

华海药业 (600521)

制剂出口春华秋实，一致性评价海阔天空

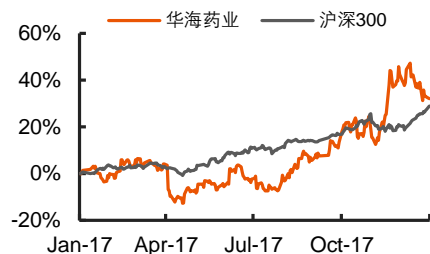
推荐 (首次)

现价: 27.54 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.huahaipharm.com
大股东/持股	陈保华/26.47%
实际控制人	陈保华
总股本(百万股)	1,042
流通 A 股(百万股)	1,027
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	287.10
流通 A 股市值(亿元)	282.83
每股净资产(元)	4.51
资产负债率(%)	37.10

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

韩盟盟 一般从业资格编号
S1060117050129
021-20600641
HANMENG MENG005@PINGAN.CO
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **受益优先审评和一致性评价等政策调整，海外认证品种国内价值凸显：**公司国内制剂板块长期受品种数量制约，2010年后仅有2个品种获批。受益优先审评、一致性评价和招标采购相关政策，公司出口品种将通过两条路径受益，一是国内转报品种纳入优先审评，二是共线产品快速通过一致性评价。目前公司国内转报品种共7个，其中缬沙坦等5个都纳入了优先审评。在CFDA公布的首批通过一致性评价品种中，华海以7个品种、9个品规成最大赢家。我们预计一致性评价配套政策落地在即，公司未来有大量海外认证品种转报国内，并快速通过一致性评价，业绩增长潜力巨大。
- **我国制剂出口刚起步，华海渐迎收获欲腾飞：**欧美医药市场约占全球的一半，仅美国仿制药市场就接近1400亿美元，市场空间巨大。2016年我国西药制剂出口额仅31.90亿美元，规模尚小。但从增速上看，我国对规范市场制剂出口有加速趋势；华海2017年共有10个品种获FDA批准，获批数量呈不断上升趋势，迎来收获季。2017年获批品种对应市场空间在100亿美元以上，将大大增厚公司海外业绩。同时公司在仿制品种方面不断升级，未来有望涌现出更多特色、首仿和高端剂型仿制药。
- **进军生物和创新药领域，打造中长期增长引擎：**公司通过自研和对外合作两种方式进军生物医药领域，先后成立了华博、华奥泰和华海生物公司，打造研发、生产、销售一体化的完整的生物医药产业链。目前公司拥有多个在研生物创新药和类似药，其中重组EGFR融合蛋白眼用注射液已进入临床阶段；2013年开始公司先后和美国ONCOLOGICS、杭州多禧、韩国Eutilex等开展合作，布局单抗类似物、ADC和免疫检查点抗体等多种生物类药品。
- **投资建议和盈利预测：**公司通过长期布局成为国内制剂出口龙头，海外批文数量快速上升，迎来收获季，研发向特色仿制药、首仿药和高端剂型等方向转变，提升品种附加值；随着国内优先审评、一致性评价和招标采购政策调整，出口品种国内价值凸显，公司国内转报品种多列入优先审评名单，且成为首批一致性评价落地品种最大赢家，未来业绩增量巨大；公司限制性股票激励计划对2017年业绩要求高，全年扣非后归母净利润望保持高增长。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3500	4,093	4,927	5,968	7,215
YoY(%)	35.4	16.9	20.4	21.1	20.9
净利润(百万元)	442	501	601	746	952
YoY(%)	66.7	13.2	20.0	24.1	27.6
毛利率(%)	49.2	49.8	53.7	55.0	56.2
净利率(%)	12.6	12.2	12.2	12.5	13.2
ROE(%)	11.7	10.0	11.8	13.7	15.5
EPS(摊薄/元)	0.42	0.48	0.58	0.72	0.91
P/E(倍)	64.9	57.3	47.8	38.5	30.2
P/B(倍)	8.0	6.5	6.0	5.4	4.7

我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 6.01 亿、7.46 亿和 9.52 亿元,对应 EPS 分别为 0.58 元、0.72 元和 0.91 元,当前股价对应 PE 分别为 47.8 倍、38.5 倍和 30.2 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示:** 1.招标采购不及预期; 2.一致性评价配套政策落地速度不及预期; 3.研发进度不及预期。

正文目录

一、提早布局制剂出口，盈利能力稳步提升	5
1.1 公司最早布局制剂出口的企业之一	5
1.2 公司业绩保持稳定增长	6
二、受益政策调整，出口品种国内价值凸显	8
2.1 国内制剂高增长一度受品种数量制约	8
2.2 政策利好，出口制剂国内价值凸显	9
2.3 国内转报品种丰富，进口替代空间大	10
2.4 一致性评价最大赢家，国内品种望全部通过	12
三、我国制剂出口刚起步，华海渐迎收获欲腾飞	13
3.1 欧美规范仿制药市场为国内企业打开新增长空间	13
3.2 我国制剂出口仍处起步阶段，对规范市场有加速趋势	15
3.3 华海迎来 ANDA 收获季，海外业绩有望腾飞	16
3.4 仿制品种逐步升级，海外平台日趋成熟	17
四、进军生物和创新药领域，打造中长期增长引擎	20
五、投资建议和盈利预测	20
六、风险提示	21

图表目录

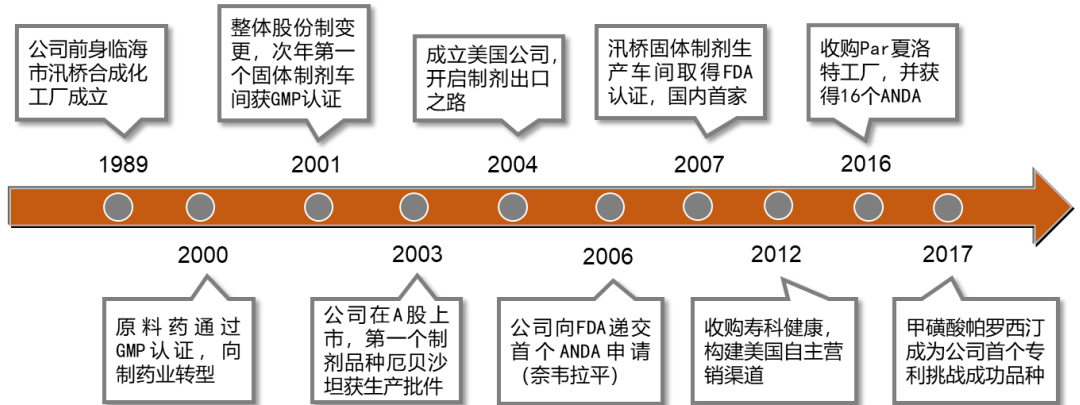
图表 1	公司发展大事记.....	5
图表 2	公司主要产品及用途	5
图表 3	公司境外运营公司结构.....	6
图表 4	公司营业收入及其增速.....	7
图表 5	公司归母净利润及其增速	7
图表 6	公司不同业务收入情况.....	7
图表 7	公司不同业务收入占比.....	7
图表 8	公司分地区营收占比	7
图表 9	公司毛利率（左轴）和净利率（右轴）变化情况.....	8
图表 10	公司 2013 年以来国内获批情况	8
图表 11	公司国内样本医院销售收入及增速.....	9
图表 12	出口制剂回归得到多环节优待	9
图表 13	一致性评价相关文件对通过一致性评价品种的优待内容	10
图表 14	公司出口制剂国内转报生产情况	10
图表 15	华海目前转报品种业绩弹性分析	11
图表 16	公司出口制剂国内转报生产情况	11
图表 17	华海后续转报品种业绩弹性分析	12
图表 18	华海药业首批通过一致性评价品种情况	13
图表 19	华海一致性评价品种业绩弹性分析.....	13
图表 20	IMS 预测 2016 年全球医药市场格局.....	14
图表 21	美国药品市场品牌药和仿制药占比.....	14
图表 22	“专利悬崖”导致的销售额损失	15
图表 23	2016 年医药保健品出口金额占比.....	15
图表 24	2016 年西药类产品出口金额占比.....	15
图表 25	公司自主研发获得的 ANDA 批文情况（个）	16
图表 26	国内制剂出口领先企业 ANDA 文号数量比较	16
图表 27	公司 2017 年获批 ANDA 品种市场情况	17
图表 28	特色仿制药与普药的区别	17
图表 29	美国仿制药通过专利挑战获得首仿路径（仅包括获得 FDA 批准情况）	18
图表 30	新药遭遇专利挑战的比例及平均年限	18
图表 31	2015 年美国 FDA 首个立卷（FTF）数量统计	19
图表 32	公司 2014 年以来获批的缓释剂型仿制药情况	19
图表 33	公司主要在研生物药和创新药项目.....	20

一、 提早布局制剂出口， 盈利能力稳步提升

1.1 公司最早布局制剂出口的企业之一

华海药业前身是成立于 1989 年的“临海市汛桥合成化工厂”，1999 年更名为“浙江华海药业集团有限公司”；2000 原料药瑞巴派克通过国家 GMP 认证，实现医药化工向制药业转型；2001 年整体变更为“浙江华海药业股份有限公司”，次年第一个固体制剂车间通过国家 GMP 认证；2003 年公司在上交所上市，第一个制剂品种厄贝沙坦片获得生产批件；2004 年原料药赖诺普利缩合物零缺陷通过美国 FDA 认证，同时公司在新泽西州成立“华海（美国）国际有限公司”开启制剂出口之路；2006 年华海将公司首个 ANDA 申请——奈韦拉平递交给 FDA；2007 年汛桥固体制剂（片剂）生产车间取得 FDA 认证，国内首家；2009 年公司“普利类药物关键技术开发及产业化”成果荣获国家科技进步二等奖；2012 年公司孙公司普霖斯通全资收购寿科健康，构建制剂出口自主营销渠道；2016 年普霖斯通收购 Par 夏洛特工厂；2017 年至今公司获得多个产品的 ANDA 批文，其中甲磺酸帕罗西汀胶囊成为公司首个挑战专利成功品种。

图表1 公司发展大事记



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司自 1989 年创立以来一直从事原料药的研发、生产和销售，主要以普利类和沙坦类等特色原料药为主，后逐渐开发出神经系统类特色原料药，公司原料药有 80%以上出口；2002 年公司开始从事制剂的研发、生产和销售，主要有抗高血压、神经系统类、抗艾滋病类等制剂产品。公司以特色原料药及医药中间体为起点，利用国际合作平台以及国际主要原研药专利保护集中到期的契机，将产业链向下游高附加值的制剂领域延伸，形成了中间体、原料药、制剂一体化的完整产业链。

图表2 公司主要产品及用途

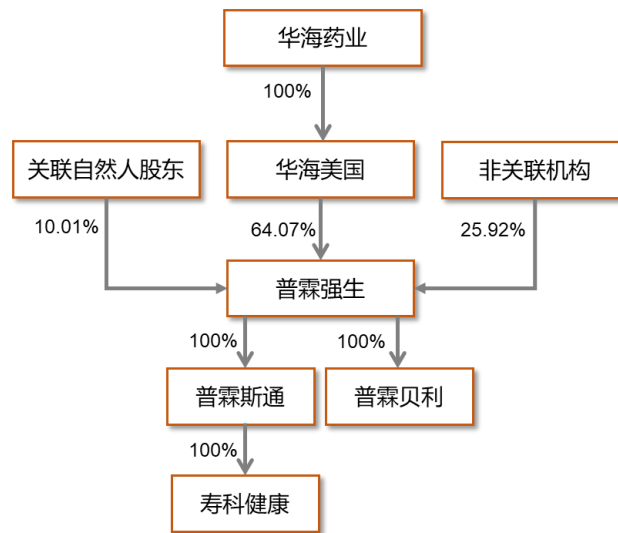
产品类别	特色原料药	制剂	用途
心脑血管类	普利类	卡托普利、依那普利、赖诺普利、雷米普利、福辛普利等	苯那普利片、福辛普利片、赖诺普利片
	沙坦类	氯沙坦钾、缬沙坦、厄贝沙坦、坎地沙坦、替米沙坦、联苯及中间体等	缬沙坦片、缬沙坦氢氯噻嗪片、厄贝沙坦片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、氯沙坦钾片
抗抑郁症	帕罗西汀、西酞普兰等	盐酸帕罗西汀片、盐酸舍曲林片、安非他酮缓释片	高血压，预防卒中、延缓糖尿病和非糖尿病肾病的肾功能不全、改善左心室肥厚、保护靶器官等
神经系统类	抗癫痫	-	拉莫三嗪缓释片
抗老年痴呆	多奈哌齐等	盐酸多奈哌齐片	抑郁症以及焦虑症状 癫痫症 阿尔兹海默病的长效对症治疗药

产品类别	特色原料药	制剂	用途
抗精神病	利培酮等	利培酮片	急性精神分裂症
抗帕金森病	罗匹尼罗等	盐酸罗匹尼罗片	帕金森氏病
抗艾滋病	奈韦拉平等	奈韦拉平片	艾滋病感染
其他	酮替芬、培南侧链、阿佐塞米 磺胺物等	-	呼吸系统感染、泌尿 系统感染

资料来源：公司公告、平安证券研究所

为积极拓展境外市场，华海从 2004 年开始布局境外市场的研发、申报、市场开发以及营销体系。目前公司在美国市场的运营公司主要包括一家全资子公司华海美国和三家控股孙公司，分别是普林强生、普霖斯通和寿科健康。其中华海美国主要从事原料药注册、销售业务，普霖强生定位于经营境外仿制药业务的控制型公司，普霖斯通主要负责普霖强生在北美的仿制药研发、申报和市场销售业务，而寿科健康从事医药产品批发及相关业务，主要开拓美国市场。

图表3 公司境外运营公司结构

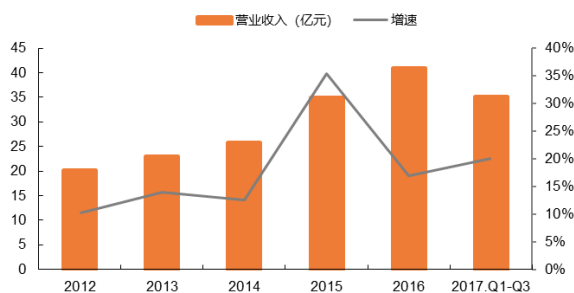


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 公司业绩保持稳定增长

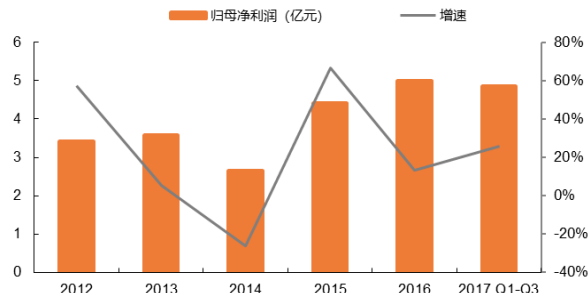
近几年公司营收整体保持稳定增长，2017 年前三季度实现营收 35.10 亿元，同比增长 20.11%；而归母净利润波动幅度相对较大，2017 年前三季度实现归母净利润 4.85 亿元，同比增长 25.94%，增速较 2016 年大幅回升。

图表4 公司营业收入及其增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

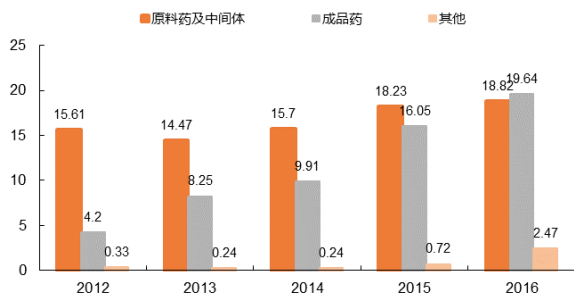
图表5 公司归母净利润及其增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

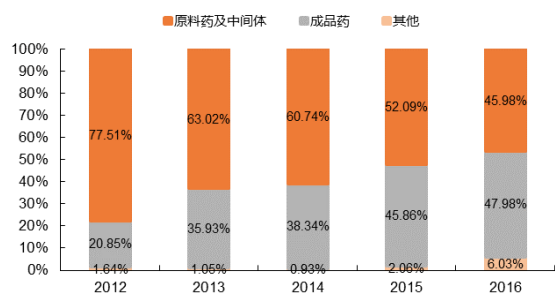
分业务板块来看,公司原料药和中间体业务保持稳定,2016年实现收入18.82亿元,占总收入的比例逐年降低,由2012年的77.51%下降到45.98%;而成品药业务保持快速增长,2016年实现收入19.64亿元,占比由2012年的20.85%上升到2016年的47.98%,目前已超过原料药业务。

图表6 公司不同业务收入情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

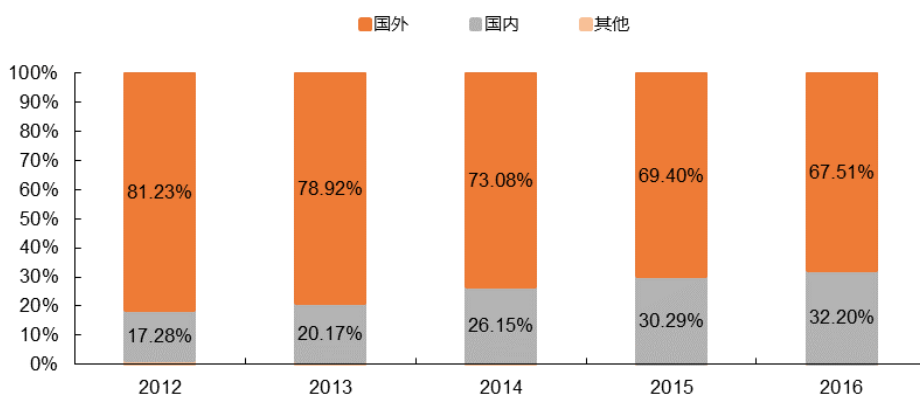
图表7 公司不同业务收入占比



资料来源: Wind、平安证券研究所

分地区来看,公司以海外业务为主,2016年国外业务营收27.63亿元,占比达到67.51%;国内业务保持快速增长,2016年实现营收13.18亿元,占比由2012年的17.28%上升到2016年的32.20%。

图表8 公司分地区营收占比

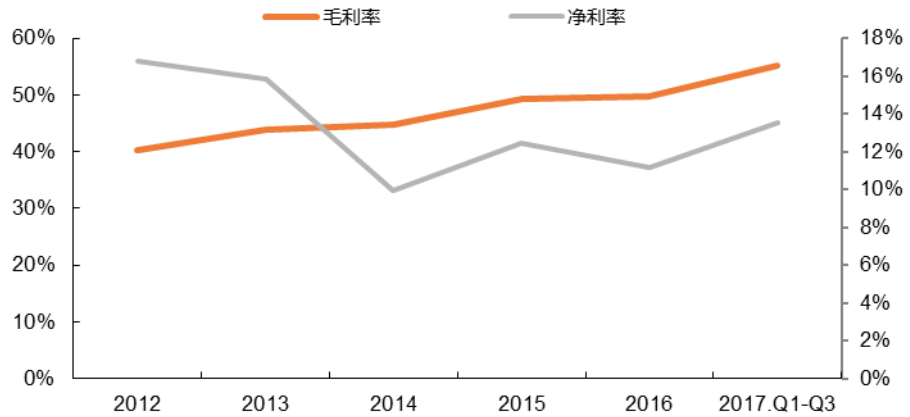


资料来源: Wind、平安证券研究所

从盈利能力来看,公司毛利率2012年以来始终保持上升趋势,由2012年的40.27%上升到2017年前三季度的55.21%,一方面是由于公司制剂产品占比不断提升,另一方面则是因为原料药中毛利

较高的特色原料药占比增加；而公司净利率自 2014 年后同样处于上升趋势，2017 年前三季度净利率达到 13.52%，较 2016 年提升 2.36 个百分点。

图表9 公司毛利率（左轴）和净利率（右轴）变化情况



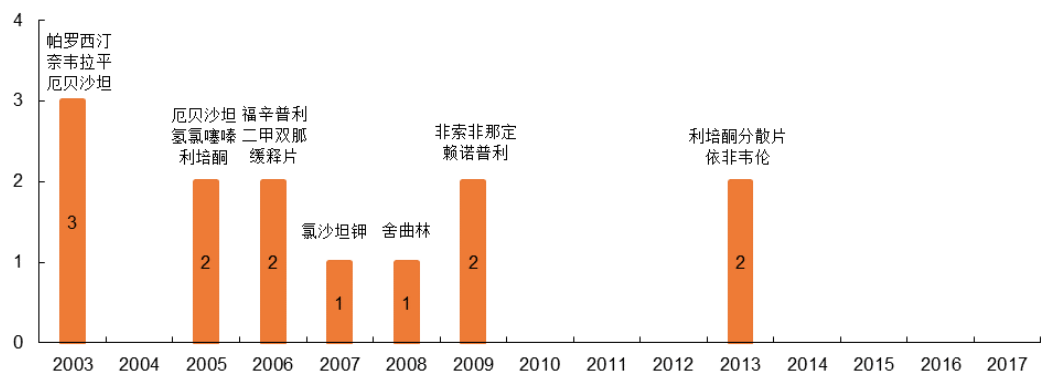
资料来源：Wind、平安证券研究所

二、 受益政策调整，出口品种国内价值凸显

2.1 国内制剂高增长一度受品种数量制约

由于公司自 2004 年起将重点放在国外申报上，2010 年以前国内药品只是零星获批。2010 年以后公司虽加大了国内申报力度，但受 2015 年“7·22”核查风暴影响，当年公司基于审慎考虑撤回米格列那钙片、非布司他片、拉莫三嗪片、缬沙坦片、缬沙坦氢氯噻嗪片、左乙拉西坦片、替米沙坦片、草酸艾司西酞普兰片等 8 个品种的注册申请，对公司国内产品布局造成较大影响。2010 年后公司仅在 2013 年获批利培酮分散片和依非韦伦片两个品种，其中依非韦伦还是为默沙东代工产品。

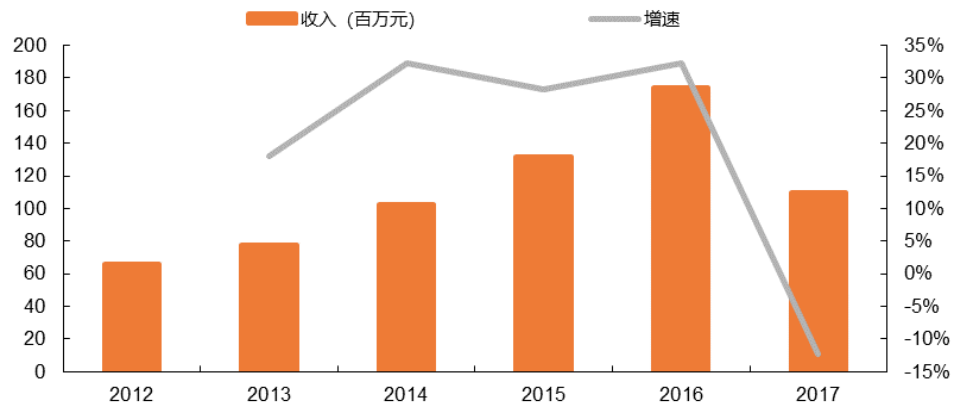
图表10 公司 2013 年以来国内获批情况



资料来源：CFDA、平安证券研究所

从 PDB 样本医院销售情况看，公司正常销售产品在 10 个左右，2012 年以来样本医院销售额保持快速增长，但 2017 年前三季度出现大幅下滑，同比下降 12.31%，我们认为在售产品老化、缺乏新产品支撑成为目前国内制剂发展的主要瓶颈。

图表11 公司国内样本医院销售收入及增速



资料来源: PDB、平安证券研究所

2.2 政策利好，出口制剂国内价值凸显

在仿制药质量标准提升的大背景下，我国药品审评审批政策逐步与欧美等发达国家接轨，在欧美规范市场获批的品种回国后将获得在优先审评、一致性评价和招标采购等多个环节的优待。

图表12 出口制剂回归得到多环节优待

优待环节	具体内容	政策依据
优先审评	在中国境内用统一生产线生产并在美国、欧盟药品审批机构同步申请上市且通过了其现场检查的药品注册申请有望获得优先审评	《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》(2015年8月);《总局关于解决药品注册审评积压实行优先审评审批的意见》(2016年2月);《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》(2017年10月)
一致性评价	在欧盟、美国或日本批准上市的仿制药已在中国上市并采用同一生产线同一处方工艺生产的,申请人需提交上市申报的生物等效性研究、药学研究数据等技术资料,由国家食品药品监督管理总局审评通过后,视同通过一致性评价	《总局关于落实<国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见>有关事项的公告》(2016年5月);《总局关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告》(2017年8月)
招标采购	与原研列入同一质量层次,提升定价能力	各省市集采方案

资料来源: CFDA、平安证券研究所

由上可知，出口制剂回归主要有两条途径，一是欧美等规范市场上市品种申请在国内上市，有望获得优先审评，缩短上市时间；二是国内外均上市的共线品种经总局审评后可视为直接通过一致性评价，无需进行药学和生物等效性试验，节省时间和费用。公司海外制剂品种达 20 多个，将成为优先审评和一致性评价最受益企业之一。

从 2016 年 3 月 5 日国务院办公厅发布的《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》到总局 2017 年第 100 号文，多个重磅一致性评价相关文件均提到对通过一致性评价的品种给予优待，主要归结为 3 个方面：一是社会保障部门在医保支付上予以适当支持；二是医疗机构优先采购并在临床上优先选用，同品种药品通过一致性评价的企业超过 3 家的，卫生计生部门在集中采购方面不再采用未通过品种；三是通过一致性评价的企业在符合有关条件的情况下，可以向发展改革、工信和财政等部门申请中央基建投资、产业基金等资金支持。

图表13 一致性评价相关文件对通过一致性评价品种的优待内容

优待方面	相关内容
医保支付	社会保障部门在医保支付上予以适当支持
招标采购	优选采购和选用，同品种通过一致性评价企业超过3家后，不再采用未通过品种
资金支持	在符合条件的情况下，可向发展改革、工信和财政等部门申请资金支持

资料来源：CFDA、国务院、平安证券研究所

此前已有四川、陕西、山东等十多个省市在集中采购中将通过一致性评价品种纳入与原研同一竞价分组。2017年6月22日浙江省发布了《关于加快推进仿制药质量与疗效一致性评价及药品上市许可持有人试点工作的实施意见》，11月21日江苏省发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的实施意见》等，均重申了此前总局和国务院关于一致性评价品种的支持内容。叶落而知秋，在首批一致性评价品种获批之后，我们提升了对于全国性支持政策的预期。

2018年1月4日，总局提出“按照我国对一致性评价药品给与的鼓励和支持政策，后续将与国家卫计委等相关部门共同对这些品种涉及的医保支付、优先采购、优先选用等问题进行协调落实。与此同时，总局也将对通过一致性评价的品种加强上市后监管，加大各类检查，特别是飞行检查力度，推动药品生产企业严格执行合规，促进企业管理水平持续提高，严防一致性评价变为‘一过性’评价”。再次印证了我们的判断，配套政策落地在即，提升率先通过品种的价值。

2.3 国内转报品种丰富，进口替代空间大

截至目前公司国内转报生产品种一共有7个，分别是缬沙坦、缬沙坦氢氯噻嗪、多奈哌齐、左乙拉西坦、度洛西汀和伏立康唑。其中缬沙坦于2016年12月2日被纳入优先审评名单，目前一个规格已发批件，另外三个规格在审批，审批状态开始时间为2017年12月8日，今年上半年有望获批。另外，多奈哌齐、缬沙坦氢氯噻嗪、伏立康唑和度洛西汀均于2017年12月18日纳入优先审评名单，出口转报逻辑持续兑现，后续左乙拉西坦、草酸艾司西酞普兰等品种也将大概率进入优先审评，从今年下半年到明年望陆续落地。

图表14 公司出口制剂国内转报生产情况

药品名	ANDA文号	适应症	最新进展	2016年PDB规模(亿元)	国内竞争格局
缬沙坦	204821	高血压	1个规格制证完成，3个规格在审批	5.55	诺华(86.94%)、鲁南贝特(4.20%)、常四药(2.52%)
缬沙坦氢氯噻嗪	206083	高血压	在审评审批	1.30	诺华(78.27%)、江苏万高(11.52%)、华润赛科(4.23%)
多奈哌齐	200292	阿尔兹海默病	在审评审批	2.13	卫材(87.21%)、江苏豪森(6.36%)、圣济堂(1.51%)
左乙拉西坦	203468	癫痫	在审评审批	2.91	UCB(92.60%)、NextParma Sas(7.11%)、京新药业(0.17%)
度洛西汀	206653	抑郁症	在审评审批	1.62	礼来(64.99%)、上海上药(27.81%)、恩华药业

药品名	ANDA 文号	适应症	最新进展	2016 年 PDB 规模 (亿元)	国内竞争格局
					(7.19%) 辉瑞 (48.04%)、四川美大 (12.84%)、珠海亿邦 (12.01%)
伏立康唑	206654	抗真菌	在审评审批	13.52	灵北 (78.62%)、科伦药业 (11.82%)、恩华药业 (6.45%)
草酸艾司西酞普兰	078032	抗抑郁	在审评审批	0.86	

资料来源: FDA、CFDA、PDB、平安证券研究所

公司国内转报品种市场规模可观, 进口替代空间大。以缬沙坦为例, 其作为目前应用最广泛的 ARB 类降压药 2016 年样本医院销售额高达 5.55 亿元, 则对应的实际城市等级医院的市场规模在 25 亿元以上。而原研诺华 2016 年样本医院市占率高达 86.94%, 进口替代空间巨大。华海获批后大概率视为通过一致性评价, 有望凭借更高的性价比优势加速进口替代。

我们对目前转报的 7 个品种统一进行敏感性分析, 7 个品种 2016 年样本医院总规模为 27.89 亿元, 简单按 5 倍放大后对应的实际规模约为 140 亿元。我们保守估计公司未来上市后抢占 10% 的市场空间, 销售净利率为 10%, 则目前国内转报品种带来的业绩增量达 1.4 亿元。

图表15 华海目前转报品种业绩弹性分析

业绩弹性 (亿元)	市占率				
	5%	10%	15%	20%	25%
10%	0.70	1.40	2.10	2.80	3.50
11%	0.77	1.54	2.31	3.08	3.85
12%	0.84	1.68	2.52	3.36	4.20
13%	0.91	1.82	2.73	3.64	4.55
14%	0.98	1.96	2.94	3.92	4.90
15%	1.05	2.10	3.15	4.20	5.25

资料来源: PDB、平安证券研究所

目前公司国外获批国内尚未申报的品种还有约 21 个, 其中不乏恩替卡韦、艾司西酞普兰、多奈哌齐、阿立哌唑等大品种, 以及芬戈莫德、普瑞巴林等潜在重磅品种。我们预计这 20 多个品种未来两年将陆续在国内申报上市。

图表16 公司出口制剂国内转报生产情况

药品名称	ANDA 文号	PDB 规模 (亿元)	竞争格局 (%)
赖诺普利氢氯噻嗪	076230	0.02	天士力 (97.06)、江苏亚邦 (2.94)
苯那普利	076118	1.62	诺华 (89.23)、信立泰 (7.5)、新亚药业 (1.74)
卡托普利	074477	0.08	施贵宝 (87.57)、科瑞 (4.52)、常州制药 (2.63)
奥美沙坦酯氢氯噻嗪	207804	0.04	第一三共 (100)
喹那普利	205823	-	-
替米沙坦	207882	1.87	BI (75.08)、双鹤 (5.95)、东阳光 (4.11)
替米沙坦氢氯噻嗪	209028	0.26	双基药业 (54.57)、BI (35.39)、常州制药 (7.63)

药品名称	ANDA 文号	PDB 规模 (亿元)	竞争格局 (%)
氯沙坦氢氯噻嗪	204901	1.85	默沙东 (69.56)、苏州东瑞 (14.98)、北京万生 (7.07)
罗匹尼罗	078110	0	植恩药业 (99.17)、GSK (0.83)
多奈哌齐	200292	2.13	卫材 (87.21)、江苏豪森 (6.36)、圣济堂 (1.51)
拉莫三嗪缓释片	201791	0.86	GSK (93.11)、三金制药 (6.38)、Actavis (0.51)
精神神经 左乙拉西坦缓释片	203468	2.91	UCB (92.6)、Nextparma Sas (7.11)、京新 (0.17)
安非他酮缓释片	202304	0.06	福宁 (49.95)、万特 (37.21)、迪沙 (12.84)
艾司西酞普兰	078032	3.55	灵北 (60.84)、京卫制药 (29.06)、科伦 (9.69)
度洛西汀肠溶胶囊	206653	1.62	礼来 (64.99)、上药 (27.81)、恩华 (7.19)
阿立哌唑	205363	1.38	大冢 (46.87)、康弘 (38.36)、上药 (14.66)
美索巴莫	086988	0.20	苏州长征 (76.4)、君安 (17.3)、长春长红 (3.38)
盐酸强力霉素	207494	0.40	广东卫伦 (30.06)、永信药品 (25.83)、海口奇力 (20.84)
其他 帕罗西汀胶囊	207188	2.18	GSK (44.61)、华海 (42.53)、尖峰药业 (12.41)
恩替卡韦	208782	20.31	施贵宝 (43.02)、正大天晴 (40.26)、苏州东瑞 (5.54)
芬戈莫德	208003	-	-

资料来源: FDA、CFDA、PDB、平安证券研究所

同样对这 21 个品种进行整体敏感性分析, 其对应 2016 年样本医院总规模为 41.34 亿元, 对应实际市场空间约 200 亿元。我们暂不考虑潜在品种的市场空间, 保守估计公司上市后抢占 10% 的市场份额, 净利率为 10%, 则带来的业绩增量为 2 亿元。

图表17 华海后续转报品种业绩弹性分析

业绩弹性 (亿元)	市占率				
	5%	10%	15%	20%	25%
10%	1.00	2.00	3.00	4.00	5.00
11%	1.10	2.20	3.30	4.40	5.50
净利率 12%	1.20	2.40	3.60	4.80	6.00
13%	1.30	2.60	3.90	5.20	6.50
14%	1.40	2.80	4.20	5.60	7.00
15%	1.50	3.00	4.50	6.00	7.50

资料来源: PDB、平安证券研究所

2.4 一致性评价最大赢家, 国内品种望全部通过

2017 年 12 月 29 日, CFDA 公布首批通过一致性评价品种, 华海凭借 7 个品种、9 个品规获批成最大赢家。目前为止公司共提交了 8 个品种的一致性评价申请, 除奈韦拉平需要补充材料外, 其余 7 个品种均在首批通过。其中帕罗西汀、利培酮、厄贝沙坦氢氯噻嗪、厄贝沙坦和氯沙坦市场规模较大, 且具有广阔的进口替代空间。

图表18 华海药业首批通过一致性评价品种情况

药品名	规格	适应症	批准文号	2016年PDB规模(亿元)	竞争格局	289目录
帕罗西汀	20mg	抑郁症	国药准字H20031106	2.18	GSK(44.61%)、华海药业(42.53%)、尖峰药业(9.49%)	是
利培酮	1mg	精神分裂症	国药准字H20052330	1.54	强生(58.75%)、恩华药业(8.53%)、齐鲁制药(7.98%)	是
福辛普利	10mg	高血压	国药准字H20064148	0.55	施贵宝(86.46%)、华海药业(13.54%)	否
厄贝沙坦 氢氯噻嗪	150mg/ 12.5mg	高血压	国药准字H20058709	2.39	赛诺菲(58.70%)、正大天晴(23.92%)、元和药业(8.39%)	否
厄贝沙坦	75mg	高血压	国药准字H20030016	3.66	赛诺菲(76.86%)、恒瑞医药(6.17%)、珠海润都(4.78%)	否
赖诺普利	5mg	高血压	国药准字H20094032	0.03	华海药业(27.27%)、信谊万象(24.80%)、国药金石(21.67%)	否
赖诺普利	10mg	高血压	国药准字H20094033	0.03	华海药业(27.27%)、信谊万象(24.80%)、国药金石(21.67%)	否
氯沙坦	50mg	高血压	H20070264	3.52	默沙东(73.48%)、扬子江(16.61%)、华海药业(6.76%)	否
氯沙坦	100mg	高血压	H20143030	3.52	默沙东(73.48%)、扬子江(16.61%)、华海药业(6.76%)	否

资料来源:CFDA、PDB、平安证券研究所

目前公司提交一致性评价申请的8个品种对应2016年样本医院市场份额为13.87亿元,对应实际市场份额约为70亿元。我们保守估计通过一致性评价品种提升10%的市占率,销售净利率为10%,则这8个品种带来业绩增量0.7亿元。

图表19 华海一致性评价品种业绩弹性分析

业绩弹性 (亿元)	市占率				
	5%	10%	15%	20%	25%
10%	0.35	0.70	1.05	1.40	1.75
11%	0.39	0.77	1.16	1.54	1.92
12%	0.42	0.84	1.26	1.68	2.10
13%	0.46	0.91	1.37	1.82	2.28
14%	0.49	0.98	1.47	1.96	2.45
15%	0.53	1.05	1.58	2.10	2.63

资料来源:PDB、平安证券研究所

三、我国制剂出口刚起步,华海渐迎收获欲腾飞

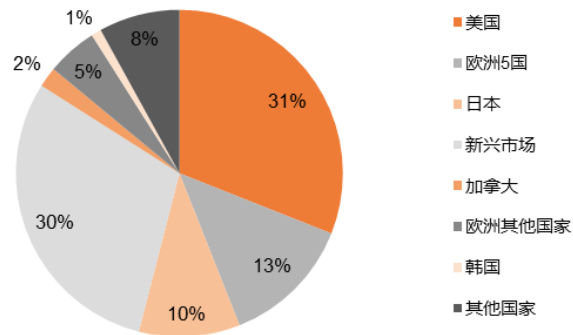
3.1 欧美规范仿制药市场为国内企业打开新增长空间

受研发水平等因素限制,长期以来我国制剂仿制药企业以本国市场为主。随着研发能力的提升,部分企业开始面向美欧等规范市场。一方面是由于美欧仿制药市场空间广阔,对国内企业是空白,发展潜力巨大;另一方面,这些规范市场对仿制药质量和疗效要求更高,起到为仿制药产品背书效果,有利于仿制药的全球推广。

制剂出口空间大

据统计, 2016 年全球医药市场规模 (不含医疗器械) 达到 1.11 万亿美元, IMS 预测美国占比 31%, 是全球最大医药市场, 欧洲 5 国占比 13%, 欧洲其他国家占比 5%, 因此美欧市场合计占比近一半, 市场空间巨大。

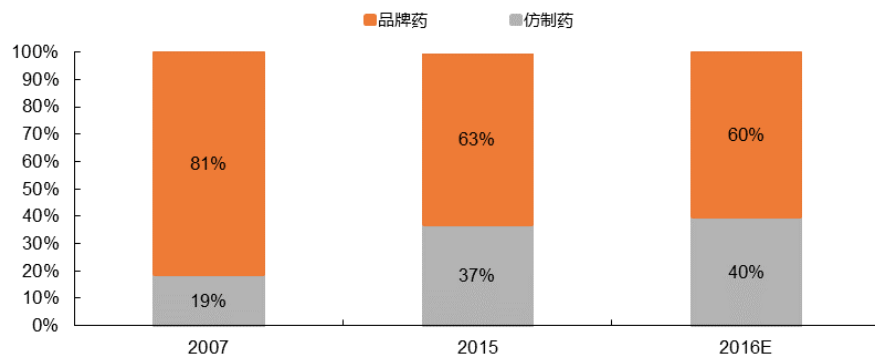
图表20 IMS 预测 2016 年全球医药市场格局



资料来源: IMS、平安证券研究所

以美国为例, 2007 年品牌药销售额占比 81%, 2015 年下降到 63%, CAGR 为 4.6%; 而仿制药销售额占比则由 2007 年的 19% 上升到 2015 年的 37%, CAGR 达 16%, 预计 2016 年占比接近 40%。若以仿制药销售金额 40% 占比计算, 则预计 2016 年美国仿制药市场规模接近 1400 亿美元。

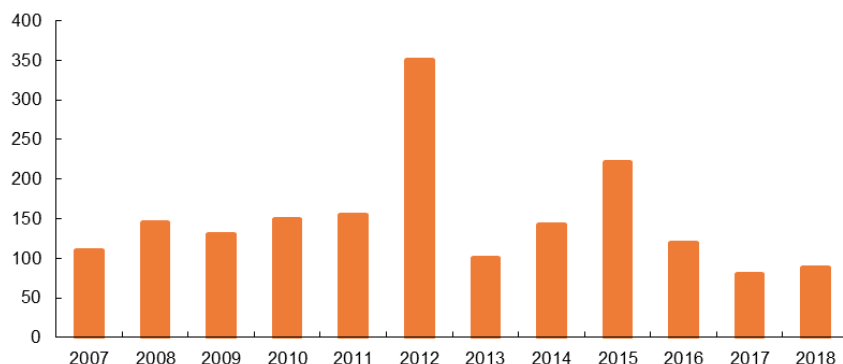
图表21 美国药品市场品牌药和仿制药占比



资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

美国是仿制药渗透较为完全的市场。仿制药无商品名, 无需向医生推广。同时 AmerisourceBergen、Cardinal 和 Mckesson 三大经销商占据了 80% 以上的分销市场, 且与 Walgreens、CVS、Rite Aid 等大型连锁药店形成商业同盟, 销售渠道通畅。因此仿制药一经上市可以快速抢占原研市场。而专利悬崖则为仿制药提供了源源不断的扩容空间, 其中 2012 和 2015 年因专利到期导致的销售额损失高达 350 亿和 220 亿美元。

图表22 “专利悬崖”导致的销售额损失



资料来源: Harris Williams、平安证券研究所

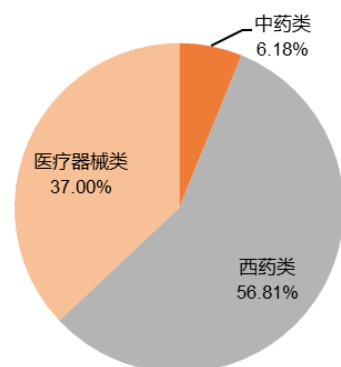
规范市场为产品背书

美国 FDA、欧盟 EMA 等规范市场监管机构对仿制药的审评审批完全遵循质量和疗效一致性原则，具有极高的公信力。因此仿制药一旦在美欧市场获批将大大有利于其全球推广。对于国内制剂出口企业来说，目前最为直接的影响就是出口品种在国内的上市申请、一致性评价和招标采购等方面的优待。

3.2 我国制剂出口仍处起步阶段，对规范市场有加速趋势

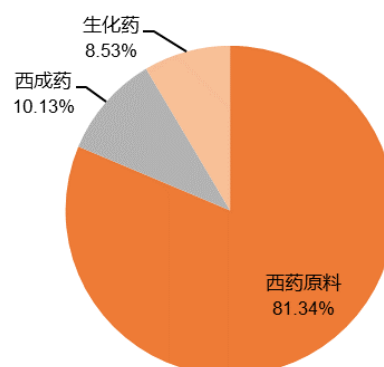
长期以来我国医药保健品出口以西药为主，西药中以原料药为主。根据中国医药保健进出口商会的数据，2016 年我国西药类产品出口额为 314.83 亿美元，占医药保健品出口总额的 56.81%；西药原料药出口额为 256.08 亿美元，占西药类的 81.34%，西药制剂出口额仅 31.90 亿美元，占西药类的 10.13%，制剂出口规模较小。

图表23 2016 年医药保健品出口金额占比



资料来源: 中国医药保健进出口商会、平安证券研究所

图表24 2016 年西药类产品出口金额占比



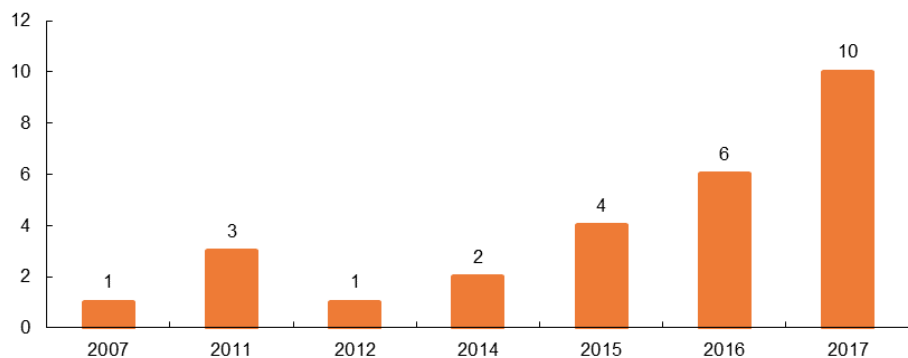
资料来源: 中国医药保健进出口商会、平安证券研究所

从我国制剂出口地区分布来看，目前主要集中在亚洲、非洲等发展中国家，合计占比 50%，美国、欧盟发达市场合计占比仅 25%。2016 年我国西药制剂对欧盟、美国、日本三大规范市场出口额分别是 4.36 亿美元、2.95 亿美元和 0.65 亿美元。但从增速上来看，对美市场出口同比增长超过 40%，实现爆发式增长，体现了我国对规范市场制剂出口有加速趋势。

3.3 华海迎来 ANDA 收获季，海外业绩有望腾飞

公司海外布局前期主要通过购买获得 ANDA 文号，如罗匹尼罗、赖诺普利、苯那普利等，2011 年公司首个自主研发申报的 ANDA 品种——多奈哌齐获批。此后，公司新获得的 ANDA 批文多为自主研发品种，其他则是由并购而获得。从公司近几年自主研发获得的 ANDA 数量来看，其呈现不断增长势头，2016 年获得 6 个 ANDA 批文，2017 年共有 10 个获批（包括与力品药业合作开发的盐酸可乐定缓释片），公司迎来收获季。近几年公司保持申报数量大于获批数量的良好趋势，预计未来每年获得的 ANDA 数量在 5-10 个之间。

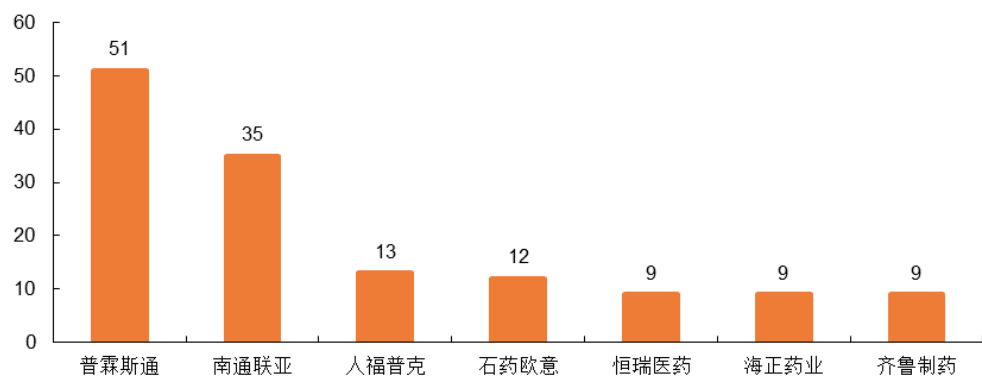
图表25 公司自主研发获得的 ANDA 批文情况（个）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

目前除华海药业之外国内领先的制剂出口企业还包括南通联亚、人福医药、石药集团、恒瑞医药、海正药业和齐鲁制药等。统计目前为止各制剂出口企业名下的 ANDA 文号数量，普霖斯通以约 51 个处于领先地位，其次为南通联亚的 35 个，人福普克以 13 个位列第三（未考虑收购 EPIC 获得的 ANDA 文号）。

图表26 国内制剂出口领先企业 ANDA 文号数量比较



资料来源：药智网、平安证券研究所

公司 2017 年获得的 10 个批文中不乏重磅品种，其中芬戈莫德胶囊、阿立哌唑片和普瑞巴林胶囊 2016 年市场规模均在 20 亿美元以上。10 个品种的美国市场总规模为 103.64 亿美元，假设公司正常销售情况下仅获得平均市占率（品种市场总规模除以生产企业个数），则 10 个品种带来的销售额增量达 6.54 亿美元，大大增厚出口板块业绩。

图表27 公司 2017 年获批 ANDA 品种市场情况

药品名	ANDA 文号	批准时间	适应症	2016 年美国市场规模 (亿美元)	ANDA 数量 (暂批) (个)	仿制药企业数量 (个)
替米沙坦片	207882	2017.05.03	高血压	0.77	13 (0)	13
度洛西汀肠溶胶囊	206653	2017.05.18	抑郁症	6.26	22 (3)	22
帕罗西汀胶囊	207188	2017.08.18	血管舒缩症状	1.23	2 (0)	2
恩替卡韦片	208782	2017.10.10	乙肝	2.16	10 (0)	10
芬戈莫德胶囊	208003	2017.10.26	多发性硬化症	20.67	13 (13)	13
替米沙坦氢氯噻嗪片	209028	2017.11.06	高血压	0.78	8 (0)	8
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	204901	2017.11.06	高血压	0.71	15 (0)	15
盐酸可乐定缓释片	209757	2017.11.20	注意力缺陷多动障碍	2.17	25 (0)	19
阿立哌唑片	205363	2017.12.04	精神分裂症	26.83	25 (4)	18
普瑞巴林胶囊	207883	2017.12.07	带状疱疹后神经痛	42.06	19 (19)	16

资料来源: FDA、IMS、公司公告、平安证券研究所

3.4 仿制品种逐步升级, 海外平台日趋成熟

公司过去海外申报以高血压等普药品种为主, 生产企业众多, 竞争激烈, 且市场空间有限。公司近年来在仿制品种方面不断升级, 主要体现在特色仿制药、首仿药和高端剂型等方面。

特色仿制药

特色仿制药是相对普药而言, 与普药相比使用人群较少, 但价格较贵; 通常刚过专利保护期, 上市企业较少, 竞争格局好; 营销模式上不是单纯的自然销售, 需要面向患者和医生进行针对性的推广。

图表28 特色仿制药与普药的区别

项目	普药仿制药	特色仿制药
药品价格	低	高
患者数量	多	少
竞争情况	原研专利过期已久, 上市仿制药企业多, 竞争激烈	原研专利过期不久或即将过期, 上市仿制药企业少, 竞争格局好
营销模式	多依靠流通企业自然销售	需对医生和患者进行针对性推广

资料来源: 药智网、平安证券研究所

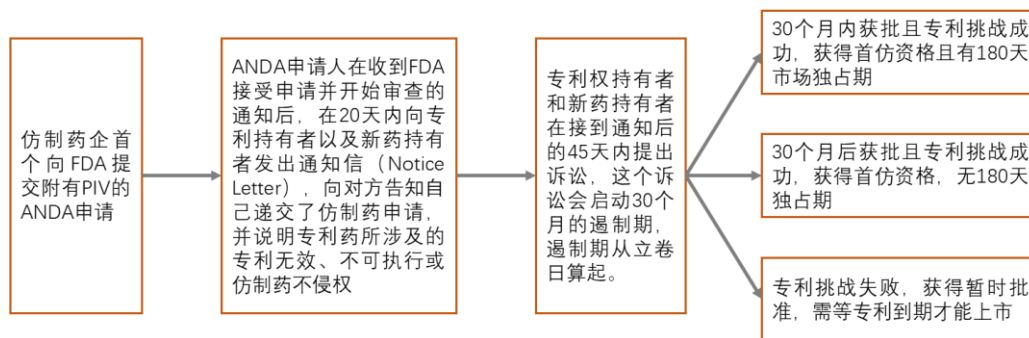
目前公司特色仿制药数量不断增加, 仅 2017 年就有芬戈莫德胶囊和普瑞巴林胶囊两大品种获得暂时性批准, 其 2016 年市场规模分别为 20.67 亿美元和 42.06 亿美元, 待原研专利到期后公司有望凭借首批上市优势获得较大市场份额。

首仿药

美国 Hatch-Waxman 法案规定, 第一个向 FDA 递交 ANDA (First to File, FTF)、并含有 PIV 声明的仿制药申请者, 如果专利挑战成功, 则将获得 180 天的市场独占期。在此期间 FDA 不再批准其他的 ANDA 持有人上市, 而获得市场独占期的仿制药企业通常可以原研药 60%-90% 的价格在市场上

销售，以弥补专利挑战时消耗的诉讼费用，并快速收回成本。如 Barr 公司的仿制药氟西汀在 2011 年 8 月成功挑战 Eli Lilly 公司的 Prozac 专利并获得 180 天市场独占期，在 180 天内实现了 31 亿美元的销售。有时候即使不是首仿或无法获得 180 天的市场独占期，仿制药企业仍会通过专利挑战来规避原研专利或证明专利无效，从而争取尽早获批上市。

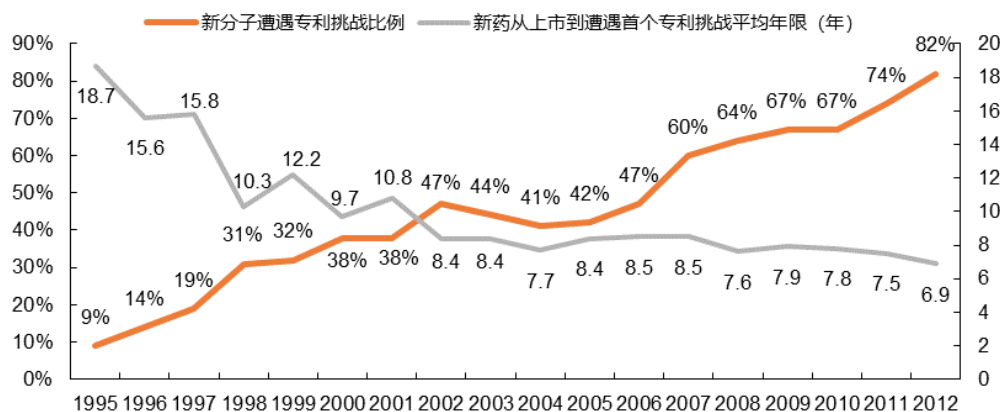
图表29 美国仿制药通过专利挑战获得首仿路径（仅包括获得 FDA 批准情况）



资料来源：FDA、平安证券研究所

由于首仿和专利挑战能给仿制药企带来高额回报，新药专利被挑战的比例逐年升高，尤其是在 1998 年和 2003 年对仿制药立法和专利挑战的规则做了进一步修改之后。1998 年 Mova 侵权案中，法院驳回 FDA 的 PIV 挑战专利诉讼胜诉原则，此后不起诉、胜诉、和解都可以得到 180 天的独占权；2003 年 MMA 法案又做了多项利于仿制药的改革，如多个 FTF 共享 180 天独占期，只有一个 30 个月遏制期，只有一个专利延期等等。根据 IMS 统计，新分子药物 PIV 挑战比例由 1995 年的 9% 上升到 2012 年的 82%。而且从 FDA 披露的数据看，新药从上市到遭遇首个专利挑战的平均年限也在不断缩短，由 1995 年的 18.7 年到 2012 年的 6.9 年。

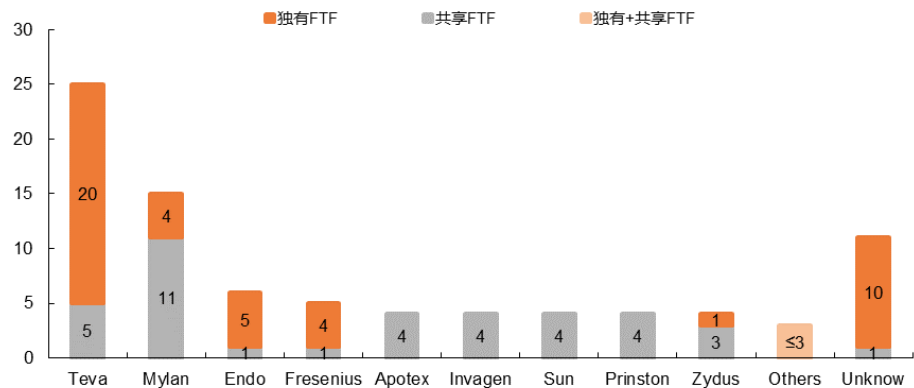
图表30 新药遭遇专利挑战的比例及平均年限



资料来源：IMS、FDA、平安证券研究所

从 FDA 统计数据来看，仅 2015 年华海美国旗下 Prinston 就获得 4 个 FTF，仅次于 Teva、Mylan 等几个仿制药巨头。获得 FTF 意味着具有一定概率成为首仿，到 2015 年底公司已有 7 个首仿品种。

图表31 2015年美国FDA首个立卷(FTF)数量统计



资料来源: FDA、平安证券研究所

2017年8月18日公司帕罗西汀胶囊获FDA批准上市,这是公司第一个通过专利挑战获得首仿的品种。本次普霖斯通与Noven公司进行的专利诉讼主要涉及帕罗西汀三个专利,其中化合物强专利“5874447”保护期截止到2017年6月10日,在此日期后自动失效,而另外两项“7598271”和“8658663”则被认定无效。帕罗西汀胶囊主要应用于治疗与绝经相关的中度至重度血管舒缩症状,2016年美国市场销售额约2500万美元,预计上市后为公司带来约1000万美元收入。本次专利挑战成功更大的意义在于公司完成了专利挑战路径的探索,建立了良好的专利诉讼体系。目前华海有100个左右仿制药项目在研,涉及40多个专利挑战,未来有望更多品种通过专利挑战获得首仿资格。

高端制剂

目前公司以半固体制剂和长效注射剂等为代表的新技术剂型研究已步入正轨,其中的典型就是缓释剂型,其能够控制药物的释放速度,减少或避免血药浓度的峰谷波动,使药物平稳的发挥作用。缓释剂型通常用物理和化学方法将药物分散于凝胶、大分子孔道骨架、包衣膜等材料,与普药相比工艺更复杂、仿制难度更大。如公司与Par Pharma合作的拉莫三嗪缓释片在2013年1月获批,2013-2015年市占率始终在30%以上,且在获批当年就为公司贡献了1亿元以上的利润。

2014年以来公司相继获批的缓释剂型仿制药有左乙拉西坦缓释片、安非他酮缓释片、盐酸强力霉素缓释片、盐酸可乐定缓释片等。其中强力霉素和可乐定缓释片规模较大且竞争格局较好,公司有较大的取代空间。

图表32 公司2014年以来获批的缓释剂型仿制药情况

药品名	ANDA文号	批准时间	适应症	美国市场规模(亿美元)	ANDA数量(个)
左乙拉西坦缓释片	203468	2015.05.21	癫痫症	1.1(2014)	19
安非他酮缓释片	202304	2015.05.26	抑郁症	1.83(2014)	12
盐酸强力霉素缓释片	207494	2016.11.15	广谱抗生素	2.06(2015)	4
盐酸可乐定缓释片	209757	2017.11.20	注意力缺陷多动障碍	3.64(2016)	6

资料来源: FDA、公司公告、平安证券研究所

公司以华海美国为主体的制剂出口平台经过10多年的发展日臻成熟,研发储备丰富,仿制水平不断提升,走通了专利挑战整个流程,同时寿科健康基本实现美国渠道全覆盖。基于对公司制剂出口平

台的认可，自 2014 年以来已有包括天津天药、普洛康裕、正大天晴、厦门力品、华北制药、浙江医药等多家企业与公司签订了合作协议，来寻求制剂出口方面的合作。

四、 进军生物和创新药领域，打造中长期增长引擎

公司实施高端切入的政策，进军生物医用领域，先后成立了华博、华奥泰和华海生物公司，形成了研发、生产、销售一体化的完整的生物医药产业链，完成了生物发酵技术平台、生物抗体技术平台和基因库筛选技术平台的建立。目前公司拥有多个在研生物创新药和类似药，其中进展最快的是重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白眼用注射液（HB002.1M），已进入临床阶段。

图表33 公司主要在研生物药和创新药项目

研发项目	注册分类	适应症	所处阶段	已申报厂家数量
HB002.1T	生物制品 1 类	晚期实体瘤	申报临床-待评审	0
HOT-1010	生物制品 2 类	肠癌、肺癌	申报临床-待评审	23
HB002.1M	生物制品 1 类	湿性年龄相关性黄斑变性	开展临床	0
HOT-3010	生物制品 2 类	类风湿关节炎、强直性脊柱炎	申报临床-提交申请	21
HOT-1020	生物制品 2 类	黑色素瘤	待申报	1
HOT-3020	生物制品 2 类	银屑病等	待申报	1
HHT-101	化药 1 类	抑郁症	临床 1 期	0
HHT-201	化药 2 类	老年痴呆症	待申报	0
HHT-301	中药 5 类	抗血栓	待申报	0

资料来源：公司公告、平安证券研究所

除了自主研发之外，公司还积极通过外部合作方式布局生物药：

- 2017 年 9 月，公司出资 3000 万美元取得韩国 Eutilex 生物科技公司 18.75%的股权，同时与 Eutilex 达成产品许可协议，Eutilex 将一项处于临床前期的免疫检查点抗体项目 EU101 的中国权益独家授权给华海，华海支付不超过 850 万美元的首付款和里程碑付款。
- 2017 年 5 月，公司出资 3600 万元认缴杭州多禧生物 10%的股权。多禧生物由数位留美博士共同创建，致力于抗体药物偶联物（ADC）的研究与开发。ADC 产品在抗肿瘤领域具有良好的市场前景，华海看好多禧生物在研产品的临床和商业价值以及其作为 ADC 研发技术平台的持续产品开发能力。同时，华海具备的产业化和商业运作能力使得双方具有更广阔的合作前景。
- 2013 年 5 月，公司与美国 ONCOLOGICS 公司签订协议，享有 ONS3010（修美乐）和 ONS1045（阿瓦斯汀）2 个单抗在中国 100%市场许可的权益。2016 年两个单抗产品的全球销售额分别为 165 亿美元和 69 亿美元。

五、 投资建议和盈利预测

公司通过长期布局成为国内制剂出口龙头，海外批文数量快速上升，迎来收获季，研发向特色仿制药、首仿药和高端剂型等方向转变，提升品种附加值；随着国内政策调整，出口品种国内价值凸显，

公司国内转报品种多列入优先审评名单，且成为首批一致性评价落地品种最大赢家，未来业绩增量巨大；公司限制性股票激励计划对 2017 年业绩要求高，全年扣非后归母净利润望保持高增长。

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 6.01 亿、7.46 亿和 9.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.72 元和 0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 47.8 倍、38.5 倍和 30.2 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、风险提示

1. 招标采购不及预期；
2. 一致性评价配套政策落地速度不及预期；
3. 研发进度不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3511	5719	7106	8290
现金	792	2706	3278	3963
应收账款	1281	1510	1871	2216
其他应收款	15	19	22	27
预付账款	36	55	55	78
存货	1330	1343	1806	1898
其他流动资产	58	87	75	108
非流动资产	3215	3603	4050	4559
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1865	2204	2588	3005
无形资产	483	538	582	634
其他非流动资产	867	860	880	920
资产总计	6726	9322	11157	12848
流动负债	1514	3806	5163	6153
短期借款	462	2700	3737	4701
应付账款	363	430	504	595
其他流动负债	688	676	922	857
非流动负债	635	540	447	354
长期借款	535	440	347	253
其他非流动负债	100	100	100	100
负债合计	2149	4346	5610	6506
少数股东权益	194	180	195	224
股本	1043	1042	1042	1042
资本公积	1194	1194	1194	1194
留存收益	2189	2538	2999	3604
归属母公司股东权益	4384	4796	5352	6118
负债和股东权益	6726	9322	11157	12848

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	433	487	596	937
净利润	457	586	761	981
折旧摊销	251	230	292	364
财务费用	-8	4	50	75
投资损失	-0	-13	-11	-6
营运资金变动	-316	-321	-499	-478
其他经营现金流	50	1	4	1
投资活动现金流	-707	-606	-733	-867
资本支出	733	388	448	509
长期投资	-13	0	0	0
其他投资现金流	13	-218	-285	-358
筹资活动现金流	409	-204	-329	-348
短期借款	-375	0	0	0
长期借款	535	-95	-93	-93
普通股增加	250	0	0	0
资本公积增加	163	0	0	0
其他筹资现金流	-163	-109	-236	-255
现金净增加额	186	-322	-465	-279

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4093	4927	5968	7215
营业成本	2053	2279	2684	3157
营业税金及附加	40	59	50	58
营业费用	615	911	1074	1299
管理费用	860	985	1194	1443
财务费用	-8	4	50	75
资产减值损失	26	25	30	36
公允价值变动收益	0	-1	-4	-1
投资净收益	0	13	11	6
营业利润	508	675	893	1153
营业外收入	70	38	42	48
营业外支出	11	11	11	11
利润总额	567	702	924	1190
所得税	110	116	163	209
净利润	457	586	761	981
少数股东损益	-44	-15	15	29
归属母公司净利润	501	601	746	952
EBITDA	858	991	1333	1711
EPS (元)	0.48	0.58	0.72	0.91

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	16.9	20.4	21.1	20.9
营业利润(%)	3.0	32.9	32.3	29.1
归属于母公司净利润(%)	13.2	20.0	24.1	27.6
获利能力				
毛利率(%)	49.8	53.7	55.0	56.2
净利率(%)	12.2	12.2	12.5	13.2
ROE(%)	10.0	11.8	13.7	15.5
ROIC(%)	8.9	7.8	8.9	9.8
偿债能力				
资产负债率(%)	31.9	46.6	50.3	50.6
净负债比率(%)	5.1	10.9	16.6	17.5
流动比率	2.3	1.5	1.4	1.3
速动比率	1.4	1.2	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.58	0.72	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.47	0.57	0.90
每股净资产(最新摊薄)	4.20	4.60	5.13	5.87
估值比率				
P/E	57.3	47.8	38.5	30.2
P/B	6.5	6.0	5.4	4.7
EV/EBITDA	34.1	29.8	22.5	17.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033