



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

原料药行业专题报告

特色原料药板块将迎来戴维斯双击

西南证券研究发展中心

2020年4月

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：杜向阳

执业证号：S1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

核心观点

当前时点，我们为什么看好原料药板块？本篇报告重点主要从三个方面来阐述，我们认为，未来原料药估值、业绩将迎来戴维斯双击！

1、原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高：从产品属性和客户结构来看，大宗原料药门槛低，竞争激烈，而特色原料药和专利原料药门槛较高，供给端市场格局较为稳定；需求端方面，全球医药市场稳健增长，带动原料药需求稳定增长；行业壁垒方面，原料药核心壁垒体现在技术、重资产和客户粘性方面，在技术层面，高质量标准对生产提出高要求，产品集群化竞争对研发提出较高要求；原料药为重资产行业，资金和时间成本投入较大，近几年环保成本攀升，进一步提高行业壁垒；在客户粘性方面，特色原料药和专利原料药与客户绑定紧密。

2、特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度：在多因素影响下，欧洲和美国逐步转移特色原料药产能，以中国和印度为代表的新兴市场快速崛起，成为主要的特色原料药生产和出口国家。此外，近几年随着全球节能环保趋严、产品质量要求提高，原料药供给侧加速出清，订单逐步向龙头集中，同时下游制剂需求稳步增长，再叠加短期疫情带来的冲击，国内龙头企业将迎来较好发展机遇。

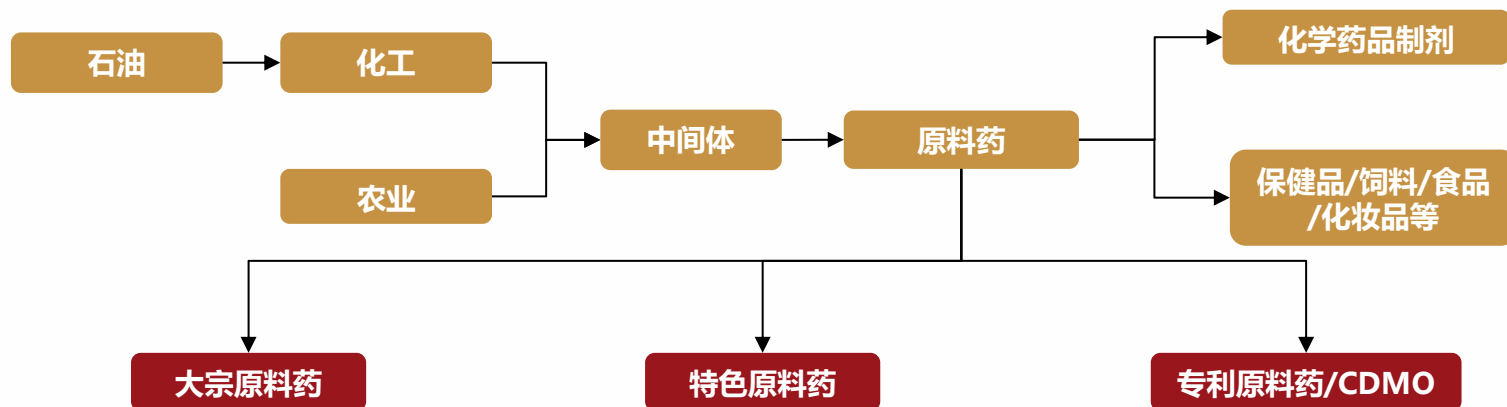
3、原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开：国内方面，原料药行业近几年出现积极变化，随着一致性评价、带量采购和关联审评等政策出台，不断强化原料药在医药产业链中的地位，高质量标准的原料药对下游制剂的重要性日益凸显，原料药价格有望稳步上涨。此外，我们认为未来原料药行业成长空间有望进一步打开：1）带量采购背景下，原料药+制剂一体化助力原料药企业快速切入下游制剂市场；随着原料药产业地位提升，部分原料药企业还可参与下游制剂权益分成；2）全球药品研发生产向国内转移趋势明显，部分原料药企业逐步向CMO/CDMO拓展；3）在新品种拓展方面，国内原料药企业加速丰富产品管线，提高国际市场竞争力。

➤ 重点关注：

1）平台型公司：华海药业（600521）、普洛药业（000739）；**2）转型CDMO领域：**九洲药业（603456）、美诺华（603538）；**3）特色细分领域：**奥翔药业（603229）、仙琚制药（002332）、海普瑞（002399）、健友股份（603707）、司太立（603520）、富祥股份（300497）、天宇股份（300702）。

原料药行业投资图谱

化学原料药上下游产业链情况



代表品种	抗生素、维生素、解热镇痛类等；	降血压、降血脂、降血糖类、抗血凝等；	主要是在专利期类的药物，如抗肿瘤药物等；
市场现状	需求量大，壁垒低，竞争较为激烈，毛利率较低；	需求量较大，壁垒较高，竞争较为集中，毛利率较高；	需求量较小，壁垒高（专利），毛利率高；
驱动因素	行业突发事件带来的供给端缺口；	品类丰富、下游客户拓展、向规范市场拓展、向下游制剂或CDMO转型等等；	创新品种的研发、下游核心客户的拓展等；
相关标的	仙琚制药、浙江医药、科伦药业、联邦制药、新和成等。	华海药业、海普瑞、健友股份、博瑞医药、司太立、奥翔药业、天宇股份、富祥股份等。	药明康德（合全药业）、凯莱英、博腾股份、九洲药业、美诺华等。

目 录

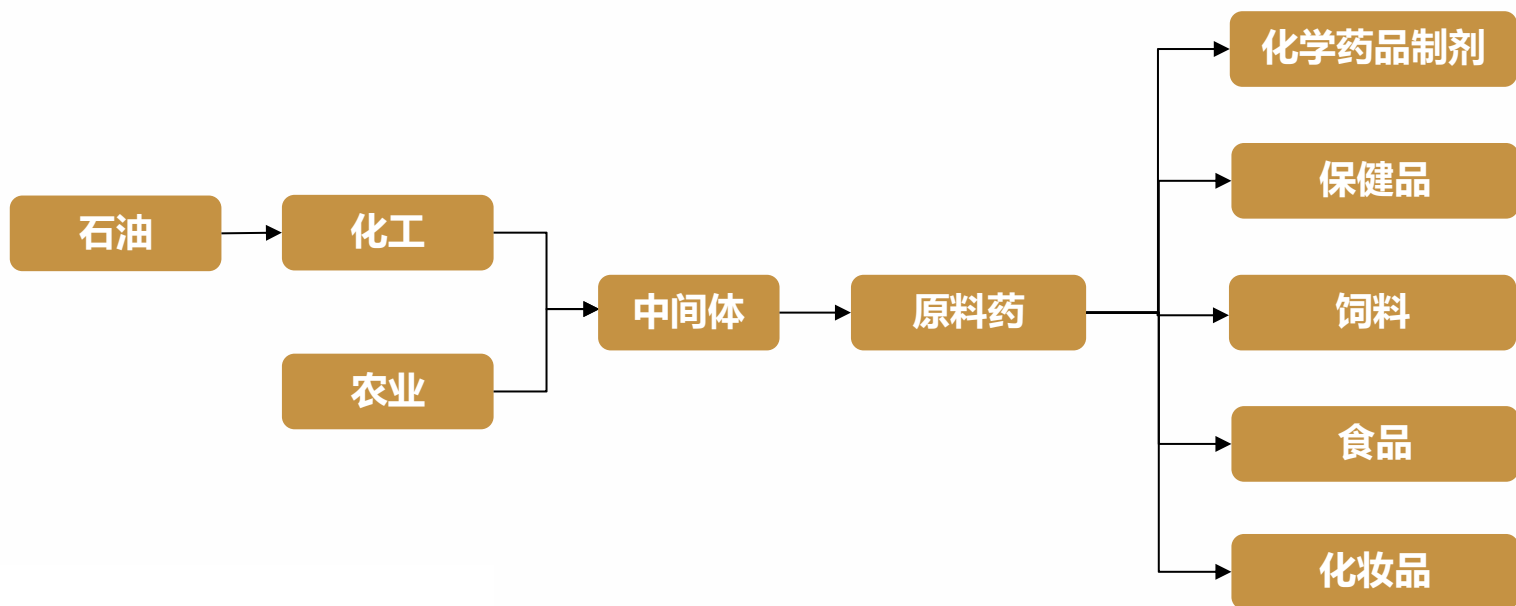
- 一、**原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高**
- 二、特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度
- 三、原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开
- 四、投资标的
- 五、风险提示

原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

• 原料药行业上下游较为简单

- 根据ICH定义，原料药（Active Pharmaceutical Ingredient，活性药物成份，简称API）是指用于药品制造中的任何一种物质或物质的混合物而且在用于制药时，成为药品的一种活性成分。
- 从产业链来看，原料药行业的上游为石化产品、农产品，下游主要是化学药品制剂、保健品等领域，本文主要探讨应用于化学药品制药领域的原料药产品。

化学原料药上下游产业链情况



数据来源：CNKI、西南证券整理

原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

• 不同类型原料药可依据专利阶段进行划分

- 按照专利阶段不同，原料药大致可分为三类：1) 大宗原料药：一般包括抗感染药、维生素、氨基酸、解热镇痛及非甾体抗炎药、激素、生物碱及有机酸等传统原料药，此类原料药一般不涉及专利问题；2) 特色原料药：一般是指专利即将到期或者近期到期的产品，主要包括降血压、降血脂以及降血糖等系列产品；3) 专利原料药：一般是指以CDMO模式合作的创新药产品。

不同类型原料药主要产品情况

大宗原料药

- 抗生素：青霉素工业盐、阿莫西林、氨苄西林、6-APA、4-AA、头孢类等等；
- 维生素：维生素C、叶酸、泛酸钙、维生素E、维生素A等等；
- 解热镇痛类：阿司匹林、咖啡因、对氨基苯酚、扑热息痛、布洛芬等等

特色原料药

- 降血压：缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦等等；
- 降血脂：阿托伐他汀、瑞舒伐他汀等；
- 降血糖：格列吡嗪、格列齐特达到
- 抗血凝：氯吡格雷等

专利原料药

- 一般为创新药CDMO等

数据来源：CNKI，西南证券整理

原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

• 国内主要集中在大宗原料药领域，特色及专利原料药正快速发展

➤ 从竞争格局和盈利性来看：

- ✓ 1) 大宗原料药：市场需求大，工艺成熟，竞争激烈，市场较为分散，毛利率低。
- ✓ 2) 特色原料药：有一定技术含量，主要依靠与客户建立长期战略合作关系从而取得订单，客户绑定较为紧密，稳定性较好，毛利率较高。
- ✓ 3) 专利原料药：主要给创新药企提供定制研发和定制生产，有较高的技术难度，在一段时间内与药企深度捆绑，客户粘性高，毛利率高。

不同类型原料药差异情况

阶段	经营模式	主要产品	服务内容	与客户间的关系	业务发展	客户粘性	毛利率
大宗原料药	自产自销	维生素、抗生素等	企业根据市场调研的结果来识别出大众客户的通用需求，并以此为起点开展研发、生产、销售等具体经营活动	企业一般只与大众客户保持常规的沟通，以确保满足大众客户的通用需求	主要依靠将通用产品销售给尽可能多的客户	较低	较低
特色原料药	自产自销	降血压、抗肿瘤药物等	国际仿制药企业在开展专利挑战业务，或者开发独特的工艺路线以形成竞争优势等情况下需要与原料药企业进行合作研发、定制生产	供应商和客户相互考察的时间周期比较长，过程复杂，客户关系同时比较紧密，具有长期稳定性和共赢性的特点	主要依靠与有限的客户建立长期战略合作伙伴关系从而取得更多的定制项目	较高	较高
专利原料药	自产自销/CDMO	各类创新药原料药	在创新药定制模式下，主要根据跨国制药公司和生物制药公司的需求提供定制的研发服务和定制生产的产品	相互考察的时间周期比较长，过程复杂，客户关系比较紧密，具有延伸性、自我强化性	主要依靠与有限的客户建立长期战略合作伙伴关系从而取得更多的定制项目	高	高

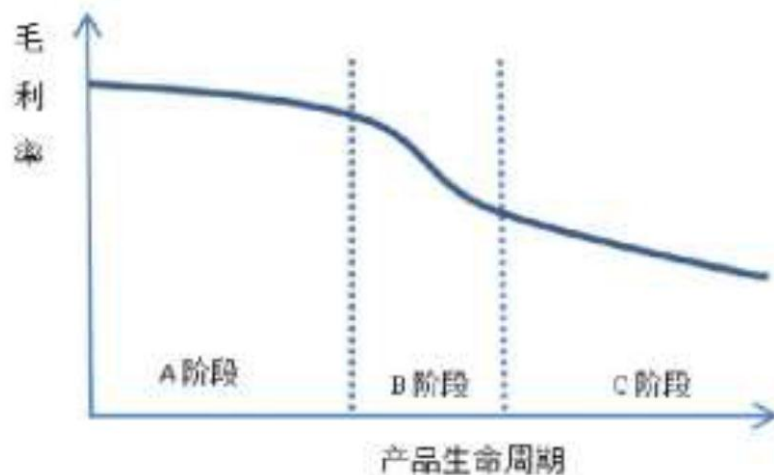
数据来源：美诺华招股书，西南证券整理

原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

- 专利原料药和特色原料药毛利率相对较高

- 在产品毛利率方面，由于客户结构和技术壁垒差异，专利原料药（A阶段）和特色原料药（B阶段）的毛利率相对较高，大宗原料药（C阶段）毛利率相对较低。
- 国内原料药供应商目前主要集中在毛利率较低的大宗原料药领域，市场竞争也较为激烈，部分领先的原料药供应商逐步开始向特色原料药和专利原料药拓展。

不同类型原料药毛利率情况



数据来源：美诺华招股书、西南证券整理

原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

- **规范市场准入壁垒更高，利润空间相对较高**
- 全球原料药市场按照准入门槛可分为规范性市场和非规范性市场：1) 规范性市场：包括欧盟、美国等主要发达国家，市场准入有着严格规定和管理，由相应政府机构实施相关药品规范；2) 非规范性市场：包括印度、南美等，法律监管体系相对宽松，准入门槛相对较低。

全球主要医药市场对原料药准入要求

地区	机构	内容
美国	FDA	自2012年10月1日后，DMF首次被ANDA（简略新药申请）引用时，将要求缴纳一次性费用，且进行初步完整性评估，完成缴费和通过初步完整性评估后，将在FDA网站上公开DMF清单，供非专利药企业参考和ANDA递交时引用。在DMF文件专业审查和现场检查通过后方可进入美国市场。FDA现场检查完成后发出现场检查确认函（EIR letter）将审核结果通知生产厂家，并输入美国海关的计算机系统，该原料药即获准直接进入美国市场。生产厂家每年向FDA递交一份DMF修改材料，一般情况下，每2~3年要接受一次复查。进入美国的所有有关药物的生产加工、包装均应严格符合美国cGMP的要求。
欧盟	EDQM、EMA	对于中国原料药企业而言，其生产的原料药获准进入欧洲市场用于制剂药物生产，主要有两种方式可以选择：一是向EMA或欧盟成员国药政管理部门递交和登记欧洲药品主文件（EDMF）；二是向EDQM申请并获得欧洲药典适用性证书（CEP证书）。EDMF与药品制剂的批准有关，应当与药品注册文件同时递交；申请CEP证书则是一个独立的过程，在任何时候按要求提交相关文档并通过审计就可以获得证书。一个原料药一旦取得CEP证书，即可以用于欧洲药典委员会成员国内的所有药物制剂生产厂家的制剂生产。
韩国	--	韩国《药事法》不强制要求进口的原料药进行注册，其第42药品等的进口批准第1款规定，有意从事药品进口业务的，应遵照《首相条例》，向韩国食品药品安全部长提交报告，并遵照《首相条例》，就每一产品向其获取上市批准，或向其提交上市通知。
日本	PMDA	外国的生产企业通过日本的国内代理商提出申请海外认定证书，PMDA审查符合要求后，发给海外认定证书，然后进行MF登记，之后日本政府向该企业发放MF登录证，但是发放MF登录证并不表示企业已经可以直接在日本国内销售产品，而仅仅表明日本政府愿意接受该企业进来。随后，国外企业在日本的代理依据注册号码来申请销售许可，等到政府方面确认企业有申请销售许可之后才开始MF注册审查，在MF审查和GMP检查通过后，方完成申请流程。
印度	--	印度卫生和福利部2001年8月24日发布的GSR.No.604(E)通告规定：外国生产商必须为向印度出口的药品的生产厂房以及向印度出口的药品申请注册证书，外国生产商可委托印度政府认可的印度代理公司办理注册申请；管理条款明确、详细规定了注册证书所需文件，注册证书从发放之日起3年内有效。

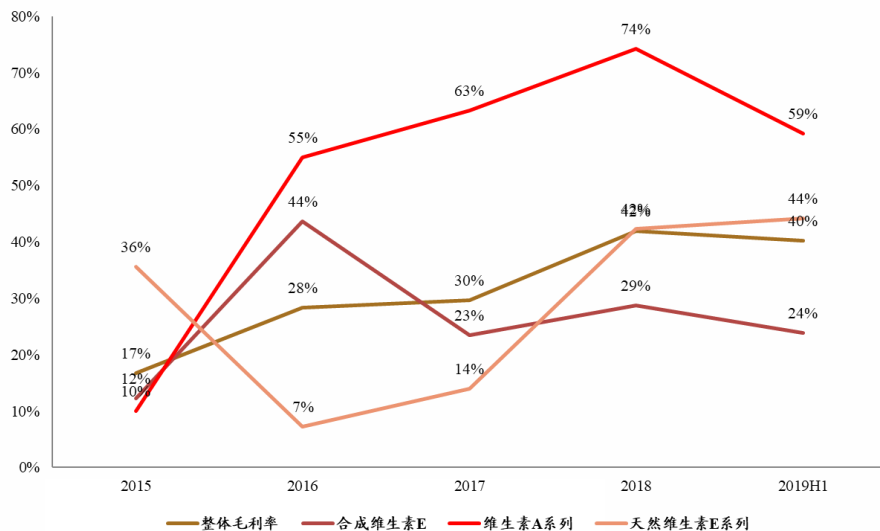
数据来源：博瑞医药招股书、西南证券整理

原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

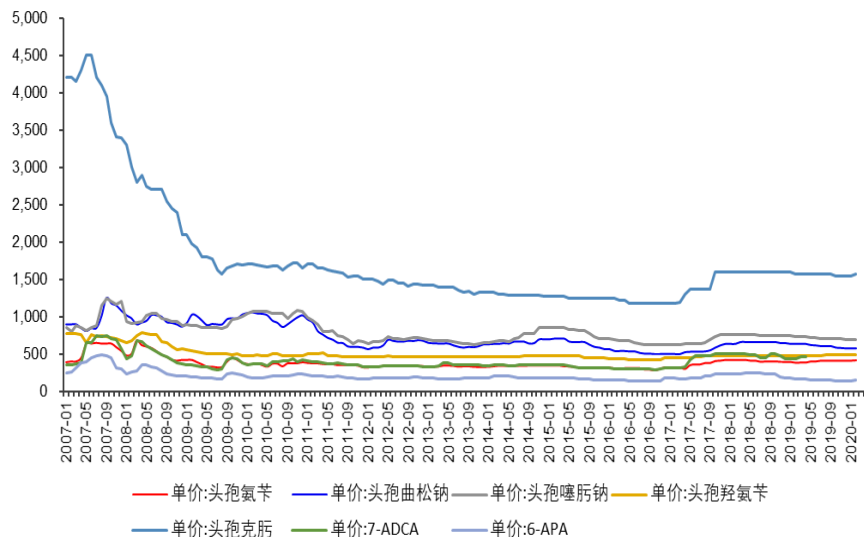
大宗原料药格局基本稳定，行业驱动因素来自供给端突发事件

- 大宗原料药具有附加值低、生产规模大和工艺成熟等特点，一般不涉及专利问题。整体来看，大宗原料药毛利率相对较低，以主要产品为维生素类的浙江医药为例，近几年其整体毛利率维持在30%左右。
- 经过多年的发展，全球大宗原料药行业已进入成熟期，下游的需求属于缓慢的自然增长，目前产能主要集中在中国。大宗原料药价格主导因素主要来自行业突发事件导致的供给端的变化，如突发的自然灾害，环保安全事件等等。

浙江医药整体及分品种毛利率情况



主要大宗原料药价格走势情况（元/Kg）

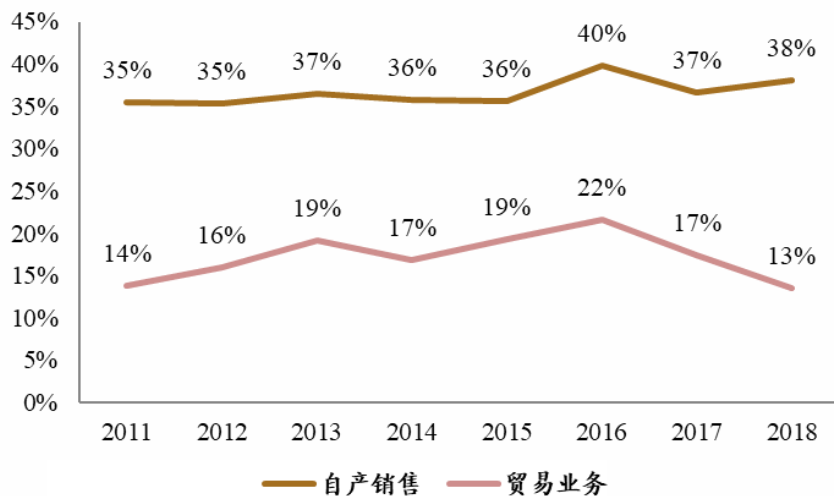


数据来源: Wind, 西南证券整理

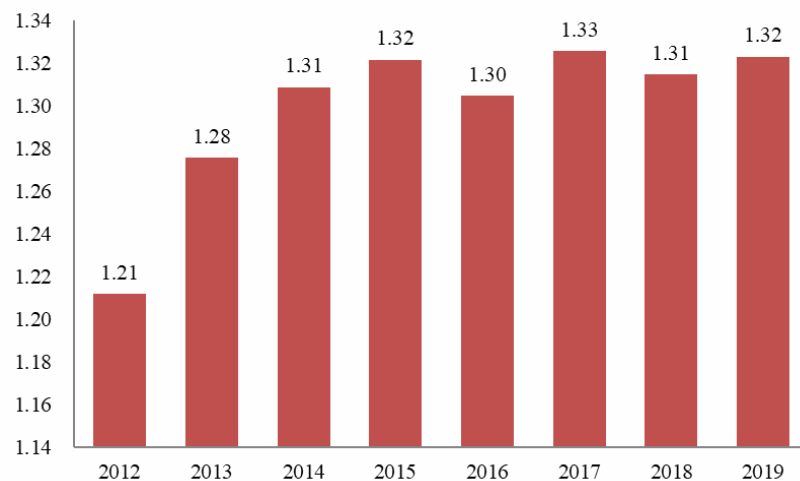
原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

- **特色原料药保持稳定增长，行业驱动力来自于新品种扩充、产业链延伸等**
 - 在特色原料药方面，下游制剂渗透率还存在提升空间，以缬沙坦为例，其2012-2015年期间在样本医院销售量增长明显，预计提升了上游缬沙坦原料药量的增长。在毛利率方面，特色原料药相对较高，以产品主要为特色原料药的美诺华为例，其原料药业务毛利率近几年约在37%左右。
 - 特色原料药行业的驱动因素，一般主要来产品管线的丰富、向下游开拓更多核心客户、向规范市场拓展，以及向CDMO和下游制剂转型等。

美诺华分业务毛利率情况



国内样本医院缬沙坦销量情况（亿片）



数据来源：Wind, PDB, 西南证券整理

原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

- “技术+客户粘性+重资产” 多层壁垒，构筑特色原料药行业护城河

1、技术壁垒高

在生产方面，各国政府对药品的安全监管要求极高，近几年缬沙坦、雷尼替丁等事件，对上游原料药和中间体的质量提出了更高的要求。在研发方面，近年来随着研发投入加大，以及审评审批加速，下游药品的创新迭代频率加快，从而带动原料药品种的创新加速，对原料药企业的创新研发能力提出较高要求。

2、客户粘性强

下游制剂客户在选择原料药供应商时，考察周期相对较长，对原料药质量要求通常较高，一般选择供应商后不会轻易更换。同时，在欧美等规范市场的现有法规要求下，制剂企业更换原料药供应商的成本也较高，因此下游制剂对特色原料药企业粘性较强。

3、重资产行业，投入较大

原料药行业新产品开发投入高、周期长、药品生产专用设备多，重要仪器设备依赖进口，费用昂贵，固定资产投资较多。此外，为了满足各国监管部门的要求和客户现场审计需要，以及当期环保的高标准，企业还需在安全、环保等方面投入大量资金。

原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高

- 高资金和建设周期投入，特色原料药行业壁垒较高
- 从国内主要原料药企业产能扩建情况来看，在投资金额和建设周期方面，均有较大的投入，可以在一定程度上反映出原料药行业作为重资产行业的进入壁垒。

部分原料药企业产能扩建情况

公司	项目名称	投资金额	建设周期	涉及产品
博瑞医药	泰兴原料药和制剂生产基地（一期）	3.59亿元	24个月	卡泊芬净、米卡芬净、阿尼分净等11个品种
美诺华	宣城美诺华“1600吨原料药项目”	8亿元	5年	一期项目为沙坦类、他汀类等6个原料药
司太立	年产2035吨X射线造影剂原料药技改及扩产项目（二期）	4.28亿元	超过5年	年产1330吨碘海醇和年产505吨碘帕醇生产线
同和药业	年产800吨加巴喷丁、10吨达比加群酯、30吨阿扎那韦、150吨醋氯芬酸、150吨塞来昔布、33吨沙坦类中间体新、改、扩建项目	2.7亿元	2年	加巴喷丁、达比加群酯、阿扎那韦、醋氯芬酸、塞来昔布、沙坦类中间体等

数据来源：公司公告、西南证券整理

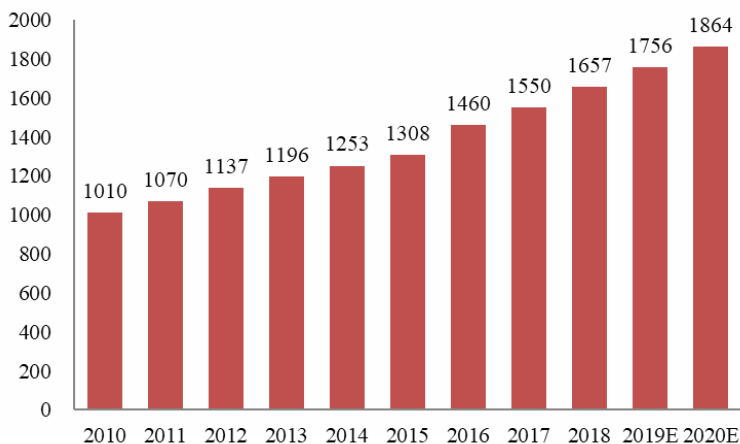
目 录

- 一、原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高
- 二、特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度**
- 三、原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开
- 四、投资标的
- 五、风险提示

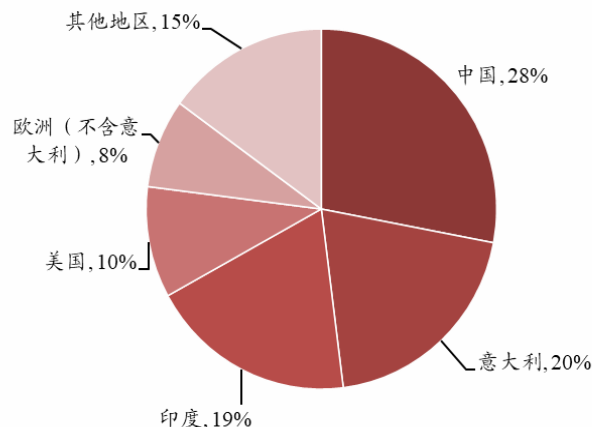
特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

- 从全球需求端看，下游制剂需求增加驱动全球原料药市场规模稳步提升
 - 市场规模方面，受益整个下游药品制剂需求稳步增长，根据化学制药通用名药物协会（Chemical Pharmaceutical Generic Association，CPA）数据，预计2020年全球原料药市场规模将达到1864亿美元，同比增长6.1%，我们预计主要由特色及专利原料药驱动。
 - 在市场格局方面，经过近几年产能转移，全球原料药市场已形成以中国、印度及西欧地区为主导的全球原料药产能供给格局。

2010-2020全球原料药市场规模情况（亿美元）



2018年全球化学原料药供给区域分布情况



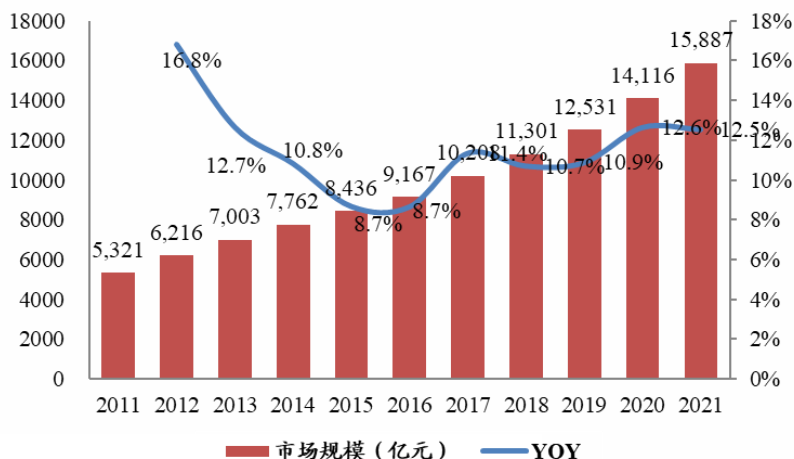
数据来源：博瑞医药招股书，CPA，前瞻产业研究院，西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

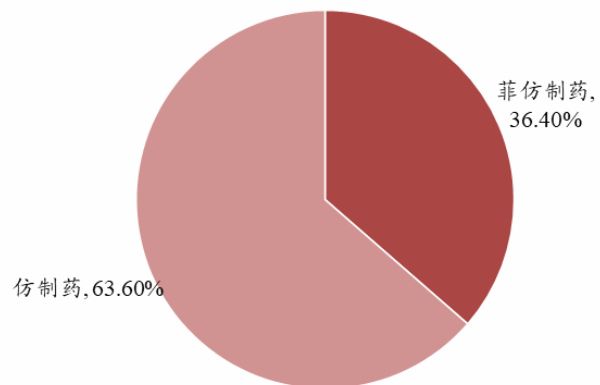
• 从国内需求端看，国内医药市场以仿制药为主，上游原料药需求依然较大

- 国内医药市场依然以仿制药为主，根据《中国仿制药蓝皮书2017》数据，2017年中国仿制药市场规模达到10208亿元，其中仿制药市场份额占比维持在60%以上，预计到2021年仿制药市场规模将达到15887亿元，年均复合增速为11.7%。国内仿制药需求依然巨大，对上游原料药需求量仍将稳健增长。

2011-2021年国内仿制药市场规模情况



2017年国内药品市场规模分类



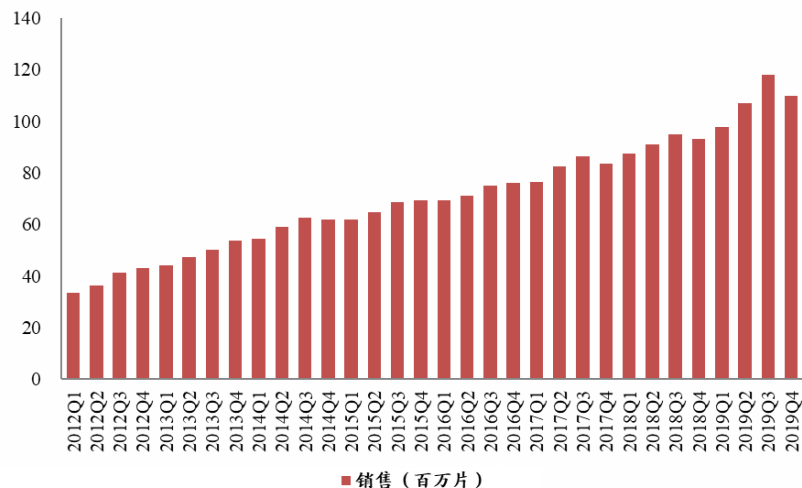
数据来源：中国仿制药蓝皮书2017，博瑞医药招股书，西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

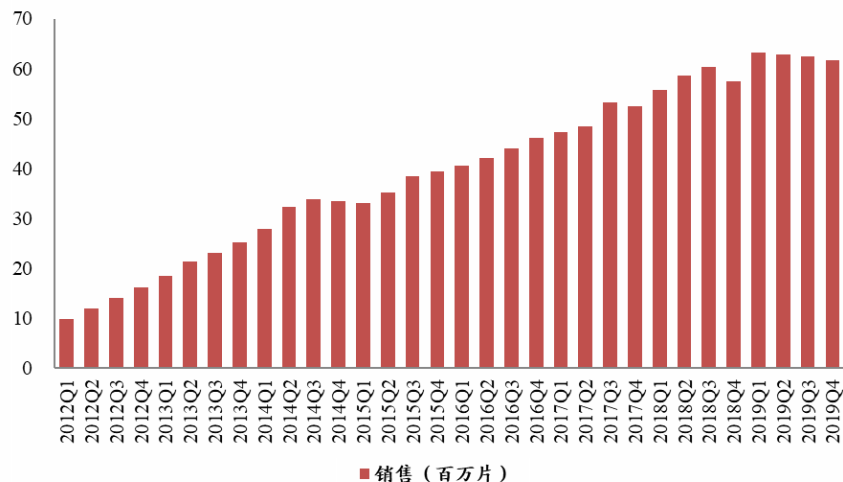
带量采购品种销量显著提升，带动原料药量的增长

- 从带量采购政策落地后主要品种销售情况看，价格的下降驱动药品快速放量。以阿托伐他汀和瑞舒伐他汀为例，其近几个季度在样本医院的销量稳步提升，我们预计随着带量采购在国内全面铺开，下游中标制剂企业对上游原料药的需求将会显著提升。

2012-2019年样本医院阿托伐他汀销量情况



2012-2019年样本医院瑞舒伐他汀销量情况



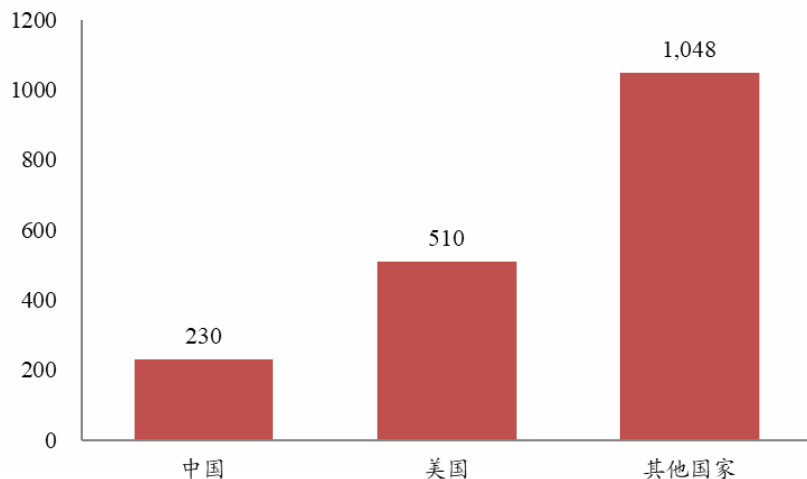
数据来源：PDB、西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

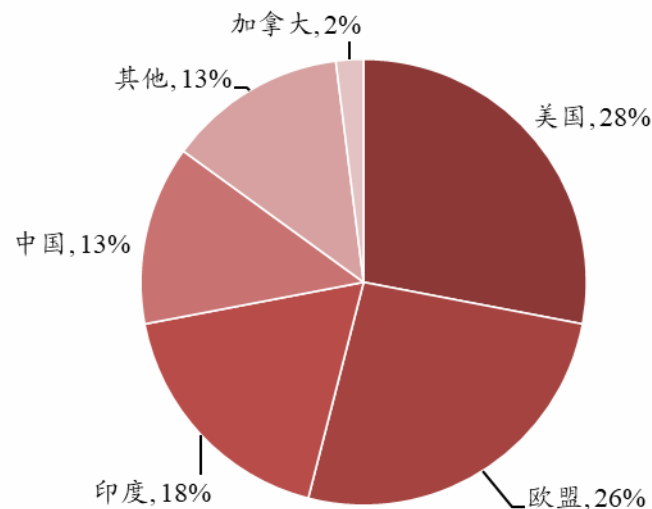
• 从供给端看，环保等因素驱动全球原料药产能向亚太地区转移

- 20世纪90年代以前，欧洲和美国是全球主要原料药生产区，90年代以后，随着环保、人工成本等方面原因，欧洲和美国产能逐步向外转移，以中国和印度为代表的新兴市场快速崛起，逐步成为原料药主要生产和出口国家。
- 以美国市场为例，来自中国和印度原料药供应商数量的占比分别为13%和18%。截止2019年8月，FDA数据显示，相比于美国和欧洲供应商，客户采用印度供应商产品，可降低30~40%成本。

美国市场API供应商分布情况（截止2019年8月）



美国市场API供应商数量情况（截止2019年8月）



数据来源：Pathway to Global Product Safety and Quality, FDA, 西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

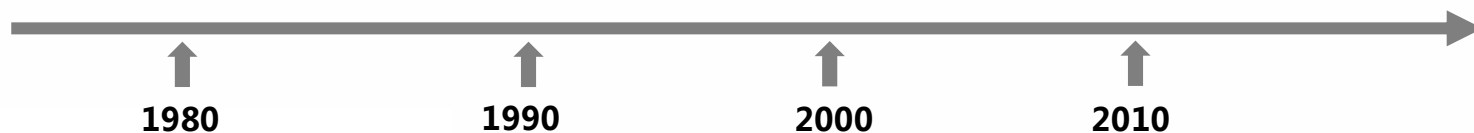
- 从类别来看，特色原料药产能转移趋势明显，国内处于快速发展阶段
 - 总体来看，全球大宗原料药的产能转移已经基本完成，国内处于成熟期；特色原料药及专利原料药转移正在加速，国内处于快速发展阶段，部分品种如缬沙坦、卡马西平等在全球取得了较为优势的地位；在下游制剂产能转移方面，国内尚处于早期阶段。

全球医药产业链产能转移趋势图

全球制剂转移处于初始阶段，国内处于早期阶段

全球特色原料药/专利原料药(CDMO)转移加速，国内处于快速发展阶段

全球大宗原料药转移基本完成，国内处于成熟阶段



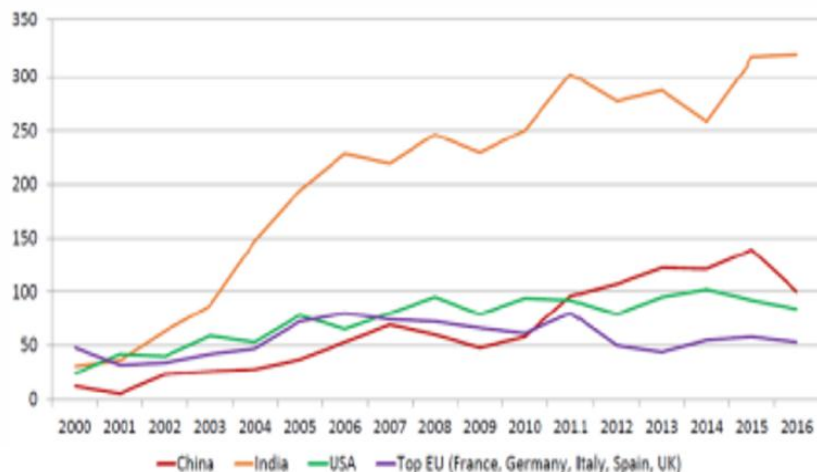
数据来源：美诺华招股书，西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

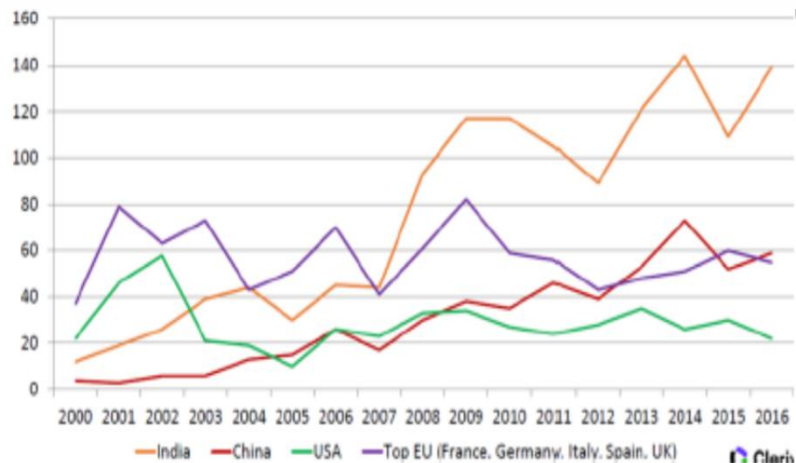
• 从供给端看，中国原料药在美国和欧洲份额不断提高

- 博瑞医药招股书显示，目前印度和中国企业持有的DMF（Drug Master File，药品主文件，反映药品生产和质量管理的文件资料）数量持续增长。
- 截至2016年底，美国DMF中46%由印度企业持有，中国的DMF数量在稳步增长，根据博瑞医药招股书，近几年中国每年新增获得的DMF注册仅次于印度，目前已超过美国和欧洲五国的数量，可以在一定程度上反映全球原料药产能转移趋势。

2000-2016年美国DMF持有人分布情况（个）



2000-2016年欧盟API认证分布情况（个）



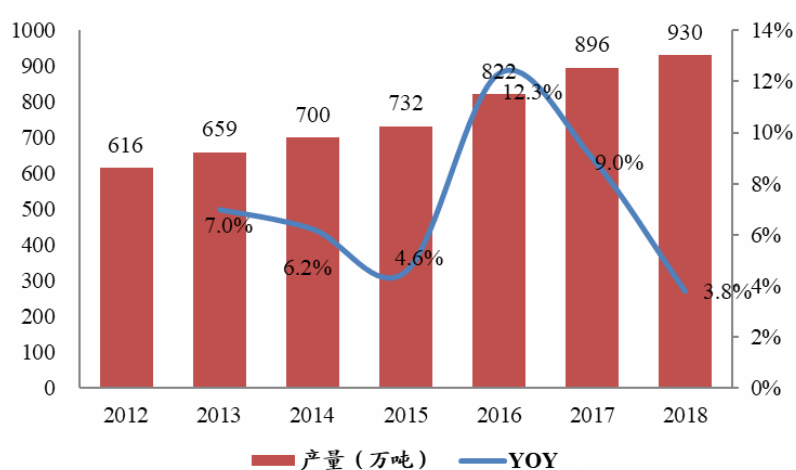
数据来源：博瑞医药招股书，西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

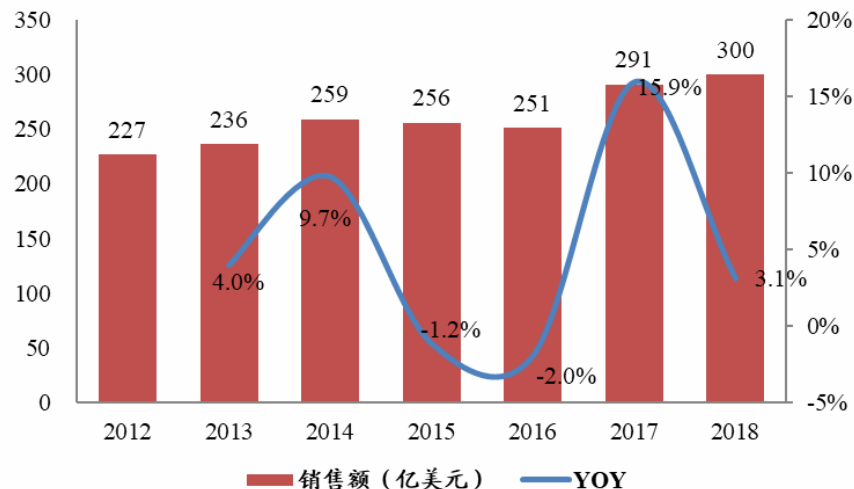
• 从出口来看，国内原料药出口保持稳定增长

- 印度由于语言和技术优势，过去十多年受益原料药产能转移明显，中国则凭借更为成熟的基础工业体系、成本优势，在核心技术、产品质量体系和DMF认证等方面快速追赶印度。
- 近几年中国原料药出口持续增长，2018年原料药(含医药中间体)的出口数量达929.72万吨，同比增长3.8%，出口金额达到300亿美元，同比增长3%。

2012-2018年国内原料药（含中间体）出口量



2012-2018年国内原料药（含中间体）出口金额



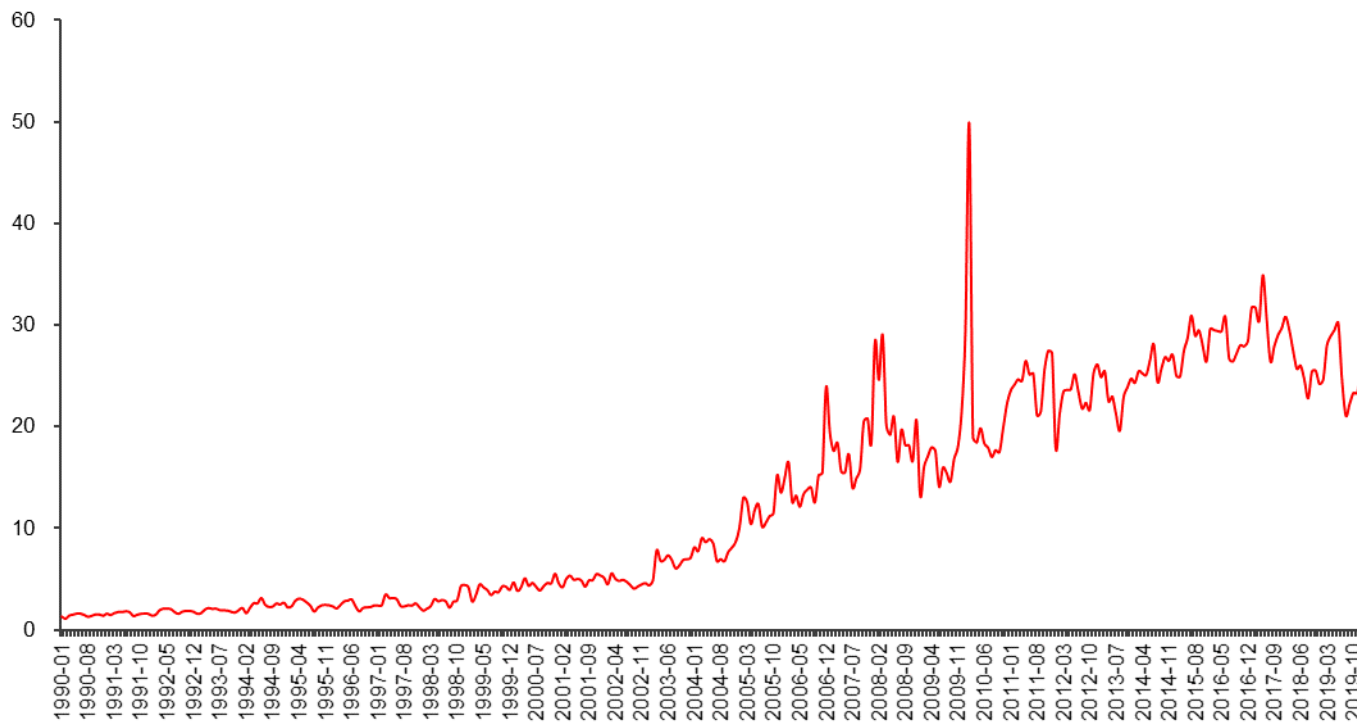
数据来源：中国医药保健品进出口商会、西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

- 从产量来看，国内原料药产量近几年稳步提升

- 在原料药产能方面，近几年国内原料药产量稳步提升，2019年中国化学药品原料药产量达252.3万吨，近几年产量稳定在200-300万吨之间。

1990-2019年国内化学原料药产量情况（万吨）



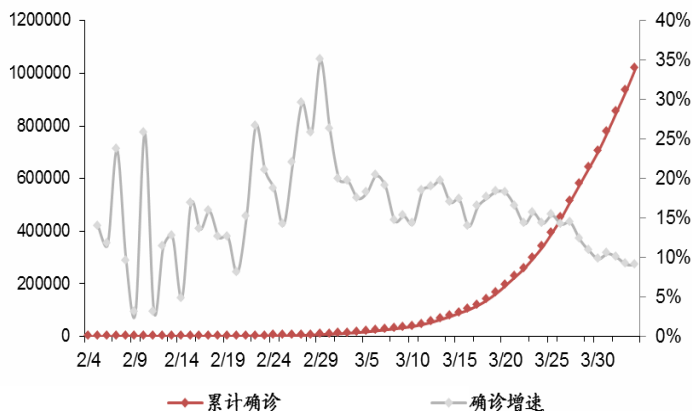
数据来源：Wind、西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

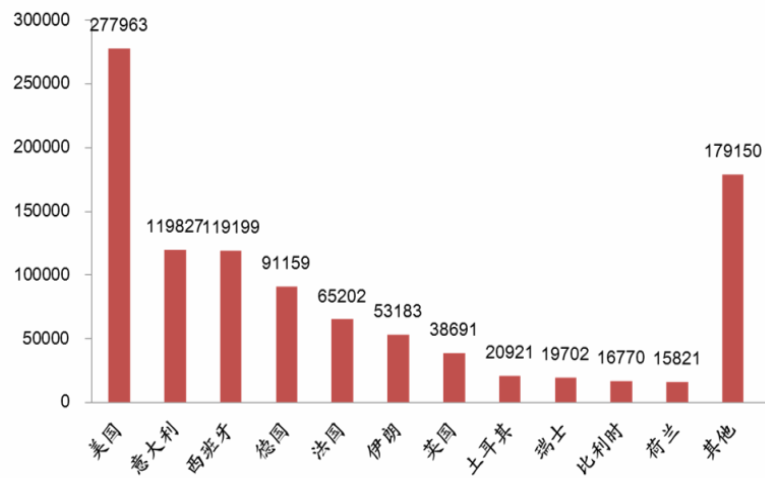
• 疫情在全球蔓延下，短期全球原料药产能供给或将紧张

- 截止2020年4月3日，全球除中国外累计确诊病例101万人，从供给端来看，原料药供给最大地区如欧洲、美国和印度都受到影响，国内目前处于疫情的中后期，主要生产地区如浙江省的原料药生产企业已经复工。
- 海外主要产能地区形势则不容乐观，如意大利、印度和美国等目前正处于疫情爆发期。印度政府于2020年3月3日宣布，即日起限制26种活性药物成分（API）和由它们制成的制剂出口；3月24日，印度宣布全国封锁21天，预计全球原料药供给或将缩紧，主要原料药价格有望上涨。

海外累计确诊和现有确诊病例情况



全球主要国家确诊情况



数据来源：微医，西南证券整理

特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

• 疫情在全球蔓延下，短期全球原料药产能供给或将紧张

- 3月27日，习近平出席G20峰会时表示，中国将加大力度向国际市场供应原料药、生活必需品、防疫物资等产品；3月28日，中国化学制药工业协会发布《关于做好原料药和中间体生产供应工作的通知》，建议协会各会员单位在确保疫情有效防控基础上，尽快复工复产，加快生产和供应，以满足国内市场和国际市场的需求。
- 考虑到国内主要的原料药企业已相继复工，全球原料药供给或将出现较大缺口，预计国内原料药龙头企业有望持续受益原料药价格上涨和海外订单向国内转移。

《关于做好原料药和中间体生产供应工作的通知》涉及产品情况

治疗领域	品种
抗生素	阿莫西林、阿莫西林/克拉维酸钾、头孢唑啉、头孢曲松钠、哌拉西林/他唑巴坦、美罗培南、庆大霉素、普鲁卡因青霉素和青霉素G、阿奇霉素、联黄甲氧苄啶、万古霉素、粘菌素
糖尿病	二甲双胍、格列本脲、胰岛素
高血压	氨氯地平、氢氯噻嗪、氯噻酮、氯沙坦、替米沙坦
抗病毒	洛匹那韦/利托那韦、达芦那韦/利托那韦、替诺福韦、拉米夫定、恩曲他滨、索非布韦
抗疟疾	苯芴醇
孕产妇及新生儿	催产素、倍他米松注射剂、地塞米松注射剂
抗癫痫	苯巴比妥、卡马西平、苯妥英钠、丙戊酸、地西洋

数据来源：中国化学制药工业协会，西南证券整理

目 录

- 一、原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高
- 二、特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度
- 三、原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开**
- 四、投资标的
- 五、风险提示

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

• 带量采购等政策提升原料药在产业链中的地位

- 近几年国内医保控费趋势明显，仿制药带量采购逐步成为常态，我们认为带量采购政策对原料药行业的影响主要体现在以下两个方面：1) 制剂价格下行带来渗透率的提升，从而带动原料药量的提升；2) 一致性评价对原料药质量要求显著提高，推动行业集中度提升，原料药价格也有望维持在相对较高水平。

国内带量采购相关政策情况

时间	政策	内容
2018.1 1.14	《国家组织药品集中采购试点方案》	明确了国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路
2019.1. 17	国务院发布《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	选择北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市，从通过质量和疗效一致性评价（含按化学药品新注册分类批准上市，简称一致性评价，下同）的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点
2019.1. 25	卫健委发布《关于做好国家组织药品集中采购中选药品临床配备使用工作的通知》 国卫办医函〔2019〕77号	高度重视中选药品配备使用工作、畅通优先使用中选药品的政策通道、提高中选药品的合理使用水平、建立完善相关激励机制和绩效考核制度、做好中选药品临床使用情况监测。卫计委将适时组织督导检查，对工作落实不力的省份和医疗机构，予以全国通报和约谈。
2019.2. 28	《国家医疗保障局关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见》 医保发〔2019〕18号	试点地区医保部门根据集中采购中选药品的采购价格、各医疗机构与企业约定的采购品种及采购数量测算带量采购药费金额。在医保基金预算中明确国家组织药品集中采购和使用试点药品专项采购预算。医保经办机构在试点工作正式启动前，按照不低于专项采购预算的30%提前预付医疗机构，并要求医疗机构按合同规定与企业及时结算，降低企业财务成本。鼓励医保经办或采购机构与企业直接结算或预付药款。
2019.7. 12	医保局召开“4+7带量采购” 全国推进会议	今年10月前出文件，年底招标，明年开始执行。第二批集采计划明年上半年开始，将按此方案执行；第一批4+7城市明年3月份到期后也将按此方案执行；此次医院上报的量会参考真实采购量，避免约定用量远低于实际用量；将全国执行3家仿制药通过一致性评价后不得采购未过评药品，不但不采购，而且不报销。

数据来源公开数据整理、西南证券整理

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

• 一致性评价提升对上游原料药质量要求

- 一致性评价政策对药品质量提出了较高要求，带动对上游原料药质量的要求也显著提高，一致性评价等政策落地使得制剂企业对优质原料药需求更加强烈，订单持续向具有高质量标准和稳定产能供应的龙头原料药企业集中，原料药行业在产业链中的地位得到提升。

国内一致性评价政策梳理

时间	部门	文件	内容
2012年1月	国务院	《国家药品安全“十二五”规划》	提出要全面提高仿制药质量，分期分批与被仿制药进行质量一致性评价
2016年3月	国务院办公厅	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发〔2016〕8号）	要求2007年10月1日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂，应在2018年底前完成一致性评价，标志中国仿制药质量和疗效一致性评价工作全面展开
2016年5月	CFDA	《关于落实国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见的有关事项》	公布了第一批需要进行一致性评价的共289个品种的待评价目录（简称289目录）
2017年8月	CFDA	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告》（2017第100号）	对参比试剂选择和生物等效性试验等方面做了规定
2017年12月	CDE	《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）》	技术要求文件，但未明确具体时间截点

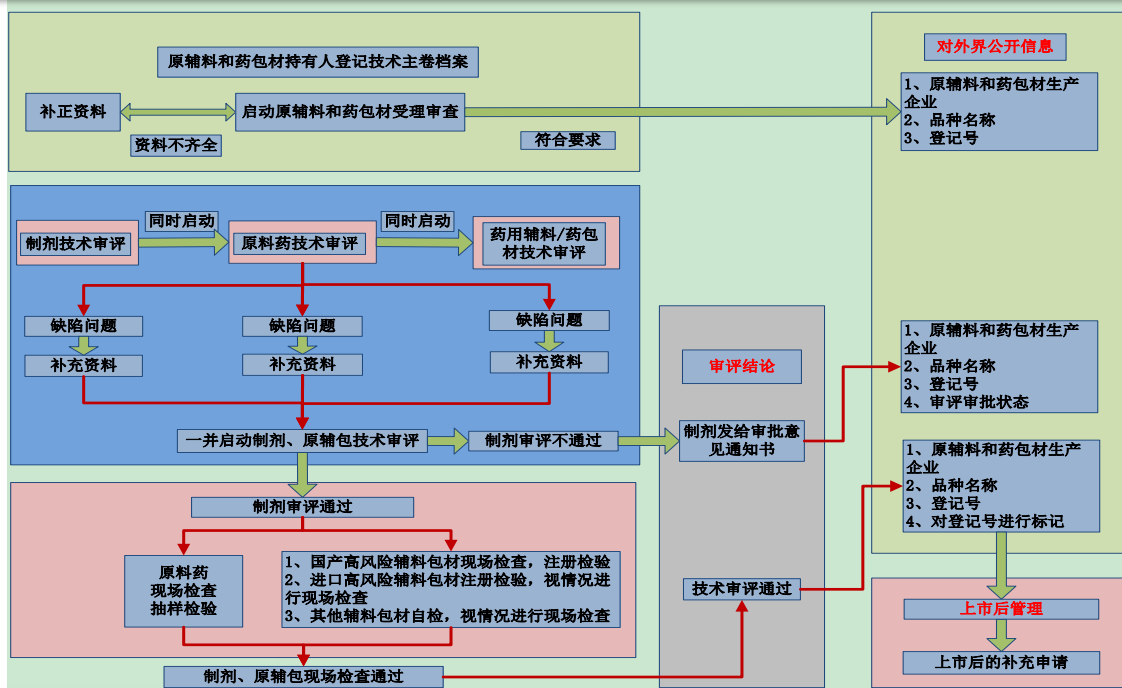
数据来源：各部委，西南证券整理

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

关联审批进一步绑定原料药企业与下游制剂客户

- 2017年12月，CFDA发布《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）》，要求各级食药监部门不再单独受理原料药、药用辅料和药包材注册申请，改为登记制，登记后获得登记号，待关联药品制剂提出注册申请后一并审评。
- 关联审评使得原料药和制剂企业能够事前互相遴选，从而建立起更加牢固、长期的合作关系，对于制剂企业而言，更换原料药供应商的成本和难度明显增加，与上游供应商绑定更深。

国内关联审批流程示意图



原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

• 国内环保压力趋严，加速行业集中度提升

- 2020年1月，工业和信息化部、生态环境部、国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局等四部门联合发布《推动原料药产业绿色发展的指导意见》，对原料药产业未来的发展目标、实施路径、基本要求等做了明确表述，其中要求到2025年，国内原料药产业结构更加合理，采用绿色工艺生产的原料药比重进一步提高，高端特色原料药市场份额显著提升，再结合近年来国内环保要求不断升级，预计行业中小产能将逐步淘汰，行业集中度将进一步提升。

环保政策趋严加大原料药生产监管力度

时间	部门	政策名称	政策影响
长期	环保部	环保督察行动	开展环保督察行动，实地调查违法污染企业并实施罚款、减产、停产等处罚
2019	环保部	《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	京津冀及周边地区在秋冬季对原料药、化工、钢铁、煤炭的污染企业通过错峰生产、减产停产、提高环保整治力度等措施减少重污染
2018	环保部	《恶臭污染物排放标准（征求意见稿）》	提高恶臭污染物排放限值，加强恶臭污染物监管，恶臭污染企业需进行技术改造从而达到新标准要求
2016	环保部	《中华人民共和国环境保护税法》	对排污企业进行征税
2015	环保部	《水污染防治行动计划》	对原料药企业实施清洁化改造、制药行业实施绿色酶法生产技术改进

数据来源：中国医药保健品进出口商会、西南证券整理

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

- **全球原料药质量监管升级，持续推动行业集中度提升**
- 国外方面，全球主要药品监管机构对原料药产品质量的监管要求近年来逐步升级，如2018年的华海药业缬沙坦召回事件、印度Hetero Labs公司氯沙坦召回事件，以及近期FDA要求雷尼替丁全面下架，可以看出全球对药品质量监管趋严，预计将导致下游制剂厂商对高标准的原料药需求更加强烈，有望提升特色原料药行业技术门槛，带动行业集中度提升。

近几年行业主要原料药召回事件

时间	涉及产品	事件
2018年7月	缬沙坦	欧洲药品管理局(EMA)发布公告，华海药业生产的缬沙坦原料药被检测出一种名为N-二甲基亚硝胺(NDMA)的致癌物杂质，决定对该原料药展开评估调查；随后公司主动暂停缬沙坦的供应，
2019年3月	氯沙坦	印度Hetero公司宣布召回87批氯沙坦钾片，召回的氯沙坦钾片含有杂质N-亚硝基-N-甲基-4-氨基丁酸(NMBA)，该杂质是潜在致癌物质
2020年4月	雷尼替丁	2019年初，部分雷尼替丁产品被发现含有低水平的N-二甲基亚硝胺(NDMA)，FDA要求所有雷尼替丁的生产企业从市场上撤回该药物的处方药及OTC产品。

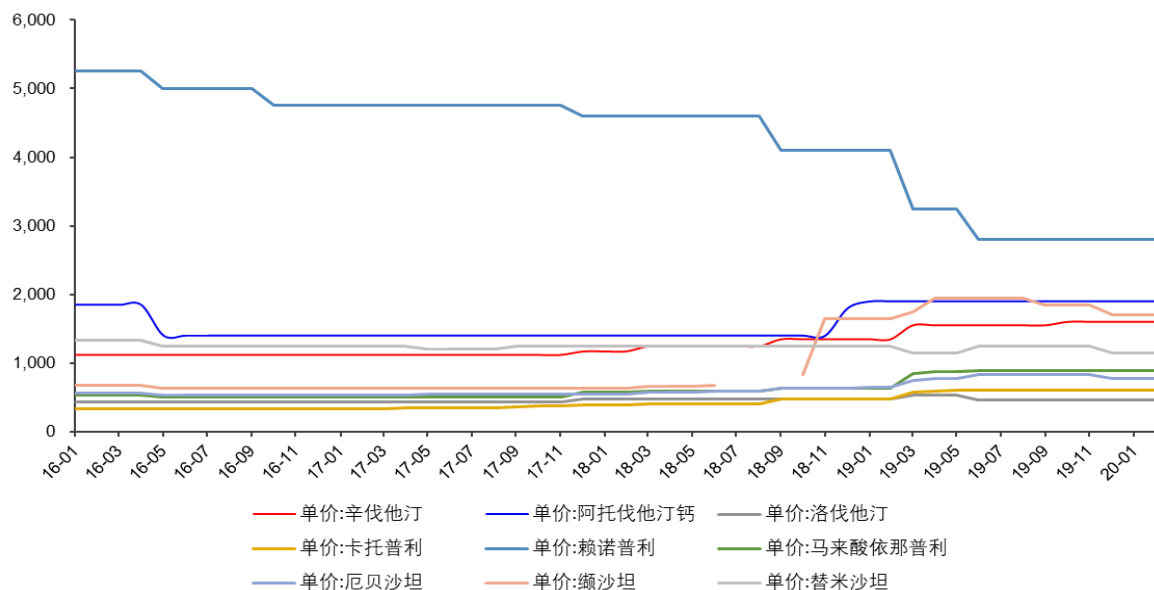
数据来源：FDA，EMA，公司公告，西南证券整理

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

• 多方面因素影响下，国内特色原料药价格近几年稳中有升

- 总体来看，带量采购、环保趋严以及海外质量监管趋严等政策，对国内原料药行业在技术工艺以及生产质量监管等方面提出较高要求，预计将带动行业集中度明显提升，原料药价格未来一段时间内也有望维持相对稳定的水平
- 2018年以来，国内主要特色原料药产品价格出现明显上涨，如阿托伐他汀、辛伐他汀、洛伐他汀等均具有较为明显的涨幅，目前维持在历史较高水平。

近几年国内主要原料药价格情况（元/Kg）



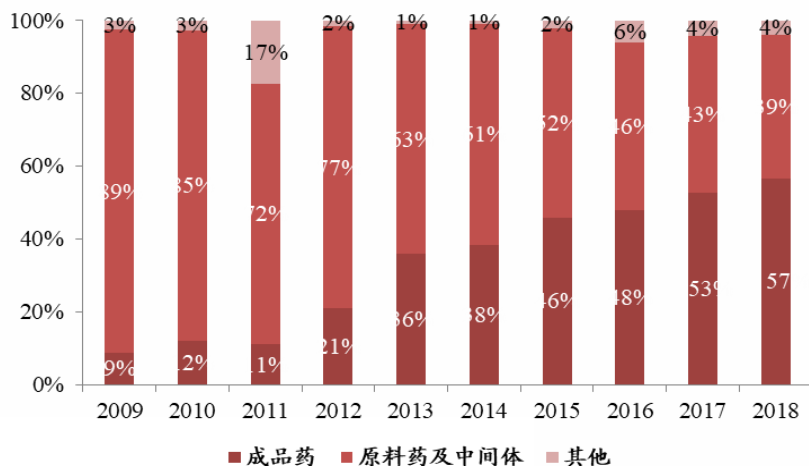
数据来源：Wind，西南证券整理

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

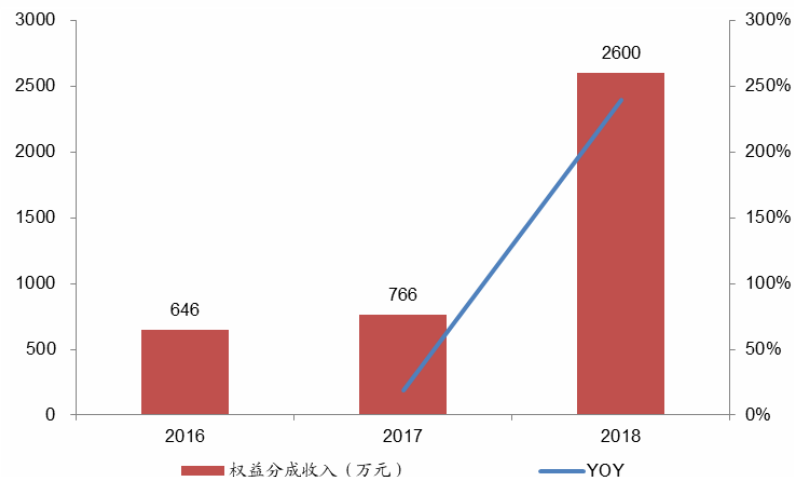
• 原料药发展趋势之一：下游“原料药+制剂”一体化及制剂权益分成

- 在国内医保控费大环境下，国内仿制药价格承压，原料药+制剂一体化可大幅缩减成本，是目前原料药和仿制药企业重点布局方向，如华海药业、司太立等原料药企业纷纷借助原料药优势向下游制剂延伸，凭借成本优势抢占市场份额。
- 如华海药业的制剂销售规模持续提升，收入占比从2009年的9%提升至2018年的57%；此外，原料药企业还可参与下游制剂销售分成，如博瑞医药等少数企业凭借技术优势具有较强的话语权，凭借原料药技术能够享受制剂上市后的销售分成。

华海药业制剂收入占比持续提升



博瑞医药制剂权益分成收入高速增长



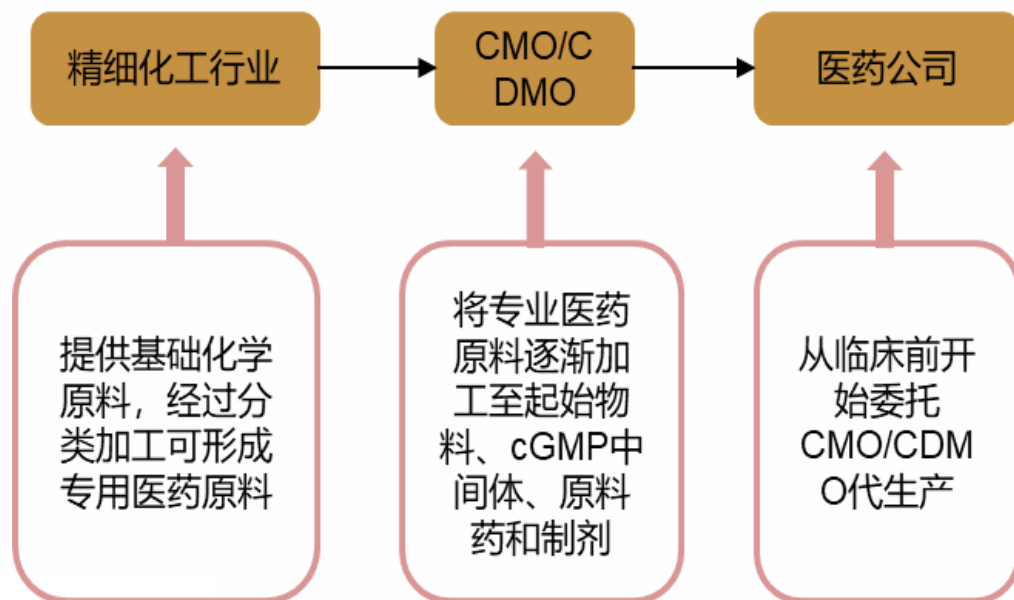
数据来源：公司公告，西南证券整理

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

• 原料药发展趋势之二：向专利原料药（CDMO）领域拓展

- 从产业链来看，CMO/CDMO上游为精细化工行业，下游客户是医药公司，与特色原料药行业产业链极为相似，特色原料药企业向CMO/CDMO拓展具有一定的天然优势，目前国内CDMO正处于快速发展的阶段，我们认为有能力向CMO/CDMO拓展的原料药企业成长空间将进一步打开。

CMO/CDMO行业上下游产业链简示图



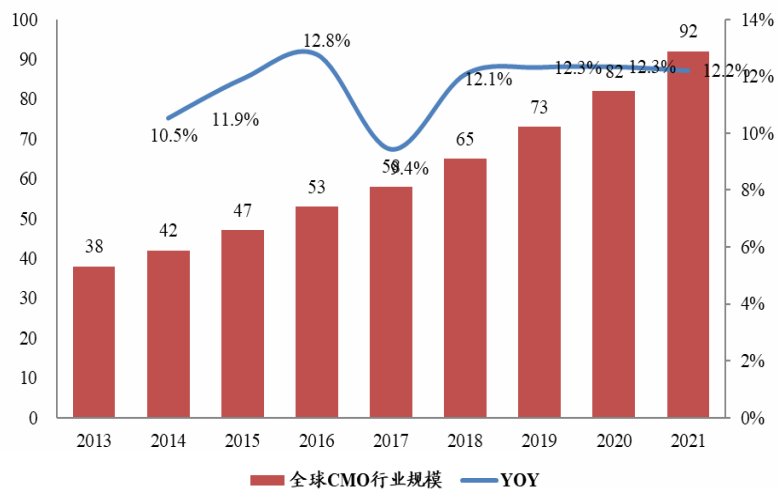
数据来源：凯莱英招股书，西南证券整理

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

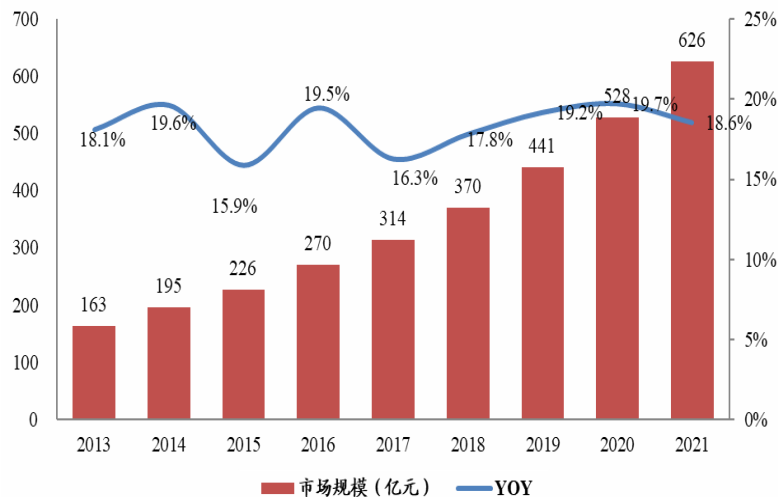
• 原料药发展趋势之二：向专利原料药（CDMO）领域拓展

- 随着国内创新研发投入加大以及工程师红利等多方面因素影响，近几年医药生产研发外包订单向中国、印度等成本低廉新兴市场转移趋势明显，目前CDMO正处于快速发展阶段。
- 根据Frost & Sullivan数据，预计全球CDMO市场规模将从2019年的730亿美金提升到2021年的920亿美金，复合增速达到12.3%，国内CDMO行业规模将从2019年的441亿元提升到2021年的626亿元，复合增速达到19.1%。

2013-2021年全球CDMO市场规模（十亿美元）



2013-2021年中国CDMO行业规模情况



数据来源: Frost & Sullivan, 西南证券整理

原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开

• 原料药发展趋势之三：通过丰富产品管线，提升市场竞争力

- 对原料药供应商而言，通过研发不断丰富自身产品管线，在一定程度上可提高市场竞争力。以美诺华为例，公司围绕降血压、降血糖、抗感染等领域布局，产品管线不断丰富，在慢病领域形成组合拳，市场竞争力显著提升。

美诺华在研产品管线情况

料药	治疗领域	状态	规格	文件
培哚普利精氨酸盐	降血压和心力衰竭	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
埃索美拉唑钠	消化道	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
达比加群酯甲磺酸盐	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替格瑞洛	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
利伐沙班	抗凝血	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
阿哌沙班	抗凝血	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
沙芬酰胺	帕金森	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
阿格列汀苯甲酸盐	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
西他列汀磷酸盐	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
达格列净	降血糖	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替诺福韦酯富马酸盐	抗病毒	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
替诺福韦艾拉酚胺	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
维帕他韦	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
索菲布韦	抗病毒	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
盐酸厄洛替尼	抗肿瘤	待验证	In house (ICH)	EDMF plan
索拉菲尼	抗肿瘤	研发	In house (ICH)	EDMF to be prepared
雷西纳德	降尿酸	待验证	In house (ICH)	EDMF plan

数据来源：公司官网，西南证券整理

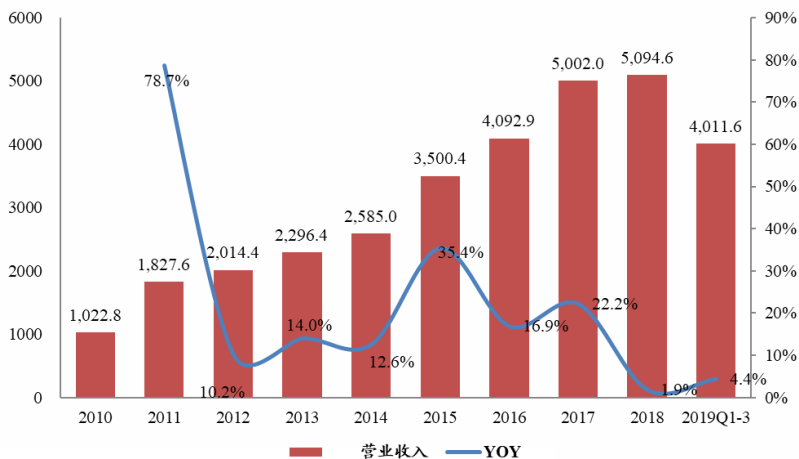
目 录

- 一、原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高
- 二、特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度
- 三、原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开
- 四、投资标的**
- 五、风险提示

华海药业：“中间体+原料药+制剂”一体化发展

- 公司主要从事多剂型的制剂、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售，产品覆盖心血管、精神类和抗病毒领域，也是全球主要的心血管、精神类医疗产品制造商之一。
- 2018年受缬沙坦事件影响，公司收入和业绩分别增长2%和-83%。2019年前三季度，公司实现营收40.1亿元，同比增长4.4%，实现归母净利润5.1亿元，同比增长100.4%；根据预增公告，在2018年低基数基础上，2019年公司实现归母净利润同比增长376%-465%。

2010-2019前三季度华海药业营收情况（百万元）



2010-2019前三季度华海药业净利润情况（百万元）

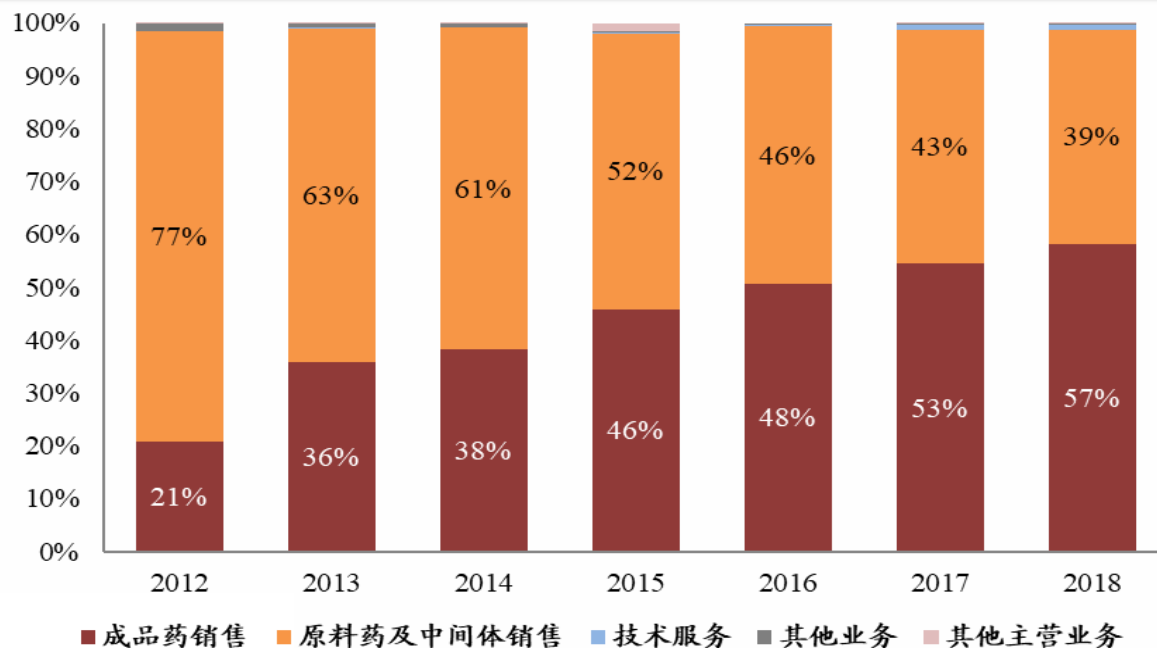


数据来源：Wind，西南证券整理

华海药业：“中间体+原料药+制剂”一体化发展

- 从公司收入结构看，近几年公司原料药及中间体收入占比逐步减少，成品药销售占比逐步提高，2018年原料药及中间体收入占比达到39%，成品药收入占比达到57%。
- 随着公司缬沙坦恢复欧洲药典适应性（CEP）证书，公司原料药收入增速有望得到进一步提升；此外，公司大力拓展下游制剂业务，近几年取得多个产品批文，有望成为公司重要增长点。

2012-2018年华海药业收入结构情况

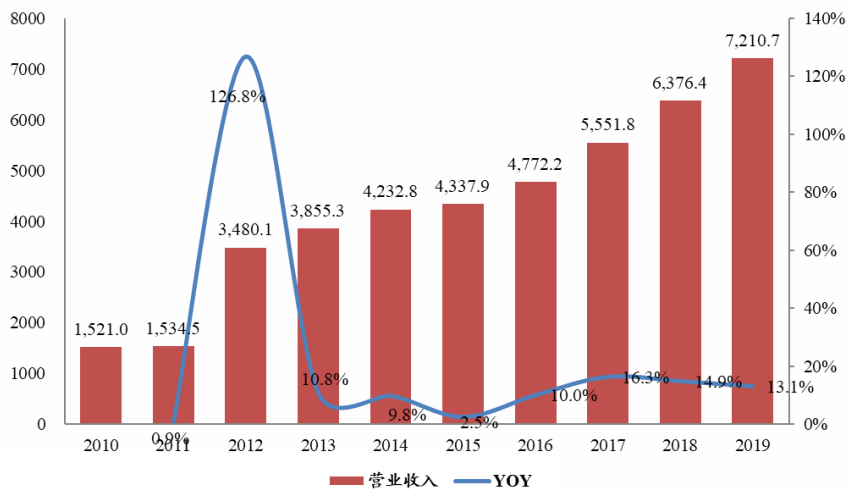


数据来源：Wind，西南证券整理

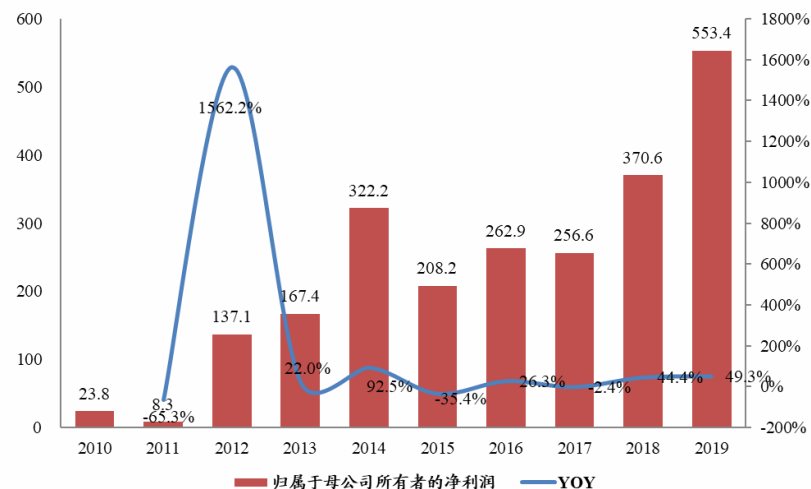
普洛药业：“原料药+制剂+CDMO”一体化协同发展

- 公司主要业务有原料药、合同研发生产服务（CDMO）和制剂业务，产品主要集中在心脑血管、抗感染、抗肿瘤等治疗领域。公司原料规模化生产品种有70余个，销售过亿品种有11个，羟酸、安非、沙坦、D-乙酯等品种占全球市场绝对份额。
- 2019年，公司实现营业收入72.1亿元，同比增长13.1%，实现归母净利润5.5亿元，同比增长49.3%。

2010-2019年普洛药业营收情况（百万元）



2010-2019年普洛药业净利润情况（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

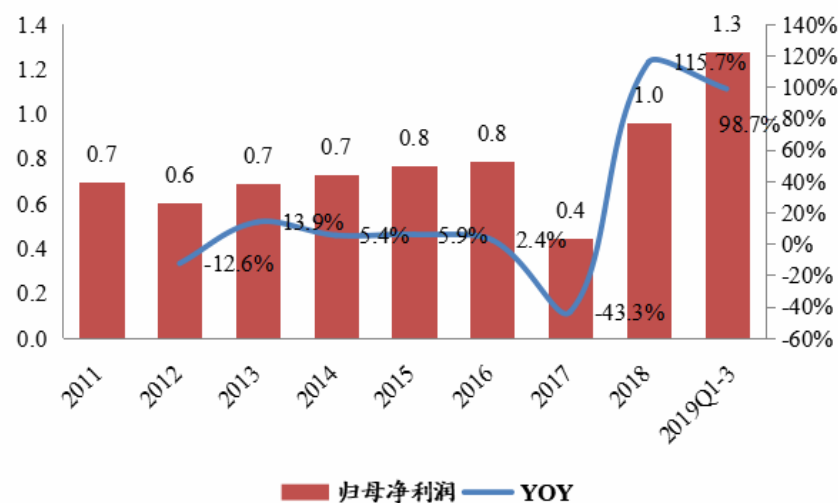
美诺华：“CMO/CDMO+原料药/制剂一体化”驱动

- 公司是一家集医药中间体、原料药和成品药研发、中试、生产、销售为一体的综合性制药企业，产品涉及心血管类、中枢神经类、消化系统类、老年疾病类和抗病毒系统类等多个治疗领域，主导产品有缬沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦、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原料药及中间体。
- 2019年公司实现归母净利润1.40-1.54亿元，同比增长45%-60%，实现扣非后归母净利润1.25-1.41亿元，同比增长109%-136%。

2010-2019年前三季度美诺华营收情况（百万元）



2010-2019年前三季度美诺华净利润情况（百万元）

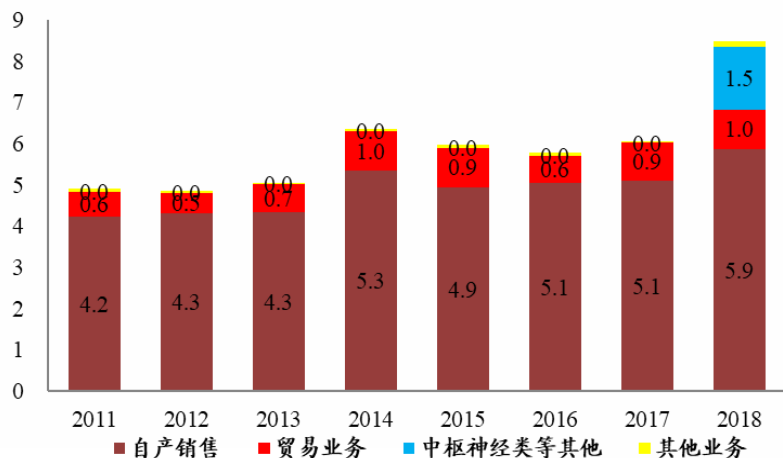


数据来源：Wind，西南证券整理

美诺华：“CMO/CDMO+原料药/制剂一体化”驱动

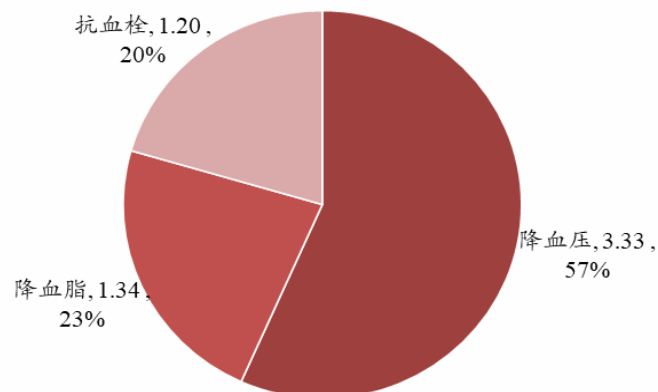
- 从公司业务结构来看，公司收入主要来自自产销售业务，2018年公司自产销售营收达到5.9亿元，其中降血压、降血脂和抗血栓产品分别实现营收3.3、1.3和1.2亿元，自产销售营收占公司营收的比例达到69.2%，贸易业务2018年实现营收1.0亿元，占公司营收的11.2%，中枢神经系统实现营收1.5亿元，占公司营收的18%。

2012-2018年美诺华业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

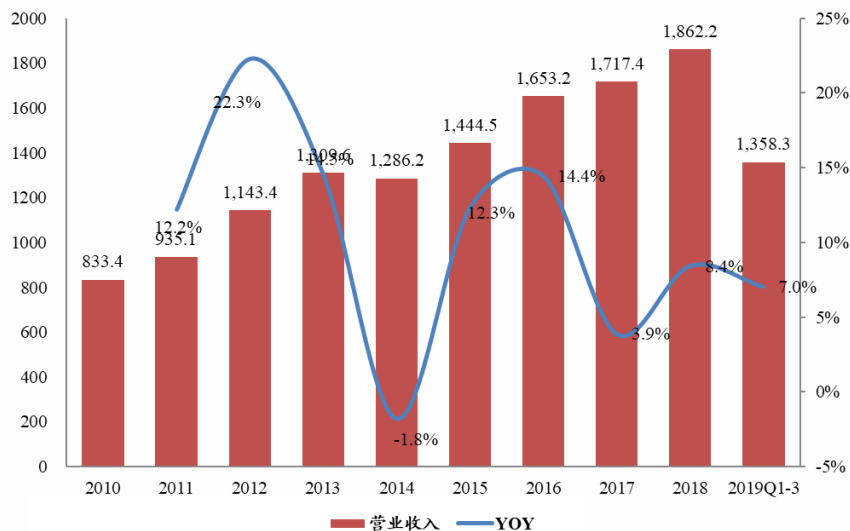
2018年美诺华业务结构情况（亿元）



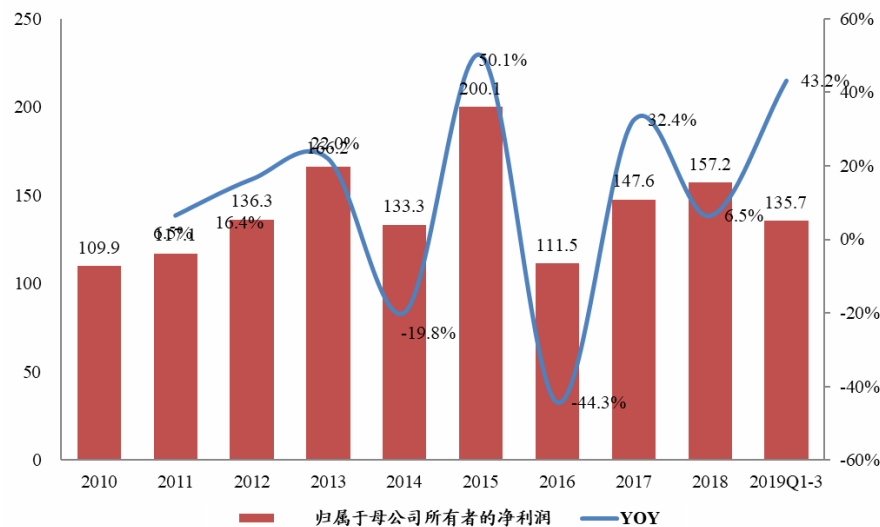
九州药业：打造化药CDMO+API一体化平台

- 公司是国内领先的化学原料药及CDMO生产企业，特别是在小分子化学药领域技术和规模优势明显，在收购苏州诺华工厂后，公司加速向CDMO转型升级，未来有望成为公司重要增长点。
- 2019年前三季度，公司实现营业收入13.6亿元，同比增长7%，实现归母净利润1.4亿元，同比增长43.2%；根据公司预增公告，2019年公司归母净利润实现2.4-2.8亿元，同比增长55%-80%。

2010-2019前三季度九州药业营收情况（百万元）



2010-2019前三季度九州药业净利润情况（百万元）

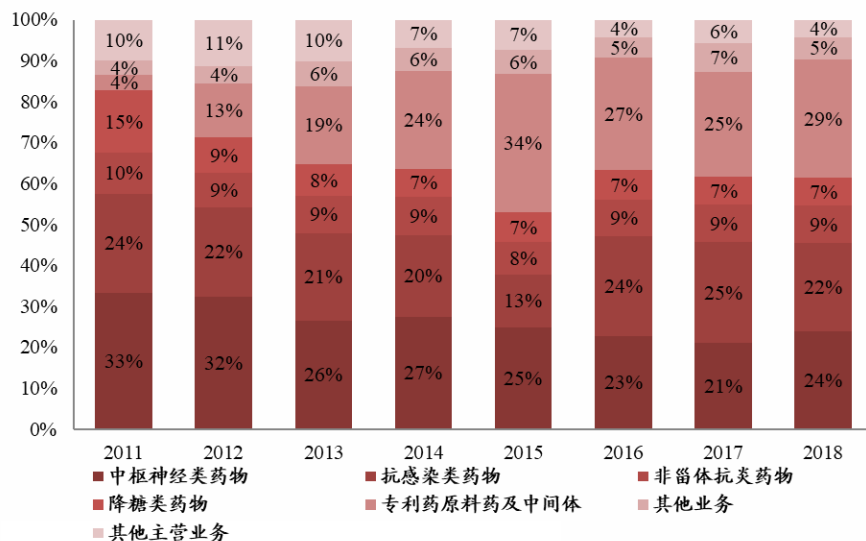


数据来源：Wind，西南证券整理

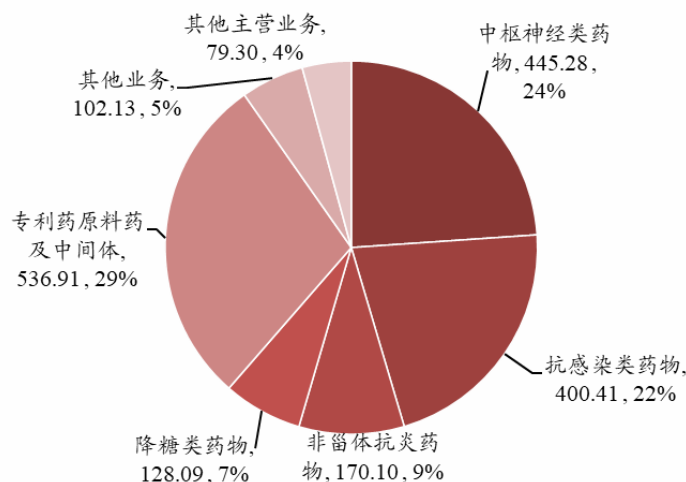
九洲药业：打造化药CDMO+API一体化的平台

- 从公司业务结构来看，2018年，公司特色原料药业务中的中枢神经系统和抗感染系统药物收入分别为4.4亿元和4.0亿元，占总营收的比例分别为24%和22%，专利原料药及中间体业务收入为5.4亿元，占比总营收的比例为29%。

2010-2018年九洲药业业务结构情况



2018年九洲药业业务结构情况 (百万元)

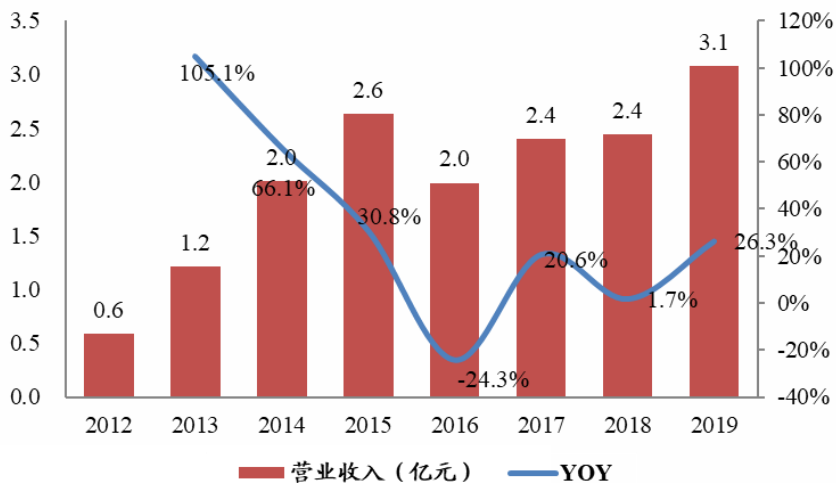


数据来源: Wind, 西南证券整理

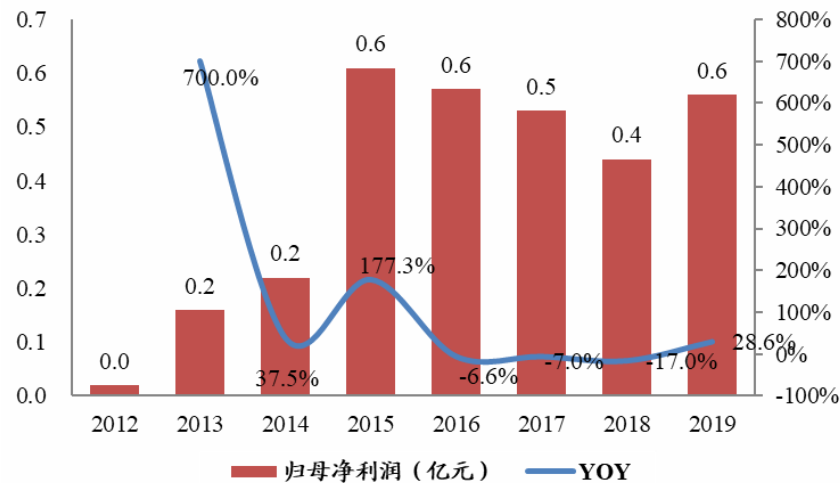
奥翔药业：细分领域优势明显，处于快速上升期

- 公司产品主要分为八大类，分别为肝病类、呼吸系统类、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类、抗菌类、痛风类和抗肿瘤类，公司产品已通过欧盟GMP、美国FDA等多个国家和地区药政部门的注册及认证。
- 根据公司公告，2019年公司实现营业收入3.1亿元，同比增长26.3%，其中抗菌药收入占比达到37.3%；实现归母净利润5639万元，同比增长28.6%。

2012-2019年奥翔药业收入情况（亿元）



2012-2019年奥翔药业归母净利润情况（亿元）

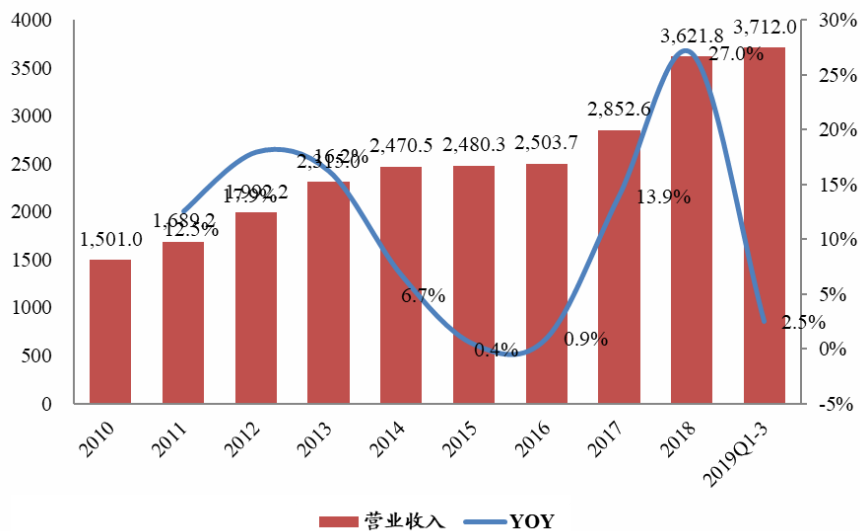


数据来源：Wind，西南证券整理

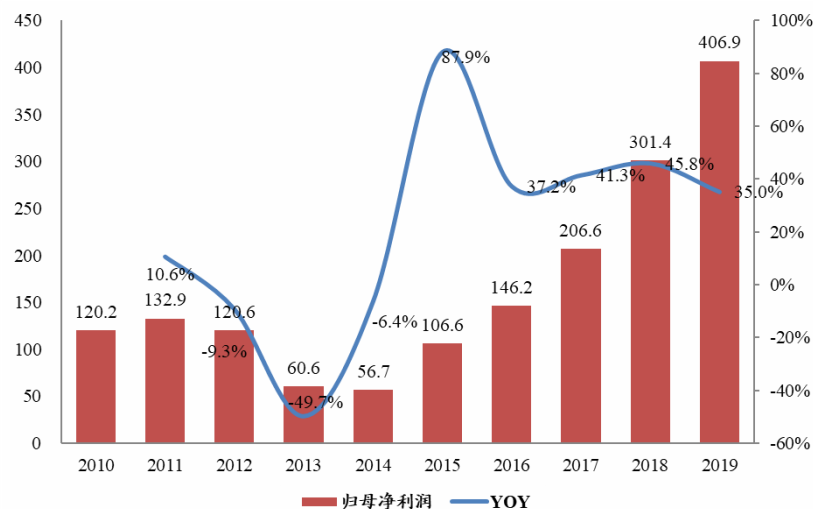
仙琚制药：甾体激素类龙头，制剂业务快速增长

- 公司是国内最大的甾体激素生产厂家，主要生产皮质激素类药物、性激素类药物（妇科及计生用药）和麻醉与肌松类药物等三大类。
- 根据公司公告，2019年公司实现营业收入37.1亿元，同比增长2.5%，实现归母净利润4.1亿元，同比增长35%。

2012-2019年仙琚制药收入情况（亿元）



2012-2019年仙琚制药归母净利润情况（亿元）

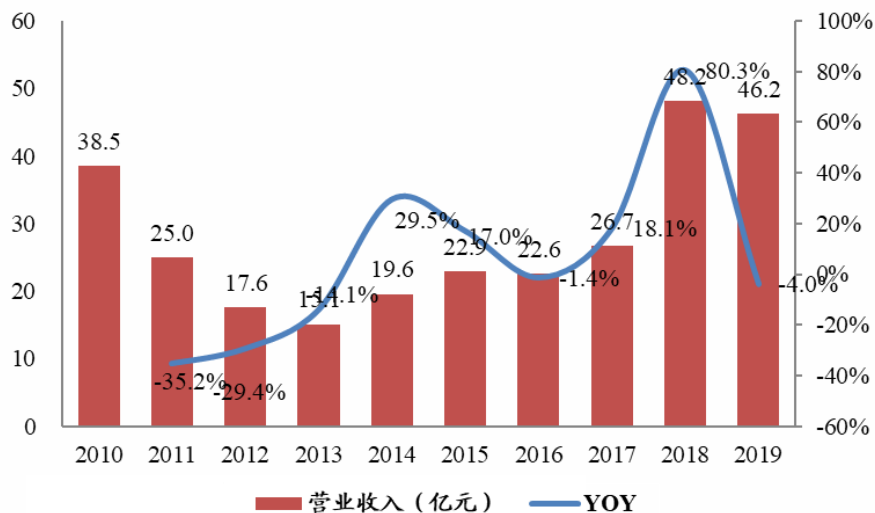


数据来源：Wind，西南证券整理

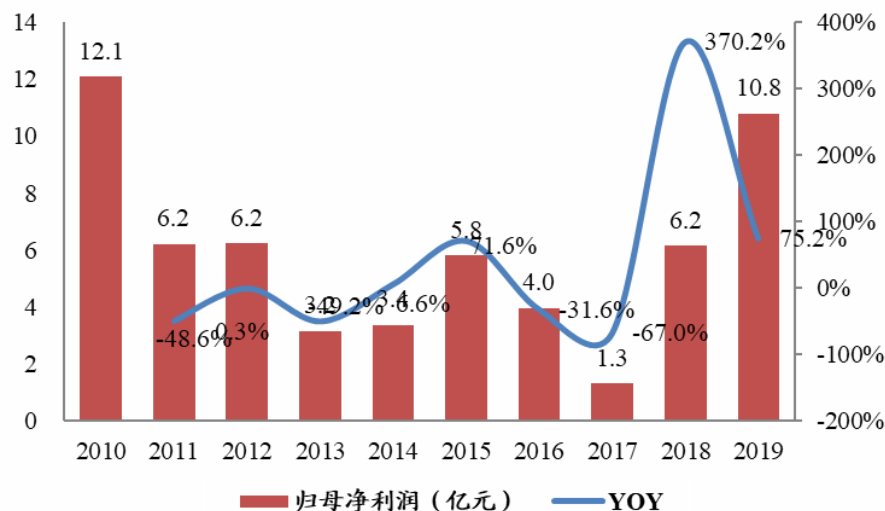
海普瑞：全球肝素钠原料药主要供应商之一，创新药布局值得期待

- 公司致力于以肝素为代表的粘多糖产品的研发、生产和销售，以肝素钠原料药、依诺肝素钠原料药及制剂为主营产品，客户遍及北美、欧洲、亚洲、南美、非洲，公司也是全球生产规模最大、装备最为先进的全球范围的肝素钠原料药供应商。
- 2019年公司实现营业收入46.2亿元，同比增长-4%，实现归母净利润10.8亿元，同比增长75.2%。

2012-2019年海普瑞收入情况



2012-2019年海普瑞归母净利润情况

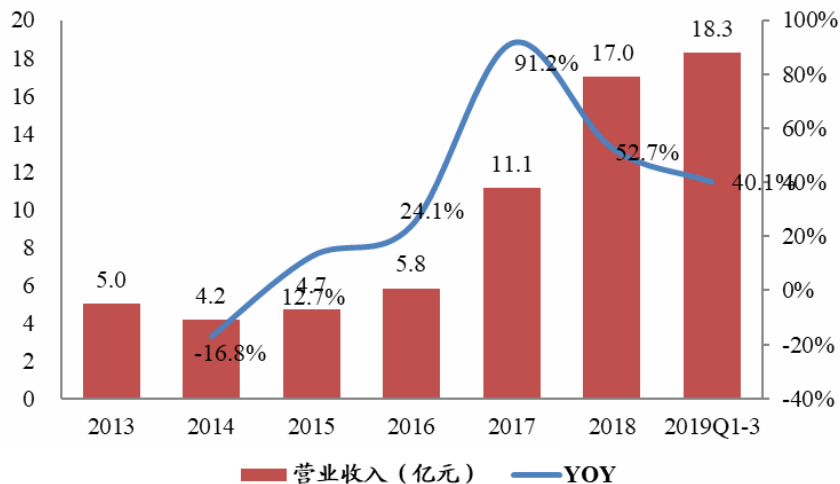


数据来源：Wind，西南证券整理

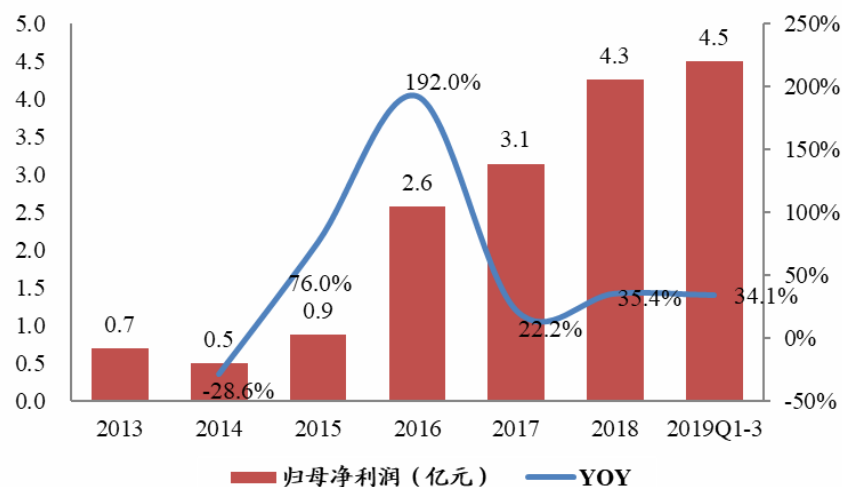
健友股份：肝素原料药龙头之一，积极布局制剂新品种

- 公司产品以肝素全系列产品为主，涵盖高品质肝素原料药、低分子肝素制剂等主要品种，协同抗肿瘤药及其他品类药品研发、生产、销售。公司也是国内少数同时通过美国FDA和欧盟EDQM认证的肝素原料药生产企业之一。
- 2019年前三季度，公司实现营业收入18.3亿元，同比增长40.1%，实现归母净利润4.5亿元，同比增长34.1%。

2012-2019年前三季度健友股份收入情况



2012-2019年前三季度健友股份归母净利润情况

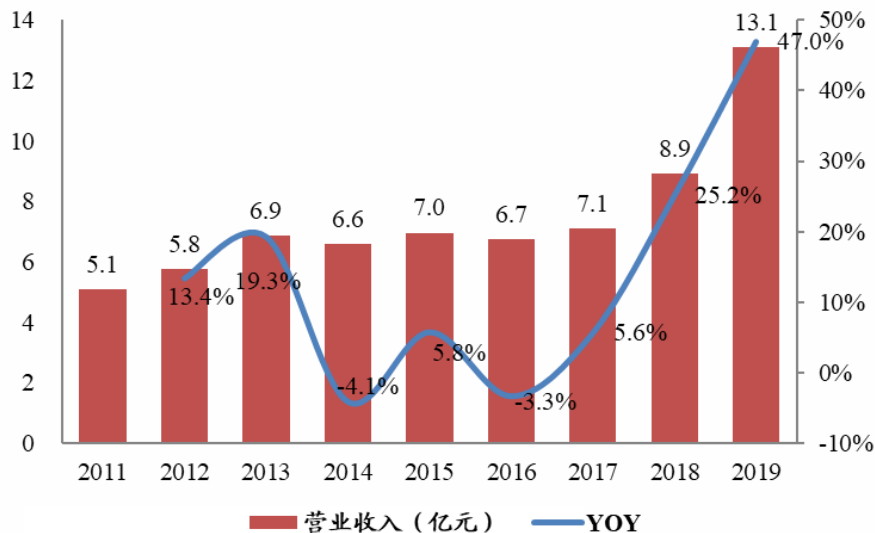


数据来源：Wind，西南证券整理

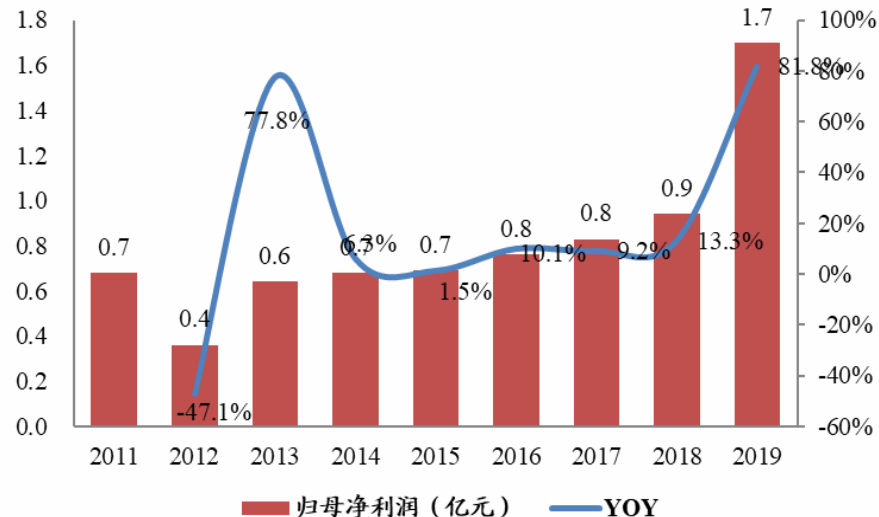
司太立：国内造影剂龙头，业绩快速增长

- 公司主营产品为非离子型碘造影剂及喹诺酮类抗菌药等药物的原料药及中间体的研发与生产，其中碘造影剂原料药主要产品为碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇等；喹诺酮类主要产品为左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星等。
- 2019年公司实现营业收入13.1亿元，同比增长47%，其中造影剂系列实现营业收入11.6亿元，占比89%；实现归母净利润1.7亿元，同比增长81.8%。

2012-2019年司太立收入情况（亿元）



2012-2019年司太立归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

天宇股份：新产能逐步释放，带动公司快速增长

- 公司主要生产心脑血管类药物、降血糖类药物、降血脂类药物、抗凝血类药物和抗哮喘类药物等医药中间体和原料药，其中缬沙坦是全球最大的供应商之一。
- 近几年随着沙坦类产品竞争格局变化，带动公司近几年业绩快速增长，2019年公司营业收入达到21.2亿元，同比增长43.9%，实现归母净利润5.8亿元，同比增长256%。

2012-2019年富祥股份收入情况（亿元）



2012-2019年富祥股份归母净利润情况（亿元）

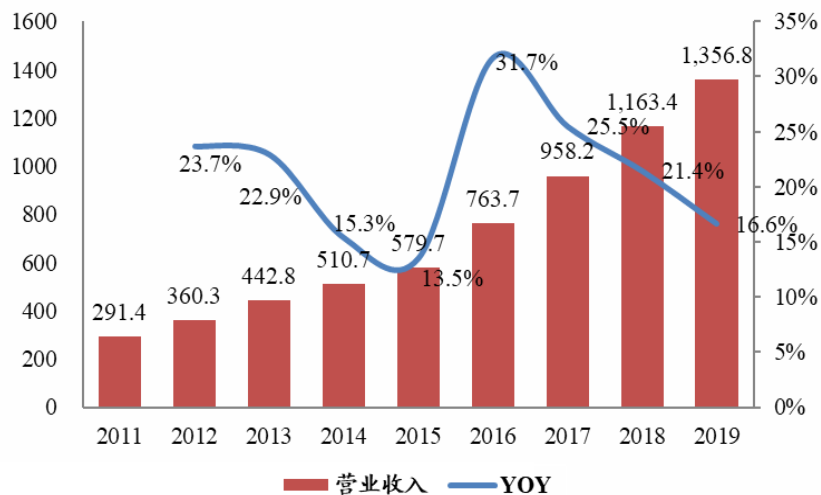


数据来源：Wind，西南证券整理

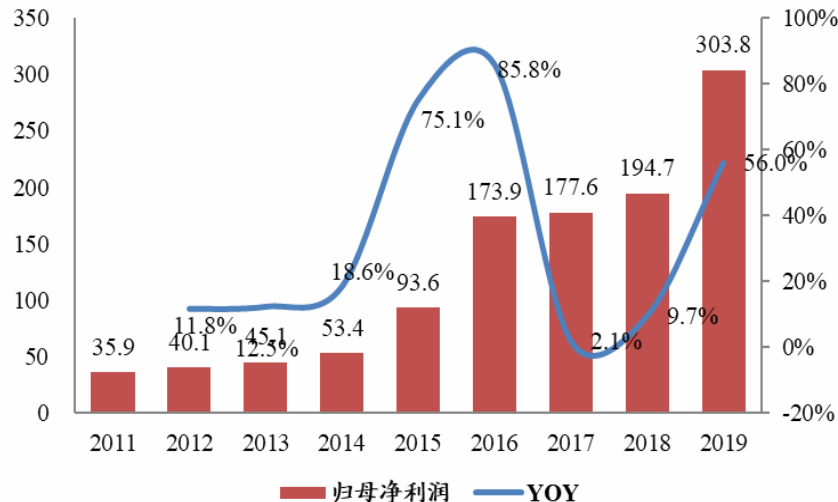
富祥股份：抗生素地位稳固，积极拓展新业务

- 公司主要从事化学药物研发、生产、销售和服务，公司不断建立健全生产链条，向原料药上下游延伸，通过研发和工艺改进，向全球客户提供了优质的产品，得到了国内外诸多知名客户认可，公司也逐渐成为全球舒巴坦、他唑巴坦的主要供应商之一。
- 2012-2019年期间，公司营业收入由2.9亿元增长至13.6亿元，复合增速为21.2%；归母净利润由3585万增长至3亿元，复合增速为30.6%，近几年公司业绩保持稳定增长。

2012-2019年富祥股份收入情况（亿元）



2012-2019年富祥股份归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

- 一、原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药壁垒较高
- 二、特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度
- 三、原料药在产业链中话语权提升，行业成长空间有望进一步打开
- 四、投资标的
- 五、风险提示**

风险提示

- 1) 原料药市场竞争加剧的风险；
- 2) 受到监管及环保处罚的风险；
- 3) 产能扩张过快出现供大于求的风险。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn