

业绩拐点确立股权激励提供保障， 研发跨越式发展前景可期

——科伦药业（002422）2016 年年报点评

2017 年 04 月 05 日

强烈推荐/维持

科伦药业

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	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件：

科伦药业发布 2016 年年度报告，2016 年全年公司实现营业收入 85.66 亿元，同比增长 10.34%；归属于上市公司股东的净利 5.85 亿元，同比下降 9.40%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5.38 亿元，同比下降 14.30%。实现 EPS 为 0.41 元。

公司 2016 年 Q4 实现营业收入 23.13 亿元，同比增长 18.93%；实现归属于上市公司股东的净利润 4715.75 万元，同比下降 50.19%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5848.78 万元，同比下降 46.62%。

公司董事会审议通过利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.39 元（含税）。

观点：

1、收入端逐季向好，川宁扭亏拐点确立

公司全年营收 85.66 亿元，同比增长 10.34%，归母净利润 5.85 亿，下降 9.40%，业绩略低于预期。Q4 收入端 21.13 亿元，增速 18.93%，略超预期，但净利润仅 4715.75 万元，单季业绩增速-50.19%，主要受四季度川宁项目转固及广西科伦亏损的资产减值拖累。从净利润的角度，公司净利润 6.24 亿元，同比增速 15.2%，非全资子公司经营业绩提升，少数股东收益大幅增长（3968.60 万元 VS-1.03 亿），导致净利润增加但归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降 9.40%。另一方面，公司研发费用增加 1.13 亿，也对净利润有较大影响，若研发费用与去年持平，则公司业绩增速将超过 8%。

值得注意的是，伊犁川宁一期硫红已实现满产，生产成本大幅度降低，实现扭亏为盈（伊犁川宁子公司 15 年亏损 8616.20 万元，16 年净利润 1391.69 万元）

分季度来看，Q1-Q4 收入分别为 20.04 亿、20.92 亿、21.56 亿、23.13 亿，呈现逐季向好趋势。2016 年公司经营活动产生的现金流量净额 17.25 亿元，比上年增长 39.21%，侧面印证了经营持续向好。

分产品线角度，公司普通输液收入 43.6 亿（+0.27%），营养治疗型输液收入 16.5 亿（+4.31%），非输液板块收入 22.2 亿（+31.73%），非输液板块高速增长拉动收入端整体增长。

- ◆ **输液板块**：总量 44.38 亿瓶/袋，较去年同期减少 1.97%，但毛利率由去年的 49.54% 提升至 52.95%，得益于输液板块的结构不断调整，软袋替代塑瓶、高端替代中低端、高毛利替代低毛利、营养治疗占比提高。
- ◆ **非输液板块**：塑料水针销售收入较同期增长 23.37%，销售过亿元的天舒欣（康复新液）销售增长 12.43%，百洛特（草酸艾司西酞普兰片）销售收入增长 32.30%。

财务指标方面：公司销售费用率为 14.64%，比去年同期 13.24% 增加 1.4pp；管理费用率为 14.62%，比去年同期 13.67% 上升 0.95pp，除了研发费用之外其他费用控制情况良好。财务费用方面，哈萨克斯坦国货币汇率趋于稳定，公司财务费用较去年同期大幅降低。

展望 2017，我们认为目前公司业绩拐点已现。

- ◆ **目前公司川宁项目环保问题彻底解决并开始贡献利润**：目前硫红已经满产，头孢还未满产，随着成本进一步控制，带来巨大业绩弹性（硫红+头孢有望在 17 年贡献 2-3 亿利润弹性）。川宁核心竞争力在于原料的差价、全球最大发酵罐、环保优势，尤其是环保优势。川宁项目持续盈利的核心竞争力在于，科伦工艺的稳定高产；降成本措施不断落实；国家的环保不断趋严。
- ◆ **输液板块量保持平稳但结构不断优化，通过内部比例调整，提高附加值**。16 年 50% 是塑瓶，35% 可立袋，5%-8% 是软袋，剩下的是玻瓶。未来塑料瓶有望降到 40%，10-12% 由密闭式可立袋，软袋完成。双室袋（首个批准上市的补充谷胺酰胺的双室袋产品）已经获批有望贡献弹性，利巴韦林塑料小针、氯化钠塑料小针、VB6 塑料小针也将保持较高增速，带来一定收入弹性。双室袋直接挂网采购，上量速度和利润回报快。
- ◆ **制剂板块高速增长**。康复新液和草酸艾司西酞普兰通过市场牵引和学术推广维持高速增长。作为承接创新产品维持现阶段业绩增长的核心点

2、三发驱动研发端步入快车道，跨越式发展看点颇多

科伦自 2013 年以来研发投入超过 19 亿元，目前科伦研究院的在研品种有 337 个，已有 49 个优秀药物获批临床（表 1），有 36 项待批生产（表 2），其中帕瑞昔布钠进入优先审评。在王院长的带领下科伦研究院日新月异发生着翻天覆地的变化。科伦还全方位调动国内外优质资源，建立以成都中央研究院为核心，以苏州、天津研究院以及美国新泽西州和圣地亚哥研究院为两翼的研发组织体系。

科伦研究院主要发展思路非常系统和清晰，以仿制药推动创新药。在前期先研发优质仿制药做为基础和基石，已立项 250 项，涵盖肿瘤及辅助用药、细菌感染、肠外营养、心血管、精神神经、糖尿病、麻醉等多个国内高发及高致死性疾病领域。仿制药方面随着后续获批产品的序贯而出，将极大的改善公司经营状况和盈利结构。同时系统性布局创新药开创未来。

表 1:科伦临床阶段项目概览

领域	通用名	阶段	适应症
肿瘤与肿瘤辅助用药	瑞戈非尼片	批准临床	结直肠癌、肝癌
肿瘤与肿瘤辅助用药	甲苯磺酸索拉非尼片	批准 BE	肝癌
肿瘤与肿瘤辅助用药	阿法替尼片	批准临床	非小细胞肺癌
肿瘤与肿瘤辅助用药	盐酸厄洛替尼片	批准 BE	非小细胞肺癌
肿瘤与肿瘤辅助用药	吉非替尼片	批准 BE	非小细胞肺癌
肿瘤与肿瘤辅助用药	尼达尼布软胶囊	批准临床	非小细胞肺癌、特发性肺纤维化
肿瘤与肿瘤辅助用药	卡巴他赛注射液	批准临床	多种实体瘤
肿瘤与肿瘤辅助用药	恩杂鲁胺软胶囊	批准临床	前列腺癌
肿瘤与肿瘤辅助用药	苹果酸舒尼替尼胶囊	批准 BE	肾癌
肿瘤与肿瘤辅助用药	达沙替尼片	批准 BE	血液肿瘤
肿瘤与肿瘤辅助用药	奈妥匹坦帕洛诺司琼胶囊	批准临床	化疗止吐
肿瘤与肿瘤辅助用药	昂丹司琼口腔速溶膜	批准 BE	化疗止吐
病毒感染（HBV、HCV）	替比夫定片	批准 BE	乙肝
病毒感染（HBV、HCV）	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	批准 BE	乙肝
病毒感染（HBV、HCV）	索非布韦片	批准临床	丙肝
II 型糖尿病	磷酸西格列汀片	批准 BE	II 型糖尿病
II 型糖尿病	利格列汀片	批准 BE	II 型糖尿病
II 型糖尿病	琥珀酸曲格列汀片	批准临床	II 型糖尿病
II 型糖尿病	氢溴酸替格列汀片	批准临床	II 型糖尿病
II 型糖尿病	沙格列汀胶囊	批准 BE	II 型糖尿病
II 型糖尿病	恩格列净片	批准临床	II 型糖尿病
II 型糖尿病	卡格列净片	批准临床	II 型糖尿病
麻醉	丙泊酚注射液	批准临床	麻醉
麻醉	丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	批准临床	麻醉
心血管疾病	利伐沙班片	批准 BE	血栓性疾病
心血管疾病	阿哌沙班片	批准临床/BE	血栓性疾病
心血管疾病	替格瑞洛片	批准 BE	血栓性疾病
心血管疾病	丁酸氯维地平注射用脂肪乳	批准临床	高血压
骨关节相关疾病	枸橼酸托法替布片	批准临床	类风湿性关节炎

骨关节相关疾病	醋酸巴多昔芬片	批准临床	骨质疏松
肠外营养	中长链脂肪乳/氨基酸（16）/ 葡萄糖（36%）电解质注射液	批准临床	肠外营养补充
肠外营养	中长链脂肪乳/氨基酸（16）/ 葡萄糖（30%）电解质注射液	批准临床	肠外营养补充
肠外营养	氨基酸(15)/葡萄糖（10%） 电解质注射液	批准免临床	肠外营养补充
精神神经类疾病	马来酸阿塞那平舌下膜	批准临床	精神分裂症
精神神经类疾病	盐酸普拉克索片	批准 BE	帕金森病
其他（细菌感染、肾衰竭替代治疗）	盐酸莫西沙星片	批准 BE	细菌感染
其他（细菌感染、肾衰竭替代治疗）	氨基酸(15)腹膜透析液	批准免临床	肾衰竭替代治疗

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 2：科伦待批生产项目概览

领域	通用名	适应症
麻醉镇痛	注射用帕瑞昔布钠	术后镇痛
麻醉镇痛	盐酸右美托咪定注射液	麻醉镇静
肠外营养	脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	肠外营养补充
肠外营养	丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液	肠外营养补充
肠外营养	中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（16%） 电解质注射液	肠外营养补充
肠外营养	脂肪乳(10%)/氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液	肠外营养补充
肠外营养	脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(19%)注射液	肠外营养补充
肠外营养	中/长链脂肪乳注射液(C8-24)	肠外营养补充
肠外营养	氨基酸(15)/葡萄糖(16.5%)电解质注射液	肠外营养补充
诊断造影	碘帕醇注射液	诊断造影
骨关节相关疾病	唑来膦酸注射液（4mg/100ml）	肿瘤骨转移
骨关节相关疾病	唑来膦酸注射液（5mg/100ml）	骨质疏松
电解质补充	醋酸钠林格注射液	电解质紊乱
电解质补充	碳酸氢钠林格注射液	电解质紊乱
电解质补充	复方电解质注射液（II）	电解质紊乱
电解质补充	口服补液盐散(III)	腹泻引起的脱水与电解质紊乱
血容量不足	羟乙基淀粉 130/0.4 电解质注射液	血容量不足

血容量不足	高渗羟乙基淀粉 200/0.5 氯化钠注射液 (PP 软袋)	血容量不足
其他 (细菌感染、缺血性疾病、肝损伤等)	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	细菌感染
其他 (细菌感染、缺血性疾病、肝损伤等)	盐酸替罗非班氯化钠注射液	心脏缺血性疾病
其他 (细菌感染、缺血性疾病、肝损伤等)	注射用还原型谷胱甘肽	多种原因引起的肝损伤等
其他 (细菌感染、缺血性疾病、肝损伤等)	肝素钠封管注射液	静脉留置装置封管
其他 (细菌感染、缺血性疾病、肝损伤等)	盐酸奥洛他定滴眼液	过敏性结膜炎

资料来源: 东兴证券研究所

除了上述仿制药之外, 科伦最大的看点还是在于创新小分子、生物技术药及 NDDS (NEW DUG DELIVER SYSTM), 同时公司还积极布局制剂出口

创新小分子方面, 报告期内首个自主研发的抗肿瘤药物 KL070002 申报临床具有里程碑意义。KL070002 是由我公司完全自主研发的 1 类化学抗肿瘤药物 (口服)。其抗癌谱广, 对胰腺癌、非小细胞肺癌、卵巢癌、胃癌、结直肠癌、前列腺癌、膀胱癌、肝癌等多种实体瘤药效明确, 且在胰腺癌、肝癌、非小细胞肺癌单药或联合用药药效上显著优于现有一线治疗药物。

生物药方面, 2016 年下半年, 科伦抗 EGFR 单抗注射液进入临床; 2016 年年底, 治疗中国高发胃癌的重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液实现国内首家申报临床。

表 3: 科伦已申报或已批准临床的生物药物

项目名称	研发状态	项目特点
A140-重组抗表皮生长因子受体 (EGFR) 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	开展临床研究	已上市 西妥昔单抗 (指南推荐西妥昔单抗用于转移性结直肠癌的一线或二线治疗) 的 生物类似药 , 科伦国内首家申报输液规格, 可直接输注, 提高临床用药便捷性。
A168-重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	已申报临床	国内首家申报的 Ramucirumab (Cyramza) 的生物类似药 。Cyramza 是全球第一个获批用于治疗胃癌的靶向 VEGFR (血管内皮生长因子受体) 的全人源化单抗药物, 能显著改善不可手术切除或转移性胃癌或胃食管连接部腺癌患者的总生存期 (OS), 2015 年全球销售额超过 3.8 亿美元, 预测 2020 年全球销售额达 13.4 亿美元。
A157-注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白	已申报临床	本品与美国 Amgen 公司的 Romiplostim 氨基酸序列一致, 采用的大肠杆菌表达系统具有成本优势, 有望解决国内患者用药可及性问题。Romiplostim 用于免疫性血小板减少性紫癜 (ITP) 的二线治疗, 为糖皮质激素治疗不耐受或应答不佳的 ITP 患者提供新选择, 与同类药物相比, 具有起效快、给药频率低、安全性更优等特点; 此外初步临床研究表明 Romiplostim 对化疗导致的血小板减少 (CIT) 具有潜在的临床价值。

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

NDDS 方面, 围绕经典化疗药物的增效减毒和靶向治疗, 优秀糖尿病和精神疾病药物的缓、控释及长效制剂等研究方向, 已启动 16 项 NDDS 药物研究。2015 年已申报 IND 1 项 (紫杉醇白蛋白纳米粒); 2016 年已完成 3 项 IND 申报 (多西他赛白蛋白纳米粒、阿立哌唑长效微晶、盐酸伊立替康脂质体), 其中 2 项目为国内首家或首仿申报。

表 4: 科伦 2016 年已申报的 NDDS 项目

项目名称	研发状态	项目特点
A026-2 注射用多西他赛 (白蛋白结合型)	已申报临床	本品是采用独特的白蛋白纳米粒技术平台开发的高技术内涵药物, 适应症为 肺癌、乳腺癌、胃癌、胰腺癌、前列腺癌等 实体瘤。与多西他赛普通注射液相比, 具有组织靶向性, 药效和安全性更优, 同时可避免普通注射液中吐温、乙醇等溶媒造成的体液滞留和过敏反应。
A029 盐酸伊立替康脂质体注射液	已申报临床	脂质体可有效 延长药物作用时间 , 增加药物在肿瘤组织的聚集, 增强抗肿瘤疗效, 降低毒副作用 。伊立替康为结直肠癌指南推荐一线治疗药物, 普通注射液 2016 年全国市场 14 亿。
A120 阿立哌唑长效肌肉注射剂	已申报临床	阿立哌唑为同类药物中全球销售额最高品种 (212 亿美元), 长效制剂每月给药一次, 显著提高患者顺应性 , 与同类长效制剂比较, 疗效确切, 安全性最优。

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

制剂出口方面: 目前公司正快速推进产品线集群布局和项目研究进度及符合美国 FDA 要求的 cGMP 生产车间建设。根据公司年报, 目前已立项无菌注射剂近 10 项, 2 项已进入 CMO 生产转移阶段。

3、回购股份加码激励, 助力长远发展

公司 2016 年 10 月 28 日公告 2016 年限制性激励计划草案, 计划拟授予的限制性股票数量 748.1067 万股, 占本激励计划草案公告时公司股本总额 144,000 万股的 0.52%。激励对象总人数为 312 人, 包括公司公告本激励计划时在公司或公司子公司任职的公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术 (业务) 人员 (304 人), 激励覆盖范围广泛。限制性股票的授予价格为每股 6.9 元, 为 2015 年公司回购 A 股普通股均价 13.79 元 (采用四舍五入保留两位小数) 的 50%。两次考核解锁条件为以 2016 年净利润为基数 (5.85 亿归母净利润), 2017、2018 年净利润增长率分别不低于 15%、45%, 即 2017、2018 年净利润不低于 6.73 亿, 8.48 亿, 增速分别为 15%、26%。

在此基础上, 公司 3 月 30 日公告以不超过 1 亿元自有资金, 不超过 20 元/股条件下回购公司股份 (预计不少于 500 万股), 用作股权激励计划, 主要激励抗生素板块人员。至此大输液、研究院、抗生素三发驱动核心人员都有了长期激励方案。公司长远前景可期。

结论:

公司输液板块维稳、川宁项目扭亏、研发稳步推进。我们判断公司业绩拐点已现，三发驱动逐步兑现，股权激励为业绩提供保障。我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 6.76 亿元、8.58 亿元、10.80 亿元，对应增速分别为 15.58%，26.97%，25.83%，EPS 分别为 0.47 元、0.60 元、0.75 元，对应 PE 分别为 34X、26X、21X。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

研发进度低于预期

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	9153	8748	9162	11151	14106	营业收入	7763	8566	9759	11712	14759
货币资金	1851	1228	1464	1757	2214	营业成本	4506	4855	5653	7000	8867
应收账款	2671	3559	4011	4813	6065	营业税金及附加	76	119	117	141	177
其他应收款	105	94	108	129	163	营业费用	1028	1254	1444	1710	2155
预付款项	212	277	390	530	707	管理费用	1061	1252	1444	1722	2170
存货	2207	2133	2627	3253	4120	财务费用	461	293	200	80	80
其他流动资产	913	767	28	28	28	资产减值损失	87.15	140.91	105.00	50.00	40.00
非流动资产合计	13430	14662	12736	12518	11805	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	49	32	32	32	32	投资净收益	28.61	15.71	0.00	0.00	0.00
固定资产	6039	9586	8979	8385	7809	营业利润	574	668	795	1009	1270
无形资产	1032	1021	919	817	715	营业外收入	120.02	94.93	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	204	335	335	827	827	营业外支出	12.70	46.56	0.00	0.00	0.00
资产总计	22583	23410	21898	23669	25910	利润总额	681	716	795	1009	1270
流动负债合计	7701	10198	10422	12193	14434	所得税	139	92	119	151	191
短期借款	2220	2820	4476	4818	5226	净利润	542	624	676	858	1080
应付账款	1467	1358	1007	1247	1579	少数股东损益	-103	40	0	0	0
预收款项	31	59	1035	2206	3682	归属母公司净利润	645	585	676	858	1080
一年内到期的非流	922	3278	3278	3278	3278	EBITDA	2568	2563	1704	1800	2063
非流动负债合计	3719	1745	56	56	56	BPS (元)	0.45	0.41	0.47	0.60	0.75
长期借款	327	290	290	290	290	主要财务比率					
应付债券	3089	1096	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	11419	11944	10478	12249	14491	成长能力					
少数股东权益	104	136	136	136	136	营业收入增长	-3.24%	10.34%	13.93%	20.01%	26.01%
实收资本(或股本)	1440	1440	1440	1440	1440	营业利润增长	-47.32	16.49%	19.00%	26.97%	25.83%
资本公积	3675	3477	3477	3477	3477	归属于母公司净利润	-35.60	-9.40%	15.58%	26.97%	25.83%
未分配利润	5486	5776	5101	4243	3163	获利能力					
归属母公司股东权	11060	11330	11283	11283	11283	毛利率(%)	41.96%	43.33%	42.07%	40.23%	39.92%
负债和所有者权益	22583	23410	21898	23669	25910	净利率(%)	6.98%	7.29%	6.92%	7.33%	7.32%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	2.86%	2.50%	3.09%	3.63%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	5.83%	5.16%	5.99%	7.60%	9.57%
经营活动现金流	1239	1725	119	1432	1249	偿债能力					
净利润	542	624	676	858	1080	资产负债率(%)	51%	51%	48%	52%	56%
折旧摊销	1534	1602	0	711	713	流动比率	1.19	0.86	0.88	0.91	0.98
财务费用	461	293	200	80	80	速动比率	0.90	0.65	0.63	0.65	0.69
应收账款减少	0	0	-452	-802	-1252	营运能力					
预收账款增加	0	0	976	1171	1476	总资产周转率	0.35	0.37	0.43	0.51	0.60
投资活动现金流	-2100	-1789	1122	-543	-40	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.00	6.07	8.25	10.39	10.45
长期股权投资减少	0	0	956	0	0	每股指标(元)					
投资收益	29	16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.41	0.47	0.60	0.75
筹资活动现金流	1093	-610	-1005	-596	-752	每股净现金流(最新)	0.16	-0.47	0.16	0.20	0.32
应付债券增加	0	0	-1096	0	0	每股净资产(最新摊)	7.68	7.87	7.84	7.84	7.84
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	720	0	0	0	0	P/E	35.00	38.41	33.56	26.43	21.01
资本公积增加	-740	-198	0	0	0	P/B	2.05	2.00	2.01	2.01	2.01
现金净增加额	233	-674	236	293	457	EV/EBITDA	10.66	11.29	17.17	16.28	14.18

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。