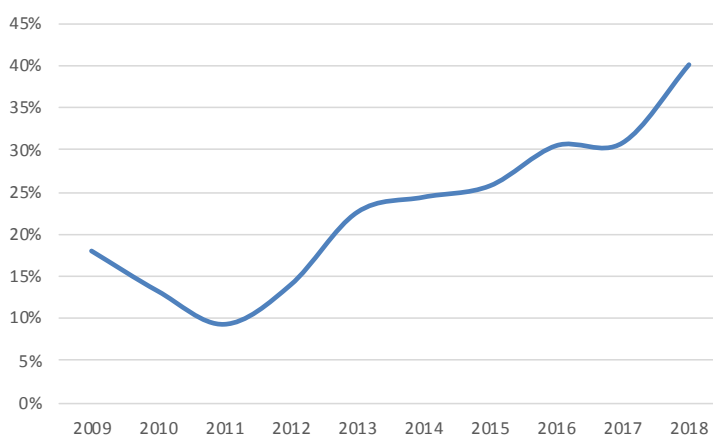
来源: Wind, 国金证券研究所

- 公司丁基胶塞毛利率表现强劲: 近三年, 在丁基胶塞均价略有下降的情况下, 公司利用规模效应降低生产成本, 从而大幅提高毛利, 由 2009 年不足 20% 提升至 2018 年超 40%, 成为公司毛利率第二高的产品。

图表 35: 丁基胶塞生产成本及均价 (元/只)



图表 36: 丁基胶塞毛利率变化



来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

#### 客户优势: 国内外积极布局, 具备大客户基数

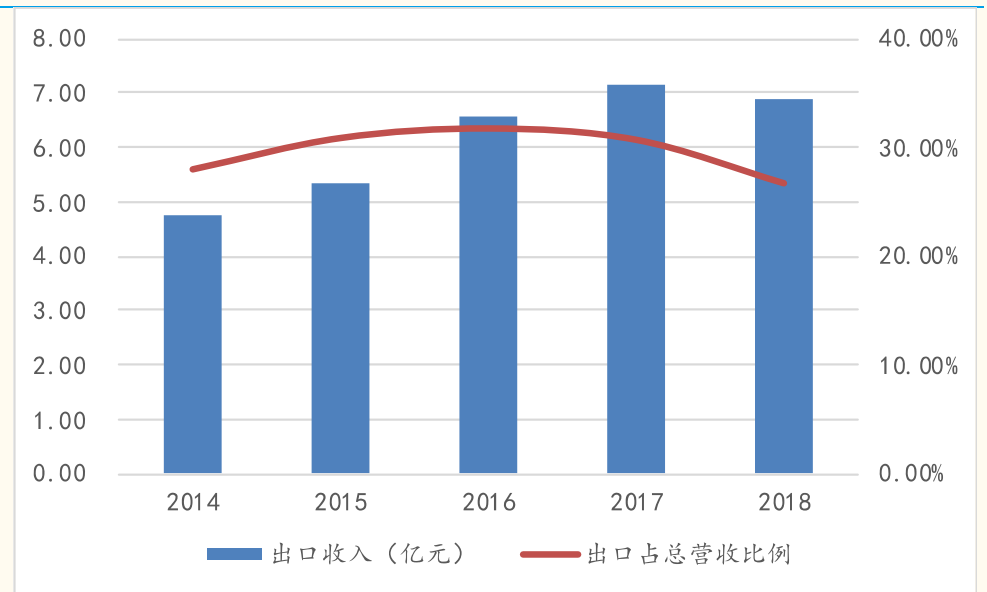
- 公司具备全国性布局, 客户基数较大:
  - 全国 34 个省、市、自治区、特别行政区, 除西藏、澳门两地外, 其他均有公司医药包装业务网点。
  - 公司拥有超 4000 家客户, 其中制药企业 3000 余家, 并已与赛诺菲安万特、辉瑞、诺华、勃林格殷格翰、GE、恒瑞、扬子江、齐鲁、正大



天晴、复星医药集团、华润集团、国药集团等国内外知名企业形成良好、稳定的合作关系。

- 在关联审评审批下，由于变更包材带来的责任和成本压力（需要重新做相容性、稳定性试验）较大，制剂企业与包材企业的粘性将会更强；公司具备良好的客户基础，也有助于公司在未来的注射剂一致性评价中更快切入玻瓶的替换升级。
- **拓展国外市场，开拓更多增量：**
  - 公司出口至欧、美、俄、日、韩、东南亚等多个国家和地区，出口业务收入由 2014 年 4.73 亿上升至 2018 年 6.79 亿，近五年占总营收比例均超 25%。
  - 未来，公司计划在欧盟、中东、南非、北美、巴西、东南亚建立销售办事处，以便获得更多海外销售增量。

图表 37：公司出口收入占总营收比例



来源：WIND，国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- **中国药玻升级大势所趋，多政策助推龙头企业获利：**在注射剂一致性评价、原辅包关联审评审批、环保要求趋严的背景下，下游对药包材供应商的需求也逐步转向更为稳定、高质量的供应。目前国内药玻中中硼硅使用量仅占 7-8%，从钠钙玻璃/低硼硅玻璃向中硼硅玻璃升级替代空间大，利好龙头企业。
- **山东药玻：药用玻璃行业龙头，多产品全面布局：**
  - **玻璃瓶：模制瓶、棕色瓶具备绝对领先地位。**公司模制瓶在国内市场占有率超 80%，棕色瓶保守估计市占率超 50% 以上，具有绝对领先地位。由于保健品及化妆品消费等需求旺盛，随着公司进一步开拓国际市场、补充产能，预计模制瓶中的日化瓶、蓝绿瓶，以及棕色瓶均能保持稳健到较高增速。
  - **中硼硅玻瓶：布局领先，乘行业东风优化产品结构：**目前公司中硼硅模制瓶产能约 2 亿只，中硼硅管制系列瓶产能可达 6.87 亿只（2018 年销量 6788 万只）。中硼硅玻璃液态粘度高、生产难度较高，价格可达同规格钠钙玻璃/低硼硅玻璃 3-5 倍。公司具备模制瓶生产及技术优

势，中硼硅模制瓶拥有更高毛利率。随着产能扩建及未来产品结构优化，将有利于提升公司业绩。

- **丁基胶塞：行业内规模最大的企业之一。**公司丁基胶塞年销售 40-50 亿只，占全国市场份额约 10%。公司提供塞子与盖子，有利于为客户提供全套产品，随着产能新增至 60 亿只，预计随着市场开拓进一步放量。
- **客户优势：**公司拥有超 4000 家客户，其中制药企业 3000 余家，有助于公司在未来的注射剂一致性评价中更快切入玻瓶的替换升级。
- 我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.78/0.98/1.19，对应当前股价 PE 为 36/29/23 倍。我们看好公司从事的药用玻璃行业在升级趋势下的高景气，给予公司 2020 年 32 倍 PE 估值，对应目标价 31.21 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险提示

- 注射剂一致性评价政策推进低于预期：注射剂一致性评价正式稿尚未正式发布，其对包材的要求尚有不不确定性；
- 中硼硅替换进度低于预期风险：由于中硼硅价格较高，且药包材的替换仍需周期，故公司中硼硅产品放量存在一定不确定性；
- 减持风险：公司于 2016 年非公开发行 5064 万股，公司高管通过持股平台淄博鑫联投资股份有限公司增持 1847 万股，持股比例由 1.37% 上升到 7.25%。该次发行新增股份已于 2016 年 12 月 20 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕股份登记托管手续，36 个月内不得转让，该次限售股上市流通日期为 2019 年 12 月 20 日；
- 竞争加剧风险：公司为模制瓶龙头，在中硼硅管制瓶市场尚未取得绝对市场优势，若竞争加剧，则将影响公司利润；
- 公司产品产能释放低于预期：公司于 2019 年 10 月发布公告，为应对逐步增长的市场需求，公司拟投资 3.98 亿元扩建一个一类模制瓶车间，其中拟投资 2.07 亿元建设一类模制瓶车间，若扩建进度低于预期，将对公司业绩产生影响；
- 原料价格上行风险：公司的上游原材料有煤炭、纯碱、石英砂、丁基橡胶等，公司主要产品价格稳中有升，但若上游价格上涨过速，将对公司业绩产生影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
主营业务收入	2,057	2,330	2,585	2,883	3,228	3,686	货币资金	1,078	714	834	1,029	1,249	1,600	
增长率		13.3%	10.9%	11.5%	12.0%	14.2%	应收款项	690	724	735	818	916	1,046	
主营业务成本	-1,383	-1,580	-1,654	-1,797	-1,947	-2,173	存货	512	545	571	685	738	820	
%销售收入	67.2%	67.8%	64.0%	62.3%	60.3%	59.0%	其他流动资产	223	767	852	476	480	487	
毛利	675	751	930	1,085	1,281	1,513	流动资产	2,503	2,750	2,992	3,007	3,382	3,953	
%销售收入	32.8%	32.2%	36.0%	37.7%	39.7%	41.0%	%总资产	64.1%	65.8%	64.7%	60.5%	61.8%	64.2%	
营业税金及附加	-26	-33	-39	-31	-35	-39	长期投资	22	0	0	0	0	0	
%销售收入	1.3%	1.4%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	1,239	1,276	1,319	1,791	1,903	1,995	
销售费用	-194	-196	-219	-244	-273	-312	%总资产	31.7%	30.5%	28.5%	36.0%	34.8%	32.4%	
%销售收入	9.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	无形资产	99	113	153	171	188	205	
管理费用	-133	-197	-166	-150	-168	-192	非流动资产	1,401	1,430	1,632	1,961	2,091	2,200	
%销售收入	6.5%	8.5%	6.4%	5.2%	5.2%	5.2%	%总资产	35.9%	34.2%	35.3%	39.5%	38.2%	35.8%	
研发费用	0	0	-80	-144	-152	-170	<b>资产总计</b>	<b>3,904</b>	<b>4,180</b>	<b>4,624</b>	<b>4,969</b>	<b>5,473</b>	<b>6,153</b>	
%销售收入	0.0%	0.0%	3.1%	5.0%	4.7%	4.6%	短期借款	1	0	0	0	0	0	
息税前利润(EBIT)	322	325	426	516	653	800	应付款项	795	867	1,017	1,063	1,156	1,295	
%销售收入	15.6%	14.0%	16.5%	17.9%	20.2%	21.7%	其他流动负债	37	33	48	63	72	84	
财务费用	16	-17	31	19	24	29	流动负债	833	900	1,066	1,125	1,228	1,379	
%销售收入	-0.8%	0.7%	-1.2%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-85	-19	-42	-10	-9	-9	其他长期负债	27	30	32	32	32	32	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	861	930	1,098	1,158	1,261	1,412	
投资收益	2	19	27	35	35	35	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,044</b>	<b>3,250</b>	<b>3,526</b>	<b>3,811</b>	<b>4,212</b>	<b>4,742</b>	
%税前利润	0.8%	6.2%	6.2%	6.3%	5.0%	4.1%	其中：股本	304	304	425	595	595	595	
营业利润	255	317	449	560	702	855	未分配利润	1,272	1,451	1,687	1,970	2,371	2,901	
营业利润率	12.4%	13.6%	17.4%	19.4%	21.8%	23.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-15	-6	-21	-10	-10	-10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,904</b>	<b>4,180</b>	<b>4,624</b>	<b>4,969</b>	<b>5,473</b>	<b>6,153</b>	
税前利润	239	310	428	550	692	845	<b>比率分析</b>		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	11.6%	13.3%	16.5%	19.1%	21.5%	22.9%	<b>每股指标</b>							
所得税	-50	-47	-69	-89	-112	-137	每股收益	0.625	0.866	0.843	0.775	0.975	1.190	
所得税率	21.0%	15.3%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	每股净资产	10.027	10.708	8.296	6.405	7.080	7.970	
净利润	189	263	358	461	580	708	每股经营现金净流	1.722	1.383	1.096	0.621	1.115	1.336	
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股股利	0.200	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300	
归属于母公司的净利润	190	263	358	461	580	708	<b>回报率</b>							
净利率	9.2%	11.3%	13.9%	16.0%	18.0%	19.2%	净资产收益率	6.23%	8.08%	10.16%	12.09%	13.78%	14.93%	
							总资产收益率	4.86%	6.29%	7.75%	9.28%	10.60%	11.50%	
							投入资本收益率	8.35%	8.48%	10.12%	11.35%	13.00%	14.14%	
							<b>增长率</b>							
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							主营业务收入增长率	19.40%	13.27%	10.90%	11.53%	11.96%	14.22%	
净利润	189	263	358	461	580	708	EBIT增长率	35.46%	1.13%	30.98%	21.15%	26.58%	22.41%	
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	净利润增长率	30.40%	38.58%	36.33%	28.65%	25.92%	21.97%	
非现金支出	221	164	188	136	165	185	总资产增长率	31.32%	7.07%	10.61%	7.46%	10.16%	12.42%	
非经营收益	5	4	-23	5	-25	-25	<b>资产管理能力</b>							
营运资金变动	108	-11	-58	-232	-57	-73	应收账款周转天数	73.3	64.6	54.5	55.0	55.0	55.0	
经营活动现金净流	523	420	466	369	663	795	存货周转天数	137.7	122.2	123.2	140.0	140.0	140.0	
资本开支	-197	-164	-347	-499	-300	-300	应付账款周转天数	83.6	75.5	79.4	80.0	80.0	80.0	
投资	-133	-321	-380	466	0	0	固定资产周转天数	210.7	191.1	171.9	196.8	185.6	169.2	
其他	5	27	27	35	35	35	<b>偿债能力</b>							
投资活动现金净流	-325	-457	-700	1	-265	-265	净负债/股东权益	-35.39%	-21.97%	-23.66%	-27.00%	-29.64%	-33.74%	
股权募资	666	0	0	3	0	0	EBIT利息保障倍数	-19.8	19.4	-13.5	-26.8	-27.7	-27.1	
债权募资	-29	-3	0	0	0	0	资产负债率	22.04%	22.24%	23.75%	23.31%	23.04%	22.94%	
其他	-96	-73	-79	-178	-178	-178								
筹资活动现金净流	542	-76	-79	-176	-178	-178								
现金净流量	740	-113	-314	195	220	351								

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	4	6
增持	0	0	0	1	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.45</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH