

业绩超预期，国内制剂爆发，三大业务板块全面向好

——华海药业（600521）2017 年年报点评

2018 年 03 月 29 日

强烈推荐/维持

华海药业

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	研究助理	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

华海药业发布 2017 年年度报告，2017 年公司实现营业收入 50.02 亿元，同比增长 22.21%；归属于上市公司股东的净利 6.39 亿元，同比增长 27.64%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 6.04 亿元，同比增长 33.00%。实现 EPS 为 0.62 元。

公司 2017 年 Q4 实现营业收入 14.92 亿元，同比增长 27.47%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.54 亿元，同比增加 33.29%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.95 亿元，同比增长 90.33%。实现 EPS 为 0.15 元。

公司利润分配预案，向全体股东每 10 股派送现金红利 2 元（含税），共计 2.08 亿元（含税）；每 10 股转增 2 股。

观点:

1、业绩略超预期，国内制剂开始明显放量

公司 2017 整体营收 50.02 亿元，同比增长 22.21%，归母净利润 6.39 亿元，同比增长 27.64%，扣非后利润增速 33%，略超预期。扣非后利润增速快于归母主要还是冲回了部分资产减值。整体看报表情况，财务费用较大，今年财务费用较去年增加 1.18 亿，一大部分为汇兑损益影响，另外影响公司整体利润的还有政府补助（5200 万），扣除多因素扰动实际增速在 40%以上，毛利率大幅度提升，经营性现金流逐级好转，改善趋势明显。

分季度来看，Q1-Q4 收入增速分别为 16.69%、20.28%、23.44%、27.47%，归母净利润增速分别为 15.01%、13.35%、50.14%、33.29%。

分地区来看，我们推断华海美国经营出现拐点，有望持续发力，基于以下几点原因：

第一，下半年财务费用较上半年有所增高，我们判断汇兑损益大幅增大，侧面反映海外部分销售收入增速有加速。

第二, Q3 单季度少数股东权益转正, 少数股东权益与华海美国情况有一定相关。公司少数股东损益本期数比去年同期数增长 64.36%, 主要系华海 (美国) 国际有限公司之控股子公司普霖强生药业有限公司亏损同比大幅减少所致。另外中报华海美国亏损 0.65 亿, 全年华海美国亏损 0.85 亿, 下半年相较上半年亏损明显减小, 呈现改善趋势。

第三, 华海的制剂出口梯队逐渐丰富、品种结构逐渐优化、经营有望持续改善。彭博终端增速 (后有详细图表) 整体情况超预期 (海外增速超过 20%), 贝那普利、氯沙坦钾、左乙拉西坦普通片及缓释片、缬沙坦、缬沙坦氢氯噻嗪等品种高增速且市场份额大幅提升。虽然重磅品种拉莫三嗪增速下降, 但罗匹尼罗、赖诺普利、氯沙坦钾、左乙拉西坦、缬沙坦等品种体量已经较大, 足以弥补其下降。虽然彭博终端数据有时与公司口径有所出入, 但整体趋势和市场份额变动值得参考和关注。

收入端分板块来看, 制剂板块增长快于原料药板块: 原料药板块收入 21.4 亿, 增速 13.88%, 毛利率减少 2.19%, 制剂板块收入 26.40 亿, 增速 34.40%。其中我们推断海外制剂增速在 15-20%, 8 亿人民币左右规模 (拉莫三嗪销量下滑, 但, 但其他二线品种如缬沙坦、缬沙坦氢氯噻嗪高速增长), 默克代工部分持平, 国内制剂加速放量, 收入增速在 50% 以上, 整体规模 14 亿左右。(帕罗西汀销量增速 24.8%, 氯沙坦钾销量增速 84.91%, 厄贝沙坦氢氯噻嗪销量增塑 152.54%, 厄贝沙坦片销量增塑 58.68%, 福辛普利钠销量增速 76.38%)。主要产品销量增速见 (表 1), 国内制剂板块相较去年增速明显加速。

表 1: 华海主要品种销量增速

	分类	2016 年销售量比上年增减 (%)	2017 年销售量比上年增减 (%)
赖诺普利	原料药		33.2
氯沙坦钾	原料药		-2
普瑞巴林	原料药		71.53
奈韦拉平	原料药	21.58	8.76
盐酸帕罗西汀片	国内制剂	5.46	24.8
氯沙坦钾片	国内制剂	-5.26	84.91
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	国内制剂	-2.5	152.54
厄贝沙坦片	国内制剂	-22.86	58.68
福辛普利钠片	国内制剂	-37.68	76.38
依非韦仑片	默克代工	28.82	-22.08
苯甲酸利扎曲普坦片	默克代工	45.67	31.08
拉莫三嗪控释片	国外制剂	3.94	-75.15
多奈哌齐片	国外制剂	8.29	-6.44
缬沙坦片	国外制剂	1,269.65	43.25
缬沙坦氢氯噻嗪片	国外制剂	100	108.24

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

毛利率的角度: 公司综合毛利率 **55.96%**, 较去年全年 **49.85%**提升 **6.11pp**。我们推断一方面有国内制剂低开转高开的因素, 另一方面收入结构制剂不断增大。

财务指标方面: 销售费用率 18.09%, 比去年同期 (15.01%) 上升 3.08pp, 管理费用率 19.99%, 与去年同期 (21.00%) 下降 1.01%。公司销售费用上升较快, 我们认为主要还是国内制剂销售投入增大。公司今 **2017** 年 **1.10** 亿, 较去年万大幅上升, 主要系美元汇率大幅下降, 汇兑损失增加影响。

表 2: 对华海净利润影响较大的子公司情况

子公司	所处行业	主要产品或服务/经营范围	2016 净利润(万元)	2017 净利润(万元)
浙江华海医药销售有限公司	商品流通	药品批发	7319.02	19157.09
华海(美国)国际有限公司	进出口贸易	药品及中间体贸易	-15694.82	-8460.02
上海华奥泰生物药业有限公司	医药化工	生物医药产品的研发, 及相关的技术咨询、技术服务、技术转让, 医药中间体的销售	-2223.85	-880.54

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

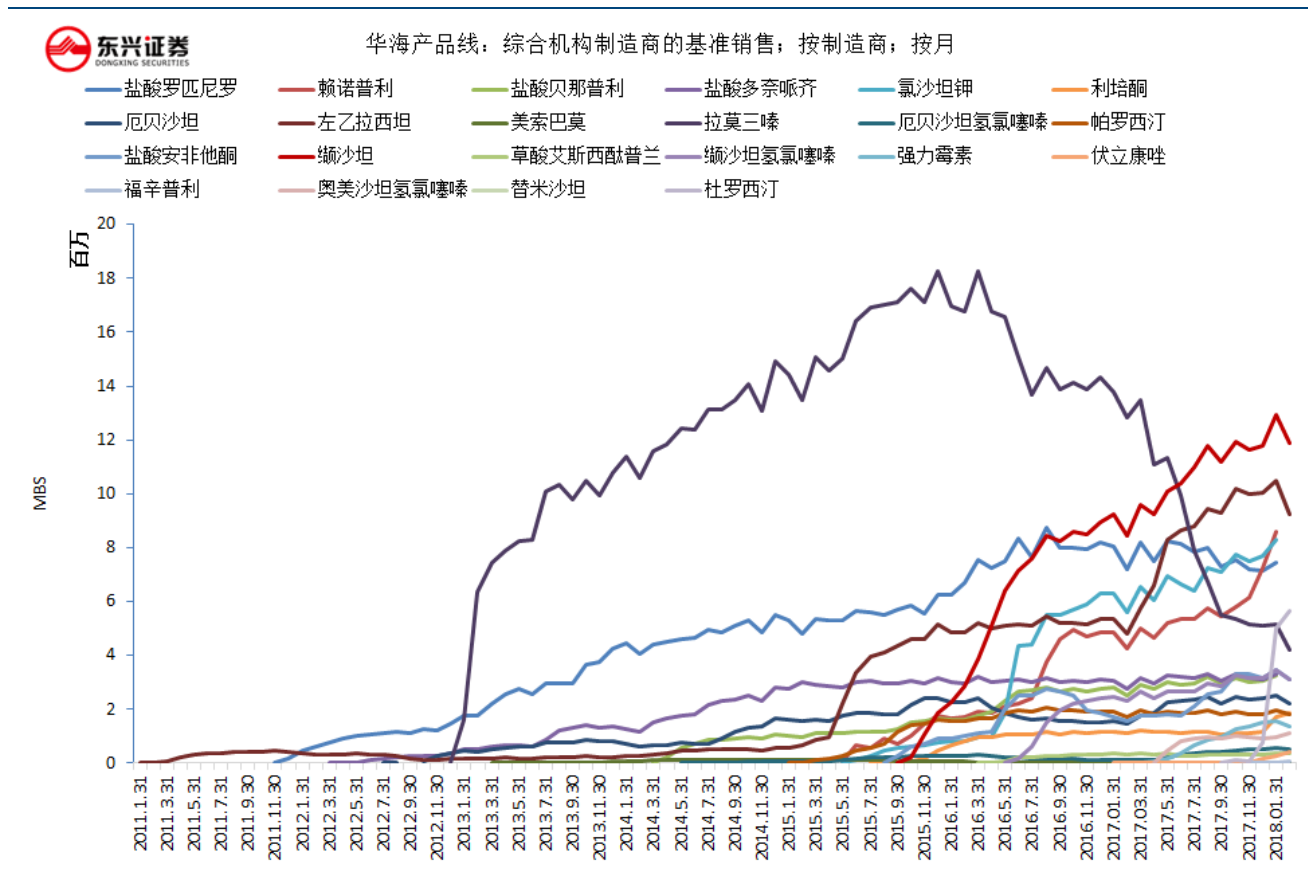
展望 2018 年, 我们认为公司业绩有望维持高速增长, 几大业务板块均呈现好转, 基于以下几点原因:

- ◆ **制剂出口梯队逐渐丰富、品种结构逐渐优化、积极探索专利挑战, 望持续向好, 华海美国有望扭亏为盈。** 存量 ANDA 中优秀品种市场份额在不断提升 (罗匹尼罗、赖诺普利、贝那普利、氯沙坦钾、左乙拉西坦、帕罗西汀、缬沙坦、缬沙坦氢氯噻嗪等)。2016+2017 年获批的 14 个 ANDA 在 2018 年进一步放量 (缬沙坦氢氯噻嗪、奥美沙坦酯、强力霉素、度洛西汀等目前放量快), 夏洛特工厂的 13 个 ANDA 纳入华海销售体系后市场份额有望进一步提升。
- ◆ **制剂出口反哺国内市场逐步明朗, 一致性评价品种和转报品种有望放量。** 华海利培酮片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、厄贝沙坦片、氯沙坦甲片 (10mg、5mg)、盐酸帕罗西汀片、福辛普利钠片、赖诺普利片 (5mg、10mg) 第一批通过一致性评价, 成为最大赢家, 进口替代空间大, 2018 年持续放量。制剂出口转报有条不紊进行, 缬沙坦是第一个转报品种, 目前在优先审评, 根据 CFDA 最新公告, 国家局即将组织核查。CDE 最新的审评进度也有所更新, 补充资料任务已完成, 我们判断大概率即将获批。一旦走通之后, 后面品种的转报会比较顺利。
- ◆ **原料药有涨价弹性。** Wind 原料药报价, 卡托普利 2018 年 1 月最新报价 390 元, 比去年均价 345 元提价 13%。沙坦类厄贝沙坦、替米沙坦、缬沙坦原料药均有提价。
- ◆ **汇兑损益影响得到控制。**

2、制剂出口趋势加速, 今年9个 ANDA 创历史新高, 专利挑战及合作研发均有突破

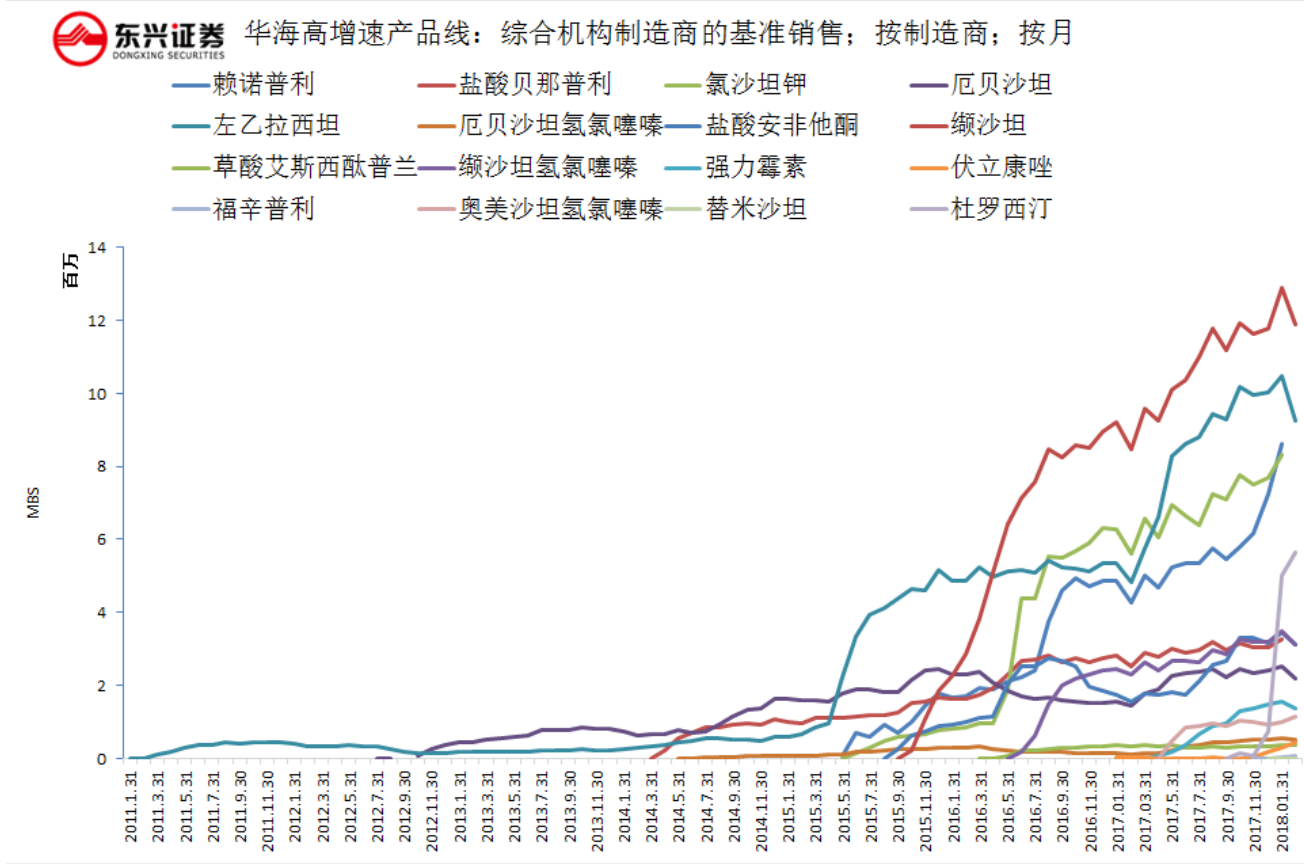
华海美国整体体系已经建立完备, 前期大规模投入期已经过去 (华海美国经营出现拐点, 2017 年下半年减亏) 未来 3-5 年是结构优化的时期。产品结构会看到更多缓释控释和专利挑战产品。我们判断大概率美国方面会较快达到 3 亿美金收入体量。

图 1: 华海全产品线彭博终端销售收入 (MBS, 按月, 百万美金)



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 2: 华海高速增长产品线彭博终端销售 (MBS, 按月, 百万美金)



2017 年公司获得了替米沙坦、度洛西汀胶囊、帕罗西汀胶囊 (专利挑战)、恩替卡韦、芬戈莫德 (暂时性批准)、替米沙坦氢氯噻嗪片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、阿立哌唑 (暂时性批准)、普瑞巴林 9 个 ANDA, 已超过去年 ANDA 数, 印证我们之前判断 (ANDA 梯队已形成, 每年 5-10 个 ANDA 可期)

公司 12 月 4 日公告, 与力品药业 (厦门) 有限公司共同投资合作开发的盐酸可乐定缓释片获得 FDA 批准, 今年累计 ANDA 创历史新高, 为国内第一。再加上收购夏洛特工厂获得的 ANDA, 公司目前制剂出口品种非常丰富 (表 3、表 4)。

另外, 华海的 ANDA 文号结构也在不断改善, 从之前的高血压领域扩充到精神、乙肝、多发性硬化等, 同时今年也有了专利挑战零的突破。剂型方面, 缓释片等高端剂型也在增加。

华海制剂出口方面未来增长点论述:

- ◆ **存量品种销售增长带来的增量:** 16+17 年新获得十几个 ANDA 在 18 年会经历从无到有的过程贡献增量。14、15 年获批的品种大都处于上升期, 未来有望继续放量。15 年之前的一些

优质老品种仍有扩大市场份额的趋势(可能与华海自身形成一定品牌优势和产品集群优势有关。), PAR 工厂收购的 ANDA 将会逐步带来增量。

- ◆ **新批品种带来的增量:** 从 DMF 布局推断 17-20 年每年有望获得 5-10 个及以上 ANDA (稳定增量, 详见前篇报告论述)、专利挑战将逐步明朗 (带来巨大弹性)。

表 3: 华海药业收购夏洛特工厂获得 ANDA 概览

中文名	剂型	适应症	获得年份	橘皮书分区	同有效成分、剂型的非停用 ANDA 数	2016 年美国市场规模 (亿美元)
呋塞米	片剂; 口服	充血性心力衰竭、水肿	2017	处方药	10	2.5
格列美脲	片剂; 口服	糖尿病	2017	处方药	13	4.2
氢氯噻嗪	片剂/胶囊; 口服	高血压、水肿	2017	处方药	16	2.1
氯硝西洋	片剂; 口服	癫痫、惊厥	2017	处方药	8	1.5
盐酸可乐定	片剂; 口服	高血压	2017	处方药	10	1.5
盐酸苯丁胺	片剂; 口服	中重度肥胖	2017	处方药	13	
赖诺普利	片剂; 口服	高血压	2017	处方药	14	5.0
双丙戊酸钠	肠溶片; 口服	失神发作、肌阵挛发作	2017	处方药	15	12.6
替米沙坦	片剂; 口服	原发性高血压	2017	处方药	14	3.2
盐酸异丙嗪	片剂; 口服	止咳	2017	处方药	7	
左乙拉西坦	缓释片; 口服	癫痫	2017	处方药	19	9.2
盐酸环苯扎林	片剂; 口服	局部肌肉痉挛	2017	处方药	12	2.6
盐酸文拉法辛	片剂; 口服	抑郁症	2017	处方药	11	8.0
盐酸羟嗪	片剂; 口服	轻度紧张、焦虑	2017	处方药	12	1.9
替马西泮	胶囊; 口服	睡眠障碍	2017	处方药	5	1.3
利培酮	片剂; 口服	急慢性精神分裂症	2017	处方药	16	2.9

资料来源: Bloomberg, 公司公告, FDA, 东兴证券研究所

- ◆ **表 4: 华海药业全部 ANDA 概览 (夏洛特工厂品种已在前面列出, 不再重复列举) (截至 2018 年 3 月)**

中文名	剂型	适应症	获得年份	同有效成分、剂型的非停用 ANDA 数	2017 年美国市场规模 (亿美元)	华海所占份额估算 (MBS 口径)	华海 2017 年增速 (MBS)	2016 年市场份额 (MBS)	备注
-----	----	-----	------	---------------------	--------------------	-------------------	-------------------	------------------	----

			A数		元)		MBS			
奈韦拉平	片剂; 口服	艾滋病	2007	11	0.41	-	-	-	-	未销售
盐酸罗匹尼罗	片剂; 口服	帕金森氏病	2008	11	2.44	38%	0%	25%		市场份额大幅提升
赖诺普利氢氯噻嗪	片剂; 口服	高血压	2010	10	2.03	-	-	-	-	未销售
赖诺普利	片剂; 口服	高血压	2010	17	4.6	14%	77%	12%		市场份额略提升
盐酸贝那普利	片剂; 口服	高血压; 充血性心力衰竭	2010	11	0.58	61%	25%	60%		市场份额略提升
盐酸多奈哌齐	片剂; 口服	阿尔茨海默病	2011	38	0.97	39%	2%	30%		市场份额大幅提升
氯沙坦钾	片剂; 口服	高血压	2011	21	4.83	17%	89%	15%		市场份额略提升
利培酮	片剂; 口服	精神分裂症	2011	17	2.65	5%	12%	5%		市场份额不变
左乙拉西坦	片剂; 口服	癫痫	2012	28	5.92	15%	39%	10%		市场份额大幅提升
厄贝沙坦	片剂; 口服	高血压	2012	20	0.92	28%	15%	20%		市场份额大幅提升
美索巴莫	片剂; 口服	肌肉松弛药	2012	10	0.96	0%	-48%	1%		市场份额下降
拉莫三嗪缓释片	缓释片; 口服	癫痫	2013	9	5.73	19%	-41%	34%		市场份额下降
厄贝沙坦氢氯噻嗪	片剂; 口服	高血压	2014	13	0.37	10%	48%	5%		市场份额提升
帕罗西汀	片剂; 口服	抑郁症	2014	11	1.73	13%	1%	6%		市场份额大幅提升
左乙拉西坦	缓释片; 口服	癫痫	2015	21	1.41	5%	427%	1%		市场份额提升
盐酸安非他酮	缓释片; 口服	戒烟	2015	33	26	1%	19%	1%		市场份额不变
缬沙坦	片剂; 口服	高血压	2015	14	3.96	32%	62%	18%		市场份额大幅提升
草酸艾斯西酞普兰	片剂; 口服	抑郁症	2015	15	4.45	1%	97%	1%		市场份额不变
卡托普利	片剂; 口服	高血压	2016	6	0.45	-	-	-		未销售
缬沙坦氢氯噻嗪	片剂; 口服	高血压	2016	8	4.01	8%	197%	2%		市场份额大幅提升
伏立康唑	片剂; 口服	侵袭性曲霉病	2016	12	2.08	0.2%	-	-		新品上市开始放量

福辛普利钠	片剂; 口服	高血压和心力衰竭	2016	6	0.22	-	-	-	新品上市开始放量
喹那普利	片剂; 口服	高血压、充血性心力衰竭	2016	9	0.35	-	-	-	未销售
强力霉素	缓释片; 口服	抗生素	2016	6	2.91	2.5%	-	-	新品上市开始放量
奥美沙坦酯氢氯噻嗪	片剂; 口服	高血压	2016	2	3.51	2.0%	-	-	新品上市开始放量
替米沙坦	片剂; 口服	高血压	2017	14	2.87	-	-	-	新品上市开始放量
度洛西汀	胶囊; 口服	抑郁症	2017	20	14.08	-	-	-	新品上市开始放量
帕罗西汀	胶囊; 口服	血管舒缩症状	2017	1	0.25	-	-	-	未销售
恩替卡韦	片剂; 口服	乙肝	2017	8	2.31	-	-	-	未销售
芬戈莫德(暂时性批准)	胶囊; 口服	多发性硬化	2017	12	21.35	-	-	-	未销售
替米沙坦氢氯噻嗪片	片剂; 口服	高血压	2017	9	1.82	-	-	-	未销售
氯沙坦钾氢氯噻嗪片	片剂; 口服	高血压	2017	17	2.4	-	-	-	未销售
盐酸可乐定(力品药业持有)	缓释片; 口服	注意力缺陷多动障碍	2017	5	1.58	-	-	-	未销售
阿立哌唑	片剂; 口服	精神分裂症	2017	15	35.46	-	-	-	未销售
普瑞巴林	胶囊; 口服	带状疱疹后神经痛	2017						未销售

资料来源: Bloomberg, 公司公告, FDA, 东兴证券研究所

3、政策利好不断, 制剂出口反哺国内市场未来值得期待

国内制剂研发方面, 2017 年华海完成 8 个一致性评价品种申报, 其中盐酸帕罗西汀片等 7 个品种 (9 个品规) 通过一致性评价; 完成 9 个新产品申报生产。缬沙坦是第一个转报品种, 目前在优先审评, 根据 CFDA 最新公告, 国家局即将组织核查。CDE 最新的审评进度也有所更新, 补充资料任务已完成, 我们判断大概率即将获批。一旦走通之后, 后面品种的转报会比较顺利。(这两年按 4 类申报的还有赛洛多辛、伏立康唑、度洛西汀肠溶胶囊、缬沙坦氢氯噻嗪、多奈哌齐、依非韦伦、普瑞巴林)。

结论:

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 7.78 亿元、10.37 亿元、13.92 亿元, 增速分别为 21.75%、33.18%、34.33%。EPS 分别为 0.75 元、0.99 元、1.34 元, 对应 PE 分别为 40x, 30x, 22x。我们认为公司制剂出口结合海外并购的国际化路径越来越清晰, 国际化巨头之路稳步推进。未来国际化有望反哺国内市场。同时公司进军生物药领域, 多点布局。我们看好公司长期发展, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

ANDA 获批及专利挑战进度不达预期; 国内制剂推广低于预期

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	2832	3511	4042	5041	6429	营业收入	3500	4093	4941	6202	7957
货币资金	602	792	889	1116	1432	营业成本	1777	2053	2663	3314	4216
应收账款	1037	1281	1354	1699	2180	营业税金及附加	28	40	25	31	40
其他应收款	13	15	18	23	30	营业费用	448	615	563	719	899
预付款项	40	36	37	39	42	管理费用	714	860	939	1178	1512
存货	1077	1330	1670	2078	2644	财务费用	-6	-8	0	0	0
其他流动资产	21	32	28	28	28	资产减值损失	48.98	26.22	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2684	3215	2980	2817	2652	公允价值变动收益	1.60	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	1.60	0.49	0.00	0.00	0.00
固定资产	1600	1865	1747	1642	1555	营业利润	493	508	752	959	1290
无形资产	393	431	388	345	301	营业外收入	41.51	69.98	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	36	0	0	0	0	营业外支出	10.82	10.82	0.00	0.00	0.00
资产总计	5515	6726	7022	7858	9081	利润总额	524	567	752	959	1290
流动负债合计	1682	1514	1867	2166	2666	所得税	87	110	150	192	258
短期借款	838	462	658	748	930	净利润	437	457	601	768	1032
应付账款	351	363	492	595	768	少数股东损益	-6	-44	0	0	0
预收款项	10	19	19	20	21	归属母公司净利润	442	501	601	768	1032
一年内到期的非流	25	27	27	27	27	EBITDA	1055	1155	913	1122	1455
非流动负债合计	113	635	114	114	114	BPS (元)	0.56	0.49	0.58	0.74	0.99
长期借款	0	535	535	535	535	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1795	2149	1981	2280	2780	成长能力					
少数股东权益	129	194	194	194	194	营业收入增长	35.41%	16.93%	20.72%	25.53%	28.30%
实收资本(或股本)	793	1043	1042	1042	1042	营业利润增长	60.43%	3.00%	47.98%	27.66%	34.48%
资本公积	1031	1194	1194	1194	1194	归属于母公司净利润	20.05%	27.66%	20.05%	27.66%	34.48%
未分配利润	1541	1821	2002	2232	2542	获利能力					
归属母公司股东权	3591	4384	4846	5383	6106	毛利率(%)	49.22%	49.85%	46.11%	46.57%	47.02%
负债和所有者权益	5515	6726	7022	7858	9081	净利率(%)	12.48%	11.16%	12.17%	12.38%	12.97%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	8.02%	7.45%	8.56%	9.77%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.32%	11.43%	12.41%	14.26%	16.91%
经营活动现金流	195	433	488	367	444	偿债能力					
净利润	437	457	601	768	1032	资产负债率(%)	33%	32%	28%	29%	31%
折旧摊销	568	655	0	163	165	流动比率	1.68	2.32	2.16	2.33	2.41
财务费用	-6	-8	0	0	0	速动比率	1.04	1.44	1.27	1.37	1.42
应收账款减少	0	0	-73	-346	-481	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1	1	1	总资产周转率	0.70	0.67	0.72	0.83	0.94
投资活动现金流	-399	-707	74	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	应付账款周转率	12.79	11.45	11.55	11.41	11.67
长期股权投资减少	0	0	21	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.49	0.58	0.74	0.99
筹资活动现金流	210	409	-464	-140	-128	每股净现金流(最新)	0.01	0.13	0.09	0.22	0.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.53	4.20	4.65	5.16	5.86
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	7	250	-1	0	0	P/E	45.32	51.80	44.01	34.47	25.63
资本公积增加	113	163	0	0	0	P/B	5.61	6.04	5.46	4.91	4.33
现金净增加额	5	135	98	227	316	EV/EBITDA	19.32	23.12	29.35	23.74	18.22

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第1名组长，2015年新财富第7名团队核心成员，2015年水晶球第3名团队核心成员。北京大学药理学硕士、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。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

研究助理简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。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、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。