

注射用博来霉素获批ANDA, 注射剂出口龙头逻辑不断强化

——健友股份（603707）事件点评

2018年6月11日

强烈推荐/维持

健友股份

事件点评

事件：

经 FDA 网站查询，健友股份的注射用博来霉素已于 2018 年 4 月 20 日获得 FDA 批准，ANDA 文号 A205030，该产品由成都健进研发。

成都健进的另外两个注射剂产品阿糖胞苷和托泊替康分别于 2017 年 11 月 9 日和 2012 年 8 月 8 日获得 ANDA，ANDA 文号 A206190、A201166。

主要观点：

1. 多个注射剂获批 ANDA，注射剂出口逻辑不断强化

此次获批的 ANDA 具有里程碑意义，公司注射剂 ANDA 的陆续获批证明了健友股份在注射剂出口方面的研发生产能力，超越市场预期。未来随着依诺肝素等重磅产品和各类抗肿瘤、手术用药等高端产品的 ANDA 获批，公司在注射剂出口方面的布局将逐步落地。同时已获批 ANDA 的注射剂产品已处于国内注册的文件准备阶段，未来将受益于注射剂一致性评价，预计 2020 年健友股份将有数十个注射剂产品在美欧和中国市场共同上市。

注射用博来霉素：

- ◆ 适用于皮肤恶性肿瘤、头颈部肿瘤（上颌窦癌、咽部癌、喉癌、口腔癌如舌癌，唇癌等）、肺癌（特别是原发和转移性磷癌）、食道癌、恶性淋巴瘤、子宫颈癌、神经胶质瘤、甲状腺癌等多种恶性肿瘤。博来霉素 FDA 商品名为 BLENOXANE，BMS 公司最早于 1982 年获美国 FDA 批准上市，中国目前生产厂家为海正药业和日本化药株式会社。
- ◆ 市场方面，注射用博来霉素美国市场 2017 年规模约 7 百万美金（彭博终端规模，图 1），国内样本医院 2017 年规模约 1 千万人民币（PDB 样本医院终端数据，图 2）。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：邓云龙

18511867470

dengyl@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|----------------|-------------|
| 52 周股价区间（元） | 29.18-10.38 |
| 总市值（亿元） | 161.2 |
| 流通市值（亿元） | 24.09 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 55243/8255 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 6.53 |

52 周股价走势图

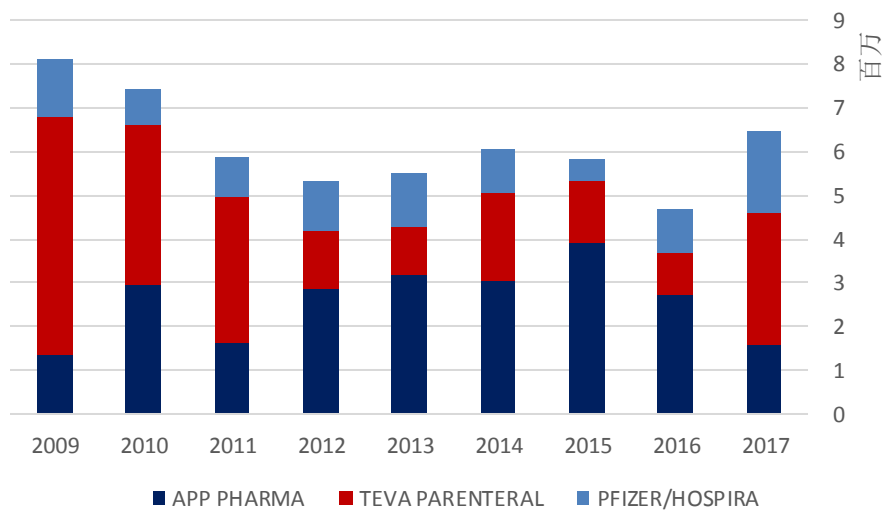


资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

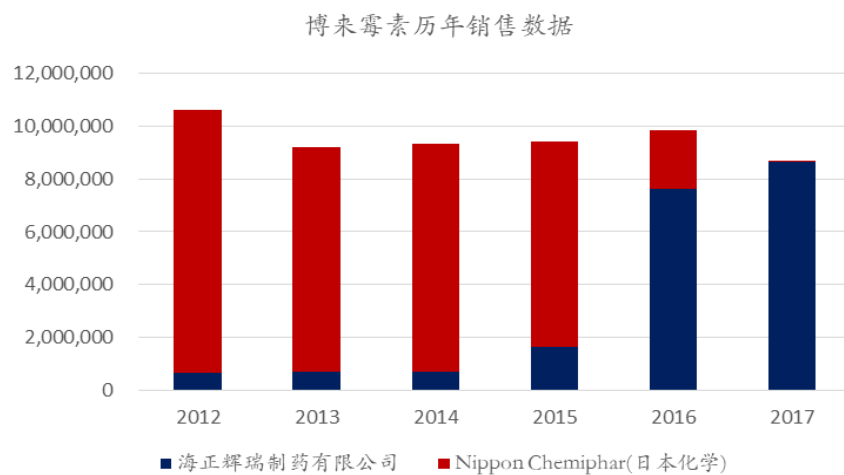
- 1、《健友股份 2018 年一季报点评：业绩符合预期，肝素原料+制剂带动公司业务快速增长》2018-04-19
- 2、《健友股份（603707）2017 年年报点评：注射剂美中双报加速转型，肝素原料+制剂带动业绩快速增长》2018-01-31

图 1：博来霉素美国市场销售数据（WAC，百万美元）



资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所

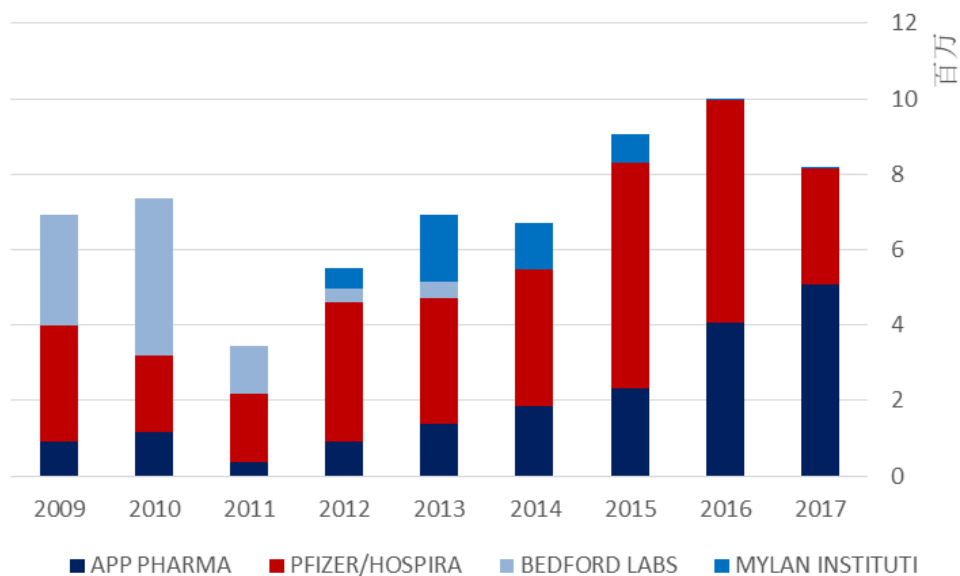
图 2：博来霉素国内样本医院销售数据（元）



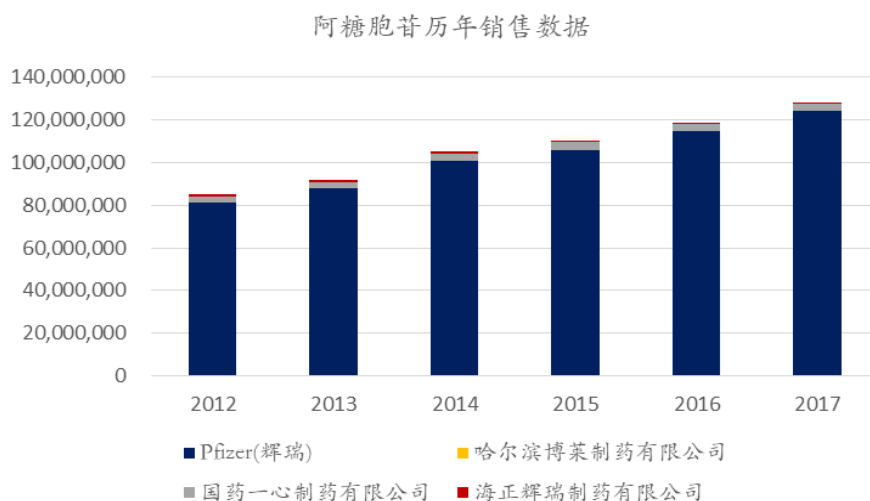
资料来源：PDB，东兴证券研究所

阿糖胞苷注射液:

- ◆ 适用于急性白血病的诱导缓解期及维持巩固期, 对急性非淋巴细胞性白血病效果较好, 对慢性粒细胞白血病的急变期, 恶性淋巴瘤有效, 最早于 1982 年获美国 FDA 批准上市, 中国目前主要生产厂家为辉瑞。
- ◆ 市场方面, 阿糖胞苷注射液美国市场 2017 年规模约 8 百万美金 (彭博终端规模, 图 3), 国内样本医院 2017 年规模约 1.2 亿元人民币 (PDB 样本医院终端数据, 图 4)。

图 3: 阿糖胞苷美国市场销售数据 (WAC, 百万美金)


资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

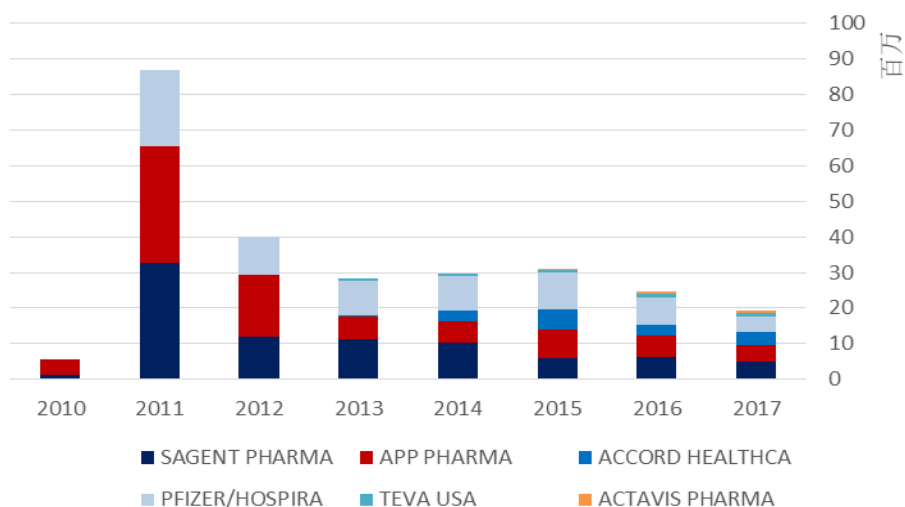
图 4: 阿糖胞苷国内样本医院销售数据 (单位: 元)


资料来源: PDB, 东兴证券研究所

托泊替康注射液:

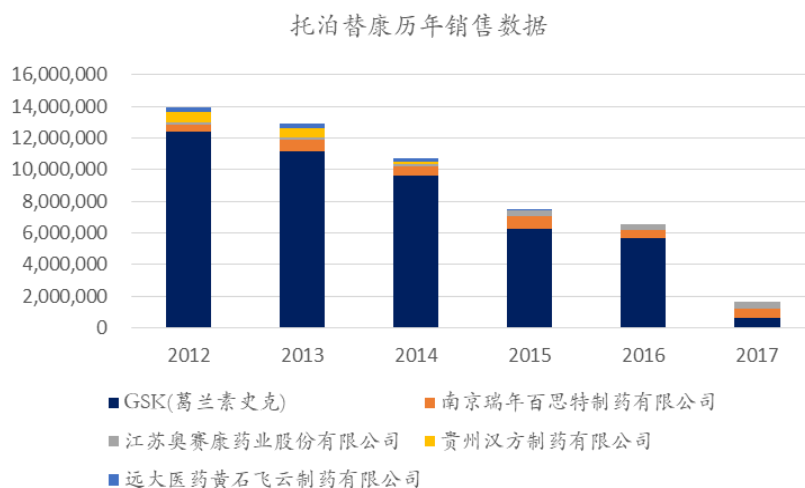
- ◆ 适用于初始化疗或序贯化疗失败的转移性卵巢癌以及对化疗敏感, 一线化疗失败的小细胞肺癌。托泊替康 FDA 商品名为 HYCAMTIN, 诺华公司最早于 1996 年获美国 FDA 批准上市。
- ◆ 市场方面, 阿糖胞苷注射液美国市场 2017 年规模约 2 千万美金 (彭博终端规模, 图 5), 国内样本医院 2017 年规模约 2 百万人民币 (PDB 样本医院终端数据, 图 6)。

图 5: 托泊替康美国市场销售数据 (WAC, 百万美金)



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

图 6: 托泊替康国内样本医院销售数据 (单位: 元)



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

成都健进的新注射剂生产线目前仍在建设中, 产能较为紧张, 预计以上产品将于 2018 年下半年实现美国市场销售, 目前美国市场同类产品生产企业 3-6 家左右, 竞争格局较好。

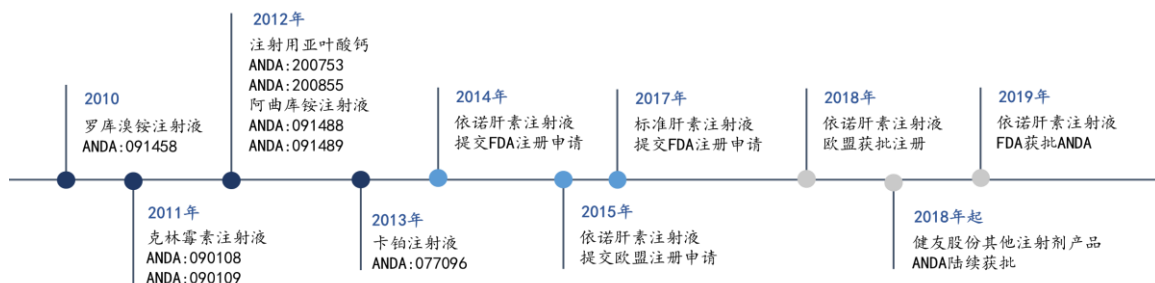
2、注射剂中美双报思路清晰, 中美双报注射剂开启想象空间

注射剂出口产品梯队迅速壮大: 截至 2017 年末, 公司共有在研注射剂项目 28 个, 其中已申报项目 4 项, 主要研发产品包括抗感染、抗肿瘤、泌尿系统、抗凝血、麻醉药等领域中市场需求大、需求稳定的优质产品。目前已公告处于研发/ANDA 申请阶段注射剂产品十余个 (彭博终端数据显示美国市场容量超过 50 亿美元), 预计公司 2018 年将有 5 个新 ANDA 获批, 至 2020 年将会有 20 个新 ANDA 获批。

受益于一致性评价, 中美双报注射剂开启想象空间: 在中国境内用同一生产线生产上市并在欧盟、美国和日本获准上市的药品, 视同通过一致性评价, 普利制药的注射用阿奇霉素已于近期通过注射剂仿制药一致性评价, 在国内各省挂网及招标过程中价格接近辉瑞原研产品。健友股份 2017 年年报公告了 20 余个在研注射剂产品, 其中 5 个已进入美国和中国同时申报注册阶段, 近期已获批的博来霉素、阿糖胞苷等注射剂产品已进入国内注册的文件准备阶段, 未来 2-3 年健友股份将有数十个注射剂产品在美欧和中国市场共同上市。

注射剂龙头企业指日可待: 健友股份作为国内少有的高端 FDA 标准注射剂生产企业, 对注射剂出口布局早 (南京健友、成都健进分别于 2010 年、2006 年开始推进注射剂出口美国项目)、高管及业务人员能力超群 (领导层均为海归背景, 研发及生产负责人此前均在美国负责注射剂业务), 逐步打造核心产品依诺肝素+小分子抗肿瘤注射剂+其他重磅注射剂的高端注射剂出口全产品链, 未来将受益于高毛利美国市场 (国际), 以及一致性评价带来的注射剂市场洗牌 (国内) 双重优势, 成为中国高端注射剂生产龙头企业。

图 7: 公司面向美欧市场注射剂产品管线丰富, 2019 年将迎来爆发



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 1: 公司部分已公告注射剂管线梳理

| 所属状态 | 注射剂产品 | 2016 年美国销售 (百万美元) | 美国在售 企业 | 2016 国内预计销售 (百万元) | 国内在售 企业 |
|----------------|---------|----------------------|------------|----------------------|------------|
| 健友持有 ANDA | 卡铂 | 77.56 | 4 家 | 445.59 | 2 家 |
| | 苯磺酸阿曲库铵 | 5.27 | 3 家 | 47.85 | 1 家 |
| Sagent 持有 ANDA | 亚叶酸钙 | 58.88 | 3 家 | 242.36 | 22 家 |

| | | | | | |
|--------------------|---------|---------|-----|---------|------|
| | 罗库溴铵 | 86.82 | 4 家 | 577.10 | 3 家 |
| | 克林霉素 | 15.20 | 5 家 | 342.82 | 61 家 |
| | 氟尿嘧啶 | 41.37 | 3 家 | 620.41 | 5 家 |
| | 肝素钠 | 473.64 | 7 家 | 700.53 | 12 家 |
| ANDA 自主申报中 | 依诺肝素 | 2102.21 | 4 家 | 1600.84 | 5 家 |
| 自主研发中 | 托拉塞米 | 73.72 | 3 家 | 946.69 | 4 家 |
| | 米力农 | 40.34 | 3 家 | 967.96 | 5 家 |
| | 鲑降钙素 | 111.71 | 2 家 | 252.62 | 8 家 |
| | 瑞加德松 | 554.41 | 1 家 | 未上市 | 无 |
| | 度骨化醇 | 238.58 | 4 家 | 未上市 | 无 |
| | 罗库溴铵 | 86.85 | 4 家 | 577.10 | 3 家 |
| | 苯磺酸阿曲库铵 | 5.27 | 3 家 | 47.85 | 1 家 |
| | 苯达莫司汀 | 755.03 | 1 家 | 未上市 | 无 |
| 与 Sagent 合作 研发中 | 左旋亚叶酸钙 | 181.42 | 6 家 | 未上市 | 无 |
| | 阿扎胞苷 | 323.21 | 5 家 | 未上市 | 无 |
| | 卡莫司汀 | 88.16 | 1 家 | 1.87 | 1 家 |
| | 吗替麦考酚酯 | 44.52 | 3 家 | 0.31 | 1 家 |
| | 苯磺顺阿曲库铵 | 79.60 | 3 家 | 3366.02 | 5 家 |

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

表 2: 2017 年报公告注射剂产品研发/注册进度

| 在研注射剂 编号 | 药品基本信息 | 研发 (注册) 所属阶段 | 研发 (注册) 进展 | 已申报 的厂家 数量 | 已批准的国产仿制厂家数 量 |
|-------------|--------------------|--------------------|------------------------|------------------|------------------|
| CB004 | 化药 3 类; 抗癌用药 | 中、美已申报 | 资料审核中 | 14 | 0 |
| CW009 | 化药 3 类; 影像诊断用药 | 中、美已申报 | 资料审核阶段 | 1 | 0 |
| CL001 | 化药 4 类; 抗癌辅助用药 | 美国已申报、 中国申报准备阶段 | FDA 资料审核中, 中国资料整理阶段 | 9 | 5 |
| CW017 | 抗凝血用药 | 美国已申报、 中国申报准备阶段 | 资料审核阶段 | 21 | 21 |
| CW015 | 化药 4 类; 麻醉用药 | 中国已申报、 美国申报准备阶段 | 中国资料审核中, 美国资料整理阶段 | 15 | 2 |
| CW007 | 化药 3 类; 内分泌系统用药 | 申报准备中 | 展示批已完成, 整理资料 | 1 | 0 |
| CM003 | 化药 4 类; 抗癌用药 | 申报准备阶段 | 展示批已完成, 整理资料 | 8 | 7 |

| | | | | | |
|----------|--------------|---------|-------|----|---|
| CW014 | 化药 4 类; 麻醉用药 | 稳定性考察阶段 | 持续研究中 | 2 | 1 |
| CNM001 | 化药 4 类; 利尿药 | 稳定性考察阶段 | 持续研究中 | 21 | 7 |
| CA005 | 化药 4 类; 抗癌用药 | 展示批生产阶段 | 持续研究中 | 9 | 0 |
| CNF002 | 化药 3 类; 抗凝血药 | 展示批生产阶段 | 持续研究中 | 8 | 0 |
| CW010 | 化药 3 类; 降脂用药 | 研发阶段 | 持续研究中 | 3 | 0 |
| CW001.01 | 化药 4 类; 抗凝血药 | 研发阶段 | 持续研究中 | 12 | 7 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 肝素原料业务继续稳定增长, 未来持续看好

销量的逻辑: 2017 年全球第一大肝素原料客户赛诺菲 (用量占全球一半, 10+ 万亿单位肝素原料年采购量) 主动与健友合作。赛诺菲此前 60% 的肝素原料自中国采购, 由于 2011 年后对口服抗凝新药上市的错误判断而主动降低肝素原料库存, 以及主要原料供应商海普瑞在 2016-17 年因粗品采购减少降低了肝素原料产量, 导致赛诺菲目前库存缺口巨大 (5 万亿单位以上的肝素原料供应缺口)。目前欧美市场肝素原料供给量已接近最大化, 国内有能力供应赛诺菲高端肝素原料的健友和海普瑞均在增加对赛诺菲肝素原料供应, 但难以在 2-3 年内满足对于赛诺菲的巨大需求缺口。健友拥有全球低分子肝素制剂最大客户 (赛诺菲+辉瑞), 目前均有强烈补库存的需求 (辉瑞肝素原料库存也属于较低状态)。

价格的逻辑: 自 2011 年价格达到顶峰开始, 肝素原料药一直处于下游去库存的降价周期中, 2016 年肝素原料价格接近底部, 2017 年开始不断回暖, 影响因素有环保的不断趋严, 也有上游屠宰/肝素粗品企业对价格上涨的一致预期。对于肝素原料产业链的上游 (屠宰、肠衣、肝素粗品厂) 和 中游 (健友等肝素原料生产企业), 缓慢涨价可以保证利润, 并且将涨价顺利传导至下游肝素制剂企业; 下游如赛诺菲、辉瑞等肝素制剂原研企业对肝素原料价格不敏感 (占制剂成本不足 10%), 主要追求高质量、充足且稳定的肝素原料供应。未来肝素原料价格依然会处于长期缓慢上涨通道中。

4. 国内低分子肝素注射剂快速放量

销量继续爆发, 未来持续高增长可期: 公司 2018 年一季度低分子肝素制剂销售量 300 万支左右, 同比增长 250-300%。公司是为国内唯一同时生产依诺肝素、那曲肝素和达肝素三种主流低分子肝素制剂的企业, 目前国内此三种主流低分子肝素制剂依然由原研生产厂家赛诺菲、GSK 和辉瑞占据主要市场份额, 进口替代空间极大。

精细化招商管理助力产品销售快速增长: 公司围绕处方药招商模式打造了精细化管理平台, 将一线销售代表、招商经理、企业市场部紧密连接在了一起。通过对低分子肝素制剂广义/狭义竞品的市场分析 (包括目标科室同类产品销售数据、竞品优缺点以及销售策略等), 让一线代表充分了解所面对的市场情况, 借助管理平台的信息优势, 针对不同竞争产品的痛点进行目标科室产品推广; 紧密连接一线代表与医生之间关系, 针对不同科室和疾病种类, 有的放矢的进行产品营销;

适应症拓展和新旧更替: 国内低分子肝素市场约 60 亿元 (2 亿支/年), 市场高速扩容 (CAGR>15%), 源于国内对低分子肝素产品抗凝适应症的不断理解和开发 (中国人均用量仅欧洲十分之一, 国内仅透析和心血管疾病大量使用低分子肝素, 对于骨科手术、妇产科复发性流产、肿瘤科等需要抗凝抗栓的治疗领域使用严重不足), 国内三甲医院已经开始重视对静脉血栓的防治, 未来低分子肝素市场将长期保持高速增长状态; 而对于目前国内的低分子肝素制剂市场, 一半左右的产品是 2010 年以前获批的低分子肝素钠/钙, 质量与原研产品 (依诺/那曲/达肝素) 有差距, 随着临床医生教育的不断深入和一致性评价的落地 (低分子肝素钠/钙无参比制剂, 无法通过一致性评价), 未来 30 亿元的市场将由健友等拥有原研同等品质低分子肝素产品的厂家所分享。

5. 盈利预测

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 5.04、7.12、9.78 亿元, 同比增长 60.45%、41.17%、37.40%, EPS 分别为 0.92、1.29、1.77 元, 对应 PE 分别为 32x、23x、16x; 公司即将成为国内注射剂出口龙头企业, 受益于注射剂出口业务的迅速成长、未来注射剂反哺国内红利的逐步兑现、肝素原料药业务高景气状态的持续、以及国内低分子肝素制剂销售的快速放量, 我们看好公司长期发展, 继续维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

肝素原料订单不及预期, 低分子肝素制剂增速不及预期, 注射剂出口申报进度不及预期。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产合计 | 1053 | 2192 | 3194 | 4818 | 6474 | 营业收入 | 582 | 1113 | 2128 | 3147 | 4326 |
| 货币资金 | 266 | 73 | 383 | 567 | 779 | 营业成本 | 337 | 597 | 1158 | 1756 | 2337 |
| 应收账款 | 76 | 230 | 291 | 431 | 593 | 营业税金及附加 | 5 | 4 | 19 | 28 | 39 |
| 其他应收款 | 2 | 15 | 28 | 41 | 57 | 营业费用 | 10 | 47 | 122 | 183 | 327 |
| 预付款项 | 12 | 13 | 36 | 71 | 118 | 管理费用 | 85 | 123 | 266 | 378 | 519 |
| 存货 | 672 | 1294 | 2410 | 3654 | 4865 | 财务费用 | 0 | -4 | -4 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 22 | 565 | 28 | 28 | 28 | 资产减值损失 | 0.53 | 0.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 469 | 503 | 463 | 440 | 414 | 公允价值变动收益 | 2.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 投资净收益 | 15.30 | 6.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 304 | 274 | 257 | 253 | 266 | 营业利润 | 161 | 352 | 567 | 802 | 1104 |
| 无形资产 | 42 | 42 | 38 | 34 | 30 | 营业外收入 | 112.70 | 4.06 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 其他非流动资产 | 16 | 46 | 30 | 30 | 30 | 营业外支出 | 0.17 | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 1523 | 2695 | 3657 | 5258 | 6888 | 利润总额 | 274 | 356 | 572 | 807 | 1109 |
| 流动负债合计 | 173 | 607 | 1066 | 2169 | 3114 | 所得税 | 16 | 42 | 67 | 95 | 131 |
| 短期借款 | 120 | 323 | 787 | 1784 | 2625 | 净利润 | 257 | 314 | 505 | 712 | 978 |
| 应付账款 | 14 | 90 | 79 | 120 | 160 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 16 | 20 | 20 | 20 | 21 | 归属母公司净利润 | 257 | 314 | 504 | 712 | 978 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 240 | 430 | 584 | 826 | 1130 |
| 非流动负债合计 | 36 | 36 | 56 | 56 | 56 | EPS (元) | 0.71 | 0.81 | 0.91 | 1.29 | 1.77 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 负债合计 | 208 | 642 | 1123 | 2226 | 3171 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 营业收入增长 | 24.15% | 91.22% | 91.22% | 47.92% | 37.44% |
| 实收资本 (或股 | 360 | 424 | 552 | 552 | 552 | 营业利润增长 | 63.37% | 118.81% | 60.88% | 41.50% | 37.62% |
| 资本公积 | 257 | 617 | 617 | 617 | 617 | 归属于母公司净利 | 193.81% | 22.15% | 60.45% | 41.17% | 37.40% |
| 未分配利润 | 619 | 906 | 1259 | 1436 | 1681 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 1315 | 2052 | 2534 | 3032 | 3716 | 毛利率 (%) | 42.09% | 64.68% | 45.59% | 44.22% | 45.97% |
| 负债和所有者权 | 1523 | 2695 | 3657 | 5258 | 6888 | 净利率 (%) | 44.21% | 28.24% | 23.71% | 22.63% | 22.62% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润 (%) | | | | | |
| | 单位: 百万元 | | | | | ROE (%) | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 16.89% | 11.66% | 13.79% | 13.54% | 14.20% | |
| 经营活动现金流 | -287 | -235 | -149 | -599 | -336 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 257 | 314 | 505 | 712 | 978 | 资产负债率 (%) | 14% | 24% | 31% | 42% | 46% |
| 折旧摊销 | 78 | 82 | 0 | 23 | 25 | 流动比率 | 6.10 | 3.61 | 3.00 | 2.22 | 2.08 |
| 财务费用 | 0 | -4 | -4 | 0 | 0 | 速动比率 | 2.21 | 1.48 | 0.74 | 0.54 | 0.52 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -62 | -140 | -161 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 总资产周转率 | 0.41 | 0.53 | 0.67 | 0.71 | 0.71 |
| 投资活动现金流 | 140 | -593 | 19 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 8 | 7 | 8 | 9 | 8 |
| 公允价值变动收 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 28.14 | 21.35 | 25.14 | 31.55 | 30.86 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 投资收益 | 15 | 7 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (最新摊 | 0.71 | 0.81 | 0.91 | 1.29 | 1.77 |
| 筹资活动现金流 | -19 | 624 | 440 | 782 | 548 | 每股净现金流 (最新 | -0.46 | -0.48 | 0.56 | 0.33 | 0.38 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 (最新摊 | 3.65 | 4.85 | 4.59 | 5.49 | 6.73 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 64 | 129 | 0 | 0 | P/E | 41.10 | 35.89 | 31.97 | 22.65 | 16.48 |
| 资本公积增加 | 0 | 360 | 0 | 0 | 0 | P/B | 7.99 | 6.02 | 6.36 | 5.32 | 4.34 |
| 现金净增加额 | -166 | -204 | 310 | 184 | 212 | EV/EBITDA | 43.24 | 29.30 | 28.28 | 21.00 | 15.91 |

资料来源: 公司财报、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。2016年水晶球最佳分析师第一名，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。

研究助理简介

邓云龙

医药生物行业分析师，首都医科大学药剂学硕士，曾就职于中国医药集团，2017年8月加盟东兴证券研究所。

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。