

京新药业 (002020) \ 医药生物

——核心+新产品助力开启新航程

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	12.10元
目标价格:	15.75元

投资要点:

➤ 主力大品种瑞舒伐他汀持续稳定增长。

根据CMH最新数据, 2016年他汀类药物国内市场规模为157亿, 占总体降血脂药物市场的84.5%, 而瑞舒伐他汀凭借临床上使用优势, 有望持续替代老品种使得市场持续扩容。经过几年市场培育和新一轮招标开拓, “京诺”销售额从2012年的4000万左右快速增长至2016年的4.6亿左右, 年复增长率在84.41%。我们认为凭借公司他汀类丰富的品种协同优势和瑞舒伐他汀原料/制剂一体化优势以及完成一致性评价后配套的招标政策, 公司的“京诺”未来三年有望保持15%-20%左右增速水平。

➤ 二线产品增长空间大。

公司的地衣芽孢杆菌近年来市场份额持续上升, 考虑到医保目录调整为甲类和中标省份的持续增加, 再加上OTC渠道的持续推广, 未来有望保持快速增长势头, 成长为5亿的大品种。而随着适应科室的不断推广, 凭借良好的疗效和销售推广, 公司的康复新液有望保持20%以上增速, 今年销售额有望超过2亿元, 未来有望成长为5亿的大品种。受益于抑郁患者的增多和诊疗率的提高, 抗抑郁药有望维持两位数增速。而舍曲林作为临床一线用药品种, 市场空间巨大。而公司作为首仿企业, 受益于近几年持续的市场开拓和品牌效应的逐步体现, 再考虑到一致性评价进展顺利, 我们认为该产品有望保持30%左右增速。

➤ 维持“推荐”评级。

我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.35元, 0.44元和0.52元, 估值分别为34倍、27倍和21倍, 相较而言公司目前估值水平略低, 看好公司制剂业务的持续增长和新产品推广以及一致性评价受益, 维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

毛利率低于预期; 产品推广弱于预期; 费用上涨过快等。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	736/486
流通A股市值 (百万元)	6,032
每股净资产 (元)	4.97
资产负债率 (%)	17.22
一年内最高/最低 (元)	12.76/10.44

一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-52857985

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

相关报告

- 《京新药业 (002020) \ 医药生物行业》
《盈利能力持续提高关注一致性评价》
- 《京新药业 (002020) \ 医药生物行业》
《业绩符合预期看好长期发展》

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,415.70	1,875.46	2,169.90	2,518.47	2,839.38
增长率 (%)	14.59%	32.48%	15.70%	16.06%	12.74%
EBITDA (百万元)	255.07	343.74	429.40	511.17	611.03
净利润 (百万元)	166.04	211.95	264.14	331.49	417.28
增长率 (%)	55.07%	27.64%	24.63%	25.50%	25.88%
EPS (元/股)	0.23	0.29	0.36	0.45	0.57
市盈率 (P/E)	53.64	42.03	33.72	26.87	21.35
市净率 (P/B)	4.02	3.74	3.44	3.12	2.79
EV/EBITDA	14.79	22.73	20.88	17.19	13.96

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1. 京新药业：业绩稳增长的一体化医药企业	4
1.1. 公司简介.....	4
1.2. 公司业绩持续增长.....	4
2. 瑞舒伐他汀：主力大品种稳定增长	6
2.1. 降血脂药物持续扩容.....	6
2.2. 他汀类药物独占鳌头.....	7
2.3. 瑞舒伐他汀：强效他汀挤占老品种市场.....	8
2.4. 京诺快速增长持续进口替代.....	9
3. 二线产品增长空间大	10
3.1. 地衣芽胞杆菌：医保调为甲类.....	10
3.2. 康复新液：国家保护品种持续推广其他适应症.....	12
3.3. 舍曲林：抗抑郁药保持较快增长.....	13
4. 新产品持续放量在研品种储备丰富	16
4.1. 匹伐他汀：上市较晚的“超级他汀”.....	16
4.2. 左乙拉西坦：主流抗癫痫药物.....	18
4.3. 在研产品储备丰富，精神类产品值得期待.....	19
5. 巨峰科技：医用显示器龙头企业	20
6. 盈利预测与估值	21
6.1. 营收预测.....	21
6.2. 估值和投资建议.....	22
7. 风险提示	23
7.1. 产品降价导致毛利率低于预期.....	23
7.2. 产品推广弱于预期.....	23
7.3. 期间费用快速上涨.....	23

图表目录

图表 1：京新药业控股股权结构和子公司情况.....	4
图表 2：京新药业历史变革情况.....	5
图表 3：公司各业务占比情况.....	5
图表 4：公司 2010 年以来营业收入情况.....	6
图表 5：公司 2010 年以来净利润情况.....	6
图表 6：国内降血脂药物市场规模情况.....	7
图表 7：2016 年国内降血脂药各类别市场份额情况.....	8
图表 8：他汀类降低 LDC-C 水平 30%-40%所需剂量（标准剂量）.....	8
图表 9：瑞舒伐他汀样本医院销售额.....	9
图表 10：瑞舒伐他汀样本医院占降脂药份额变化.....	9
图表 11：京诺 2012-2016 年销售额（亿元）.....	9
图表 12：瑞舒伐他汀 2016 年样本医院市场格局.....	9
图表 13：样本医院微生物制剂市场规模情况.....	10
图表 14：地衣芽胞杆菌样本医院销售额（亿元）.....	11
图表 15：2016 年微生物制剂样本医院市场格局.....	11
图表 16：公司地衣芽胞杆菌样本医院销售额（元）.....	11
图表 17：公司样本医院地衣芽胞杆菌市场份额.....	11
图表 18：国内消化性溃疡用药市场规模（亿元）.....	12
图表 19：消化性溃疡用药其中中药销售额（亿元）.....	12

图表 20: 公司 2012-2016 年康复新液销售额 (亿元)	13
图表 21: 主要抗抑郁药品种列表	14
图表 22: 2011-2016 年国内样本医院抗抑郁药市场情况 (亿元)	14
图表 23: 2016 年样本医院抗抑郁各品种竞争格局.....	15
图表 24: 2011-2016 年样本医院舍曲林市场规模.....	15
图表 25: 2016 样本医院舍曲林生产企业竞争格局.....	16
图表 26: 2012-2016 年样本医院“唯他停”销售额	16
图表 27: 2012-2016 年样本医院匹伐他汀销售情况.....	17
图表 28: 2016 年样本医院匹伐他汀企业竞争格局情况	17
图表 29: 2012- 2016 样本医院抗癫痫药市场情况	18
图表 30: 2012-2016 样本医院左乙拉西坦市场规模.....	18
图表 31: 2016 年样本医院左乙拉西坦企业竞争格局情况.....	19
图表 32: 公司主要在研品种情况列表.....	19
图表 33: 2014-2016 年公司研发投入情况	19
图表 34: 医用影像显示流程图.....	20
图表 35: 巨峰显示主要产品列示	21
图表 36: 巨峰显示近几年经营情况 (单位: 百万)	21
图表 37: 公司核心制剂产品预测情况.....	22
图表 38: 公司各类别收入预测情况	22
图表 39: 可比公司估值情况 (截止到 2017 年 11 月 02 日)	23
图表 40: 财务预测摘要	24

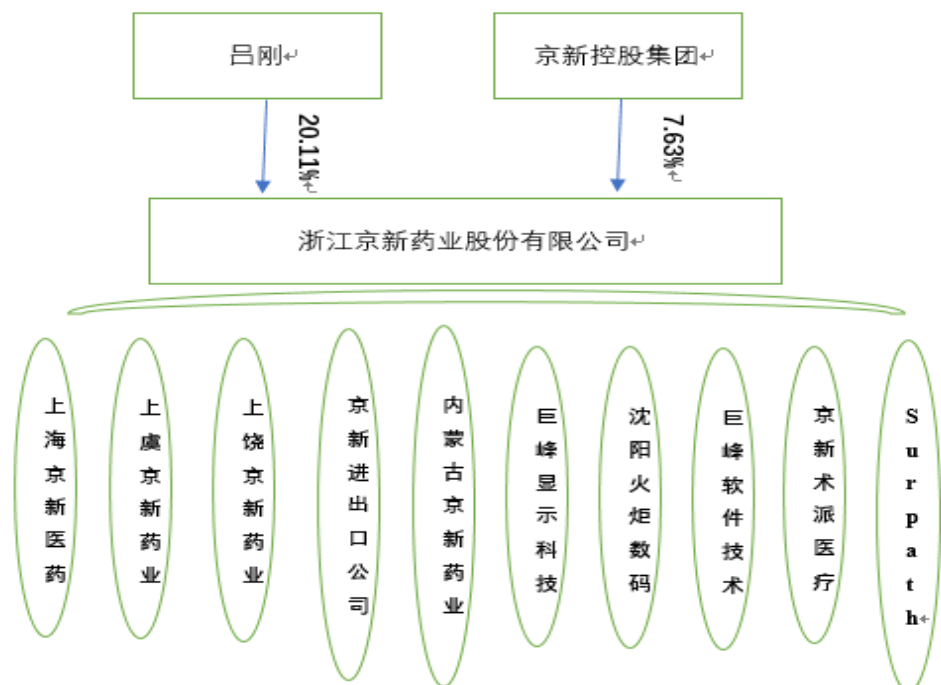
1. 京新药业：业绩稳增长的一体化医药企业

1.1. 公司简介

公司是一家集研发、生产、销售于一体的优秀医药上市公司。分设新昌总部和杭州总部，拥有五个生产基地，分别为新昌的制剂生产基地、上虞和江西上饶的原料药生产基地、内蒙古巴彦淖尔的中药生产基地、深圳的医疗器械生产基地。公司产品分药品和医疗器械两大类：其中制剂产品的治疗领域主要集中在心脑血管、消化道和精神神经类；喹诺酮类原料药重点产品左旋氧氟沙星产销量全球第一；医疗器械主要是医用显示器产品。

公司的实际控制人是吕刚，截止到2017年8月非公开增发完毕后，直接持有公司20.11%股份，并且通过京新控股集团有限公司间接控股7.63%股份，合计总共持有27.74%股份。根据公司2017年半年报数据，公司拥有10家子公司和2家联营企业，其中较为重要的为上虞京新和上饶京新两个原料药企业和内蒙古京新（中药）以及巨峰科技（医疗器械）。

图表 1：京新药业控股股权结构和子公司情况



来源：公司公告、国联证券研究所

1.2. 公司业绩持续增长

公司上市之初主要以喹诺酮原料药业务为主，中间经历停产事件，之后通过制剂

主打产品瑞舒伐他汀和一系列外延收购补充品种后,目前已经形成了以制剂业务为主的一体化企业。

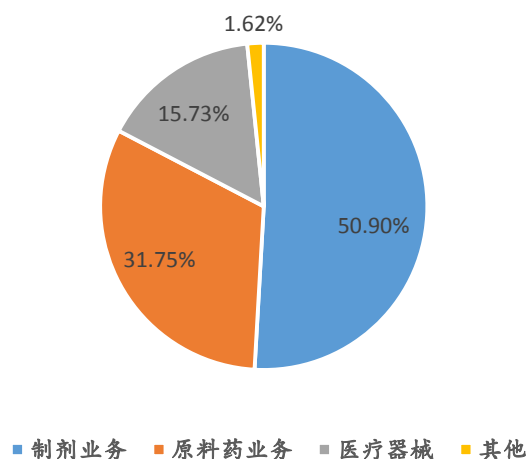
图表 2: 京新药业历史变革情况

时间	公司变化情况
2004 年上市	喹诺酮原料药龙头企业
2005 年	原料厂停产
2007 年	收购内蒙古德默富方泰药业
2009 年	瑞舒伐他汀上市
2011 年	收购北京顺达四海生物药业
2013 年	匹伐他汀分散片和左乙拉西坦上市
2013 年	产业基金收购广东益和堂制药有限公司
2015 年	收购巨烽显示科技(医疗专用显示设备生产和销售业务)

来源: 公司公告、国联证券研究所

2017 年上半年公司制剂收入为 5.08 亿元, 占总体收入的 50.90%; 原料药收入 3.17 亿元, 占比 31.76%; 医疗器械收入 1.57 亿元, 占总体收入 15.73%。从近几年构成可以看出制剂业务占比持续提升, 从 2010 年的 32.8% 一路提高至 2017 年 H1 的 50.90%。受益于制剂的高毛利, 公司综合毛利率也随之持续提高, 使得公司净利润增速表现较好。

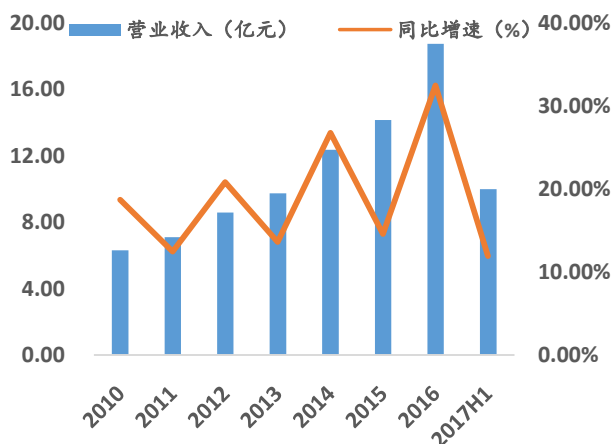
图表 3: 公司各业务占比情况



来源: 公司公告、国联证券研究所

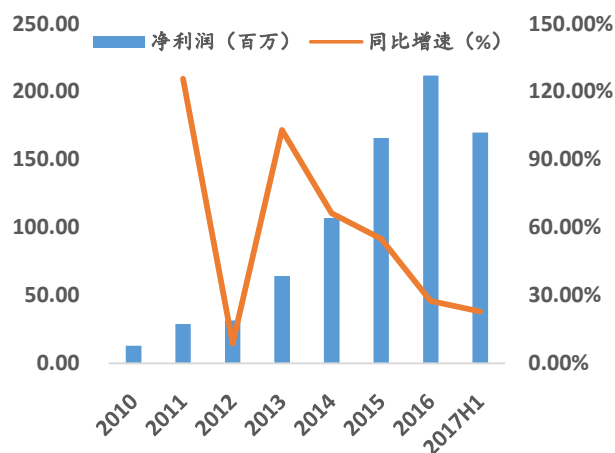
受益于业务结构的调整, 公司近年来业绩持续增长。2017 年上半年公司实现营业收入 9.98 亿元, 同比增长 11.94%; 实现净利润 1.70 亿元, 同比增长 22.91%。考虑到核心制剂产品需求稳定增长和制剂占收入的大部分, 我们预计未来收入有望持续保持两位数增长, 而受益于盈利能力提升, 净利润增速则有望高于收入增速。

图表 4：公司 2010 年以来营业收入情况



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 5：公司 2010 年以来净利润情况



来源：公司公告、国联证券研究所

2. 瑞舒伐他汀：主力大品种稳定增长

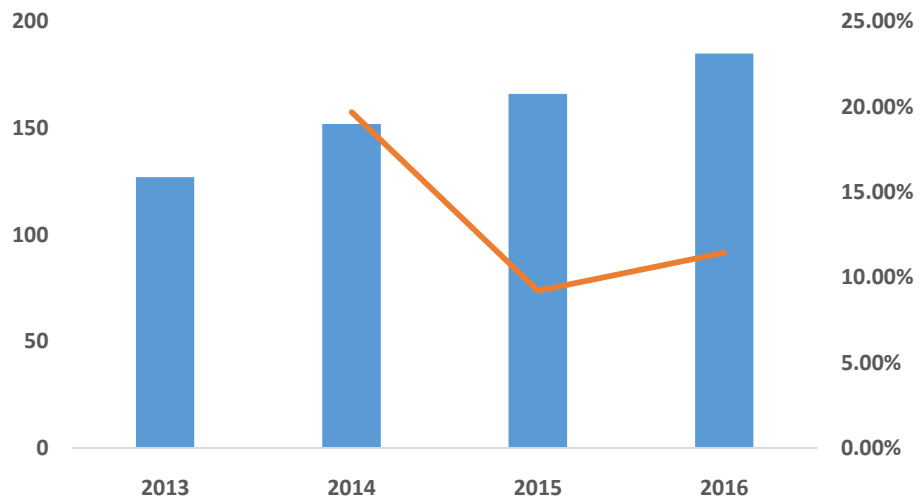
2.1. 降血脂药物持续扩容

高血脂症是由于脂肪代谢或运转异常使血浆一种或多种脂质高于正常，脂质不溶或微溶于水必须与蛋白质结合以脂蛋白形式存在，因此，高脂血症常为高脂蛋白血症，表现为高胆固醇血症、高甘油三酯血症或两者兼有，临床上分为两类：①原发性，与先天性和遗传有关，由于单基因或多基因缺陷，属遗传性脂代谢紊乱疾病；②继发性，常见于代谢性紊乱疾病（糖尿病、高血压、甲状腺功能低下等），或与其他因素如年龄、饮酒、季节、精神紧张等有关。而降血脂药则是指能降低血浆甘油三酯或降低血浆胆固醇的药物。就其主要降血脂功能可分为降总胆固醇、主要降总胆固醇兼降甘油三酯、降甘油三酯、主要降甘油三酯兼降总胆固醇四大类。

而根据国家卫计委 2015 年初发布的《中国居民营养与慢性病调查报告》显示，2012 年中国成人血脂异常患病率 40.40%，比较 2002 年的患病率水平出现大幅度增加，其中高胆固醇血症患病率 4.9%，高甘油三酯血症的患病率 13.1%，低高密度脂蛋白胆固醇血症的患病率 33.9%。而目前，高胆固醇血症无论是知晓率、治疗率，还是达标率，都比较低。目前农村高胆固醇血症的知晓率仅为 8.3%。城市也不过 13.7%。而《中国成人血脂异常防治指南（2016 年修订版）》认为，低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）或胆固醇升高为特点的血脂异常，是动脉粥样硬化性心血管疾病重要的危险因素；无论采取何种药物或措施，只要能使血低密度脂蛋白胆固醇下降，就可稳定、延缓或消退动脉粥样硬化病变，并能显著减少这些致死致残性疾病的发生率、致残率和死亡率。

因此尽管近年来我国成人血脂异常患者的知晓率和治疗率虽有提高,但仍处于较低水平,我们认为随着知晓率和治疗率的上升和整体防治工作的有效推进,国内降血脂药物市场规模有望持续增长扩容。根据中康 CMH 数据显示,2016 年全国降血脂用药总规模达 185 亿元(医院和零售数据),同比增长 11.4%,2013-2016 年复合增长率为 13.36%,我们预计未来几年降血脂药物增速有望维持 10%左右。

图表 6: 国内降血脂药物市场规模情况



来源: CMH 数据、国联证券研究所

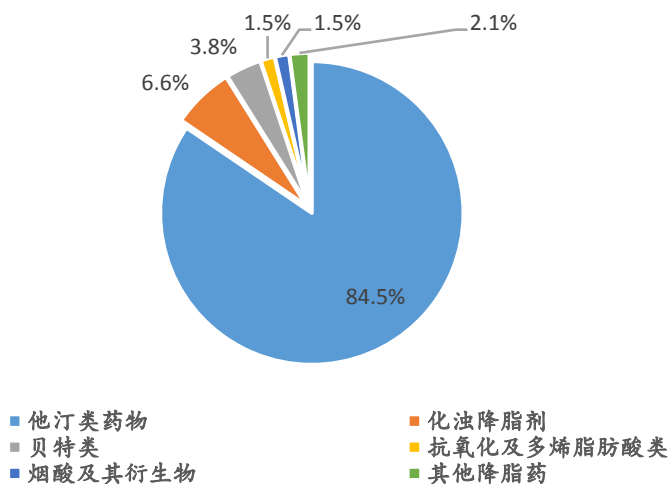
2.2. 他汀类药物独占鳌头

他汀类药物是羟甲基戊二酰辅酶 A (HMG-CoA) 还原酶抑制剂, 此类药物通过竞争性抑制内源性胆固醇合成限速酶还原酶, 阻断细胞内羟甲戊酸代谢途径, 使细胞内胆固醇合成减少, 从而反馈性刺激细胞膜表面(主要为肝细胞)低密度脂蛋白受体数量和活性增加、使血清胆固醇清除增加、水平降低。他汀类药物还可抑制肝脏合成载脂蛋白 B-100, 从而减少富含甘油三酯 AV、脂蛋白的合成和分泌。随着全球第一个他汀类药物洛伐他汀获美国 FDA 批准(1987 年)上市以来, 他汀类药物迅速成为防治高胆固醇血症和动脉粥样硬化疾病的首选药物。另外最新公布的《中国成人血脂异常防治指南(2016 年修订版)》里面也进一步肯定了他汀类的作用和地位, 指南上显示近 20 年来, 多项大规模临床试验结果一致显示, 他汀类药物在 ASCVD 一级和二级预防中均能显著降低心血管事件(包括心肌梗死、冠心病死亡和缺血性卒中等)危险。为了调脂达标, 临床上应首选他汀类调脂药物(I 类推荐, A 级证据)。

根据 CMH 最新数据, 2016 年他汀类药物国内市场规模为 157 亿, 占总体降血脂药物市场的 84.5%, 远远领先其他降血脂药物, 从 2006 年至今的复合增长率为 16.60%。

我们认为随着整体降血脂药物的持续扩容，他汀类药物凭借首选药物的地位优势有望继续保持稳定增长势头，不过由于新的降脂药物出现增速方面较之前有所降低。

图表 7：2016 年国内降血脂药各类别市场份额情况



来源：CMH 数据、国联证券研究所

2.3. 瑞舒伐他汀：强效他汀挤占老品种市场

根据结构改造的先后顺序，目前已上市的他汀类药物第一代有洛伐他汀、辛伐他汀；第二代有普伐他汀、氟伐他汀；第三代有阿托伐他汀、瑞舒伐他汀及匹伐他汀。由于临床上使用他汀类药物降脂效果应达到 30%-40%，因此下表比较了各品种所需剂量，如图表所示，第三代药物降脂效果较好。

图表 8：他汀类降低 LDC-C 水平 30%-40%所需剂量（标准剂量）

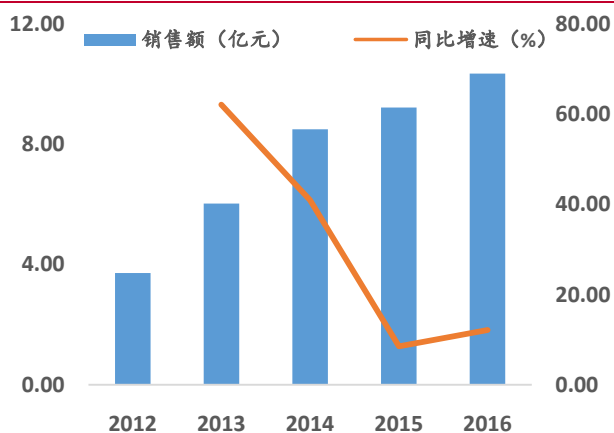
药品名称	剂量 (mg/d)	LDL-C 降低 (%)
洛伐他汀	40	31
辛伐他汀	20-40	35-41
普伐他汀	40	34
氟伐他汀	40-80	25-35
阿托伐他汀	10	30
瑞舒伐他汀	5-10	39-45
匹伐他汀	2-4	38-45

来源：医脉通、国联证券研究所

另外从安全型角度来看，由于水溶性他汀不易进入肝脏外的其他组织，表现为较高的肝选择性和较少的影响平滑肌增殖，因此水溶性药物安全性较高，从各品种来看，只有普伐他汀及瑞舒伐他汀是亲水性药物。综合上述两点来看，我们认为瑞舒伐他汀临床上使用有特定优势，有望持续替代老品种使得市场持续扩容。根据 PDB 数据，样本医院 2016 年瑞舒伐他汀销售金额为 10.35 亿元，同比增长 12.15%，占总体降脂药

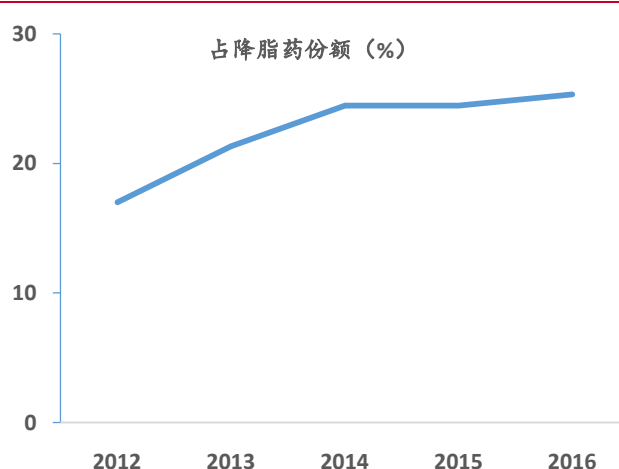
的 25.74%，市场份额持续上升。

图表 9：瑞舒伐他汀样本医院销售额



来源：PDB、国联证券研究所

图表 10：瑞舒伐他汀样本医院占降脂药份额变化

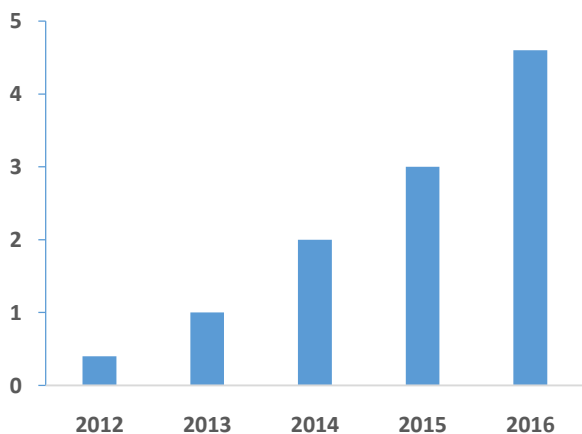


来源：PDB、国联证券研究所

2.4. 京诺快速增长持续进口替代

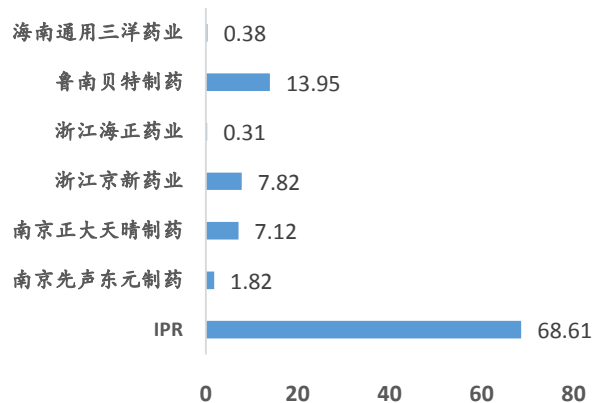
公司 2009 年上市瑞舒伐他汀片剂，商品名为“京诺”。经过几年市场培育和新一轮招标开拓，“京诺”销售额从 2012 年的 4000 万左右快速增长至 2016 年的 4.6 亿左右，年复增长率在 84.41%。根据 2016 年 PDB 数据，样本医院中瑞舒伐他汀竞争格局如下图所示，原研厂家阿斯利康市场份额排第一位，占据 68.61% 份额，鲁南贝特和京新药业排在第二和第三位，市场份额为 13.95% 和 7.82%。我们认为凭借公司他汀类丰富的品种协同优势和瑞舒伐他汀原料/制剂一体化优势以及完成一致性评价后配套的招标政策，公司的“京诺”未来三年有望保持 20% 左右增速水平。

图表 11：京诺 2012-2016 年销售额（亿元）



来源：公司调研信息、国联证券研究所

图表 12：瑞舒伐他汀 2016 年样本医院市场格局



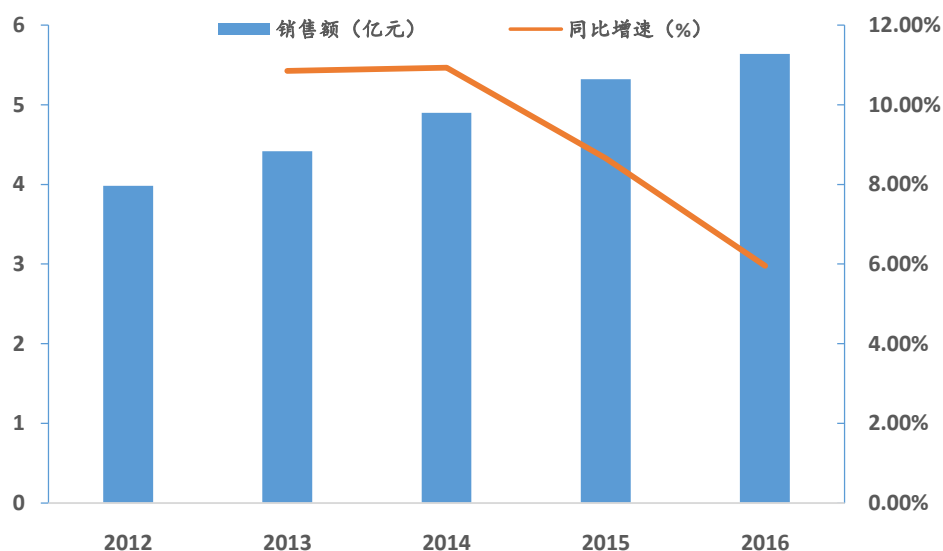
来源：PDB、国联证券研究所

3. 二线产品增长空间大

3.1. 地衣芽胞杆菌：医保调为甲类

地衣芽胞杆菌，是消化道类用药，属生态制剂。作用机制一方面拮抗葡萄球菌、酵母菌等致病菌，另一方面对双歧杆菌、乳酸杆菌和消化链球菌等有益菌促进生长，用于治疗急、慢性肠炎，急性菌痢，肝病引起的腹胀、腹泻，各种原因引起的肠道菌群失调症等。根据 PDB 数据，2016 年生态制剂样本医院市场规模为 5.64 亿元，同比增长 5.95%，2012-2016 年复合增长率为 9.25%。我们认为这几年样本医院增速下滑也有部分零售终端分流原因，考虑到胃肠患者的逐渐增多，预计生态制剂市场规模持续稳定增长，增速保持个位数。

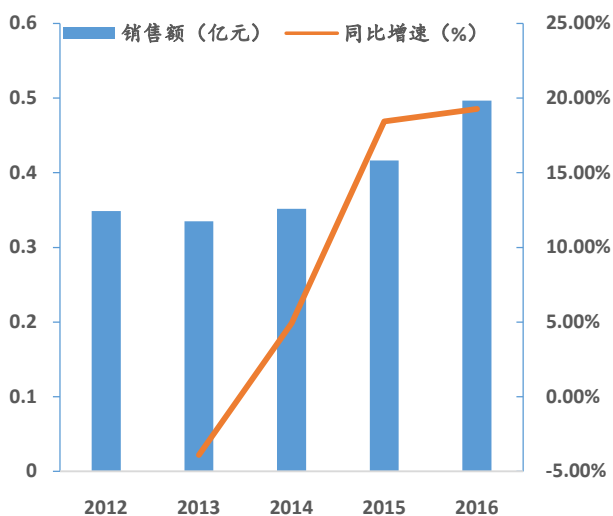
图表 13：样本医院微生物制剂市场规模情况



来源：PDB、国联证券研究所

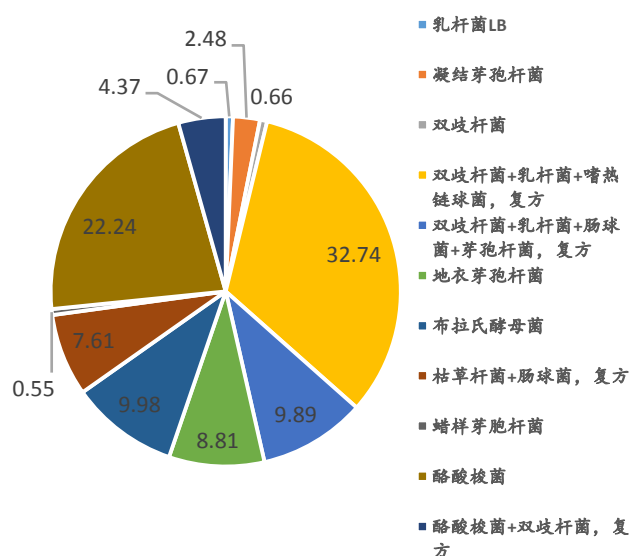
根据 PDB 数据，地衣芽胞杆菌 2016 年样本医院销售额为 4.67 亿元，同比增长 19.28%。在微生物制剂细分领域，2016 年样本医院地衣芽胞杆菌占比 8.81%，而双歧杆菌+乳杆菌+嗜热链球菌复方制剂和酪酸梭菌排在前列。我们认为地衣芽胞杆菌在样本医院市场份额较低主要与生产企业较少，而占优势地位的东北制药 OTC 推广较强有关。根据米内网零售数据监测数据显示，北京、上海、广州、杭州、南京、沈阳及武汉七城市的数据显示，从成人止泻用药市场来看，2013-2015 年整肠生胶囊连锁三年排名均在第一位，其市场份额均在 12% 以上。再加上 2017 年医保目录里面在止泻微生物类别中，仅有地衣芽胞杆菌从医保乙类调整为甲类，因此我们认为地衣芽胞杆菌在细分领域中医院推广具有明显竞争优势，增速有望维持两位数。

图表 14: 地衣芽胞杆菌样本医院销售额 (亿元)



来源: PDB、国联证券研究所

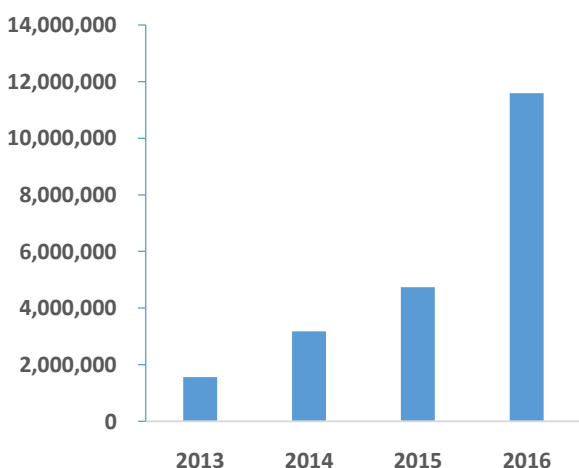
图表 15: 2016 年微生物制剂样本医院市场格局



来源: PDB、国联证券研究所

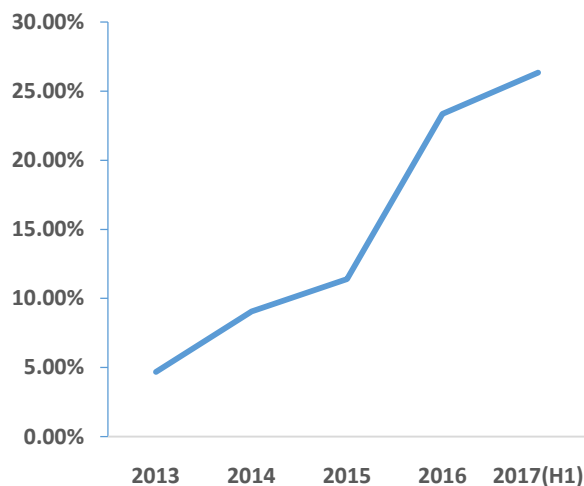
目前地衣芽胞杆菌生产企业仅有东北制药和公司两家, 由于公司是 2011 年收购北京顺达四海生物药业收获该品种, 因此市场份额严重落后于东北制药。根据 PDB 数据, 2017 年 H1 公司市场份额为 23.34%, 不过 2013-2017H1 市场份额连续上升, 反映了公司产品的竞争实力, 我们预计公司产品未来仍将保持快速增长势头, 再考虑到公司 OTC 队伍的建立和推广, 有望达到 5 亿收入规模。

图表 16: 公司地衣芽胞杆菌样本医院销售额 (元)



来源: PDB、国联证券研究所

图表 17: 公司样本医院地衣芽胞杆菌市场份额



来源: PDB、国联证券研究所

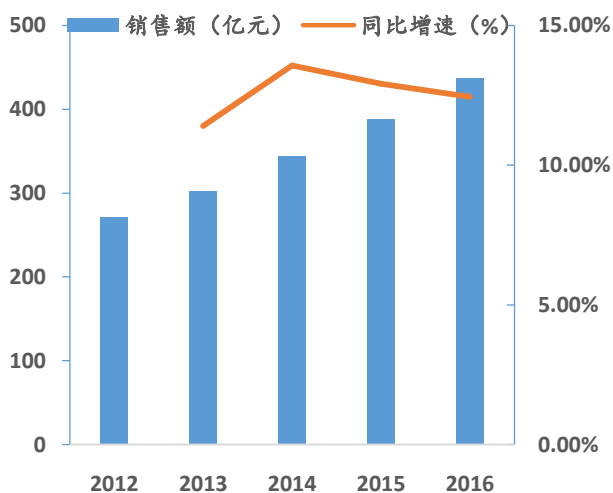
综上所述, 公司的地衣芽胞杆菌近年来市场份额持续上升, 考虑到医保目录调整为甲类和中标省份的持续增加, 再加上 OTC 渠道的持续推广, 未来有望保持快速增长势头, 成长为 5 亿的大品种。

3.2. 康复新液：国家保护品种持续推广其他适应症

康复新液是国家中药保护品种，具有提高人体免疫力，加快人体创面愈合的速度，显著缩短创面修复时间、提高创面修复质量、消除炎症水肿等作用。治疗领域非常广泛，可用于消化科、口腔科、整形科、外科、儿科、妇科、肿瘤科等，公司目前临床推广主要用于消化性溃疡。

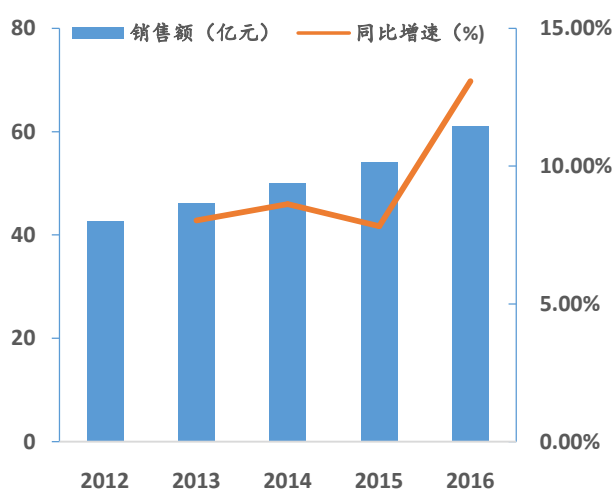
根据广州标点数据，2016 年我国消化性溃疡用药销售额为 436.94 亿元，同比增长 12.45%，2012-2016 年复合增长率为 12.58%。其中中药用药销售额为 61.11 亿元，同比增长 13.08%，2012-2016 年复合增长率为 9.37%，占总体用药份额的 13.99%。我们认为随着生活节奏加快和工作压力以及饮食不规律等，消化性溃疡用药需求稳定增加，中药用药有望保持 10% 左右增速。

图表 18：国内消化性溃疡用药市场规模（亿元）



来源：广州标点、国联证券研究所

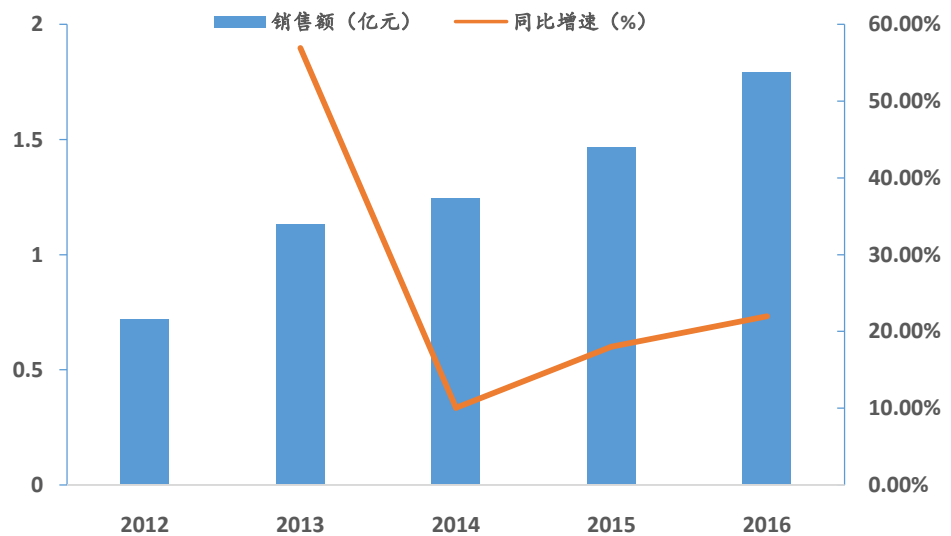
图表 19：消化性溃疡用药其中中药销售额（亿元）



来源：广州标点、国联证券研究所

根据中国药品注册数据库数据，目前康复新液的生产企业共有四家，分别为四川好医生攀西药业有限责任公司、湖南科伦制药有限公司和昆明赛诺制药有限公司以及京新药业。其中四川好医生市场份额最大，科伦次之，公司目前排在第三位，份额在 18% 左右。公司份额较低主要与中标价低于其他企业有关，我们认为随着同品种同规格价格有望趋同，价格有望较好维护，再加上公司产品其他适应症如口腔、皮肤和术后愈合等的推广，未来销售额有望达到 5 亿。根据 IMS 数据，2016 年公司康复新液销售额为 1.79 亿元，预计今年销售额超过 2 亿元，未来三年有望保持 20% 以上增速。

图表 20：公司 2012-2016 年康复新液销售额（亿元）



来源：IMS、国联证券研究所

综上所述，随着适应科室的不断推广，凭借良好的疗效和销售推广，公司的康复新液有望保持 20% 以上增速，今年销售额有望超过 2 亿元，未来有望成长为 5 亿的大品种。

3.3. 舍曲林：抗抑郁药保持较快增长

抗抑郁药 (antidepressive drugs) 是指一组主要用来治疗以情绪抑郁为突出症状的精神疾病的精神药物。与兴奋药不同之处为只能使抑郁病人的抑郁症状消除，而不能使正常人的情绪提高。抗抑郁药于 20 世纪 50 年代问世，在此前抑郁性疾病并无合适的药物治疗手段，常仰仗电休克治疗。

异丙胍是上世纪 50 年代问世的第一个抗抑郁药物。异丙胍原是一种抗结核药，因有多说、多动、失眠和欣快感等中枢兴奋作用，1957 年试用于抑郁病人并获得成功。这些药物曾一度广为应用，不久因陆续出现与某些食物和药物相互作用，引起高血压危象、急性黄色肝萎缩等严惩不良反应而被淘汰。紧接单胺氧化酶抑制剂之后的另一类抗抑郁药，是以丙咪嗪为代表的三环类药物，经大量，双盲安慰剂对照研究证实能改善抑郁心境，从而取代单胺氧化酶抑制剂，一跃成为抑郁症治疗的首选药，垄断抗抑郁药市场长达 30 年之久。三环类抗抑郁药共有产品 10 余种，我国除丙咪嗪外还有阿米替林、多虑平和氯丙咪嗪。不过由于该药物可以阻断多种递质受体，因此造成诸多不良反应，如阻滞乙酰胆碱 M 受体，可能出现口干、视力模糊、窦性心动过速、便秘、记忆功能障碍等；阻滞肾上腺素 α_1 受体，可能出现加强哌唑嗪的降压作用、头昏、反射性心动过速等。因此目前临床上使用较多的是选择性 5-HT 再摄取抑制药

(SSRI)，本类药物从 20 世纪 70 年代开始研制，已开发有数十种，临床常用的有氟西汀、帕罗西汀、舍曲林、氟伏沙明、西酞普兰等。

图表 21：主要抗抑郁药品种列表

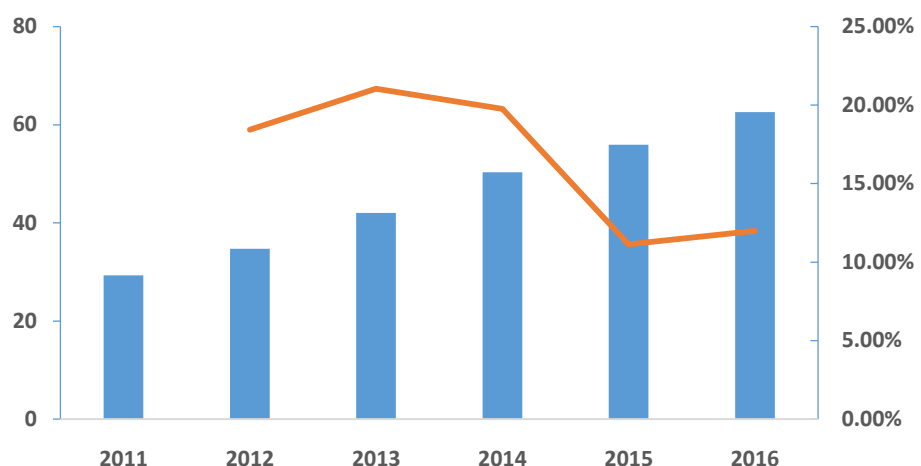
种类	上市时间	代表品种	不良反应
单胺氧化酶类	上世纪 50 年代	苯乙肼、超苯环丙胺	高血压危象及中毒性肝损害
三环类	上世纪 60 年代	丙咪嗪、氯丙咪嗪、阿米替林	抗胆碱能作用；心血管副作用
四环类	上世纪 70 年代	麦普替林、米安舍林	皮疹较多见，心脏的毒性较小，偶尔也有癫痫发作
新型抗抑郁药	上世纪 80 年代	西酞普兰、帕罗西汀、舍曲林和氟西汀等	副反应较小，治疗数周后消失

来源：公开资料整理、国联证券研究所

抗抑郁药市场空间巨大。根据世界卫生组织的报告，抑郁症已经是目前全球第四大疾病负担，预计到 2020 年抑郁症将成为仅次于心血管病的第二大疾病；而到 2030 年，抑郁障碍更将成为中国疾病负担位居第一的疾病。而就目前国内的情况来看，根据官方的估计，抑郁症人群总数在 9000 万人左右，占总人口的 7% 左右，已经是目前全球抑郁症患病人数最多的国家。

根据南方医药所数据，2016 年国内抗抑郁药市场规模为 62.6 亿元，同比增长 11.99%，2011-2016 年复合增长率为 16.4%。

图表 22：2011-2016 年国内样本医院抗抑郁药市场情况（亿元）

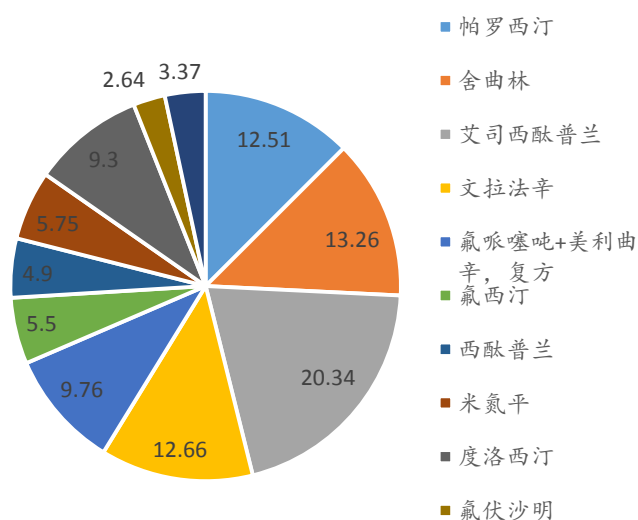


来源：南方医药所、国联证券研究所

考虑到国内患者人数随着生活和工作压力加大逐渐增多，再加上目前就诊率仅为 10% 左右，抗抑郁药市场空间巨大，未来有望保持两位数增长势头。从抗抑郁药各品种占比来看，根据 PDB 数据，样本医院 2016 年艾司西酞普兰占据第一位，占比 20.34%，

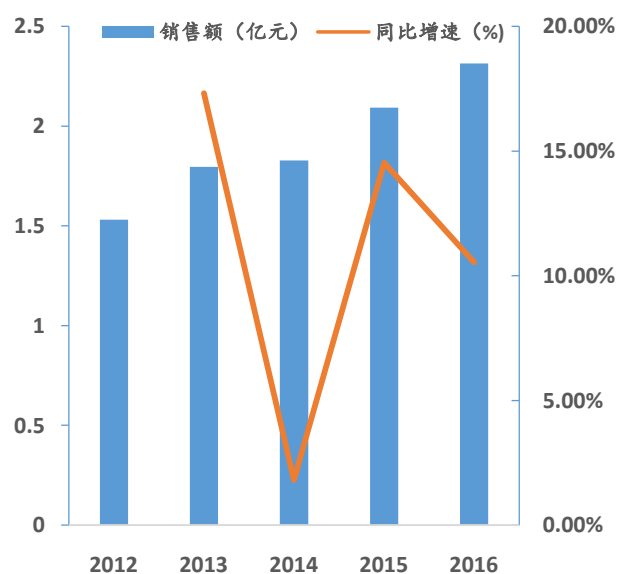
舍曲林次之，占比为 13.26%。舍曲林原研厂家是辉瑞制药，1996 年进入中国市场。根据 PDB 数据，2016 年样本医院销售额为 2.31 亿，同比增长 10.54%，根据样本医院放大预计全国市场规模在 8 亿元左右。作为抗抑郁药临川一线用药品种，我们认为舍曲林有望随着抗抑郁药市场规模的扩容而稳定增长。

图表 23：2016 年样本医院抗抑郁各品种竞争格局



来源：PDB、国联证券研究所

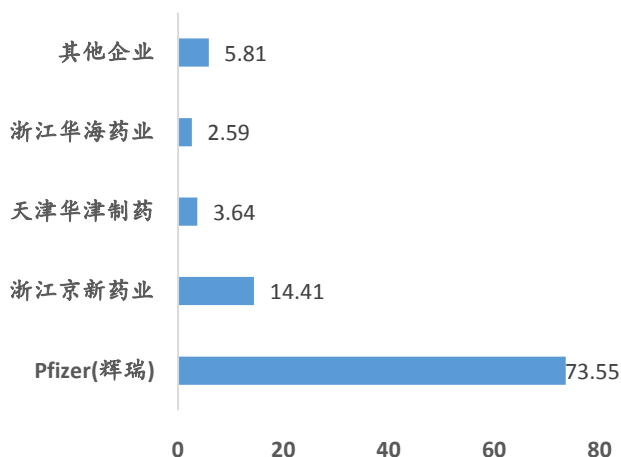
图表 24：2011-2016 年样本医院舍曲林市场规模



来源：PDB、国联证券研究所

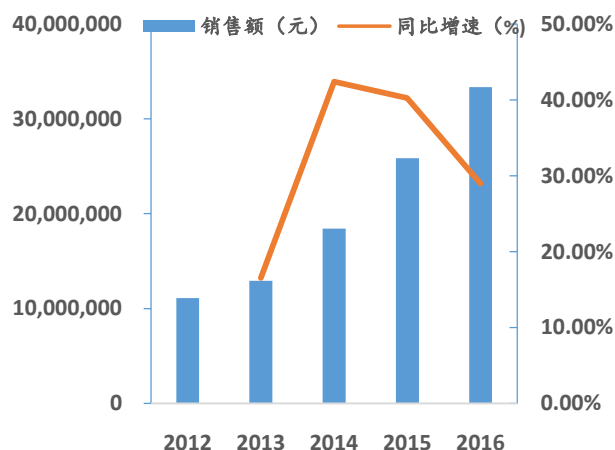
京新“唯他停”是国内首仿，一致性评价有望改善竞争格局。根据 PDB 数据，2016 年样本医院舍曲林销售企业共有 17 家企业，其中辉瑞作为原研药占据绝对优势份额，占比为 73.55%，京新药业排在第二，占比为 14.41%。我们认为公司产品占据第二市场地位，一方面与公司产品是国内首仿有关，另一方面分散片国内仅有京新药业和好博药业拥有，而好博药业 2016 年市场份额仅为 0.02%，因此“唯他停”有望继续保持优势地位。根据 PDB 数据，2016 年京新药业销售额为 0.33 亿元，同比增长 28.98%，2012-2016 年复合增长率为 31.64%，预计整体规模在 8000 万左右。从增速来看，2014-2015 年明显提速，主要与公司该产品由精神专科医院向综合医院市场开拓有关。我们认为凭借公司产品的竞争实力和一致性评价国内通过三家的原则，随着细分市场的持续扩容，公司市场份额有望进一步提高，“唯他停”有望继续快速增长势头。

图表 25：2016 样本医院舍曲林生产企业竞争格局



来源：PDB、国联证券研究所

图表 26：2012-2016 年样本医院“唯他停”销售额



来源：PDB、国联证券研究所

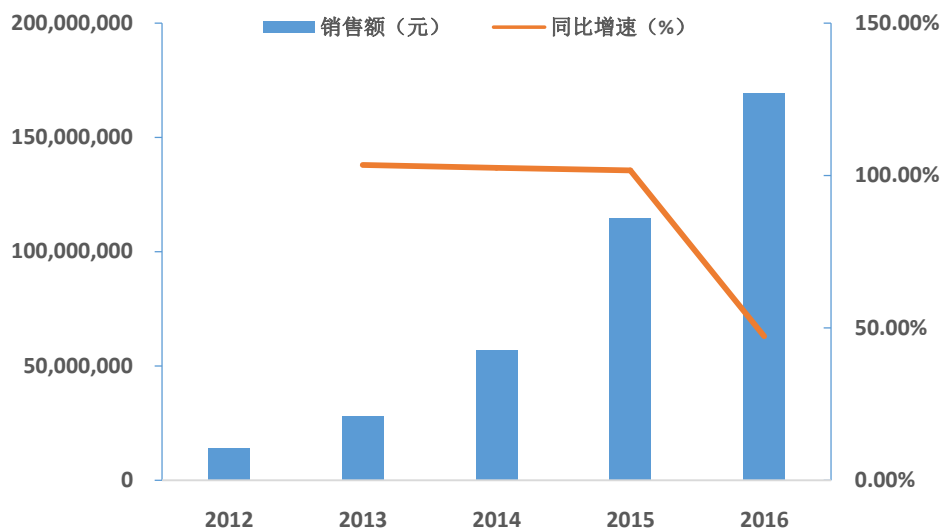
综上所述，受益于抑郁患者的增多和诊疗率的提高，抗抑郁药有望维持两位数增速。而舍曲林作为临床一线用药品种，市场空间巨大。而公司作为首仿企业，再加上一致性评价进展顺利，我们认为该产品有望保持快速增长势头。

4. 新产品持续放量 在研品种储备丰富

4.1. 匹伐他汀：上市较晚的“超级他汀”

2003 年 8 月，匹伐他汀在日本开发上市，商品名为 Livalo。2008 年，华润双鹤药业率先在国内获得了匹伐他汀片剂新药证书和生产许可证，商品名为“冠爽”。2008 年 9 月 28 日，日本兴和 (Kowa) 公司的匹伐他汀在中国获得进口药品注册证，以“力清之”为商品名投入中国市场。2009 年，美国 FDA 批准日本兴和公司的匹伐他汀上市。2011 年日本兴和与美国礼来公司达成交易，合作促销匹伐他汀在美国上市。尽管匹伐他汀能够更有效地抑制 HMG-CoA 还原酶，从而抑制胆固醇的产生，并在很大程度上有助于消除低密度胆固醇和降低血浆胆固醇水平，但是由于生产企业推广力度不大，再加上没有进入 09 年医保目录，因此匹伐他汀整体规模并不大。根据 PDB 数据，2016 年样本医院中匹伐他汀销售额为 1.69 亿元，同比增长 47.31%，2012-2016 年复合增长率为 87.05%。我们认为之前由于基数小增速保持高速增长，2016 年增速有所下滑，不过由于该产品在 2017 年新进医保目录，凭借超级他汀的临床效果，有望继续保持快速增长势头。

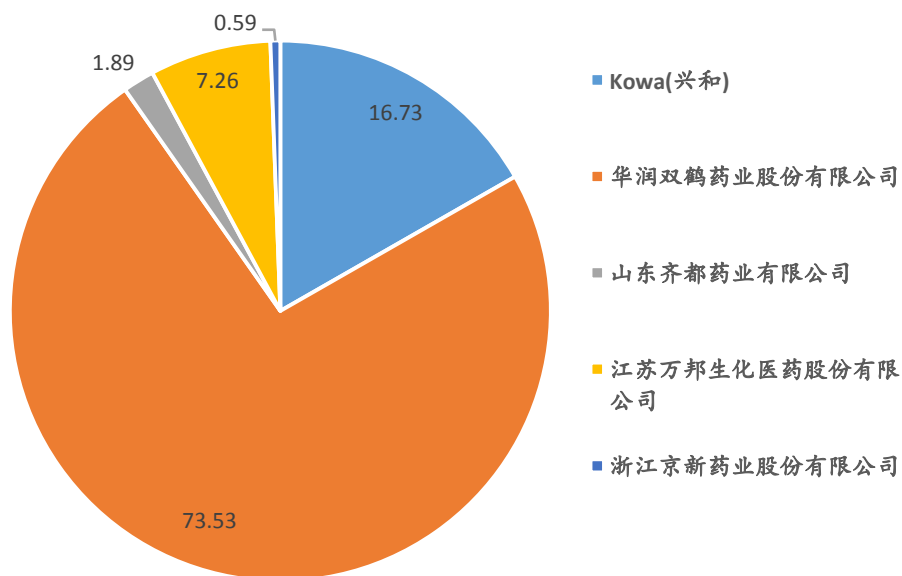
图表 27：2012-2016 年样本医院匹伐他汀销售情况



来源：PDB、国联证券研究所

根据 PDB 数据，2016 年样本医院中产生销售的企业有 5 家，包括原研药企兴和制药、双鹤药业和万邦生化以及京新药业、齐都药业。双鹤药业作为首仿企业，占据最大的市场份额，为 73.53%，兴和制药占据第二位，为 16.73%。而京新药业该产品由于 2014 年才上市，目前市场份额仅为 0.59%，样本医院 2016 年销售额仅为 100 多万。不过由于公司分散片是独家剂型，再加上新进入医保和中标省份的增多，预计 2017 年整体销售额在 5000 万左右。我们认为凭借公司他汀类齐全的产品线和销售实力，该产品有望持续放量，持续快速增长。

图表 28：2016 年样本医院匹伐他汀企业竞争格局情况



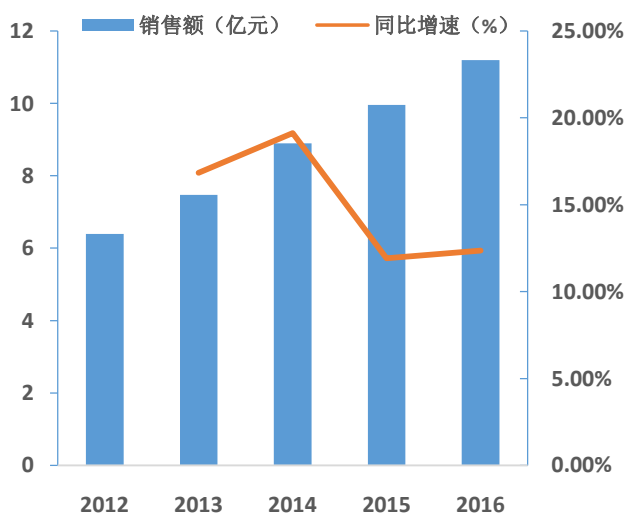
来源：PDB、国联证券研究所

4.2. 左乙拉西坦：主流抗癫痫药物

左乙拉西坦是一种吡咯烷酮衍生物，属于抗癫痫药，用于成人及4岁以上儿童癫痫患者部分性发作的加用治疗。左乙拉西坦是由比利时UCB公司开发研制的，2006年11月获得SFDA批准进口中国。左乙拉西坦治疗指数高，可作为广谱抗癫痫治疗药物，不良反应轻微，耐受性好，是新一类抗癫痫药的代 表，是目前美国癫痫治疗中应用最多的新型抗癫痫药物，在癫痫治疗领域具有广阔的应用前景。根据PDB数据，2016年抗癫痫药样本医院销售额为11.19亿元，同比增长12.37%。我们认为基于庞大的癫痫病患者人数和逐步提高的诊疗率，抗癫痫药物规模有望稳步增长。

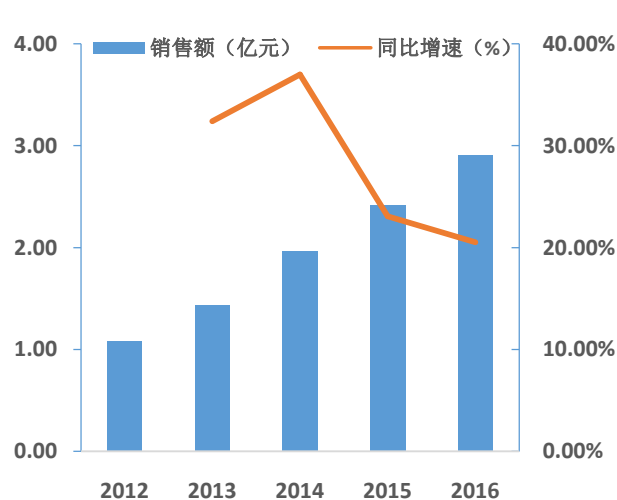
根据PDB数据，2016年样本医院中抗癫痫药物里面左乙拉西坦市场份额排在第二，仅次于丙戊酸钠，市场份额为31.65%。2016年样本医院中左乙拉西坦销售额为2.91亿元，同比增长20.53%，年复合增长率为28.07%，近5年来一直以高于细分行业增速增长，我们认为凭借左乙拉西坦的临床优势整体市场有望维持两位数增长态势。

图表 29：2012-2016 样本医院抗癫痫药市场情况



来源：PDB、国联证券研究所

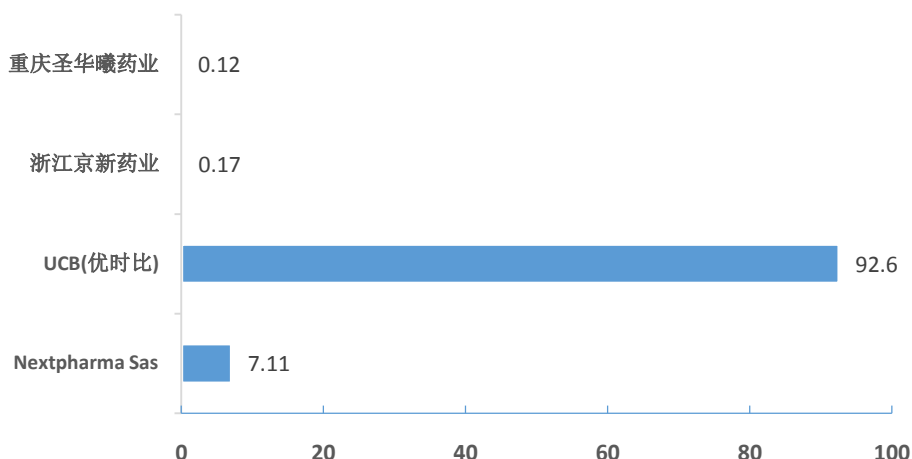
图表 30：2012-2016 样本医院左乙拉西坦市场规模



来源：PDB、国联证券研究所

市场竞争格局方面，根据PDB数据，2016年样本医院中有销售的企业有4家，包括UCB、Nextpharma Sas和京新药业以及重庆圣华曦药业，另外获批的还有信立泰和珠海联邦制药。其中UCB公司2016年样本医院市场份额为92.60%，占据绝对优势，而公司产品2014年获批，2016年生产销售，样本医院销售额仅为50.88万元，占比0.17%。不过我们认为随着公司产品的逐步放量 and 价格优势以及首批获批的国内企业，有望持续进口优势态势，预计2017年销售额达到1000万左右，未来三年有望在小基数上高速增长。

图表 31：2016 年样本医院左乙拉西坦企业竞争格局情况



来源：PDB、国联证券研究所

4.3. 在研产品储备丰富，精神类产品值得期待

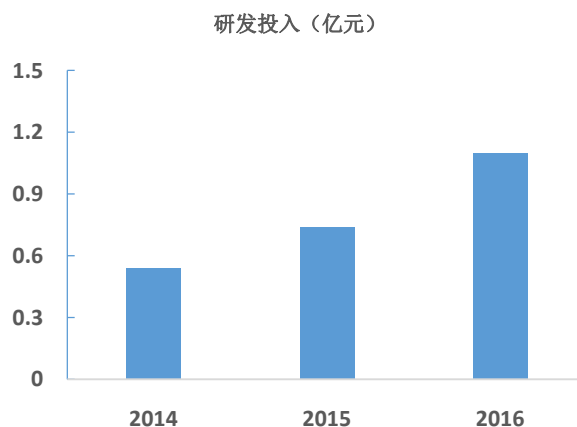
公司高度重视科技研发创新，位于新昌总部和上海张江的研究院是国家级企业技术中心，并设有国家级博士后科研工作站、省级院士专家工作站和省级高新技术企业重点研发中心等，同时在美国宾夕法尼亚州也建有制剂实验室，并和上海医药工业研究院、中国科学院上海有机化学研究所、浙江大学等多家著名科研院所建立了长期密切的技术合作关系。通过多年来的积累，目前在研品种涵盖中枢神经、心血管和消化系统等多条产品线，有效扩充了现有产品线，是公司未来业绩增长的有力基石。由于中枢神经领域空间巨大，因此公司近期研发进展主要集中在神经领域，其他条线产品进度延后。2016 年公司研发投入为 1.10 亿元，同比增长 48.22%，近三年来公司持续加大研发的投入，同样体现了对研发的重视，这也是公司长期发展的有力保证。

图表 32：公司主要在研品种情况列表

品种	适应症	目前进展
卡巴拉汀	阿耳茨海默型痴呆	已报生产
盐酸美金刚	阿耳茨海默型痴呆	临床试验
帕利哌酮	精神分裂	临床试验
EVT201	失眠	临床试验 ¹¹ 期
P2B001	帕金森综合症	国外临床试验
盐酸安非他酮	抗抑郁	已经获批新适应症
盐酸普拉克索	帕金森综合症	已报生产

来源：SFDA、国联证券研究所

图表 33：2014-2016 年公司研发投入情况

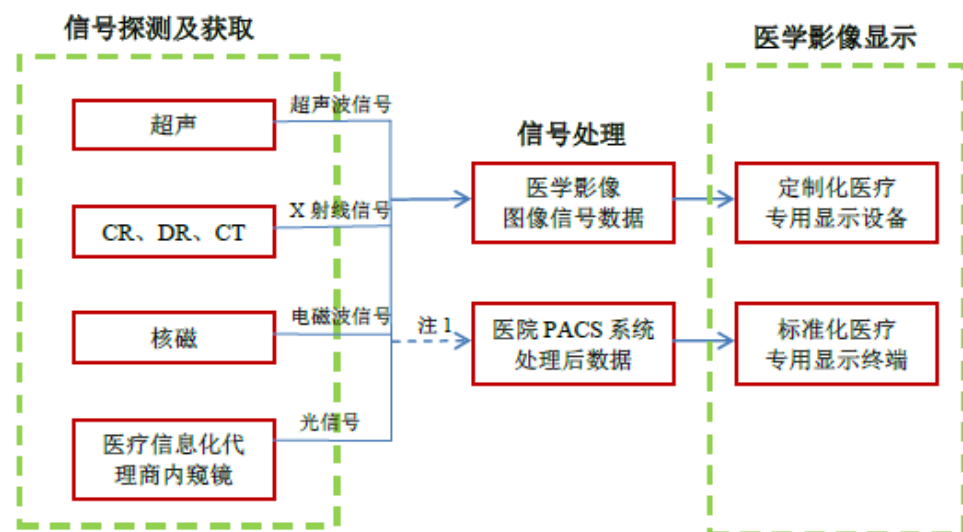


来源：公司公告、国联证券研究所

5. 巨峰科技：医用显示器龙头企业

公司 2015 年以 6.93 亿元收购了深圳市巨峰显示科技有限公司 90% 的股权，进军医疗器械领域。巨峰显示自成立以来专注于从事医疗专用显示器的研发、生产及销售，目前已经形成了定制化产品业务与标准化产品业务并行发展、快速成长的良好局面。医用显示器需要充分解读不同厂家、不同设备获取并处理后的医学影像数据信息，另外避免误诊则需要分辨率、灰阶、一致性、整体性等技术方面具有较强的特殊性，因此相较于普通显示器来讲技术要求更高，专业性更强。我们认为随着政府对新医改的大力推动，信息化程度的持续提高，代表先进技术的医疗影像终端设备需求将持续稳定增长。

图表 34：医用影像显示流程图



来源：公司公告、国联证券研究所

巨峰显示的主要产品包括各类医用显示器，并为医疗设备生产商、医院等客户提供医用显示器从售前研发到售后维护的全过程服务，主要包括定制化医用显示器和标准化医用显示器。其中定制化主要是满足不同厂商各自独特的技术体系和特定要求进行开发，客户包括 GE、Philips、Siemens、日立阿洛卡、联影医疗、迈瑞医疗等国内外知名医疗设备商，这也抓住了目前外资医疗企业由于技术和设备等差距在医用显示器领域占据优势地位的市场机会。而标准化产品则是公司根据积累的经验，紧跟信息化发展的市场机遇，自主开发的可供不同医院独立使用的标准化产品，包括诊断、临床或会诊级医用显示器。具体产品列示如下图：

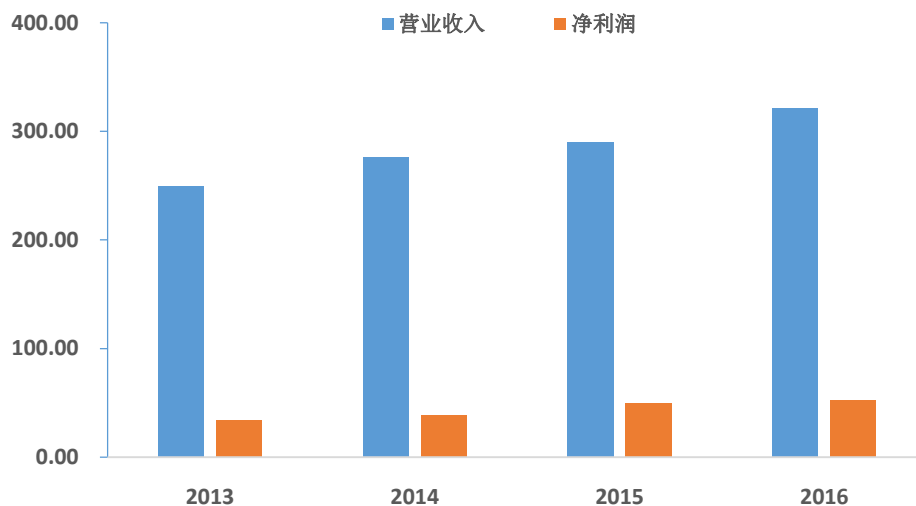
图表 35: 巨峰显示主要产品列示

产品类别	代表性产品
定制化医用显示器	
放射类	2MP/3MP 彩色/灰阶医用显示器; 19 寸彩色/灰阶医用显示器; MRI 专用医用显示器
超声类	8.4 寸-22 寸超声影像医用显示器
内窥与手术类	15/19 寸高清内窥医用显示器; 24/26 寸全高清手术医用显示器; 56 寸 8MP 手术医用显示器
人机界面产品	超声设备多功能操作平台
标准化医用显示器	
诊断级	一体化双屏诊断医用显示器; 灰阶/彩色诊断医用显示器
临床级	多功能临床医用显示器
综合会诊级	84 寸一体化会诊显示中心; 多屏拼接会诊显示中心
内窥手术	55 寸 8MP 手术医用显示器

来源: 公司公告、国联证券研究所

巨峰显示近几年收入和净利润情况如下图所示(2016 年净利润用扣非后净利润数据), 2016 年营业收入 3.21 亿元, 同比增长 10.66%, 扣除非经常性损益后净利润为 5286.47 万元, 与收购时利润承诺有所差距, 主要是新产品投入和加大市场推广所致, 考虑到公司的竞争实力以及历年业绩表现和细分领域空间来看, 公司 2017 年完成业绩承诺可能性较高, 2017 年度的承诺净利润不低于 7605 万元。

图表 36: 巨峰显示近几年经营情况(单位: 百万)



来源: wind、国联证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 营收预测

考虑到现有核心制剂产品的竞争力, 我们预计 2017-2019 年瑞舒伐他汀销售额为

5.43 亿元、6.41 亿元及 7.56 亿元；康复新液销售额为 2.13 亿元、2.73 亿元和 3.41 亿元；地衣芽孢杆菌销售额 0.73 亿元、0.87 亿元和 1.03 亿元；舍曲林的销售额为 1.26 亿元、1.63 亿元和 2.09 亿元。

图表 37：公司核心制剂产品预测情况

主力产品	2015	2016	2017E	2018E	2019E
瑞舒伐他汀片	36500.00	45264.00	54316.80	64093.82	75630.71
增速	62.22%	24.01%	20.00%	18.00%	18.00%
康复新液	13442.00	16400.00	21320.00	27289.60	34112.00
增速	18.00%	22.00%	30.00%	28.00%	25.00%
地衣芽孢杆菌	3823.00	6500.00	7280.00	8736.00	10308.48
增速	30.00%	70.00%	12.00%	20.00%	18.00%
舍曲林	6000.00	9300.00	12555	16321.5	20891.52
增速	45%	55%	35%	30%	28%

来源：公司调研信息整理、国联证券研究所

分类别来看，我们预计公司原料药业务 2017-2019 年营收分别为 6.40 亿元、6.53 亿元、6.20 亿元，增速分别为 7.00%、2.00%和-5.00%。

制剂系列：受益于核心产品稳定增长和新产品放量，预计 2017-2019 年的营收为 11.14 亿、13.59 亿、16.36 亿，增速分别为 19.53%、21.98%和 20.42%。

医疗器械方面，预计 2017-2019 年营收为 4.16 亿、5.07 亿、5.83 亿，增速分别为 30.00%、20.00%和 18.00%。

图表 38：公司各类别收入预测情况

产品类别（百万）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
医药制造收入	1368.12	1529.95	1753.86	2011.54	2256.41
毛利率	51.10%	55.47%	61.90%	62.00%	62.50%
分类别					
成品药	772.00	932.00	1114.00	1358.89	1636.39
增长率	16.89%	20.18%	19.53%	21.98%	20.42%
原料药	575.00	598.00	639.86	652.66	620.02
增长率	4.10%	-5.00%	7.00%	2.00%	-5.00%
医用器械收入	47.58	320.03	416.04	506.93	582.97
增长率		572.61%	30.00%	20.00%	18.00%
毛利率	37.57%	44.11%	44%	44.00%	44.00%
总体收入合计	1415.70	1875.46	2169.90	2518.47	2839.38
成本合计	698.74	864.40	900.58	1048.27	1172.62
综合毛利率	50.64%	53.91%	58.50%	58.38%	58.70%

来源：wind、国联证券研究所

6.2. 估值和投资建议

受益于医药制造整体毛利率的逐步提高,我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.36 元, 0.45 元和 0.57 元, 对应 11 月 02 日收盘价 12.10 元, 市盈率分别是 34 倍、27 倍和 21 倍, 相较而言公司目前估值水平略低, 另外我们看好公司制剂业务的持续增长和新产品的推广以及一致性评价的受益空间, 再加上前期公司刚完成研发平台的定增, 11.21 的增发价为股价提供了充足的安全边际, 维持“推荐”评级。

公司核心制剂产品竞争优势明显, 作为优质的品牌企业, 长期看好公司的发展, 参照可比公司估值, 我们认为 2018 年合理 PE 应该在 35 倍左右, 给予 6 个月目标价为 15.75 元。

图表 39: 可比公司估值情况 (截止到 2017 年 11 月 02 日)

代码	证券简称	股价	每股收益 EPS			市盈率 PE		
			17EPS	18EPS	19EPS	17PE	18PE	19PE
000513.SZ	丽珠集团	68.98	3.66	2.15	2.60	18.82	32.15	26.48
002262.SZ	恩华药业	14.81	0.44	0.50	0.56	33.66	29.62	26.45
002422.SZ	科伦药业	21.46	0.47	0.60	0.80	46.11	35.84	26.85
002773.SZ	康弘药业	63.03	0.96	1.24	1.60	65.91	50.68	39.32
600566.SH	济川药业	39.98	1.51	1.88	2.33	26.52	21.21	17.14
	中位值					38.20	33.90	27.25
002020.SZ	京新药业	12.10	0.36	0.45	0.57	33.72	26.87	21.35

来源: wind、国联证券研究所

7. 风险提示

7.1. 产品降价导致毛利率低于预期

药品集中采购招标导致药品价格降价是长期趋势, 如果公司产品出现较大降幅, 可能导致毛利率下滑使得整体毛利率不达预期。

7.2. 产品推广弱于预期

公司核心产品市场推广由于竞争压力慢于预期, 将使得增速低于预期, 影响公司业绩。

7.3. 期间费用快速上涨

由于新产品的陆续上市和核心产品市场开拓, 可能导致销售费用过快增长, 而研发费用和人员成本上升可能导致管理费用提高, 因此导致公司业绩不达预期。

图表 40：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	330.90	147.34	216.99	251.85	526.28	营业收入	1,415.70	1,875.46	2,169.90	2,518.47	2,839.38
应收账款+票据	347.54	397.66	415.06	434.86	444.34	营业成本	698.74	864.40	900.58	1,048.27	1,172.62
预付账款	13.23	14.96	25.00	20.00	18.00	营业税金及附加	13.92	27.25	32.33	37.78	42.59
存货	251.88	253.86	300.00	320.00	330.00	营业费用	363.44	501.78	629.27	717.76	780.83
其他	380.35	631.26	700.12	780.00	840.00	管理费用	176.95	240.73	303.79	327.40	354.92
流动资产合计	1,323.88	1,445.08	1,657.17	1,806.71	2,158.62	财务费用	-7.47	0.02	6.78	4.84	-1.12
长期股权投资	58.12	114.44	114.44	114.44	114.44	资产减值损失	2.26	13.64	2.00	0.00	0.00
固定资产	603.32	613.98	745.73	790.68	835.35	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	61.11	91.42	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-0.03	-2.16	0.00	0.00	0.00
无形资产	190.58	174.39	149.20	124.02	98.84	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	576.35	714.62	773.46	769.02	703.59	营业利润	167.83	225.48	295.15	382.42	489.54
非流动资产合计	1,489.48	1,708.85	1,782.84	1,798.17	1,752.22	营业外净收益	28.87	29.82	21.62	14.62	9.62
资产总计	2,939.89	3,290.63	3,440.01	3,604.87	3,910.84	利润总额	196.70	255.31	316.77	397.04	499.16
短期借款	51.84	200.00	247.18	74.86	0.00	所得税	30.08	38.58	47.52	59.56	74.87
应付账款+票据	316.15	317.00	320.00	360.00	378.00	净利润	166.62	216.73	269.26	337.49	424.28
其他	184.20	209.84	230.00	256.00	278.00	少数股东损益	0.57	4.78	5.12	6.00	7.00
流动负债合计	552.19	726.84	797.18	690.86	656.00	归属于母公司净利润	166.04	211.95	264.14	331.49	417.28
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.67	0.69	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.67	0.69	0.00	0.00	0.00	营业收入	14.59%	32.48%	15.70%	16.06%	12.74%
负债合计	552.86	727.53	797.18	690.86	656.00	EBIT	53.70%	34.45%	28.14%	23.16%	23.20%
少数股东权益	43.62	45.39	50.51	56.51	63.51	EBITDA	44.66%	34.76%	24.92%	19.04%	19.54%
股本	319.59	639.18	736.12	736.12	736.12	归属于母公司净利润	66.41%	27.64%	24.63%	25.50%	25.88%
资本公积	1,528.00	1,208.42	1,111.48	1,111.48	1,111.48	获利能力					
留存收益	369.29	533.42	744.73	1,009.92	1,343.74	毛利率	50.64%	53.91%	58.50%	58.38%	58.70%
股东权益合计	2,260.50	2,426.40	2,642.83	2,914.02	3,254.84	净利率	11.77%	11.56%	12.41%	13.40%	14.94%
负债和股东权益总计	2,939.89	3,290.63	3,440.01	3,604.87	3,910.84	ROE	7.49%	8.90%	10.19%	11.60%	13.08%
						ROIC	12.17%	9.52%	10.64%	12.55%	15.22%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债	19.65%	23.07%	23.17%	19.16%	16.77%
净利润	149.80	208.45	250.88	325.06	416.11	流动比率	2.40	1.99	2.08	2.62	3.29
折旧摊销	63.79	86.55	99.85	105.28	110.98	速动比率	1.25	0.77	0.82	1.02	1.51
财务费用	3.63	4.83	12.78	8.84	0.88	营运能力					
存货减少	-73.42	-2.85	-46.14	-20.00	-10.00	应收账款周转率	4.35	5.04	5.64	6.24	6.89
营运资金变动	7.82	-56.21	-73.14	-28.68	-27.48	存货周转率	2.77	3.41	3.00	3.28	3.55
其它	-8.96	10.07	1.31	0.00	0.00	总资产周转率	0.50	0.59	0.63	0.70	0.73
经营活动现金流	142.64	250.84	245.54	390.50	490.50	每股指标(元)					
资本支出	114.31	95.26	100.57	108.61	114.04	每股收益	0.23	0.29	0.36	0.45	0.57
长期投资	689.91	879.27	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.19	0.34	0.33	0.53	0.67
其他	487.77	550.78	-56.90	0.43	57.18	每股净资产	3.01	3.23	3.52	3.88	4.34
投资活动现金流	-316.45	-423.75	-157.46	-108.18	-56.86	估值比率					
债权融资	6.68	141.80	47.18	-172.32	-74.86	市盈率	53.64	42.03	33.72	26.87	21.35
股权融资	279.47	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	4.02	3.74	3.44	3.12	2.79
其他	-58.06	-53.29	-65.61	-75.14	-84.34	EV/EBITDA	14.79	22.73	20.88	17.19	13.96
筹资活动现金流	228.09	88.51	-18.43	-247.46	-159.20	EV/EBIT	19.73	30.38	27.20	21.65	17.05
现金净增加额	58.10	-80.95	69.65	34.86	274.43						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064