

日期: 2015年04月15日

行业: 医药制造业



魏贇

02153519888-1960

weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

IPO 询价区间 RMB21.47-21.47 元
上市合理估值 RMB44.06-52.86 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 18.70
发行后总股本不超过 (百万股) 74.70
发行方式 网下询价
上网定价
保荐机构 华林证券

主要股东 (IPO 前)

奥华集团 32.86%
昆吾九鼎 20%
叶理青 14.28%

收入结构 (Y2014H1)

恩替卡韦 47.27%
阿福德韦酯 34.74%
拉米夫定 17.51%

报告编号: WY14-NSP10

首次报告日期:

核苷类抗乙肝病毒药物专业企业**■ 投资要点****公司简介**

公司以生产各类核苷类抗乙肝病毒药物为主,主要的产品包括阿甘定-阿德福韦酯、贺甘定-拉米夫定、恩甘定-恩替卡韦等,是国内唯一同时拥有三大核苷类抗乙肝病毒原料药及制剂注册批件的医药企业。

盈利预测

我们预计 2015-2017 年归母公司的净利润将实现年递增 34.98%、31.50% 和 27.04%, 相应的稀释后每股收益为 1.62 元、2.12 元和 2.70 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 15 年每股收益 30 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 44.06-52.86 元,相对于 2014 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 36.81-44.18 倍。

定价结论

本次发行费用预计为 4800 万,拟募集资金净额 25883.30 万元,每股发行价格 21.47 元,假设新股发行 1,400 万股,老股转让 350 万股,发行后总股本 7000 万股,对应 14、15 年 PE17.94、13.29。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	178.15	254.47	357.88	466.82	589.83
年增长率	41.63%	42.84%	40.64%	30.44%	26.35%
归属于母公司的净利润	57.26	83.77	113.07	148.69	188.90
年增长率	32.68%	46.29%	34.98%	31.50%	27.04%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.82	1.20	1.62	2.12	2.70

数据来源: 公司招股意向书上海证券研究所

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是一家以生产各类核苷类抗乙肝病毒药物为主，集生产、销售和研发于一体的医药公司，主要产品包括阿甘定-阿德福韦酯、贺甘定-拉米夫定、恩甘定-恩替卡韦等。其他肝药类产品有茵白肝炎胶囊。公司为国内目前唯一同时拥有阿德福韦酯、拉米夫定、恩替卡韦三大核苷类抗乙肝病毒原料药及制剂注册批件的医药企业。除肝药类产品外，公司还生产少量的富马酸亚铁、灵芝胶囊等非处方药品。

1.2 行业增长前景

据世界卫生组织（WHO）统计，全世界约有 2.4 亿多人患有慢性（长期）肝脏感染疾病，每年约有 78 万人死于急性或慢性乙型肝炎。随着《EASL 欧洲肝病年会最新乙肝指南 2009》和《美国消化学会乙肝治疗规范 2008A》两大权威指南的出台，乙肝的治疗用药进一步规范化，从而推动了全球抗乙肝病毒药物市场的平稳增长。根据 IMS 的市场统计数据，2009 年全球医药 500 强中肝炎类治疗药物的销售额为 133 亿美元，较上年增长 8.57%。

我国是乙肝病毒感染高流行地区，相关统计数据显示，全国 1~59 岁人群乙肝表面抗原携带率为 7.18%，总人数约 1 亿人，其中慢性乙肝患者为 2,000 多万人。庞大的乙肝病毒人群使得肝癌成为最常见癌症中的第 3 位，我国也因此成为世界上乙肝和肝癌患者最多的国家。

表 1 2011-2013 年病毒型肝炎发病和死亡的情况

名称	2011 年		2012 年		2013 年	
	发病数	死亡数	发病数	死亡数	发病数	死亡数
甲型肝炎	22,244	2	24,453	5	31,456	13
乙型肝炎	962,974	550	1,087,086	582	1,093,335	637
丙型肝炎	203,155	153	201,622	108	173,872	125
戊型肝炎	27,902	18	27,271	28	29,202	39
肝炎未分型	35,597	16	40,368	24	44,479	16
病毒型肝炎	1,251,872	739	1,380,800	747	1,372,344	830

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

我国乙肝用药市场保持了快速增长的势头，乙肝用药市场总规模已由 2011 年的 246.91 亿元。上升至 2013 年的 346.45 亿元（按照实际零售价统计），年复合增长率达到 18.45%，市场成长性较好。

在各类乙肝用药中，抗病毒类药物市场份额较大，且增长较快。2011~2013年，我国抗病毒类乙肝用药保持着19.90%的复合增长率，2013年市场规模达到132.24亿元。在我国乙肝抗病毒用药市场中，阿德福韦酯、恩替卡韦、拉米夫定等主要药品占有70%左右的市场份额。肝病的治疗主要就是乙肝的治疗，预计到2017年我国肝病用药市场销售额在660.71亿元左右，2014-2017年复合增长率在17.57%左右。

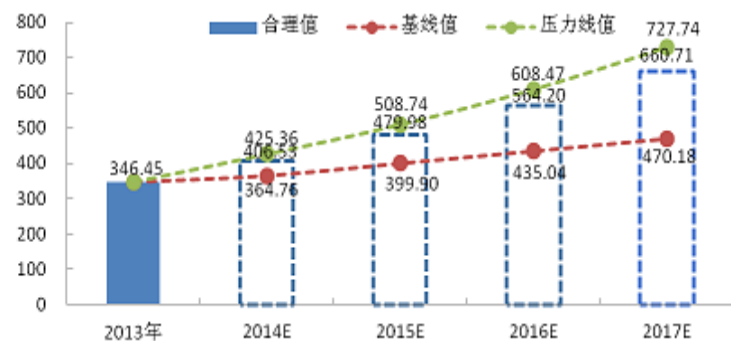
表 2 2011-2013 年抗病毒类乙肝用药前三种市场份额

品名	2013	2012	2011
阿德福韦酯	22.34%	26.28%	30.34%
恩替卡韦	35.35%	30.81%	24.04%
拉米夫定	13.91%	15.09%	16.09%
其他	28.40%	27.82%	29.53%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

图 1 肝病用药市场销售额预测

单位：亿元



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

1.3 行业竞争结构及公司的地位

2013年我国乙肝用药市场总规模达到346.45亿元，其中抗病毒类乙肝用药市场总规模为132.24亿元，占乙肝用药市场规模的38.17%。

公司是国内唯一同时拥有三种核苷类抗乙肝病毒原料药及制剂注册批件的医药企业。2013年，阿甘定-阿德福韦酯实现终端销售3.56亿元，全国市场占有率达到13.46%，连续五年稳居国内第三位。2013年贺甘定-拉米夫定实现终端销售1.68亿元，全国市场占有率为9.84%，连续三年居国内第二位。恩甘定-恩替卡韦2013年实现终端销售1.56亿元，全国市场占有率为5.37%，居国内第四位。

表 3 公司产品群概况

排名	厂家	通用名	商品名	2013 年市场份额
1	中美上海施贵宝制药有限公司	恩替卡韦	博路定	18.22%
2	江苏正大天晴药业股份有限公司	恩替卡韦	润众	11.59%
		阿德福韦酯	名正	5.86%
3	葛兰素史克	拉米夫定	贺普丁	11.14%
		阿德福韦酯	贺维力	3.79%
		替诺福韦	韦瑞德	0.11%
4	上海罗氏制药有限公司	聚乙二醇干扰素 α-2a	派罗欣	11.69%
5	北京诺华制药有限公司	替比夫定	素比伏	5.35%
		阿德福韦酯	阿甘定	2.69%
6	福建广生堂药业股份有限公司	拉米夫定	贺甘定	1.27%
		恩替卡韦	恩甘定	1.18%
7	天津药物研究院药业有限责任公司	阿德福韦酯	代丁	3.95%
8	上海先灵葆雅制药有限公司	重组人干扰素 α-2b	甘乐能	2.59%
		聚乙二醇干扰素 α-2b	佩乐能	0.99%
9	江西青峰药业有限公司	恩替卡韦	维力青	2.96%
10	北京凯因生物技术有限公司	重组人干扰素 α-2b	凯因益生	1.45%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

1.4 公司的竞争优势

公司的竞争优势包括：1) 产品优势：公司是目前国内唯一同时拥有阿甘定-阿德福韦酯、贺甘定-拉米夫定和恩甘定-恩替卡韦这三种核苷类抗乙肝病毒药物原料药及制剂注册批件的医药企业；2) 技术优势：公司在坚持自主创新的基础上建立了优势互补的产学研合作机制，在核苷类抗乙肝病毒药物研究等方面已经建立了良好的技术合作关系；3) 营销优势：公司采取经销与直销相结合的营销模式，辅以学术推广、品牌营销等多种营销手段；4) 人才优势。

二、公司分析及募集资金投向

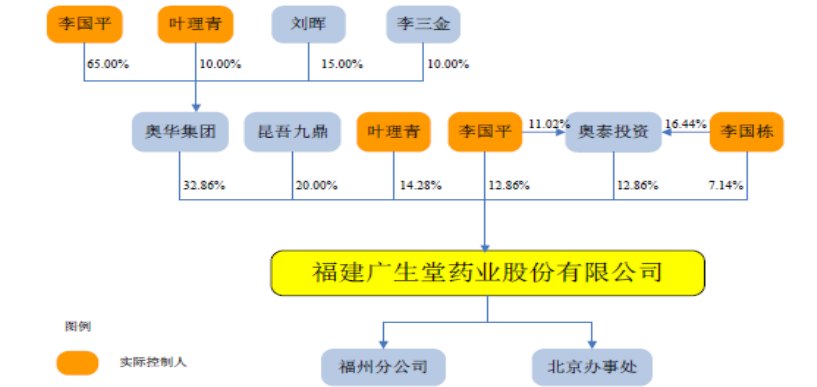
2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

2011 年 8 月 25 日，经广生堂有限股东会审议，广生堂有限整体变更为福建广生堂药业股份有限公司。

公司实际控制人为李国平先生、叶理青女士及李国栋先生，其中叶理青女士系李国平先生配偶、李国栋先生系李国平先生弟弟。李国平先生直接持有发行前公司 720 万股，占公司总股本的 12.86%，叶理青女士直接持有发行前公司 800 万股，占公司总股本的 14.28%，李国栋先生直接持有发行前公司 400 万股，占公司总股本的 7.14%；

李国平先生通过控股股东奥华集团控制发行前公司32.86%的股份，有1,840万股万股，通过股东奥泰投资控制发行前公司12.86%的股份，有720万股。本次发行前，李国平先生、叶理青女士及李国栋先生直接或间接控制公司80.00%的股份。

图 2 公司股权结构



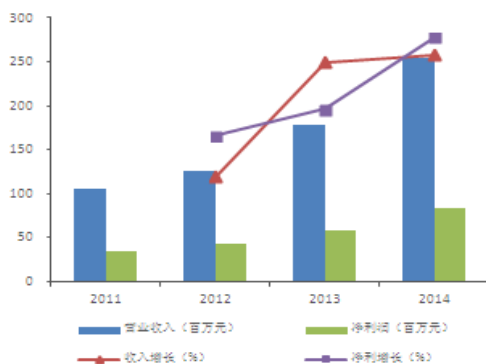
数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2.2 公司主营业务突出 净利润快速增长

2011~2014 年，公司主营业务收入分别为 10,463.65 万元、12,578.33 万元、17,815.05 万元、25,446.06 万元，其他业务收入主要来源于租金、材料收入等，主营业务收入占总收入比例均高于 99.99%，主营业务非常突出。

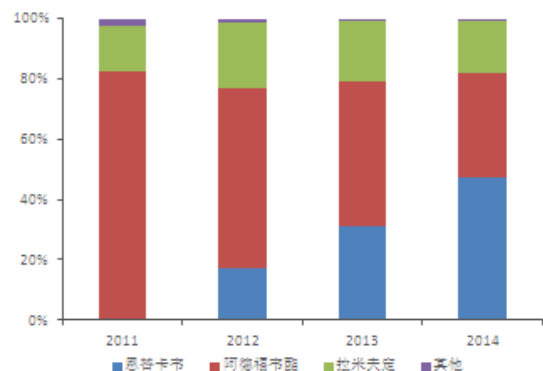
按品种分，2014 年，公司恩替卡韦、阿德福韦酯、拉米夫定销售收入分别占主营业务收入的 47.27%、34.74%和 17.51%，是公司主营业务收入的主要来源。恩替卡韦为公司利润贡献最大的产品。

图 3 公司近年来收入及净利润增长



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

图 4 公司主营收入结构



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2012年至2014年,公司营业利润分别为4759.99万元、6511.93万元、9452.15万元,从利润构成来看,公司的营业利润占利润总额的比重分别为93.76%、96.78%和95.94%,为公司利润的主要来源。2012年至2014年,公司净利润分别为4315.69万元、5726.22万元、8376.78万元,分别同比增长27.59%、32.68%、46.29%,净利润增长快速。

2.3 主要产品毛利率变动分析

2011年至2014年,公司综合毛利率分别为85.49%、85.81%、85.39%、85.70%。公司整体毛利率相对稳定。公司主要产品阿德福韦酯、拉米夫定和恩替卡韦的毛利率基本保持稳定,并处在较高水平。

2.4 募集资金投向

本次募集资金扣除发行费用后,将按照轻重缓急顺序投入以下项目:

表4 募集资金投向(万元)

序号	项目名称	总投资
1	核苷类抗乙肝病毒产品 GMP 生产技术改造项目	6,965.00
2	研发实验中心建设项目	4,020.00
3	中小试制剂车间建设项目	5,508.00
4	全国营销网络建设项目	5,390.00
5	补充公司营运资金	4,000.00
	合计	25883.30

资料来源:公司招股意向书 上海证券研究所

核苷类抗乙肝病毒产品 GMP 生产技术改造项目

项目建设期2.5年,拟投资6,965.00万元,其中建设投资6,465.00万元,铺底流动资金500.00万元,项目内部收益率为41.20%(税后),投资回收期为4.98年(税后)。达产后预计年销售收入为21,800.00万元,净利润为7,977.05万元。

研发实验中心建设项目

项目施工建设期1.5年,总投资4,020.00万元,其中建设投资3,990.00万元,铺底流动资金30.00万元。建设投资项目主要包括设备购置费2,375.00万元,设备安装工程费270.00万元,建筑工程费800万元。

中小试制剂车间建设项目

项目工程建设期 1.5 年，总投资 5,508.30 万元，其中：土建工程 1,200.00 万元、资产及设备投资 3,353.00 万元、预备费 455.30 万元、流动资金 500.00 万元。拟建设口服固体制剂中试生产线 3 条（其中，预备胶囊剂型生产线 1 条）、小试生产线 2 条。生产线设定的目的为检测研发中心新产品提供试验数据及小批量生产新上市的产品。拟定中试生产线中片剂生产线产能 300 万片；胶囊生产线产能 150 万粒；颗粒剂生产线 100 万袋（预备）。

全国营销网络建设

在原有营销网络的基础之上，拟在福州市设立全国营销中心，并选择公司现有市场空白的 12 座大中城市，增加办事机构，扩充营销人员，完善营销信息管理系统，推动公司在三、四线医院销售的进一步增长，建立“一个总部、两个核心技术高地、四个市场大区及十二个市级销售网点”的全国性营销网络。“一个总部”，即在福州设立全国市场营销总部，负责整体市场营销业务的调配、各大区及市级中心的业务协调及服务等工作；“两个核心技术高地”是指在北京、上海建设两个学术高地，与两地专家进行学术交流及课题合作，推动公司的产品在当地销售，并辐射影响附近的二线城市；“四个市场大区”，即在国内范围内划分东部、西部、南部和北部市场大区，分管各自区域市场销售业务；“十二市级销售网点”，即在全国 12 个主要城市，即广州、南京、杭州、青岛、西安、成都、重庆、沈阳、天津、石家庄、武汉、深圳，设立市级办事处，填补公司的市场空白。建设期 3 年，预计总投资规模为 5,390.00 万元。

补充公司营运资金

近年来随着公司业务规模的逐渐扩大，公司的营业收入不断增加，公司对营运资金的需求也不断增加。2014 年，公司营运资金为 6,204.90 万元，营运资金周转率为 4.10 次/年。根据预测，公司确定补充流动资金 4,000.00 万元，将为实现公司业务发展目标提供有力的资金保障。

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

公司 2011 年至 2014 年期间费用率分别为 47.13%、46.28%、47.16%、46.77%，其中，销售费用占比最大。报告期内销售费用占营业收入的比例分别为 26.14%、27.52%、30.53%和 31.15%，销售费用占营业收入的比例整体呈上升趋势。由于直销市场投入的增加，公司销售费用率持续提高。

表 5 公司期间费用情况 (万元)

项目	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
销售费用	2745.28	3461.17	5439.49	7927.45
管理费用	2165.52	2395.61	3068.58	4064.10
财务费用	39.11	-35.31	-105.71	-89.12
期间费用合计	4949.91	5821.47	8402.36	11902.43
营业收入	10503.66	12578.91	17815.50	25446.78
销售费用/营业收入	26.14%	27.52%	30.53%	31.15%
管理费用/营业收入	20.62%	19.04%	17.22%	15.97%
财务费用/营业收入	0.37%	-0.28%	-0.59%	-0.35%
期间费用/营业收入	47.13%	46.28%	47.16%	46.77%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

主要资产周转能力指标良好

2012 年至 2014 年中期，公司应收账款周转率分别是 67.30、75.46 和 37.69，公司的应收账款周转率高于同行业平均水平，是由于公司自 2010 年以来大部分地区严格执行先款后货的收款政策，销售回款能力强。

公司存货周转率分别是 2.98、2.54、2.32，公司存货周转率报告期内呈现逐年下降的趋势，随着公司销售规模的扩大，存货周转率有所下降。

表 6 公司资产周转能力

项目	2014 年 1-9 月	2013 年	2012 年
应收账款周转率	37.69	75.46	67.30
存货周转率	2.32	2.54	2.98

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

盈利预测及主要假设

- 1) 公司销售结构保持稳定；
- 2) 公司产品毛利率保持稳定，募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计 2015-2017 年归母公司的净利润将实现年递增 34.98%、31.50%和 27.04%，相应的稀释后每股收益为 1.62 元、2.12 元和 2.70 元。

四、风险因素

4.1 主导产品集中于核苷类抗乙肝病毒产品的风险

公司主要从事核苷类抗乙肝病毒药物的研发、生产与销售，主要的销售收入和利润均来自于该类药物。公司存在主导产品集中的风险。

4.2 市场竞争风险

目前国内有 10 家企业拥有拉米夫定制剂注册批件、20 家企业拥有阿德福韦酯制剂注册批件、11 家企业拥有恩替卡韦制剂注册批件。公司是唯一拥有全部前述三种核苷类抗乙肝病毒药物原料药及制剂注册批件的医药企业。未来会有更多的药品生产企业进入该领域，市场竞争将会更加激烈。

4.3 药品安全风险

2014 年 12 月 10 日，国家药监局发布第 64 期《药品不良反应信息通报》，提示关注阿德福韦酯致低磷血症及骨软化风险。公司其他产品未来也存在因各种原因导致的药品不良反应的风险，会影响到公司的销售及品牌。

4.4 药品价格调整的风险

阿德福韦酯、拉米夫定、恩替卡韦均已于 2009 年列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，随着药品价格改革、医疗保险制度改革的不深入及其他相关政策、法规的出台，以及医疗机构药品集中采购招标方式的进一步推广、改革以及市场竞争的充分性，未来公司存在产品价格下降的风险。

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 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 14 年、15 年平均静态、动态市盈率为 76.92 倍、43.36 倍，14 年、15 年化学制剂上市公司市盈率行业中值分别为 44.46 倍、37.17 倍。

表 7 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
福瑞股份	300049	80.78	0.04	0.70	0.79	2,138.02	115.57	101.97
翰宇药业	300199	28.75	0.15	0.19	0.38	196.94	149.15	76.18
济川药业	600566	25.71	0.52	0.66	0.82	49.89	38.68	31.28
佐力药业	300181	13.98	0.26	0.33	0.44	54.68	42.92	31.64
行业平均						100.50	76.92	46.36

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

本次拟公开发行股票不超过 1,870 万股, 包括公开发行新股和公司股东公开发售股份。其中, 公司拟发行新股数量不超过 1,870 万股, 公司股东可公开发售股份数量不超过 350 万股, 且不超过自愿设定 12 个月及以上限售期的投资者获得配售股份的数量, 发行后总股本不超过 7,470 万股。

本次发行费用预计为 4800 万, 拟募集资金净额 25883.30 万元, 每股发行价格 21.47 元, 假设新股发行 1,400 万股, 老股转让 350 万股, 发行后总股本 7000 万股, 对应 14、15 年 PE17.94、13.29。

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 15 年每股收益 30 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 44.06-52.86 元, 相对于 2014 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 36.81-44.18 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	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	178.15	254.47	357.88	466.82	589.83
二、营业总成本	113.04	159.95	224.86	291.89	367.59
营业成本	26.03	36.39	52.00	66.41	82.70
营业税金及附加	2.54	3.86	5.37	7.00	8.85
销售费用	54.39	79.27	110.94	144.71	182.85
管理费用	30.69	40.64	57.26	74.69	94.37
财务费用	-1.06	-0.89	-0.72	-0.93	-1.18
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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	65.12	94.52	133.02	174.93	222.24
加: 营业外收入	4.21	4.94	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	2.04	0.95	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	67.29	98.52	133.02	174.93	222.24
减: 所得税	10.02	14.75	19.95	26.24	33.34
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	57.26	83.77	113.07	148.69	188.90
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	57.26	83.77	113.07	148.69	188.90
七、摊薄每股收益(元)	0.82	1.20	1.62	2.12	2.70

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 万元人民币)

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
恩替卡韦	5,506.43	12,028.96	21,050.68	30,523.49	41,206.71
阿德福韦酯	8,550.87	8,839.79	9,281.78	9,745.87	10,233.16
拉米夫定	3,644.62	4,454.56	5,345.47	6,307.66	7,443.04
其他	113.13	122.75	110.48	104.95	99.70
合计	17,815.50	25,446.78	35,788.41	46,681.96	58,982.61
分业务增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
恩替卡韦	154.30%	118.45%	75.00%	45.00%	35.00%
阿德福韦酯	13.53%	3.38%	5.00%	5.00%	5.00%
拉米夫定	34.01%	22.22%	20.00%	18.00%	18.00%
其他	-29.86%	8.50%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
合计	41.63%	42.84%	40.64%	30.44%	26.35%

分业务主营成本	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
恩替卡韦	762.38	1,440.97	2,736.59	3,968.05	5,356.87
阿德福韦酯	1,140.71	1,342.16	1,485.08	1,559.34	1,637.31
拉米夫定	520.95	649.02	801.82	946.15	1,116.46
其他	178.05	206.56	176.76	167.92	159.53
合计	2,602.54	3,639.43	5,200.25	6,641.46	8,270.16
毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
恩替卡韦	86.15%	88.02%	87.00%	87.00%	87.00%
阿德福韦酯	86.66%	84.82%	84.00%	84.00%	84.00%
拉米夫定	85.71%	85.43%	85.00%	85.00%	85.00%
其他	-57.38%	-68.27%	-60.00%	-60.00%	-60.00%
合计	85.39%	85.70%	85.47%	85.77%	85.98%

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

分析师承诺

分析师魏贇

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

本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。

免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。