

评级：买入(首次)

市场价格：14.60

目标价格：20.91-23.37

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师：池陈森

执业证书编号：S0740517020003

Email: chics@r.qlzq.com.cn

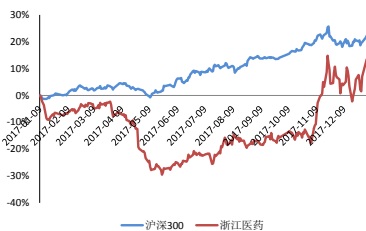
联系人：祝嘉琦

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	966
流通股本(百万股)	947
市价(元)	14.60
市值(百万元)	14,104
流通市值(百万元)	13,826

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4496.66	5279.20	5768.31	7327.97	7322.02
增长率 yoy%	-6.95%	17.40%	9.26%	27.04%	-0.08%
净利润	161.80	450.10	413.07	1183.65	909.05
增长率 yoy%	-4.68%	178.18%	-8.23%	186.55%	-23.20%
每股收益(元)	0.17	0.47	0.43	1.23	0.94
每股现金流量	0.11	0.35	0.74	1.17	1.29
净资产收益率	2.45%	6.45%	5.55%	13.93%	10.05%
P/E	86.88	31.23	34.03	11.88	15.46
PEG	-18.58	0.18	-4.14	0.06	-0.67
P/B	2.13	2.01	1.89	1.65	1.55

备注：

### 投资要点

- 区别于市场的观点：制剂出口、创新药再估值，VE、VA 涨价能兑现利润。
- 公司处在医药制造业务和维生素业务两个大拐点上。回顾公司历史，2011 年内以来每年公司都有 2 亿元左右的研发投入，自 2010 年以来投资建设新厂区，2018 年开始大部分产能有望投入正常生产。公司的累计研发投入(超过 15 亿)和净资产(约 70 亿)在同市值水平医药企业中都是最领先的。随着制剂出口、创新药逐渐步入兑现期，医药制造业务有望迎来大拐点。VE 经历多年震荡下降后价格出现反弹，VA 价格持续大涨、新产能 2018 年投放，其他小品种产能 2018 年也将开始释放，维生素业务也迎来大拐点。未来维生素板块将提供良好现金流，制剂出口和创新药有望提供很大业绩弹性。
- 维生素业绩弹性大：VE、VA 价格大涨，新产能投放增大利润弹性。公司 VE 产能约 40000 吨(粉)，位于全球前列，VE 价格多年震荡下行后迎来反弹，带动 VE 产品盈利能力提升。VE(粉)价格每上涨 10 元/公斤，增厚公司毛利 3.5 亿元。近期 VA 价格大幅上涨，公司 5000 吨(粉)新产能有望 2018 年初投产，未来几年产能有望逐步提升。我们预计 2018 年 VA 产能约 3000 吨，价格每上涨 100 元/公斤，增厚公司毛利 3 亿元。公司 VD3、β-胡萝卜素等小品种维生素产能，2018 年也有望投产，贡献部分利润弹性。
- 制剂出口：稀缺的 505(b)(2) 高端制剂出口平台，首个品种有望 2018 年上市。505(b)(2) 申请途径可获得较长市场独占期，为企业带来丰厚利润，是制剂出口的最高级形式。公司的“无菌喷雾干燥”技术平台全球领先，在该技术平台下产品有望以 505(b)(2) 方式切入美国市场，未来每年有望申报 1-2 个品种。前期申报的万古霉素及达托霉素注射剂审评进展顺利，其中万古霉素有望 2018 年上市。我们预计万古霉素、达托霉素若顺利获批，峰值利润贡献分别有望达到 0.2 亿、0.7 亿美元。
- 创新药：已上市全球首个无氟喹诺酮产品，奈诺沙星潜力市场空间超 20 亿。公司首个 1.1 类新药苹果酸奈诺沙星胶囊 2016 年已获批上市，2018 年注射剂有望获批。奈诺沙星是全球首个无氟喹诺酮类药物，相较现有氟喹诺酮具有明显优势。随着氟喹诺酮受到“黑框警告”，无氟喹诺酮迎来推广机遇。喹诺酮类抗生素 2016 年公立医疗机构市场已达 66 亿元，每年 10% 的增长；奈诺沙星有创新药和高定价两大优势，潜力市场空间超 20 亿。公司抗生素领域销售能力突出，现有重点品种市占率均位列市场前二，有望助力奈诺沙星的上市销售。公司研发持续投入，后续的 Her2-ADC 等创新药产品颇有看点。
- 盈利预测与估值：假设 2017-2019 年 VE 粉的平均成交价格分别为 50 元、70 元、60 元/千克(当前市场报价 125 元/千克)。假设公司 VA 粉 2017-2019 年 VA 粉的销量为 2000 吨、3000 吨、4000 吨，平均成交价格为 200 元、300 元、200 元/千克(当前市场报价 1350 元/千克)。我们预计公司 2017-2019 年营业收入 57.68、73.28、73.22 亿元，同比增长 9.26、27.04%、-0.08%。归母净利润 4.13、11.84 和 9.09 亿元，同比增长 -8.23%、186.55%、-23.20%。按照我们的中性预测，公司 2018 年维生素板块(扣除研发费用等)有望贡献 9 亿左右利润，参考新和成、金达威等企业估值，可以给予 2018 年 13 倍 PE，对应 117 亿市值。2018 年医药制造板块有望贡献约 3 亿左右利润，考虑公司未来有高端制剂出口和创新药等潜在爆发点，给予 2018 年 30 倍 PE，对应 90 亿市值。两个板块合计 207 亿市值。参考可比公司，我们给予公司 2018 年 17-19 倍 PE，对应股价 20.91-23.37 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：维生素产品价格波动的风险、制剂出口产品获批不达预期的风险、新药研发失败的风险；创新药推广不达预期的风险

## 内容目录

本报告特色 .....	- 4 -
区别于市场的观点：制剂出口、创新药再估值，VE、VA 涨价能兑现利润 .....	- 4 -
大宗维生素龙头企业，制剂出口和创新药成为长期看点 .....	- 5 -
维生素龙头企业，逐步向高端制剂转型 .....	- 5 -
2002 年由国企改制为民营，管理机制已经理顺 .....	- 6 -
维生素：VE、VA 价格大涨，VA 等产品新产能有望投产 .....	- 7 -
环保收紧、大厂停产和原料供应紧张引起 VA、VE 价格大涨 .....	- 7 -
VE 产能全球前列，价格持续下行后迎来反弹 .....	- 7 -
VA 价格大涨，新产能有望 2018 年上半年投产 .....	- 8 -
其他小品种维生素产能有望投产，维生素板块继续丰富 .....	- 9 -
制剂出口：稀缺的 505(b)(2) 高端制剂出口平台，首个品种有望 2018 年上市 ..	- 10 -
以高端 505(b)(2) 途径切入美国市场，高端制剂出口平台价值凸显 .....	- 10 -
万古霉素及达托霉素即将步入收获期，美国市场强力空间大 .....	- 11 -
创新药：已上市全球首个无氟喹诺酮产品，奈诺沙星潜力市场空间超 20 亿 ...	- 12 -
首个无氟喹诺酮新药获批上市，用药升级空间大 .....	- 12 -
抗生素制剂销售能力突出，助力创新药上市销售 .....	- 14 -
研发持续投入，后续创新药布局丰富 .....	- 15 -
盈利预测与估值 .....	- 16 -
盈利预测 .....	- 16 -
估值讨论 .....	- 18 -
风险提示 .....	- 19 -

## 图表目录

图表 1：盈利预测关键假设 .....	- 4 -
图表 2：浙江医药主要业务及产品 .....	- 5 -
图表 3：历年固定资产及在建工程情况 .....	- 6 -
图表 4：历年营业收入情况及增速 .....	- 6 -
图表 5：历年净利润情况及增速 .....	- 6 -
图表 6：浙江医药股权结构图 .....	- 7 -
图表 7：VE 价格走势(50%, 粉) .....	- 8 -
图表 8：全球 VE 生产供应格局 .....	- 8 -
图表 9：VA 价格走势 .....	- 9 -
图表 10：VD3 价格走势 .....	- 9 -

图表 11: 美国 FDA 药品申报路径的介绍.....	- 10 -
图表 12: 万古霉素美国 ANDA 批文.....	- 11 -
图表 13: 达托霉素全球销售分析.....	- 12 -
图表 14: 达托霉素美国 ANDA 批文.....	- 12 -
图表 15: 喹诺酮类药物发展历程.....	- 13 -
图表 16: 喹诺酮类用药格局 (放大样本医院) .....	- 13 -
图表 17: 喹诺酮类市场规模及增速 (放大样本医院) .....	- 13 -
图表 18: 喹诺酮类剂型格局 (放大版样本医院) .....	- 14 -
图表 19: 浙江医药主要制剂产品销售分析.....	- 14 -
图表 20: 现有产品销售情况及市场占比.....	- 14 -
图表 21: 历年研发投入分析.....	- 15 -
图表 22: 公司创新药重点研发管线.....	- 16 -
图表 23: 盈利预测关键假设.....	- 16 -
图表 24: 营业收入分板块预测 .....	- 17 -
图表 25: 基于价格的 VE 收入、毛利敏感性分析.....	- 17 -
图表 26: 基于价格和产能的 VA 收入敏感性分析.....	- 17 -
图表 27: 基于价格和产能的 VA 毛利敏感性分析.....	- 18 -
图表 28: 分板块收入、毛利、净利预测.....	- 18 -
图表 29: 可比公司估值 .....	- 18 -
图表 30: 财务数据预测 .....	- 20 -

## 本报告特色

区别于市场的观点：制剂出口、创新药再估值，VE、VA 涨价能兑现利润

### ■ 制剂出口、创新药的实力一直被市场忽略，有望估值重构。

市场对公司的制剂出口及创新药业务并未过多关注，我们认为公司的制剂出口平台价值突出，创新药研发布局良好，整体实力超出市场预期。公司的制剂出口平台以改良型新药（505(b)(2)）方式申报，是最高端的制剂出口形式，18年开始进入收获期。通过“无菌喷雾干燥”技术实现对现有冻干技术的革新，并获准以505(b)(2)途径申报上市，目前已有万古霉素和达托霉素注射剂两个品种申报FDA，首个品种有望18年上半年获批，每年有1-2个新品种申报。“无菌喷雾干燥”能够实现连续化生产，提高成品率，并有效降低成本。该技术突破大规格粉针的生产，为临床增加更加安全、方便的选择，有望替代部分现有小规格产品。“无菌喷雾干燥”技术的平台价值值得期待，公司后续可以通过该技术平台实现一系列的产品创新。

稀缺的1.1类新药奈诺沙星未来潜力市场空间20亿元，公司在高端抗生素领域有实力较强的销售推广队伍，进入产品放量周期。公司首个1.1类新药——苹果酸奈诺沙星胶囊已于2016年上市，对应的注射剂有望2018年上市。奈诺沙星是全球首个新型无氟喹诺酮，实现对现有氟喹诺酮类药物的升级改良，有望实现替代，潜力市场空间20亿元。此外，HER2-ADC和抗肿瘤新药XCCS605B等临床进展良好，产品在持续布局中。

### ■ 过去业绩波动主要由于产品结构及厂房搬迁，维生素产品涨价有望贡献可观利润弹性

市场认为公司近年业绩波动大，维生素涨价带来的利润弹性不大。

我们的观点：公司在2002年已经完成改制，实现私有化，经营管理规范。公司过去几年业绩波动主要由于VE价格在低位，VA、VD3等品种的产能受制于搬迁和环保没有正常释放。随着VA价格大涨且厂房搬迁后产能逐渐释放，VE价格触底反弹后出现大幅上涨，公司维生素板块利润未来有望贡献很大弹性。

图表 1：盈利预测关键假设

	维生素E			维生素A		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
销量(吨)	35000	35000	35000	2000	3000	4000
预计成交均价(元/公斤)	50	70	60	200	300	200
成本(元/公斤)	30	30	30	85	85	85
毛利(百万元)	700	1400	1050	230	645	460
当前市场报价(元/公斤)	125			1350		
利润弹性(每上涨10元/公斤)	3.5亿	3.5亿	3.5亿	0.2亿	0.3亿	0.4亿

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 大宗维生素龙头企业，制剂出口和创新药成为长期看点

### 维生素龙头企业，逐步向高端制剂转型

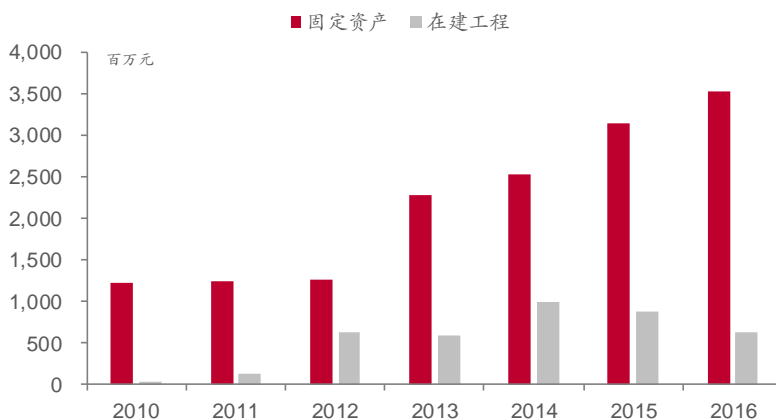
- 以维生素起家，逐步转型高端制剂。**浙江医药以维生素起家，后拓宽业务至特色原料药以及制剂业务。目前，公司已经拥有脂溶性维生素，类维生素，喹诺酮类抗生素，抗耐药抗生素等系列产品。公司主导产品合成 VE、天然 VE、β-胡萝卜素、斑蝥黄素、盐酸万古霉素及替考拉宁等产品居全球前列；制剂产品乳酸左氧氟沙星注射液（商品名“来立信”）、注射用盐酸万古霉素（来可信）、注射用替考拉宁（加立信）在国内市场占有重要地位。此外，公司较早开始布局创新药，并通过技术革新以 505(b)(2) 方式高端地切入美国市场，开展制剂出口业务。

图表 2：浙江医药主要业务及产品

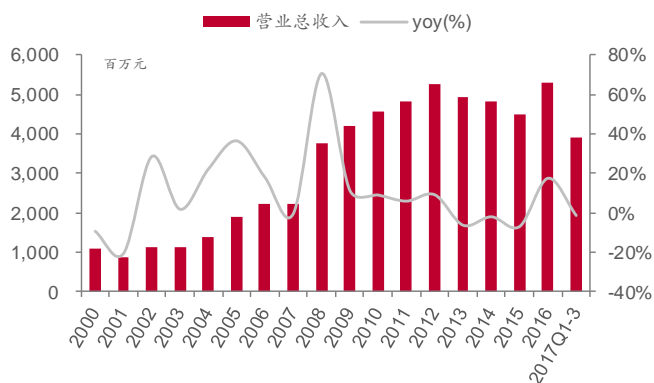
生命营养品	动物营养品	93%维生素E油	饲料添加剂生产许可
		50%维生素E粉	
		维生素A粉（50万单位）	
		维生素A粉（65万单位）	
人类营养品	人类营养品	98%维生素E油	全国工业品生产许可 （食品添加剂）
		天然维生素E琥珀酸酯1185	
		天然维生素E琥珀酸酯1210	
		太捷信（苹果酸奈诺沙星胶囊）	
医药制造类	国内制剂	太捷信（苹果酸奈诺沙星注射液）（待批）	抗感染类药物
		来立信（乳酸左氧氟沙星注射液）	
		来可信（注射用盐酸万古霉素）	
		加立信（注射用替考拉宁）	
	制剂出口	注射用万古霉素（待批）	抗感染类药物
		注射用达托霉素（待批）	
	化学原料药	盐酸万古霉素原料药	抗感染类原料药
		替考拉宁原料药	
		本苄醇	
	保健品	来益天然维生素E	抗疟疾
好心人辅酶Q10			
来益叶黄素咀嚼片			

来源：公司公告，中泰证券研究所

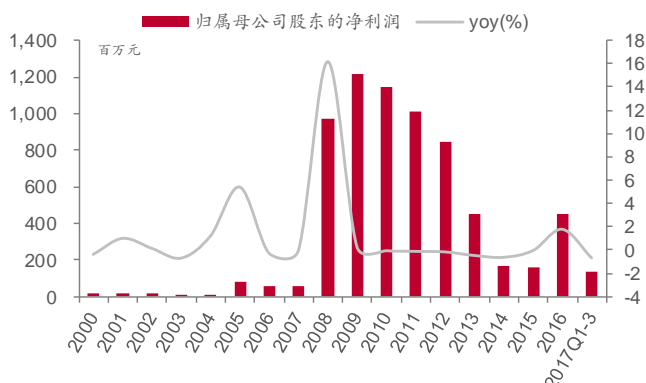
- 过往业绩随维生素价格波动幅度较大，高投入期过去带来业绩拐点。**公司所处维生素行业具有一定周期性，价格波动较大，公司历年业绩随维生素价格波动幅度较大。2008年以来，公司重点产品 VE 价格持续走低，带来利润逐年下行。加之公司 2010 年投资建设新的生产基地，随后转固折旧费用持续增加，影响了短期的业绩。目前，新厂区昌海生物分公司逐步建设完毕，厂房搬迁持续进行中，公司的高投入期正在逐步过去，有望出现业绩拐点。

**图表 3：历年固定资产及在建工程情况**


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：历年营业收入情况及增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

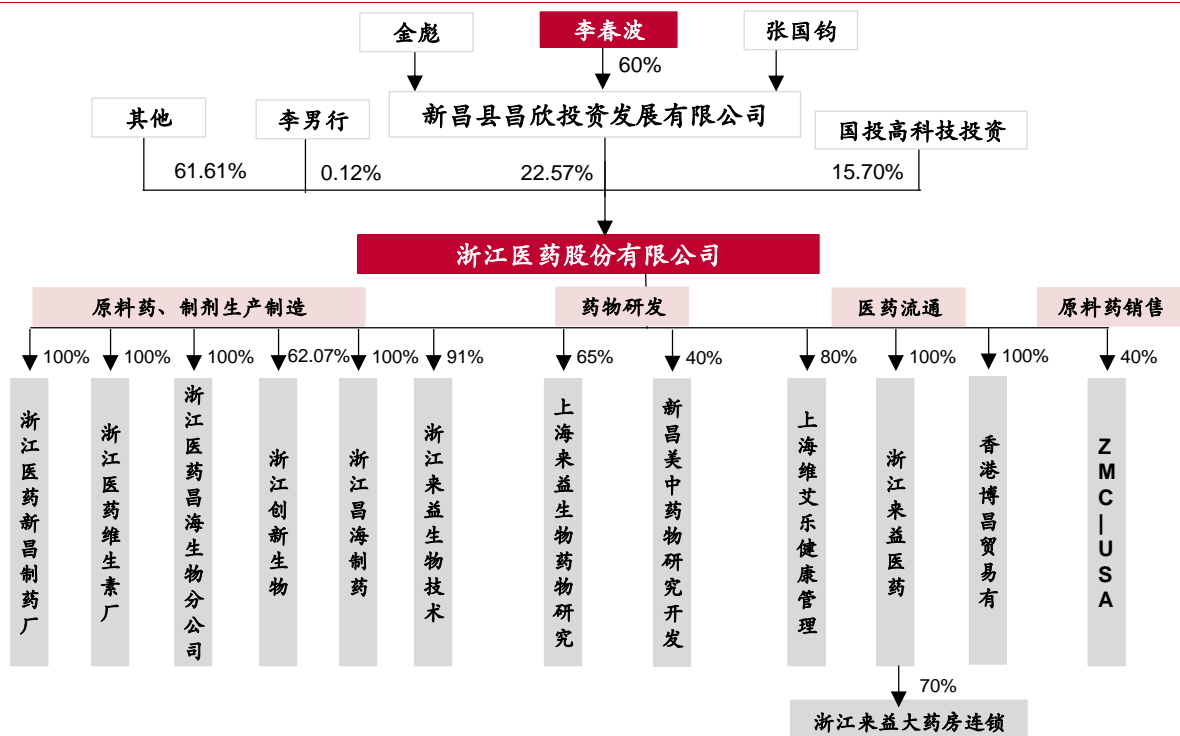
**图表 5：历年净利润情况及增速**


来源：公司公告，中泰证券研究所

### 2002 年由国企改制为民营，管理机制已经理顺

- **由国企改制民营，李春波为公司实际控制人。**2002 年，新昌县财政局将公司原控股股东新昌国有工业总公司股权转让给公司管理层李春波、金彪、张国钧等三人，新昌县国有工业总公司改制为非国有控股的有限责任公司，即为现在的新昌县昌欣投资发展有限公司。公司董事长李春波持有 60% 昌欣投资股权，为公司实际控制人。
- **公司于 2016 年 9 月实施了首期限制性股票激励计划，内部管理效率得到提升。**
- **各子公司业务明确，协同性较强。**公司子公司业务包含药物制造、药物研发、医药流通以及原料药销售等方面，研发、生产和销售业务分工明确，各子公司协同性强，提升管理效率。

图表 6：浙江医药股权结构图



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 维生素：VE、VA 价格大涨，VA 等产品新产能有望投产

### 环保收紧、大厂停产和原料供应紧张引起 VA、VE 价格大涨

- **BASF 柠檬醛工厂爆炸影响 VA、VE 供给。**生产 VA 原料的  $\beta$ -紫罗兰酮的主要原料为柠檬醛，由于 BASF 也采用柠檬醛和丙酮缩合制备 VE 中间体异植物醇，柠檬醛的供应也影响其 VE 供应。目前，全球柠檬醛供应厂商主要为 BASF 和日本可乐丽两大厂家。2017 年 10 月 31 日 BASF 德国柠檬醛工厂发生火灾事故，BASF 对基于柠檬醛和异戊二烯醇的香料产品宣称不可抗力。巴斯夫宣布柠檬醛工厂至少要到 2018 年 3 月才开始恢复生产，考虑到柠檬醛复产后生产 VA、VE 及发货也需要数周至数月时间。VA、VE 涨价时间和幅度有望超预期。公司的柠檬醛由日本进口，目前供应正常，能够满足公司生产的需求。
- **帝斯曼技改影响 VA 的供给。**2017 年 8 月 16 日，帝斯曼在欧洲宣布瑞士 VA 工厂升级改造计划，在 2017 年 10 月开始进行停产，持续约 6~8 周。并于 2018 年下半年，继续深入技改。
- 近年来国内环保的持续收紧，引起 VA、VE 的供给有所收缩，也限制了部分新产能的进入，供需格局有所改善。

### VE 产能全球前列，价格持续下行后迎来反弹

- **VE 产能全球前列，价格持续下行后迎来反弹。**VE 属脂溶性维生素，主

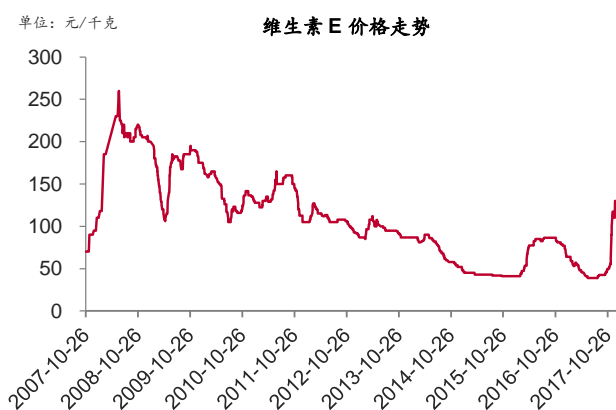
要用于饲料（约 64%），少部分用于医药化妆品及食品饮料。VE 全球产能约 12 万吨，需求 8~9 万吨，帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、新和成占据近 80% 产能，形成寡头垄断。公司 VE（油）产能约 20000 吨，位居全球前列。近几年公司产能稳定，总产能折合 VE（粉）约 40000 吨，部分以油销售，本文测算利润弹性时，以 3.5 万吨 VE 粉测算。

VE 价格自 2008 年以来一直震荡下行，2017 年前三季度价格处于历史低位，最低价格仅 39 元/千克。经历 2016 年上涨后，在 2017 年前三季度出现下跌主要来自于新产能能特科技的潜在冲击。近期，由于新产能并未大幅增加供给，加之巴斯夫工厂发生爆炸后短期无法复产，供给端出现紧缺，VE 价格开始出现较大幅度反弹。考虑工厂的清洗、检测、修复和重启，巴斯夫恢复生产需要时间，VE 价格能够维持一段时间的上涨。

目前 VE 市场报价达到 125 元/公斤，自 2017 年 8 月底部的 39 元/公斤已经上涨 220%。

公司 VE 厂房搬迁已经完成，生产正常，预计有望在这轮涨价中获得可观受益。公司 3.5 万吨 VE 粉，若价格每上涨 10 元/千克，可以增厚毛利 3.5 亿元。

图表 7：VE 价格走势(50%，粉)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 8：全球 VE 生产供应格局

VE 生产厂家	产能（油，吨）
新和成	18,000
浙江医药	20,000
能特科技	20,000
吉林北沙	10,000
北大医药	7,500
巴斯夫	20,000
帝斯曼	25,000
合计	120,500

来源：公司公告，博雅和讯，中泰证券研究所

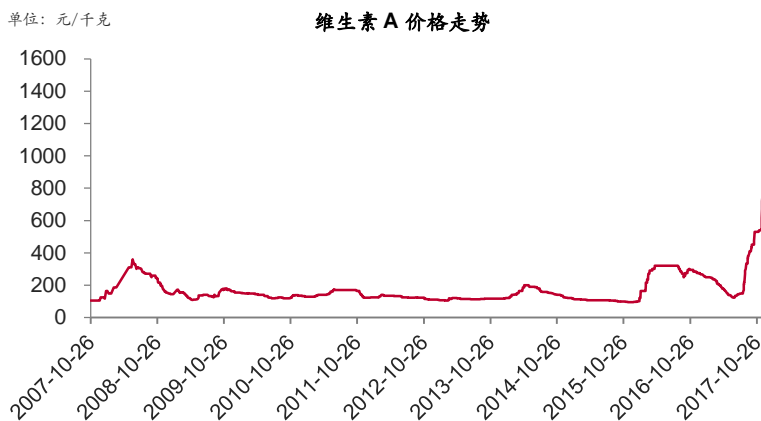
### VA 价格大涨，新产能有望 2018 年上半年投产

- 全球 VA 产能集中在帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、新和成、浙江医药、金达威 6 家生产企业，由于 VA 生产工艺复杂路径长，新进入者很难实现规模效应，目前整体市场格局稳定。
- 2017 年下半年以来，由于环保收紧、大厂停产和原料供应紧张引起 VA、VE 价格大涨。目前 VA 市场报价达到 1350 元/公斤，相比 2017 年 6 月的 125 元/公斤的底部已经上涨了 9800%。
- 公司新产能约 5000 吨（50 万单位 VA 粉），预计 2018 年上半年投产，新产能投产后老产能将逐渐停产，2016 年、2017 年 VA 销量约 2000 多吨，2018 年 VA 产能能够达到 3000 吨-4000 吨。由于全球 VA 粉的供给约 60000 吨，增加的产能对供给影响不大。



- 考虑目前 VA 盈利能力极强，公司 VA 新产能投产后，有望贡献可观利润增量。VA 价格每上涨 100 元/公斤，公司能够增厚毛利 3.5 亿元。

**图表 9: VA 价格走势图**

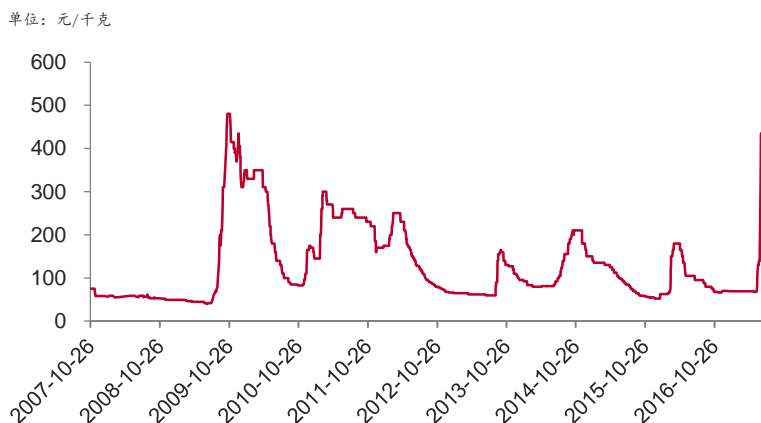


来源：Wind，中泰证券研究所

**其他小品种维生素产能有望投产，维生素板块继续丰富**

- 其他小品种产能有望投产，维生素板块继续丰富。除了主打产品 VE、VA，公司仍有少量小品种维生素产能，包括 VD3、β-胡萝卜素等。公司的 VD3 在 2017 年下半年由于产能搬迁和环保压力已经停止生产，VD3 新产能约 1000 吨，现正在调试中，2018 年上半年有望投产。β-胡萝卜素等品种同样在厂区转移过程中扩建。小品种产能将跟随 VA 新产能在 2018 年实现投产，预计同样能为公司带来部分利润增量。

**图表 10: VD3 价格走势图**



来源：Wind，中泰证券研究所

## 制剂出口：稀缺的 505(b)(2) 高端制剂出口平台，首个品种有望 2018 年上市

以高端 505(b)(2) 途径切入美国市场，高端制剂出口平台价值凸显

- 505(b)(2) 申请途径可获得较长市场独占期，为企业带来丰厚利润**  
 美国药物申请主要有三条途径，其中 505(b)(1) 和 505(b)(2) 为新药申请 (NDA)，505(j) 则为仿制药申请 (ANDA)。505(b)(1) 和 505(b)(2) 主要区别在于“申请中是否包含非申请者开展或申请者无权引用的研究信息”。创新药 (NCE/NME) 一般通过 505(b)(1) 途径申报，505(b)(2) 则更多用于“已获批药物的改变”的上市申请，包括剂型、给药途径、效力、适应症等。
- 505(b)(2) 不需要大量研发投入，且申请风险降低，批准后仍可以获得数年市场独占期，为企业带来可观的利润贡献。**例如，申请者自己开展的临床研究若对审批起到关键性作用，即可获得 3 年的市场独占；NCE、或罕见病、或小儿用药的 505(b)(2) 申请可以得到 5 年独占权。

图表 11：美国 FDA 药品申报路径的介绍

分类	原文	翻译解释
505(b)(1)	an application that contains full reports of investigations of safety and effectiveness.	申请包含完整安全性和有效性研究报告 (NDA, 新药)
505(b)(2)	an application that contains full reports of investigations of safety and effectiveness but where at least some of the information required for approval comes from studies not conducted by or for the applicant and for which the applicant has not obtained a right of reference.	申请包含完整安全性和有效性研究报告，但至少有部分信息来源于非申请者开展或申请者无权引用的研究。 (NDA, 已批准药物的改变：包括适应症、配方、剂型、给药途径、效力、用药方案、处方药/非处方药变更等)
505(j)	an application that contains information to show that the proposed product is identical in active ingredient, dosage form, strength, route of administration, labeling, quality, performance characteristics, and intended use, among other things, to a previously approved product.	申请包含信息证明拟申报药物与参比制剂有着完全相同的活性成分、剂型、规格、给药途径、标签信息、质量、特性和适应症等。(ANDA, 仿制药)

来源：FDA，中泰证券研究所

注：505(b)(2) 还包括另一种申报类型：新化学分子 (NCE) / 新分子实体 (NME)。一般情况下，NCE 通过 505(b)(1) 途径申报，但是当部分申报所用数据不是由申请者开展的试验得来，同时申请者又没有权限引用这些试验原始数据时，就必须通过 505(b)(2) 路径进行申请。大多数情况下 NCE 申请引用数据的来源是发表的文献。505(b)(2) 路径最为常见的还是对已批准药物的改变。

- 无菌喷雾干燥技术全球领先，新工艺平台价值值得期待**  
 公司产品的创新主要来自“无菌喷雾干燥”技术，该技术通过高温喷雾进行干燥，并实现无菌粉体转移及灌装。公司拥有世界上产能最大的无菌喷雾干燥设备，并于 2017 年 1 月接受了美国 FDA 亚洲首次运行前访问 (Pre-operational Visit, POV)。  
**无菌喷雾干燥技术的优势：生产成本大幅降低、能够生产一些冻干技术难以生产的大规格产品。**相较于传统的冷冻干燥技术，该技术能够实现连续生产，提高产能，有效降低成本，并实现大规格粉针的生产。大规格粉针在临床上使用更方便、更安全，在美国有一定市场需求，例如超胖人群以及“分针”的需求，以万古霉素为例，目前大规格粉针约占总销量的 30%，但是由于生产成本高、生产难度较大，在美国市场一直供

应紧张。一部分粉针产品如达托霉素在全球范围内均未突破大规格生产技术，公司的大规格产品若获批，将独占这一片蓝海市场。

“无菌喷雾干燥”技术将成为公司的高端制剂出口技术平台，现有及后续多种粉针剂产品能够通过该平台实现技术创新，有望为公司带来一批 505(b)(2) 产品，新工艺的平台价值值得期待。预计未来每年有望申报 1-2 个 505(b)(2) 产品。

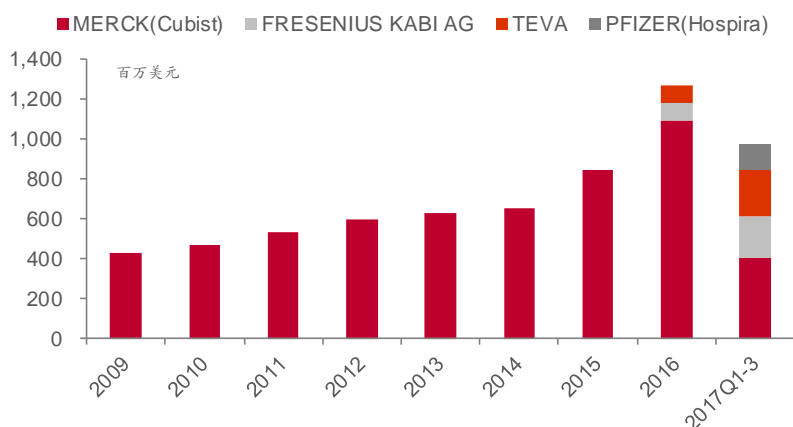
### 万古霉素及达托霉素即将步入收获期，美国市场强力空间大

- 2013 年，FDA 同意公司的万古霉素按照 505(b)(2) 途径申报，随后的 2016 年，达托霉素同样获得 505(b)(2) 申报资格，公司申报的规格包括市场现有小规格以及创新的大规格产品。根据 IMS 数据，2015 年达托霉素全球市场销售额约 14 亿美元，美国市场销售额 12.6 亿美元；万古霉素全球市场规模约 8 亿美元，美国市场约 5 亿美元。万古霉素和达托霉素美国市场空间可观，考虑审评周期，我们预计万古霉素、达托霉素分别于 2018 年、2019 年有望获批上市，获批后有望实现对现有产品的替代。
- 万古霉素在美国已有大规格产品在销售，市场占比约 30%。达托霉素尚未有大规格产品获批，公司产品若获批将成为独家大规格产品。公司的生产成本较传统冻干技术大幅降低，而且原料药自给有成本优势，产品若获批将有很强竞争力。万古霉素目前有 14 家生产厂商，公司凭借成本优势有望抢占 15%-20% 市场份额，考虑降价，销量有望达到 0.7-0.9 亿美元。达托霉素目前共有 6 家厂商，公司有望凭借独家大规格和成本优势抢占 20% 市场份额，考虑降价，销量有望达到 2 亿美元。考虑代理商销售分成，我们预计万古霉素净利率有望达到 25%，达托霉素净利率有望达到 35%，万古霉素、达托霉素的利润贡献有望达到 0.2 亿美元和 0.7 亿美元。

图表 12：万古霉素美国 ANDA 批文

商品名	ANDA 文号	剂型	给药途径	规格	申报企业	获批日期
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A062663	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	FRESENIUS KABI USA LLC	1987/3/17
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A062911	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	HOSPIRA INC	1988/8/4
VANCOCIN HYDROCHLORIDE	N050671	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/100ML	BAXTER HEALTHCARE CORP	1993/4/29
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A065401	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	MUSTAFA NEVZAT ILAC SANAYII AS	2008/6/30
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A065397	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	MYLAN LABORATORIES LTD	2008/12/30
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A090250	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	SANDOZ INC	2010/4/27
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A200837	INJECTABLE	INJECTION	EQ 5GM BASE/VIAL	SAGENT PHARMACEUTICALS INC	2012/8/10
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A202275	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	EMCURE PHARMACEUTICALS LTD	2013/10/31
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A091377	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	XELLIA PHARMACEUTICALS APS	2015/9/9
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A201251	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	TEVA PHARMACEUTICALS USA	2015/12/23
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A204125	INJECTABLE	INJECTION	EQ 5GM BASE/VIAL	CFT PHARMACEUTICALS LLC	2015/12/28
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A091532	POWDER	IV (INFUSION)	EQ 100GM BASE	SAMSON MEDICAL TECHNOLOGIES LLC	2016/1/6
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A205694	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	GLAND PHARMA LTD	2016/1/21
VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	A205780	INJECTABLE	INJECTION	EQ 500MG BASE/VIAL	AUROBINDO PHARMA LTD	2016/3/31

来源：FDA，中泰证券研究所

**图表 13: 达托霉素全球销售分析**


来源: Bloomberg, 中泰证券研究所

**图表 14: 达托霉素美国 ANDA 批文**

商品名	ANDA文号	剂型	给药途径	规格	申报企业	获批时间
CUBICIN	N021572	POWDER	INTRAVENOUS	500MG/VIAL	CUBIST PHARMACEUTICALS LLC	2003/9/12
CUBICIN RF	N021572	POWDER	INTRAVENOUS	500MG/VIAL	CUBIST PHARMACEUTICALS LLC	2016/7/6
DAPTOMYCIN	A202857	POWDER	INTRAVENOUS	500MG/VIAL	HOSPIRA INC	2014/9/12
DAPTOMYCIN	A206005	POWDER	INTRAVENOUS	500MG/VIAL	CRANE PHARMACEUTICALS LLC	2016/1/15
DAPTOMYCIN	A091039	POWDER	INTRAVENOUS	500MG/VIAL	TEVA PARENTERAL MEDICINES INC	2016/3/25
DAPTOMYCIN	N208385	POWDER	INTRAVENOUS	350MG/VIAL	SAGENT PHARMACEUTICALS INC	2017/9/12

来源: FDA, 中泰证券研究所

## 创新药: 已上市全球首个无氟喹诺酮产品, 奈诺沙星潜力市场空间超 20 亿

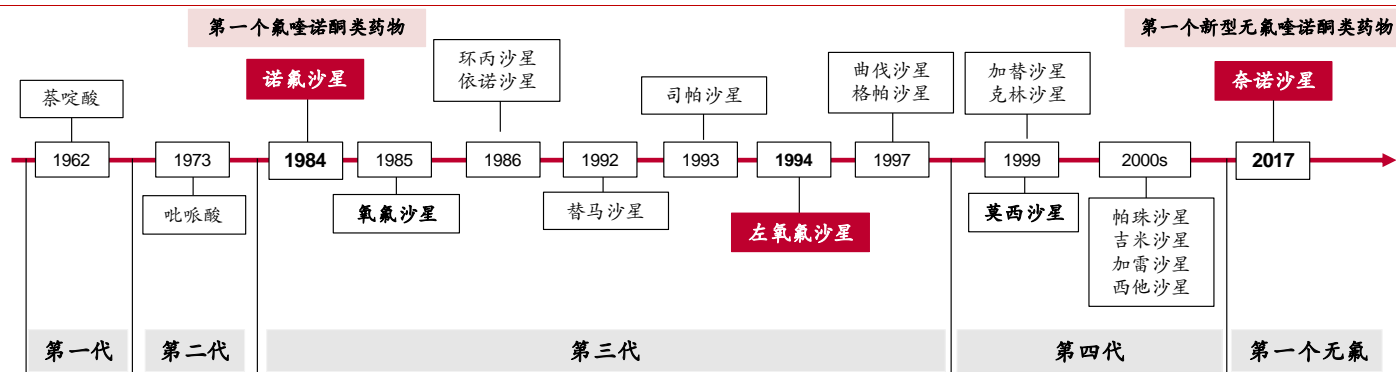
### 首个无氟喹诺酮新药获批上市, 用药升级空间大

#### ■ 首个无氟喹诺酮新药获批上市, 相较现有产品具有明显优势。

2016 年, 公司首个 1.1 类创新药产品苹果酸奈诺沙星原料药及胶囊剂型(太捷信) 获批上市。该产品是首个新型无氟喹诺酮类抗生素, 新产品不仅保留了传统喹诺酮的主要抗菌活性, 还加强了对耐药阳性菌的抗菌活性, 具有良好的药物安全性和极佳的组织穿透力, 不易产生耐药性菌株, 可作为社区获得性肺炎一线用药, 并且具有其他适应症的延展性, 为临床增加新的治疗选择。

**氟喹诺酮受“黑框警告”, 无氟喹诺酮迎来机遇。**2017 年 7 月 5 日, CFDA 发布《总局关于修订全身用氟喹诺酮类药品说明书的公告(2017 年第 79 号)》, 对全身用氟喹诺酮类药物说明书增加黑框警告, 明确警告: 严重不良反应, 包括肌腱炎和肌腱断裂, 周围神经病变, 中枢神经系统的影响和重症肌无力加剧。并在【不良反应】中增加“肌腱病和肌腱断裂”等 10 条内容。氟喹诺酮的临床不良反应, 以及 CFDA 的黑框警告将对医生的临床用药带来直接影响, 首款无氟喹诺酮将迎来机遇。

图表 15: 喹诺酮类药物发展历程

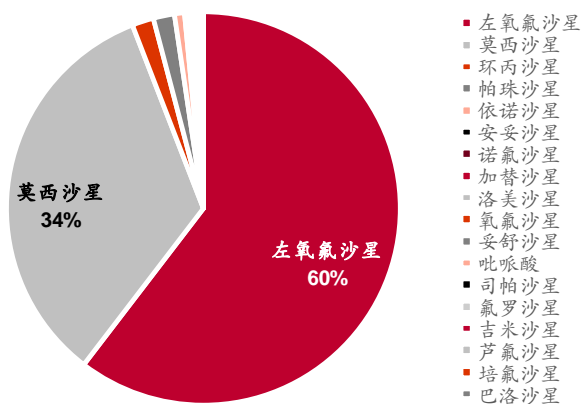


来源: 公开资料, 中泰证券研究所

■ **喹诺酮类抗生素市场空间可观。**喹诺酮类药物市场空间庞大, 2016 年公立医院终端市场销售规模约 66 亿元(米内网), 整体市场保持约 10% 的稳定增长。

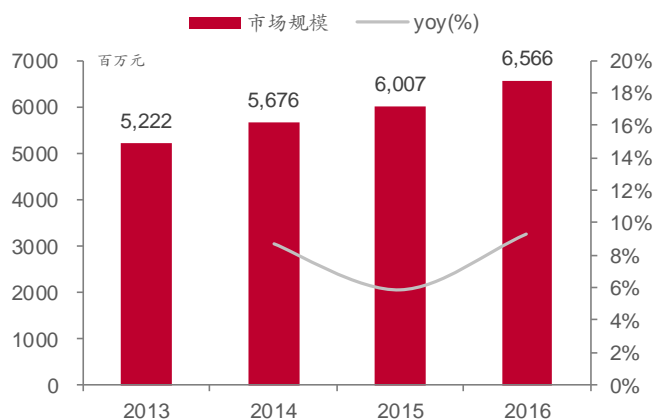
目前临床主要使用的药物为第三代左氧氟沙星和第四代莫西沙星。左氧氟沙星生产厂家众多, 价格便宜, 但是用量很大, 仍然占据 60% 左右的市场份额。莫西沙星近年增速很快, 价格相对较高, 约占 34% 的市场份额。公司的奈诺沙星将主要在临床上对左氧氟沙星和莫西沙星进行替代。

图表 16: 喹诺酮类用药格局 (放大样本医院)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

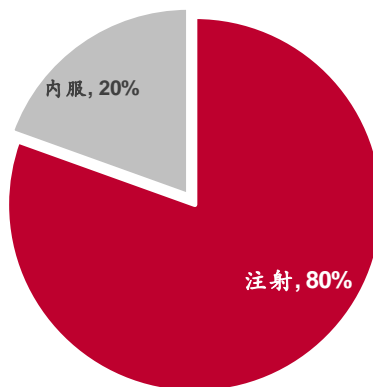
图表 17: 喹诺酮类市场规模及增速 (放大样本医院)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

■ **奈诺沙星针剂有望 2018 年获批, 胶囊加针剂潜力市场空间超 20 亿元。**目前国内抗生素药物的临床使用多以注射剂为主。根据米内网数据, 终端医院喹诺酮类注射剂销售额占据整体市场约 80%。相较于口服制剂, 注射剂的市场空间更为广阔。公司奈诺沙星注射剂已经申报生产, 预计 2018 年有望获批。奈诺沙星定价较左氧氟沙星高很多, 奈诺沙星胶囊日服用金额 30 元, 左氧氟沙星胶囊日服用金额仅 2-3 元。只要能对左氧氟沙星和莫西沙星实现部分替代, 奈诺沙星未来的市场空间已经很大, 我们预计奈诺沙星(胶囊加针剂)的潜力市场空间超过 20 亿元。

图表 18: 喹诺酮类剂型格局 (放大版样本医院)

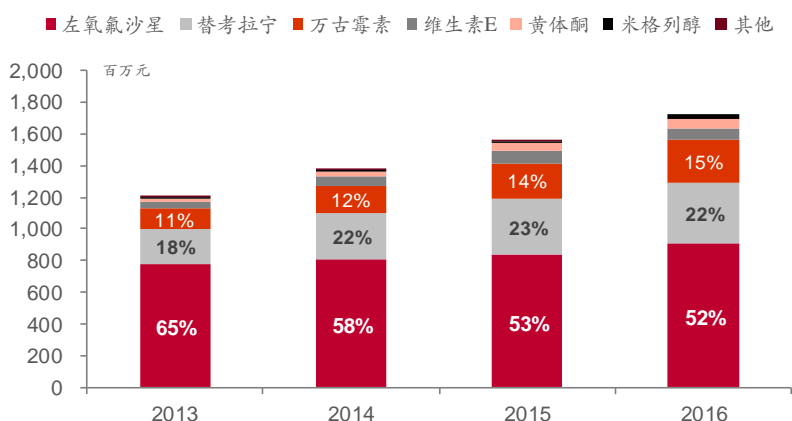


来源: 米内网, 中泰证券研究所

抗生素制剂销售能力突出, 助力创新药上市销售

- 现有制剂品种主要在抗生素领域, 重点品种市占率均位列市场前二, 销售能力可见一斑。公司拥有自营销售队伍, 销售人员 500 多人, 下设 30 多个办事处, 根据产品的特点进行分线销售。考虑新药的特殊性, 公司专门设立一支销售队伍, 针对奈诺沙星的终端开拓。公司重点品种为左氧氟沙星、替考拉宁、万古霉素等产品, 现有重点品种市占率均位于市场前二, 展现公司较强的销售能力。奈诺沙星与公司现有重点品种形成较强协同, 公司能够充分利用现有终端资源, 在医院快速铺开新产品, 实现快速放量。

图表 19: 浙江医药主要制剂产品销售分析



来源: 米内网, 中泰证券研究所

图表 20: 现有产品销售情况及市场占比

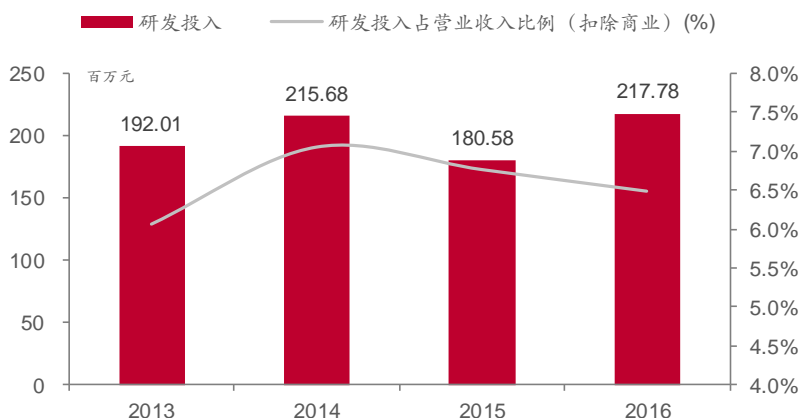
产品名称	2016年市场规模 (百万元)	浙江医药销售额 (百万元)	市场占比	生产厂家	市占率排名
左氧氟沙星	4473.35	905.91	20.25%	众多	2
替考拉宁	668.21	384.62	57.56%	5	1
万古霉素	1196.34	268.53	22.45%	6	2
米格列醇	73.67	21.31	28.93%	3	2

来源: 米内网, 中泰证券研究所

### 研发持续投入，后续创新药布局丰富

- 研发持续投入，后续创新药布局丰富。**公司自 2011 年以来每年研发投入 2 亿元左右，累计投入超 15 亿元，占营业收入（扣除商业）的比例在 6.5% 左右水平，较高的研发投入占比推动公司创新药业务不断发展。除了奈诺沙星，公司 HER2-ADC 产品在澳大利亚进行 I 期临床，目前进展顺利；国内于 2017 年 3 月份获批临床，目前已经开始进行临床试验。XCCS605B 产品同样进入 I 期临床。公司后续仍致力寻找优秀合适的创新产品，持续丰富创新药的研发管线。

**图表 21：历年研发投入分析**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 浙江医药 2013 年 6 月 14 日与 AMBRX 公司正式签署《合作开发和许可协议》。**双方将合作研发并商业化许可产品 Her2-ADC。Her2-ADC 是用于乳腺癌适应症的单克隆抗体偶联物候选药物，属于国际上近几年癌症治疗领域创新开发的技术和药物。
- AMBRX 公司创始人之一是全球著名科学家 Peter G. Schultz 教授。**其核心能力是在蛋白质药物研发上突破技术难关并取得持续创新，如蛋白质定点共轭技术。许可产品 Her2-ADC 是指主要与 Her2 靶点结合的、偶联了肿瘤化疗药物的单克隆抗体药物。默克、施贵宝和 Astellas 等跨国巨头也已与 Ambrx 建立合作关系，利用这一技术共同开发新一代 ADC 产品。
- 传统 ADC（抗体药物偶联物）技术，就是在抗体蛋白的天然氨基酸上非定点偶联具有抗肿瘤作用的化疗药物（或称小分子药物），以增加单克隆抗体的疗效、并降低小分子药物的毒性。**Ambrx 的 ADC 是通过定点嵌入非天然氨基酸，实现在单克隆抗体上**定点、定量**接入抗肿瘤的小分子药物，以获得单一的 ADC 纯品。这相当于在“生物导弹”上精确地装上了“核弹头”，使得治疗更加安全、有效、定向。
- Her2 是目前已经公认的治疗乳腺癌的作用靶点，**罗氏公司以此靶点开发的单抗药物赫赛汀（Herceptin）2016 年销售超 60 亿美元。公司的 HER2-ADC 产品若顺利上市，未来市场空间可观。

图表 22: 公司创新药重点研发管线

药品名称	适应症	进度
苹果酸奈诺沙星注射剂	抗感染	申报生产
重组人源化抗HER2单抗-AS269偶联注射液	抗肿瘤	I期临床
XCCS605B及其注射剂	抗肿瘤	I期临床

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

#### ■ 盈利预测关键假设:

- (1) 假设浙江医药 VE 粉的生产成本为 30 元/千克, 2017、2018、2019 年 VE 粉的平均成交价格分别为 50 元、70 元、60 元/千克 (当前市场报价 125 元/千克)。
- (2) 假设浙江医药 VA(50 万单位粉)的生产成本为 85 元/千克, 2017、2018、2019 年 VA 的销量为 2000 吨、3000 吨、4000 吨, 平均成交价格为 200 元、300 元、200 元/千克 (当前市场报价 1350 元/千克)。

图表 23: 盈利预测关键假设

	维生素E			维生素A		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
销量(吨)	35000	35000	35000	2000	3000	4000
预计成交均价(元/公斤)	50	70	60	200	300	200
成本(元/公斤)	30	30	30	85	85	85
毛利(百万元)	700	1400	1050	230	645	460
当前市场报价(元/公斤)	125			1350		
利润弹性(每上涨10元/公斤)	3.5亿	3.5亿	3.5亿	0.2亿	0.3亿	0.4亿

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- #### ■ 我们预计公司 2017-2019 年公司营业收入 57.68、73.28、73.22 亿元, 同比增长 9.26、27.04%、-0.08%。



图表 24: 营业收入分板块预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4832.29	4496.66	5279.20	5768.31	7327.97	7322.02
yoy	-2.04%	-6.95%	17.40%	9.26%	27.04%	-0.08%
毛利率	21.50%	16.75%	28.37%	27.86%	38.59%	33.74%
其他业务收入	10.61	4.92	5.14	5.14	5.14	5.14
毛利率	14.96%	30.70%	36.96%	36.96%	36.96%	36.96%
主营业务收入	4821.68	4491.74	5274.07	5763.18	7322.83	7316.88
yoy	-1.92%	-6.84%	17.42%	9.27%	27.06%	-0.08%
毛利率	21.51%	16.73%	28.36%	27.85%	38.59%	33.74%
一、生命营养品	2,200.96	1,696.11	2,328.43	2,613.01	3,922.11	3,566.66
yoy	-6.41%	-22.94%	37.28%	12.22%	50.10%	-9.06%
毛利率	28.67%	11.15%	38.47%	35.87%	52.32%	42.54%
★医药制造业	738.55	959.93	1,016.29	1,134.03	1,283.77	1,527.42
yoy	5.60%	29.97%	5.87%	11.59%	13.20%	18.98%
毛利率	42.44%	48.80%	49.13%	50.00%	52.00%	55.00%
★社会产品配送(商业)	1845.72	1827.62	1920.14	2016.14	2116.95	2222.80
yoy	4.78%	-0.98%	5.06%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.02%	5.10%	5.05%	5.00%	5.00%	5.00%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 基于价格的 VE 收入、毛利敏感性分析

价格(元/千克)	30	40	50	60	70	80	90	100	110	120	130	140
收入(百万元)	1,050	1,400	1,750	2,100	2,450	2,800	3,150	3,500	3,850	4,200	4,550	4,900
毛利(百万元)	0	350	700	1,050	1,400	1,750	2,100	2,450	2,800	3,150	3,500	3,850

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 基于价格和产能的 VA 收入敏感性分析

产能 \ 价格	100	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	1100	1200	1300	1400	1500
1500	150	300	450	600	750	900	1,050	1,200	1,350	1,500	1,650	1,800	1,950	2,100	2,250
2000	200	400	600	800	1,000	1,200	1,400	1,600	1,800	2,000	2,200	2,400	2,600	2,800	3,000
2500	250	500	750	1,000	1,250	1,500	1,750	2,000	2,250	2,500	2,750	3,000	3,250	3,500	3,750
3000	300	600	900	1,200	1,500	1,800	2,100	2,400	2,700	3,000	3,300	3,600	3,900	4,200	4,500
3500	350	700	1,050	1,400	1,750	2,100	2,450	2,800	3,150	3,500	3,850	4,200	4,550	4,900	5,250
4000	400	800	1,200	1,600	2,000	2,400	2,800	3,200	3,600	4,000	4,400	4,800	5,200	5,600	6,000
4500	450	900	1,350	1,800	2,250	2,700	3,150	3,600	4,050	4,500	4,950	5,400	5,850	6,300	6,750
5000	500	###	1,500	2,000	2,500	3,000	3,500	4,000	4,500	5,000	5,500	6,000	6,500	7,000	7,500

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 基于价格和产能的 VA 毛利敏感性分析

产能 \ 价格	100	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	1100	1200	1300	1400	1500
1500	23	173	323	473	623	773	923	1,073	1,223	1,373	1,523	1,673	1,823	1,973	2,123
2000	30	230	430	630	830	1,030	1,230	1,430	1,630	1,830	2,030	2,230	2,430	2,630	2,830
2500	38	288	538	788	1,038	1,288	1,538	1,788	2,038	2,288	2,538	2,788	3,038	3,288	3,538
3000	45	345	645	945	1,245	1,545	1,845	2,145	2,445	2,745	3,045	3,345	3,645	3,945	4,245
3500	53	403	753	1,103	1,453	1,803	2,153	2,503	2,853	3,203	3,553	3,903	4,253	4,603	4,953
4000	60	460	860	1,260	1,660	2,060	2,460	2,860	3,260	3,660	4,060	4,460	4,860	5,260	5,660
4500	68	518	968	1,418	1,868	2,318	2,768	3,218	3,668	4,118	4,568	5,018	5,468	5,918	6,368
5000	75	575	1,075	1,575	2,075	2,575	3,075	3,575	4,075	4,575	5,075	5,575	6,075	6,575	7,075

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 估值讨论

- 公司业务可以划分为维生素和医药制造、销售两大板块，维生素板块可以参考新和成、金达威等同类企业估值，医药板块有制剂出口和创新药可以参考华海药业、恒瑞医药等同类企业估值。
- 按照我们的中性预测，公司 2018 年维生素板块（扣除研发费用等）有望贡献 9 亿左右利润，参考新和成、金达威等企业估值，可以给予 2018 年 13 倍 PE，对应 117 亿市值。2018 年医药板块有望贡献约 3 亿左右利润，考虑公司未来有高端制剂出口和创新药等潜在爆发点，给予 2018 年 30 倍 PE，对应 90 亿市值。两个板块合计 207 亿市值。

图表 28: 分板块收入、毛利、净利预测

	收入			毛利			净利(估算数)		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
维生素板块(百万元)	2,613	3,922	3,567	937	2,052	1,517	150	900	500
医药制造、销售板块(百万元)	3,150	3,401	3,750	668	773	951	250	300	400

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 根据分部估值法，参考可比公司，我们给予公司 2018 年 17-19 倍 PE，对应股价 20.91-23.37，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 29: 可比公司估值

公司名称	营收(2016)	近3年营收CAGR(%)	净利润(2016)	近3年净利润CAGR(%)	净利率	PE(2017)	PE(2018)	PE(2019)	总市值(亿元)
新和成	3,822.54	-4.19%	1,202.63	22.00%	31.5%	32.2	16.8	16.4	525.28
金达威	1,662.75	40.84%	299.77	24.13%	18.0%	30.1	19.3	17.0	123.73
恒瑞医药	9,315.96	11.81%	2,588.95	30.70%	27.8%	63.2	52.1	42.3	1,980.83
华海药业	3,500.36	16.37%	500.83	37.35%	14.3%	50.3	41.3	32.4	309.10
浙江医药	4,496.66	-3.54%	450.10	62.84%	10.0%	34.1	11.9	15.5	140.98

来源: Wind, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **VE、VA 价格波动的风险**  
VE、VA 价格近期都出现大涨，考虑新产能开工以及复产，VE、VA 价格可能出现下跌的风险。
- **制剂出口产品获批不达预期的风险**  
公司以 505(b)(2)方式在美国申报新药，考虑 505(b)(2)的技术难度以及审评的不确定性，制剂出口产品存在获批不达预期的风险。
- **新药研发失败的风险**  
公司现有创新药管线丰富，由于创新药研发具有较高技术难度以及较低成功率，公司存在新药研发失败的风险。
- **创新药推广不达预期的风险**  
公司的奈诺沙星和 505(b)(2)产品都属于创新药，存在市场推广不达预期的风险。



**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。