

重组过渡期业绩暂时低于预期，化药平台百业待兴值得期待

——现代制药（600420）2016 年年报点评

2017 年 03 月 22 日

强烈推荐/首次覆盖

现代制药

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	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

现代制药发布 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 91.26 亿元，同比增长 7.62%；归属于上市公司股东的净利 4.77 亿元，同比下降 10.01%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.62 亿元，同比下降 22.33%。实现 EPS 为 0.98 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 71.30 亿元，同比增长 3.53%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.67 亿元，同比下降 5.73%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 7939.97 万元，同比下降 6.98%。

公司发布利润分配预案，拟以资本公积金向全体股东每十股转增 10 股，每十股派送现金红利 2.60 元(含税)。

观点:

1、母公司业绩低于预期，重组公司业绩承诺完成情况良好

公司全年营收 91.26 亿元，同比增长 7.62%，归母净利润 4.77 亿，下降 10.01%，业绩低于预期。Q4 业绩增速-5.73%，扣非后业绩增速-6.98%。业绩调整期原公司业务受限抗、限辅助用药等负向政策影响较大，导致业绩不达预期。

从重组并表公司的情况来看，16 年重组公司业绩承诺完成情况良好，除了青海制药差 1192 万之外，其他子公司全部完成业绩承诺。国药威奇达和汕头金石表现优异，威奇达净利润 1.79 亿，110%完成业绩承诺，汕头金石净利润 2269.58 万，168.52%完成业绩承诺（表 1），合计并表业绩约为 3.4 亿。其中

从前期控股子公司的情况来看，天伟净利润 1.57 亿，增速 30.33%，表现亮眼。国药容生-52.13%，海门公司亏损 8223.5 万，国药中联亏损 5962.03 万，哈森和川抗未披露。子公司披露业绩合并 586.78 万，较往年大幅度减少（表 2）。

若不考虑重组公司并表，现代母公司及其子公司今年业绩仅 1.35 亿（表 3），显著低于往年水平（2014、2015 年分别为 1.9 亿和 2.2 亿）。

表 1:重组收购标的的历史业绩、业绩承诺及完成情况（万元）

标的	持股比例	2014	2015	2016 承诺 业绩	2016 实际 业绩	达成情况	2017 承诺 业绩	2018 承诺 业绩
中抗制药	33%	7,211.98	11,268.30	10,214.43	10,299.66	100.83%	11,188.61	12,106.51
致君制药	51%	26,451.69	26,370.65	22,267.17	22,408.57	100.64%	23,256.16	24,187.87
国药一心	51%	6,680.94	9,540.93	10,748.00	11,350.04	105.60%	11,396.58	12,613.22
威奇达	100%	9,930.55	18,404.63	16,164.98	17,906.31	110.77%	17990.08	19,896.63
青海制药	52.92%	2,377.16	2,041.01	4,545.31	3,353.10	73.77%	5,124.24	5,380.55
汕头金石	100%	1,479.83	1,990.95	1,346.70	2,269.58	168.53%	1,577.20	1,818.30
粉针剂公 司	100%			890.35	963.09	108.17%	1,010.26	1,103.24
坪山制药	51%	215.65	921.78	3,971.63	4,157.16	104.67%	4,303.35	5,032.55
致君医贸	51%	41.02	77.43	237.96	260.44	109.45%	233.51	234.56
芜湖三益	51%	7.7	33.34					
国工有限	100%	1,599.07	1,946.71					
新疆制药	55%	1,338.74	612.33					

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2:原有子公司业绩情况（万元）

公司名称	持股比例	主要产品		2014	2015	2016
国药容生	100%	激素类冻干 粉注射剂	利润	11,805.01	11,939.12	5715.55
			增速		1.14%	-52.13%
哈森(商 丘)	51%	口服制剂；天 麻素、伊曲康 唑	利润	2,484.44	2,274.02	
			增速		-8.47%	
天伟生物	55%	原料药；尿源 生化产品、伏 格列波糖等	利润	7,737.72	12,042.45	15694.81
			增速		55.63%	30.33%
海门公司	100%	医药中间体 的生产销售， 技术研发	利润	-3,034.10	-8,602.70	-8223.5
			增速		亏损加大	亏损减少
国药中联	93.18%	医药中间体 的生产销售，	利润	71.89	-272.44	-5962.03
			增速		亏损	亏损加大

		技术研发			
国药川抗	72%	医药中间体的生产销售，	利润	1,547.08	1,809.86
		技术研发			16.99%
合计并表利润				15,474.61	12,168.76
					568.78

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 3:现代制药业绩拆分及预测

单位（亿元）	2014	2015	2016
重组后并表业绩			3.42
现代制药原有业务净利润及其他	1.90	2.21	1.35
公司归母净利润	1.90	2.21	4.76

资料来源：东兴证券研究所

分板块来看，公司原料药收入 41.29 亿，比去年同期上升 6.11%，毛利率比去年同期增加 3.23%。制剂板块收入 45.01 亿，比去年同期下降 4.17%，毛利率增加 1.05%。大健康板块收入 2535.94 万，增速 23.86%，毛利率下降 19.37%。公司完成重组之后，原料药板块收入有所上升。

分产品线来看，公司心脑血管药物、麻醉药物、生化产品收入端增速分别为 6.49%，15.10%，25.28%。麻醉和生化产品线增长情况较好。抗感染、抗肿瘤、内分泌收入端增速分别为-0.72%、-12.12%、-13.32%，有所下滑。

财务指标方面：公司销售费用率为 11.06%，受重组影响波动较大；管理费用率为 10.46%，比去年同期 10.31% 略有上升。财务费用方面，公司通过调整资本结构，降低综合资金成本，加上汇率波动的影响，本期财务费用较上年同期下降了 9.07%。

展望 2017，我们认为目前公司业绩拐点已现，向上改善空间巨大。重组公司业绩承诺带来并表业绩 2017 年 4.7 亿，2018 年 5.1 亿。母公司经营情况改善空间大。同时原料药业务有望为公司带来弹性。

2、化药+原料药平台百业待兴，看点颇多

重组后，国药集团化药工业平台搭建完成，公司的主营业务在现有基础上将进一步得到补充形成丰富的产品线，公司拥有 2013 个药品批准文号，18 个兽用疫苗批准文号；其中在产药品 886 个品规，动物疫苗 16 个品规。同时公司目前开展一致性评价品种六十个，其中部分品种已启动生物利用度一致性评价。

重组完成后，公司过亿元产品 21 个，核心产品硝苯地平控释片、人尿生化产品（天伟）、达力新（头孢呋辛钠）系列产品、达力芬（头孢克肟）系列产品、阿奇霉素系列产品、注射用甘露聚糖肽、克拉维酸钾系列产品（威奇达原料药）、头孢菌素原料药及中间体等畅销海内外，具有较高的市场占有率和美誉度。通过资源整合，未来资源将更加高效配置，分散在各个工厂的无序的产品布局将进行合理规划整合，现代制药在重点领域的一级梯队地位将更加稳固。

表 4:公司主要领域重点品种概览

领域	商品名	通用名	子公司
免疫调节类	力尔凡	多抗甲素（注射用甘露聚糖肽）	国药一心
	胸腺五肽	胸腺五肽	国药一心
	乌苯美司片	乌苯美司片	国药川抗
	力尔宁	醋酸奥曲肽注射液	国药一心
	米乐松	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	国药容生
抗感染类	单磷酸阿糖腺苷	单磷酸阿糖腺苷	国药一心
	达力芬	头孢克肟	致君制药
	达力新	头孢呋辛钠	致君制药
	金馨嗪	头孢地秦钠	汕头金石
	申洛	头孢克洛	现代制药
	头孢唑肟钠	头孢唑肟钠	粉针剂公司
	头孢米诺钠	头孢米诺钠	粉针剂公司
	金抗唑	头孢唑肟钠	粉针剂公司
	合唑	头孢唑肟钠	粉针剂公司
	劲迪	头孢丙烯	粉针剂公司
	神经系统类	可普芬	洛芬待因
天麻素		天麻素	哈森(商丘)
唐可停		硫辛酸	哈森(商丘)
消化系统类	泮托拉唑钠	泮托拉唑钠	威奇达
	泮托拉唑钠	泮托拉唑钠	国药容生
	乐泡钙	牡蛎碳酸钙	汕头金石
心脑血管系统类	欣然	硝苯地平	现代制药
	宁红欣	重组人促红素注射液	威奇达
其他	硝咪太尔制霉菌素	硝咪太尔制霉菌素	国药川抗
	积雪甙	积雪甙	现代制药

资料来源：公司公告东兴证券研究所

公司持续投入研发，继续聚焦核心优势领域，持续推进新产品申报工作。公司 2016 年度完成 12 个新产品申报，其中申报临床 3 项，申报生产 5 项，补充申请 4 项；取得临床试验批件 66 项，已开展临床试验 5 项。知识产权方面，发明专利授权 36 项，实用新型专利授权 10 项，新申请专利 29 项。

3、20 余个品种进入新版医保目录，宝藏待挖掘

公司及下属子公司，共有 20 余个产品新纳入医保目录。公司目前共有 524 个品种纳入《国家基本药物目录》，有 717 个品种纳入国家级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药物目录》，另有 424 个品种纳入省级《基本医疗保险、工伤保险和生育保险药物目录》，新进入医保目录的产品将对公司产生积极影响，尤其是其中的独家产品右美沙芬缓释混悬液、米那普仑片、金叶败毒颗粒等，将有望在未来放量并对公司盈利产生积极贡献。

表 5:现代制药及其子公司新进入医保品种情况

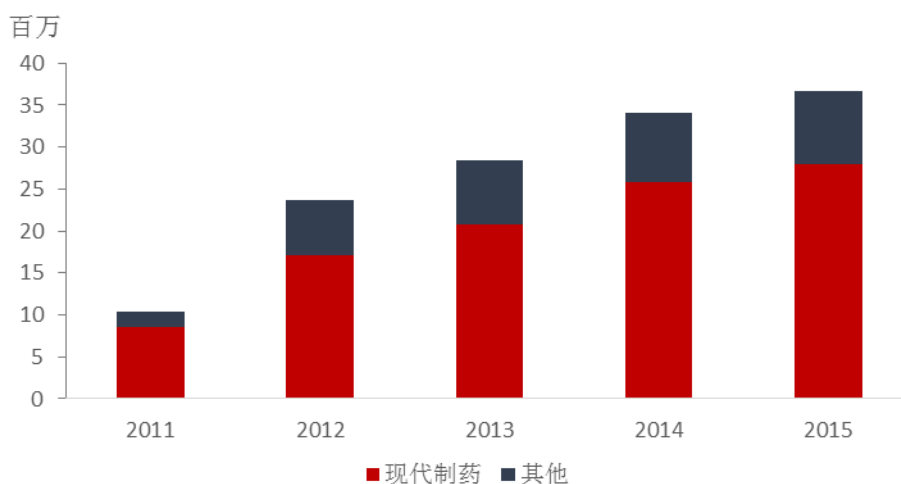
产品名称	生产企业	剂型	规格	医保分类	编号	是否独家品种	是否独家剂型	备注
右美沙芬缓释混悬液	现代制药	缓释混悬液	100ml:0.6g	呼吸系统	1161	是	是	进入
积雪苷霜软膏	现代制药	软膏剂	10g:0.25g	外科用药	806	否	否	进入
对乙酰氨基酚栓	现代制药	栓剂	0.15g	神经系统药物	★ (959)	否	否	进入
米那普仑片	现代制药	片剂	25mg	神经系统药物	1056	是	是	进入
头孢丙烯干混悬剂	国药金石	口服混悬剂	0.125g、0.25g、0.5g	β-内酰胺类抗菌药	乙 599	否	否	进入
阿奇霉素干混悬剂	国药金石	口服混悬剂	0.1g	大环内酯类抗菌药	乙★ (628)	否	否	进入
复方卡托普利片	国药金石	片剂	卡托普利 10mg, 氢氯噻嗪 6mg	心脑血管药物	乙 379	否	否	进入
盐酸氟桂利嗪胶囊	国药金石	胶囊	5mg	神经系统药物	甲 1079	否	否	调整乙类到甲类
金叶败毒颗粒	国药中联	颗粒剂	10g	清热解毒	97	是	否	进入
头孢呋辛酯颗粒	国药致君	颗粒剂	0.125g, 0.25g	第二代头孢菌素	乙 598	否	否	进入
头孢克洛干混悬剂	国药致君	口服混悬剂	0.125g	第二代头孢菌素	乙 600	否	否	进入
硫软膏（升华硫）	国药三益	软膏剂	10%	抗寄生虫、杀虫和驱虫药	1116	否	否	进入
注射用培美曲塞二钠	国药一心	注射剂	0.5g	抗肿瘤药	乙类 753	否	否	进入
他克莫司胶囊	国药川抗	胶囊	1mg	钙神经素抑制剂	482	否	否	取消医保支付范围限制
吗替麦考酚酯干混悬剂	国药川抗	口服混悬剂	0.5g	选择性免疫抑制剂	841	否	是	进入

复方甘草口服 溶液	青药 集团	口服溶 液剂	500ml, 100ml, 10ml	镇咳药与祛痰 药的复方	1162	否	否	进入
复方卡托普利 片	国药 容生	片剂	卡托普利 10mg, 氢 氯噻嗪 6mg	心脑血管药物	379	否	否	进入
溴米那普鲁卡 因注射液	国药 容生	注射剂	2ml	胃肠动力药	42	否	否	进入
注射用盐酸吡 硫醇	国药 容生	注射剂	0.2g	神经系统药物	1062	否	否	进入
天麻素片	现代 哈森	片剂	25mg	神经系统药物	1088	否	是	进入
盐酸川芎嗪注 射液	现代 哈森	注射剂	2ml:40mg	心血管系统药 物	309	否	否	进入
磺胺嘧啶钠注 射液	现代 哈森	注射剂	2ml:0.4g	抗感染药	★ (623)	否	是	进入

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

以积雪苷霜软膏为例, 积雪甙是中药积雪草有效成分, 可以有激活上皮细胞、促进正常肉芽组织形成; 抑制成纤维细胞的增殖促进其凋亡, 减少免疫细胞数目, 封闭血管, 对无秩序的瘢痕组织增殖具有抑制和延缓作用; 尚可防止粘连的产生, 对粘连的形成有缓解作用。用于治疗各类皮肤溃疡, 各类烧灼伤, 外伤及手术伤口, 肌腱粘连、瘢痕增生等。

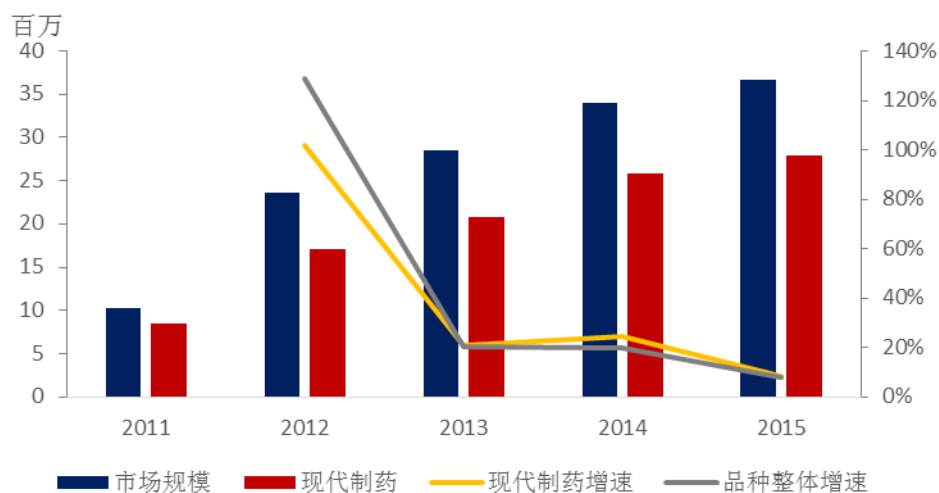
图 1: 样本医院积雪苷霜软膏格局



资料来源: 东兴证券研究所

目前现代制药占据 75% 以上市场 (图 1), 2015 年收入 2,335.91 万, 整体市场已趋于平稳 (图 2), 纳入医保后有望迎来新成长。

图 2：样本医院积雪苷霜软膏增速



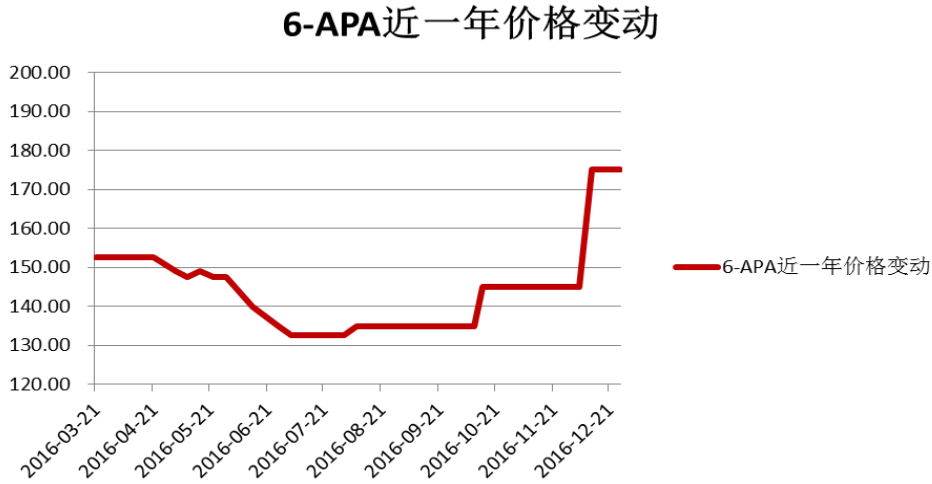
资料来源：东兴证券研究所

另一医保受益品种为他克莫司，主治器官移植和骨髓移植抗排异反应、肾病综合征、狼疮肾炎等自身免疫性疾病。公司他克莫司胶囊 2015 年收入约 1715.21 万元，2015 年同类产品销售收入约为 15.3 亿元。他克莫司胶囊中标价格较高，763-956 元左右，未来放量潜力大。

4、原料药有望带来部分弹性

公司主要原料药有尿源生化产品、阿奇霉素、克拉维甲酸、阿莫西林、7-ACA、头孢曲松钠粗盐、6-APA、青霉素工业盐等。其中 6-APA 2016 年产量 7464 吨，7-ACA 产量 1632 吨。6-APA 从 16 年 9 月开始提价，现在价格在 175 左右（图 3），有望带来业绩弹性。

图 3-6-APA 价格变动情况

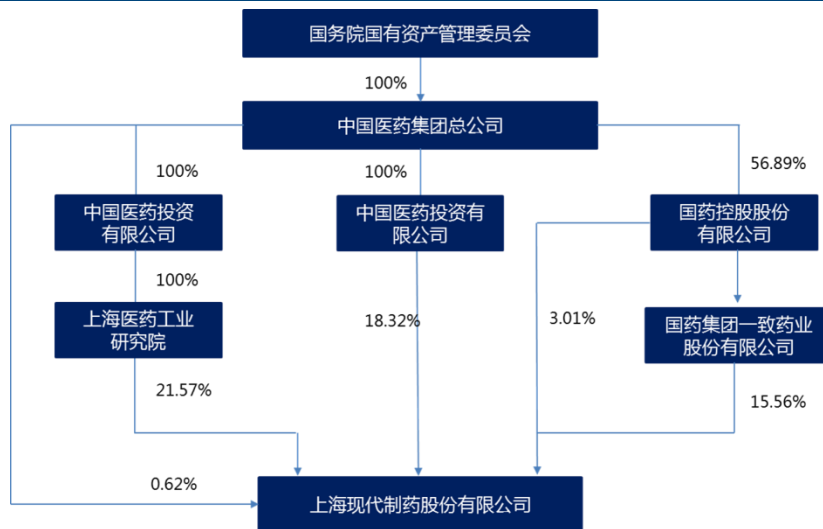


资料来源: wind, 东兴证券研究所

5、国企改革重组阶段完毕，步入经营效率提升的落实之年，拐点已现

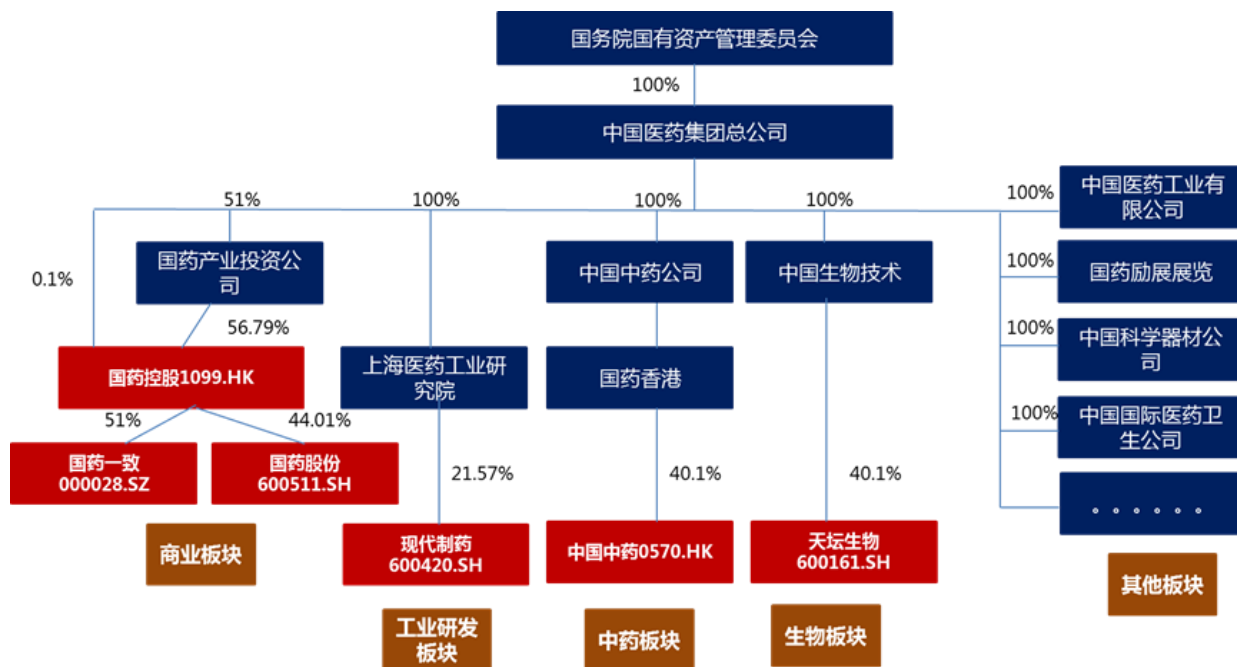
2013年11月12日十八届三中全会标志第三轮国企改革开始，2017-2018有望迎来浪潮之巅。2015年中央层面半年发布7份文件，尤其2015年9月13日《关于深化国有企业改革的指导意见》“顶层设计”方案出台，标志着改革进程逐渐加速。2016年，在顶层设计文件之后国资委陆续出台15个配套系列文件，包括国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见、关于国有企业功能界定与分类的指导意见等，国家层面继续大力推进，设计图已全面绘制完成，同时央企重组风起云涌。国药集团作为央企排头兵当仁不让，旗下医药上市平台的混改试点工作也迈入新的阶段。(图4、图5)

图 4:现代制药重组改革后股权架构图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 国药集团国企改革后股权结构图



资料来源：东兴证券研究所

本次整合国药集团旗下工业资产的重大资产重组工作基本已完成，现代制药已成为初具规模的化学药集团，旗下涵盖二级企业 17 家，三级企业 11 家，产品聚焦心脑血管类、抗感染类、全身性用药、抗肿瘤、麻醉精神类药物、大健康产品等，国药集团统一的化学药产业平台和资本运作平台已搭建完成。

在我们之前国企改革追踪报告中曾经分析，我们认为 2017-2018 年为此轮国企改革的落实年，先锋企业将逐渐进入经营效率提升、初见成效的收获期。

我们认为此次重组仅仅是改革的开始，未来可以预见的是持续不断**内生经营效率提升、激励机制改善**逐步落地。其次，公司作为化药平台，**外延预期仍然强烈**。2016 年 3 月与 5 月，公司召开董事会及股东大会，重塑企业的战略定位，重新梳理公司未来的发展目标。公司的战略定位调整为：“以现有业务为支撑点，**内生式增长与外延式扩张相结合**，致力于成为体制机制科学、人才领先、产品领先、品质领先的综合性创新型制药企业。公司新战略目标为：发展成为集研发、生产、营销一体的，国内领先，国际知名的优秀制药企业。”

结论：

我们预计重组完成后，公司作为国药旗下化药平台，面目将焕然一新，经营效率有望持续提升。中短期来看，由于经营效率提升+原料药提价带来弹性，业绩有望实现超高增长。中长期角度，存量 2013 个品种焕发第二春+数十个新进医保品种放量+研发丰富储备为公司提供成长保障，另外作为集团化药平台，预计未来资源

整合外延还会有动作。因此放眼现在，公司属于低估值，业绩反转，高增速，有催化，有变化的标的。我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 8.11 亿元、10.19 亿元、12.41 亿元，对应增速分别为 70.04%、25.66%、21.75%，EPS 分别为 1.46 元、1.84 元、2.23 元，对应 PE 分别为 23X、19X、15X。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

重组整合低于预期，水针、抗生素受限制

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1895	6337	7902	8791	9956	营业收入	2682	9126	10154	11203	12587
货币资金	422	1639	2538	2801	3147	营业成本	1358	5827	6448	7035	7867
应收账款	281	1191	1947	2148	2414	营业税金及附加	21	122	51	56	63
其他应收款	93	130	145	160	180	营业费用	585	1010	1117	1232	1385
预付款项	75	226	355	496	653	管理费用	277	955	1015	1120	1259
存货	772	1810	2332	2544	2845	财务费用	82	259	0	0	0
其他流动资产	0	125	28	28	28	资产减值损失	25.94	59.39	50.00	40.00	30.00
非流动资产合计	2243	8678	8061	7562	7060	公允价值变动收益	0.00	-2.41	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	81	81	81	81	投资净收益	3.97	15.69	10.00	15.00	17.00
固定资产	1637	6743	6316	5902	5506	营业利润	338	908	1483	1734	2001
无形资产	195	708	637	567	496	营业外收入	45.87	162.18	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6	53	53	53	53	营业外支出	30.94	33.48	0.00	0.00	0.00
资产总计	4137	15015	15963	16352	17016	利润总额	353	1037	1483	1734	2001
流动负债合计	1289	4711	8141	7601	7224	所得税	61	182	252	295	340
短期借款	544	1302	4593	2889	1192	净利润	292	854	1231	1439	1661
应付账款	197	739	389	424	474	少数股东损益	71	377	420	420	420
预收款项	49	136	1151	2271	3530	归属母公司净利润	221	477	811	1019	1241
一年内到期的非流	278	784	784	784	784	EBITDA	763	2538	1981	2233	2503
非流动负债合计	1236	3365	56	56	56	BPS (元)	0.77	0.98	1.46	1.84	2.23
长期借款	1034	2850	2850	2850	2850	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	2526	8077	8198	7658	7281	成长能力					
少数股东权益	283	1235	1655	2075	2495	营业收入增长	-2.42%	240.23	11.27%	10.33%	12.36%
实收资本(或股本)	288	288	555	555	555	营业利润增长	33.49%	168.83	63.37%	16.91%	15.40%
资本公积	72	3017	3017	3017	3017	归属于母公司净利润	16.35%	115.76	70.04%	25.66%	21.75%
未分配利润	855	1979	2101	2254	2440	获利能力					
归属母公司股东权	1328	5704	6111	6620	7241	毛利率(%)	49.36%	36.15%	36.50%	37.20%	37.50%
负债和所有者权益	4137	15015	15963	16352	17016	净利率(%)	10.87%	9.36%	12.12%	12.85%	13.19%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	5.34%	3.18%	5.08%	6.23%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	16.64%	8.36%	13.27%	15.39%	17.14%
经营活动现金流	227	839	1189	2501	2677	偿债能力					
净利润	292	854	1231	1439	1661	资产负债率(%)	61%	54%	51%	47%	43%
折旧摊销	344	1371	0	500	502	流动比率	1.47	1.35	0.97	1.16	1.38
财务费用	82	259	0	0	0	速动比率	0.87	0.96	0.68	0.82	0.98
应收账款减少	0	0	-757	-201	-265	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1015	1120	1259	总资产周转率	0.68	0.95	0.66	0.69	0.75
投资活动现金流	-235	-65	98	-25	-13	应收账款周转率	10	12	6	5	6
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0	应付账款周转率	11.72	19.51	18.01	27.57	28.03
长期股权投资减少	0	0	15	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	16	10	15	17	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.98	1.46	1.84	2.23
筹资活动现金流	25	-260	-388	-2213	-2318	每股净现金流(最新)	0.06	1.79	1.62	0.47	0.62
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.62	19.82	11.01	11.92	13.04
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	267	0	0	P/E	44.20	34.62	23.25	18.50	15.20
资本公积增加	-2	2945	0	0	0	P/B	7.36	1.71	3.09	2.85	2.60
现金净增加额	16	514	899	262	346	EV/EBITDA	14.68	5.15	12.39	10.11	8.20

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。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。

联系人简介

胡偌碧

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。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、精准医疗等投资机会。

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。

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。