

# 关注一季报行情+科创产业链

—民生医药周报 20190401

医药周报

2019年04月01日

## 报告摘要:

### ● 创新药产业链研究持续更新：康龙化成深度报告、创新药定价机制深度研究

作为我们团队研究框架和细分领域研究的继续，我们本周发布了医药 CRO 系列化研究之康龙化成的深度报告《能力边界突破、规模性逐步体现的全球化 CRO 公司》及创新药定价机制的深度报告《量未至价先行》，欢迎各位投资者关注。

### ● 业绩为王，短期关注一季报可能超预期个股

**业绩为王，短期关注一季报可能超预期个股。**上周医药板块上涨 5.57%，跑赢沪深 300 指数 2.17 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 9 位。2019 年以来，医药板块跑赢沪深 300 指数 2.6 个百分点，显示医药板块的市场关注度逐步提高；工业大麻、猪价、科创等热门投资主题的轮动。考虑到上市公司年报、一季报预告近期将陆续发布，业绩表现有望成为近期投资关注的重点，建议关注年报表现较好且一季报有望超预期的公司，推荐泰格医药，关注昭衍新药、药石科技、科伦药业、华东医药等。

**中期选好创新产业升级和全球化竞争力较强的细分领域更重要。**中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保支付上线略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性；从业绩角度来看，2018 年上半年医药公司业绩高基数，预计今年同期板块基本面表现整体平稳。因此，在医改进入供给侧改革时，建议寻找在中长期发展中符合新趋势的产业，关注有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

- 1) 创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药，建议关注药明康德、凯莱英、昭衍新药、恒瑞医药等；
- 2) 产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，推荐天宇股份，建议关普洛药业、九洲药业等；
- 3) 有持续增量品种获批及 API 优势的仿制药企业，建议关注科伦药业、京新药业等；
- 4) 商业模式持续创新的医疗服务、连锁药店企业，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；
- 5) 政策相对免疫、具备品牌壁垒、具有较强中国特色的消费属性个股，建议关注济川药业、片仔癀、我武生物等。

### ● 风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

## 盈利预测与财务指标

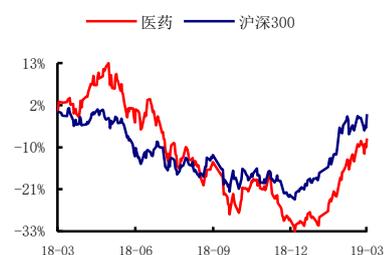
重点公司	现价 2019/3/29	EPS			PE			评级
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
泰格医药	66.3	0.60	0.95	1.32	110.2	69.8	50.2	推荐
天宇股份	33.6	0.55	0.92	1.93	61.0	36.5	17.4	推荐
九洲药业	9.4	0.18	0.2	0.34	51.4	47.1	27.7	推荐
康龙化成	42.1	0.35	0.52	0.72	119.8	81.0	58.5	谨慎推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 推荐

维持评级

### 行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

### 研究助理：袁中平

执业证号：S0100117120030

电话：021-60876703

邮箱：yuanzhongping@mszq.com

### 相关研究

1.量未至价先行

2.美年健康胃镜系统供应商，产品渠道快速拓展

## 目录

一、投资建议：业绩为王，短期关注一季报，中长期看好外包、API、创新药.....	3
二、重点推荐行业和个股更新 .....	3
1、《我国创新药定价机制研究：量未至价先行》 .....	3
2、《康龙化成：能力边界突破、规模性逐步体现的全球化 CRO 公司》 .....	5
三、行业热点新闻：科创板受理企业加速.....	6
1、《安翰科技：美年健康胃镜系统供应商，产品渠道快速拓展》 .....	6
四、上周行情回顾 .....	8
（一）上周医药行业行情.....	8
（二）医药子行业行情.....	10
五、风险提示 .....	12
插图目录 .....	13

## 一、投资建议：业绩为王，短期关注一季报，中长期看好外包、API、创新药

**业绩为王，短期关注一季报可能超预期个股。**上周医药板块上涨 5.57%，跑赢沪深 300 指数 2.17 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 9 位。2019 年以来，医药板块跑赢沪深 300 指数 2.6 个百分点，显示医药板块的市场关注度逐步提高；工业大麻、猪价、科创等热门投资主题的轮动。考虑到上市公司年报、一季报预告近期将陆续发布，业绩表现有望成为近期投资关注的重点，建议关注年报表现较好且一季报有望超预期的公司，推荐泰格医药，关注昭衍新药、药石科技、科伦药业、华东医药等。

**中期选好创新产业升级和全球化竞争力较强的细分领域更重要。**中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保支付上限略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性；从业绩角度来看，2018 年上半年医药公司业绩高基数，预计 2019 年上半年板块基本面表现整体将保持平稳。因此，在医改进入实质性供给侧改革的时期，我们认为应当寻找在中长期发展中符合新趋势的产业，关注其中具有长期可持续发展潜力、有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

——创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药，建议关注药明康德、凯莱英、昭衍新药、恒瑞医药等；

——产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，建议关注普洛药业、天宇股份、九州药业等；

——有持续增量品种获批及原料药优势的仿制药企业，建议关注科伦药业、京新药业等；

——商业模式持续创新的医疗服务、连锁药店等企业，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

——政策相对免疫、具备品牌壁垒、具有较强中国特色的消费属性个股，建议关注济川药业、片仔癀、我武生物等。

**长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。**长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

## 二、重点推荐行业和个股更新

### 1、《我国创新药定价机制研究：量未至价先行》

**先于销量而行的创新药定价机制是创新药行业投资的重要参考变量**

价格是市场经济下资源配置的有效杠杆，但是在 2015 年前，国内作为非规范市场，在药

品专利保护、新药注册分类、药价制定政策的综合影响下，我国的创新药产业发展相对缓慢。而自 2018 年起，顶层设计下从支付端开始的集采制度完全打破了之前药价制定思路。伴随着我国加入 ICH，国内创新药必然面临更为严峻的竞争格局，先于销量而行的创新药定价机制成为资本市场关注焦点，也成为创新投融资领域涉及投资回报率的重要参考变量。因此有必要对国内创新药定价机制进行梳理与探讨，以期对国内创新药行业的投资有更好的指导作用。

### 我国创新药定价经历政府定价、政府指导价后，在 2015 年正式实行自主定价

早期政府定价（指导价）时采用成本加成法，同时考虑药品注册制度对于新药的定义存在历史局限，造成所谓“新药”价格与实际价值的脱节，药企为了追求更高利润纷纷投入成本型创新，价值创新新药申报数量远少于其他类别新药数量。2015 年，发改委等 7 部委发布《推进药品价格改革的意见》，发改委把定价权移交给生产企业正式宣告创新药自主定价时代的来临，也宣告国内创新药定价模式正式与国际接轨。依托市场竞争决定创新药合理价格将利于规范医药行业发展，并通过优胜劣汰的方式使强者愈强。我们认为虽然药企可以对创新药自主定价确定零售价格，但是一旦纳入医保支付体系，创新药的支付价格将通过医保局与药企之间的博弈形成，这种反映了供需关系的价格是向创新药价值的回归。

### 发达国家创新药均采用自主定价，支付价格多采用参考定价

我们通过整理分析多个发达国家创新药定价机制及其药品支付价格形成机制，得出以下结论：1) 目前几乎所有国家药品的零售价格均是由制药企业自主定价，只不过在考虑到医疗保险支付的情况下，政府和药企之间形成博弈来确定由政府主导或者两者协商确定最终的支付价格；2) 绝大多数国家在对医保药品进行定价时采用参考定价法，并且引入药物经济学数据对即将上市的创新药进行评估，以便使支付价格更贴近创新药的实际价值；3) 所有的国家均采用药价动态调整机制对支付价格进行进一步调整。此外，由于缺乏开展高质量药物经济学研究的临床和流行病学基础数据，叠加专业评估人才的匮乏，药物经济学指南在我国的实际应用中遇到了诸多困难和挑战，远未发挥其应有的作用。未来有望效仿澳大利亚强制实行药物经济学评价。

### 我国未来创新药定价模式：参考定价（Me-too）和成本加成（First-in-class）

考虑到同靶点同适应症上市药物数量越来越多，市场竞争力将成为未来定价的主导因素，我们认为现阶段国内药企可能更多的采用参考定价法（Me-too 类），依托成本优势去抢占市场竞争优势。First-in-class 品种参照国际创新药定价经验可能采用成本加成法更为合适。康柏西普上市定价（按照年治疗费用计算）为雷珠单抗的 34%，进医保后定价为雷珠单抗的 28%。拓益年治疗费用定价为 Keytruda 的 31%，Opdivo 的 42%，赠药优惠后患者自费金额是 Keytruda 的 31%，Opdivo 的 45%。在分析了康柏西普和拓益两个代表性创新药定价数据后，我们认为考虑国内较低的原材料及人力成本后，国内 Me-too 创新药企业拥有成本上的巨大优势，但是考虑到愈发激烈的竞争环境，创新药在上市时就需要考虑价格战，将定价保持在同靶点同适应症首个上市竞品定价的 30%-50% 范围或许比较合理。

### 创新药自主定价优化药企管线布局，为医药行业发展提供投资机遇

我们希望通过创新药定价政策和国内一些创新药价格数据的梳理，分析创新药定价策略

的改变会对整个医药行业产生什么样的积极影响。从企业角度来讲,我们认为,在自主定价机制下创新药企业肯定会以更高的积极性投入到创新药研发中,但是需要一些更强的策略性才能市场中实现长期发展。1)在热门靶点中,尽量选择大适应症去开发(如肺癌、胃癌、结直肠癌和乳腺癌,埃克替尼适应症为非小细胞肺癌,国内 NSCLC 用药规模在 150 亿以上);2)选择上市年限更短的创新药品种 follow on(康柏西普对 2011 年 FDA 批准上市的阿柏西普进行创新性改造);3)创新药企业国际化拓展(如贝达药业恩莎替尼、康弘药业康柏西普、百济神州赞布替尼)有望打破国内营收天花板。从行业角度讲,目前国产 Me-too 类创新药已经开始爆发,未来 First-in-class 品种也将登上舞台,Me-too/Biosimilar 类创新药的崛起将会为我国创新药未来 10 年甚至更远期的发展提供巨大投资机遇。

### 投资建议

我们建议关注研发实力强、兼具高成长性和强创新性的国内创新药龙头恒瑞医药,在研管线品种丰富且国内第一个生物类似药已获批上市的生物创新药龙头企业复星医药。小分子创新药 biotech 龙头企业贝达药业,以及积极拓展海外业务的创新药企业康弘药业和百济神州。我们也建议关注港股上市的优质的生物药创新企业信达生物和君实生物。

### 风险提示

政策风险,创新药研发失败风险以及进口药竞争风险。

## 2、《康龙化成:能力边界突破、规模性逐步体现的全球化 CRO 公司》

**康龙化成上市,二级市场医药 CRO 板块标的丰富,作为有全球竞争力的公司,目前处于能力边界加速突破期**

康龙化成于 2019.1.28 IPO,作为全球市场份额排名第三的医药 CRO 公司(药物发现环节),不断突破拓展服务领域,旨在提升发展天花板。基于 CRO 行业本身分散度比较高,特别是往临床阶段(更大的市场)的拓展有助于提升客户粘性和公司天花板,成为药物发现医药 CRO 的关键拓展方向。公司短中期核心看点:基于实验室化学业务的导流,生物科学、CMC/CMO 业务加速拓展,也构成公司业绩增长的核心。

### 从产能依赖型业务向规模性业务(杠杆属性)的加速布局拓展成为重要看点

- 1) 生物科学业务从实验室化学业务导流而来,体现公司在拓展业务布局过程中的客户粘性。我们认为生物科学业务的持续性较强,基于项目数量的持续快速增长和人员(产能)快速增长的假设,我们估计生物科学在公司整体的收入、毛利占比有望快速提升,2018-2020 年,收入占比从 17%提高到 22%,毛利占比从 27%提高到 34%,有望成为药物发现与研究业务中最具弹性的业务。
- 2) CMC/CMO 业务是公司业务体现规模性的关键。我们认为,该业务不同于公司的临床前的业务(固定成本中大部分都是人工,如我们之前泰格医药深度报告中讨论的线性关系,产能方面的规模性体现相对较少,尽管通过向生物科学等业务方面导流体现了一定的规模性,但是生物科学业务的扩展一定程度上还是依赖于人力),其固定资产

的投入占比相对于人力要大一些，因此我们认为，随着公司产能利用率的提高，其可能成为公司业务中最具规模性的业务。

### 中长期看，业务拓展中管理半径拓展，提升公司天花板

我们判断，康龙化成的发展阶段主要为三个阶段：1) 2003-2018 年，夯实发现阶段服务主业，积累优势技术能力和客户资源；2) 2018-2023 年（未来 5 年），发现业务导流叠加公司在 CMC、临床业务的布局，公司的平台优势逐步体现；3) 2023-2030 年，平台优势+大分子业务布局逐步发力，打造全球化的医药 CRO 公司。我们认为在这个持续拓展的过程中，除了竞争性分析外，公司管理半径、风险控制或者职业经理人化的进程是影响公司天花板的重要考量。

### 投资建议

基于对公司核心业务拆分及对公司三个发展阶段的中长期判断，我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.52、0.72、0.95 元，按 2019 年 3 月 26 日收盘价对应 2018 年 77 倍 PE（2019 年 56 倍），参考可比公司估值发现，康龙化成作为次新股，估值略高于同行，同时考虑其处在业务加速布局期，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

### 风险提示

业务布局加速带来的管理风险，订单短期性波动，临床业务布局带来的管理挑战。

## 三、行业热点新闻：科创板受理企业加速

### 1、《安翰科技：美年健康胃镜系统供应商，产品渠道快速拓展》

3 月 22 日，上交所公布首批科创板受理企业名单，安翰科技赫然在列。公司依托新一代胶囊技术平台，开发出“磁控胶囊胃镜系统”机器人：受检者只需吞服一粒胶囊，1 分钟左右即可完成胃部图像采集，与传统电子胃镜检查结果的一致性为 93.4%。

公司的主要客户为民营体检机构和公立医院，由于对连锁化民营体检机构的推广有效性更高，目前公司 80% 左右销售收入来自美年大健康及其加盟店。我们认为随着公司在消化道胶囊系统产品线的拓展和体检行业客户的快速开拓，公司有望保持收入高速增长。

#### 少数内资企业突破胶囊内镜高壁垒，舒适及易操作性刺激体检市场对其需求

从供给端看，我国开展内窥镜检查及微创治疗的时间较晚，但普及速度非常快：根据中国医疗器械行业协会测算，2015 年我国内窥镜市场规模约为 156 亿元，每年增速超过 20%，预计 2019 年将达到 246 亿元。由于胶囊内镜的壁垒较高，国内做成规模的企业不多，主要参与者包括安翰科技、金山科技、资福技术等。

从需求端看，胃癌发病率高、居民收入增加、健康理念深入，体检市场胃镜检查需求较大。由于受检者对传统胃镜接受度不高、专业医师缺乏，具备安全舒适、操作简易等优势的胶囊内镜受到体检机构的青睐。

### 研发立本、技术傍身，打造“磁控胶囊胃镜系统”机器人及系列在研梯队

存量产品：公司十分重视高端医疗器械的技术研发。16-18 年公司研发人员占同期员工总数的比例分别为 20.33%、20.79%和 20.77%；研发费用占营收比例分别为 29.45%、28.56%和 24.33%，明显高于行业平均水平。经过十年潜心研发开发了精准磁控、专用芯片等系列核心技术，打造“磁控胶囊胃镜系统”机器人，成为全球首家获得 CFDA 核发的“磁控胶囊胃镜系统”注册证的公司。

在研产品：公司在研管线丰富，其中已经进入临床阶段的产品包括具备诊断或治疗功能的胶囊内镜如振动胶囊和胃肠动力标记物胶囊、以及具备便携功能的便携式内窥镜，为公司的后续发展打下坚实基础。

### 受益产品普及高毛利率的耗材占比提升，公司盈利能力有望持续改善

公司营收稳步提升，16-18 年营收分别为 1.15、1.72、3.22 亿元，其中 17-18 年同比增速分别为 49.68%、87.31%。营收主要源于内窥镜设备和定位胶囊，随着产品的推广普及，胶囊作为消耗品与设备配套使用，收入占比逐步提高，并超过设备成为最主要的收入来源：2016-2018 年胶囊的收入占比分别为 33.33%、52.30%、57.62%。随着新仪器持续上量，胶囊收入占比有望进一步提升。

由于产能利用率提升、良品率提高、部分材料规模采购成本的下降等因素，胶囊的毛利率逐年上升，16-18 年分别为 60.97%、76.72%、80.65%；其收入占比提升也推动整体毛利率提升，16-18 年分别为 67.31%、74.42%、76.69%。

公司处于发展前期、规模小、期间费用率高（16-18 年分别为 98.61%、86.92%、60.04%），受政府补助影响大（16-18 年分别为 6478、2119 和 3990 万元），因此归母净利润波动较大（16-18 年分别为 2862、-1034、6594 万元）。随着收入扩大、规模效应显著，公司费用率有望降低，对政府补助依赖性减弱，利润增长趋稳。

### 公司拟募资 12 亿元，用于营销网络建设、消化道胶囊生产、大数据平台研发项目

公司拟发行不超过 4,000 万股，每股面值 1.00 元的人民币普通股，募集资金总额不超过 12 亿元人民币，主要用于互联网医院平台及营销网络建设项目、消化道胶囊武汉生产基地升级建设项目、人工智能与健康医疗大数据平台研发项目以及补充营运资金。我们认为安翰科技登陆科创板上市将更能充分发挥公司的创新实力、增强公司的研发能力，并有助于提高公司的知名度和竞争力，为公司长期业务发展提供保障。

### 现状及未来战略：以胶囊胃镜为切入点，逐步打造成健康管理中心

随着公司持续在民营体检机构中扩大市场份额，并在募资后依托医联体、互联网医院的建设，有望持续拓展客户群体并加速磁控胶囊胃镜的市场渗透率，在胃部检查及胃病早筛市场挖潜上量。从研发管线上来看，产品线将逐步覆盖全消化道，功能也将从诊断、治疗拓展到实现全消化道的健康管理，不仅有利于增加公司抗风险能力，同时也有利于继续保持公司在胶囊胃镜领域的领先地位。

### 投资建议

我们建议关注科创板生物医药板块上市企业安翰科技以及主营业务为创新医疗器械且产品与业务模式相对类似的迈瑞医疗（300760.SZ）和开立医疗（300633.SZ）。

### 风险提示

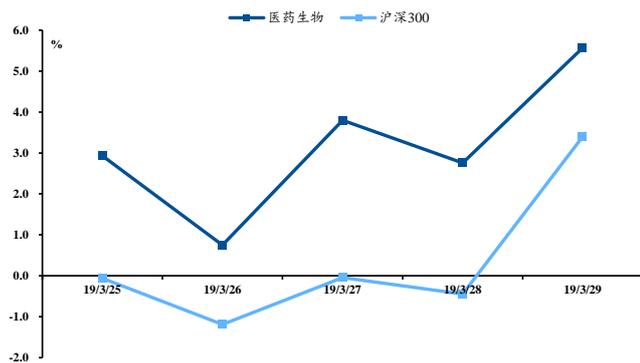
客户集中风险；产品单一风险；研发进展不及预期；市场竞争加剧。

## 四、上周行情回顾

### （一）上周医药行业行情

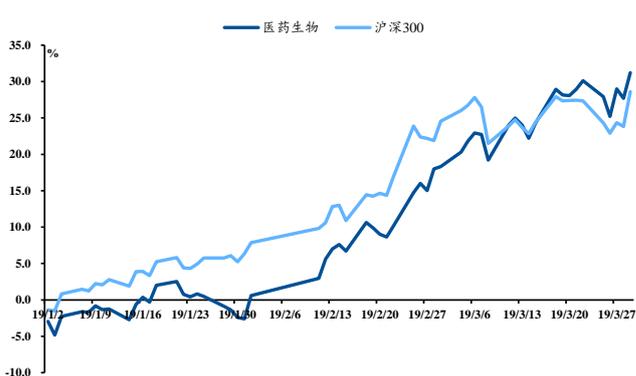
上周医药板块上涨 5.57%，跑赢沪深 300 指数 2.17 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 9 位。2019 年以来，医药板块上涨 31.2%，沪深 300 指数上涨 28.62%，医药板块跑赢沪深 300 指数 2.6 个百分点，显示医药板块的市场关注度逐步提高。

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



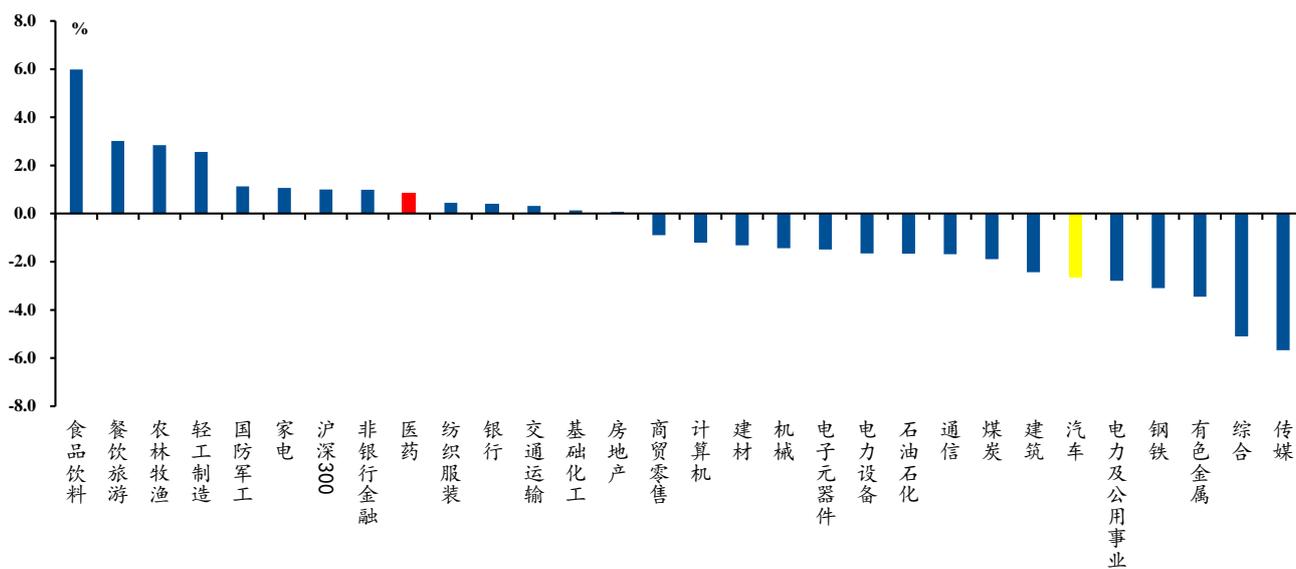
资料来源：Wind（截止 2019.3.29），民生证券研究院

图 2：2018 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind（截止 2019.3.29），民生证券研究院

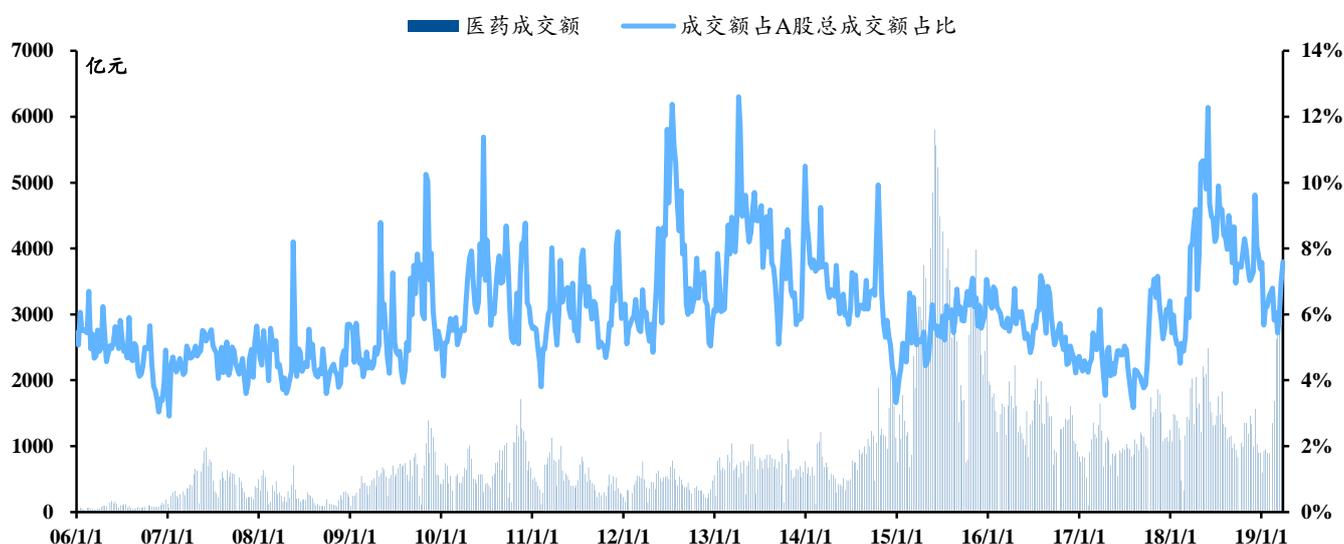
图 3：2019.3.25-3.29 各大行业涨跌幅



资料来源: Wind (截止 2019.3.29), 民生证券研究院

上周医药行业成交额为 2847.36 亿元, A 股市场成交总额为 37479 亿元。上周医药成交额占市场总成交额的 7.60%, 较前一周显著提升 0.64 个百分点, 处于 2019 年高位。

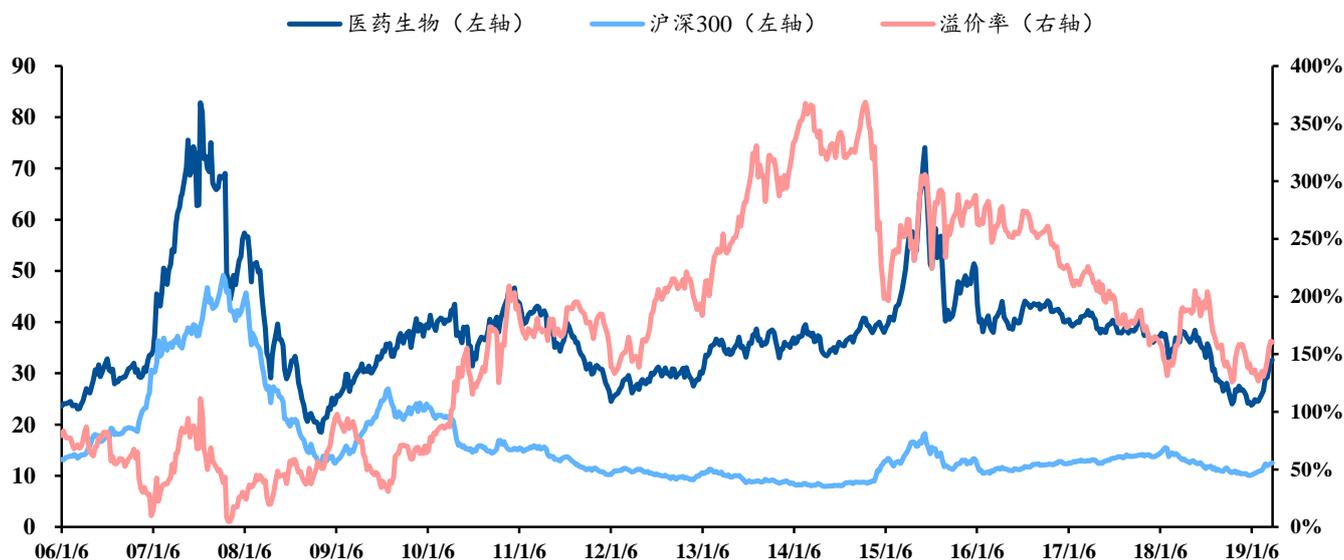
图 4：2006 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



资料来源：Wind（截止 2019.3.29），民生证券研究院

截止 2019.3.29，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 33 倍，较前一周略提高 0.25，医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 161%，2019 年以来估值溢价持续提升，显示市场对医药板块关注度提升提高。

图 5：2006 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



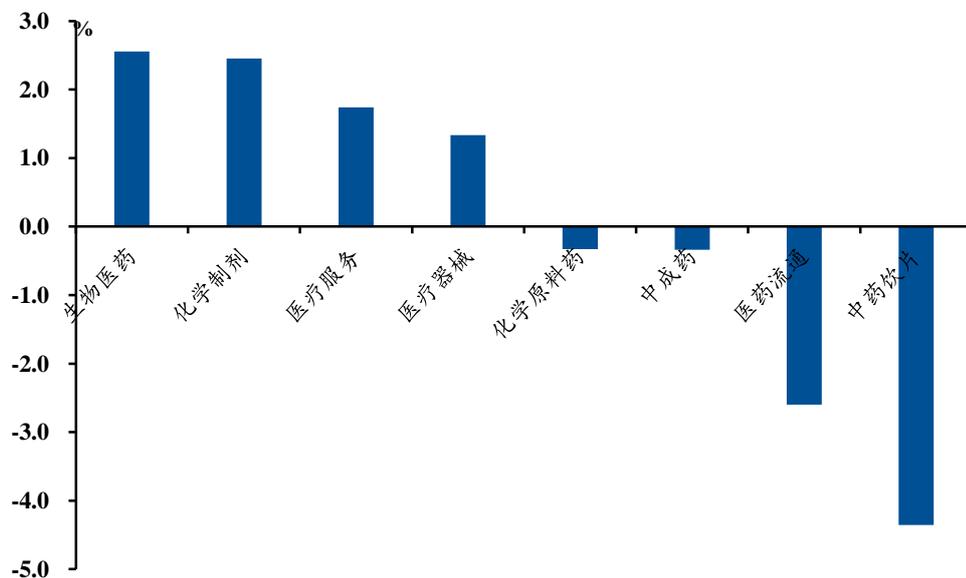
资料来源：Wind（截止 2019.3.29），民生证券研究院

## （二）医药子行业行情

分子板块看，上周医药各子板块表现各异，其中生物医药涨幅最高，达 2.56%，特别康泰生物、长春高新、沃森生物等个股表现较好，显示本周市场对疫苗板块及低估值高增长个股的

关注度提高，化学制剂、医疗服务、医疗器械表现尚好，化学原料药、流通、饮片等表现较差，跌幅较大。

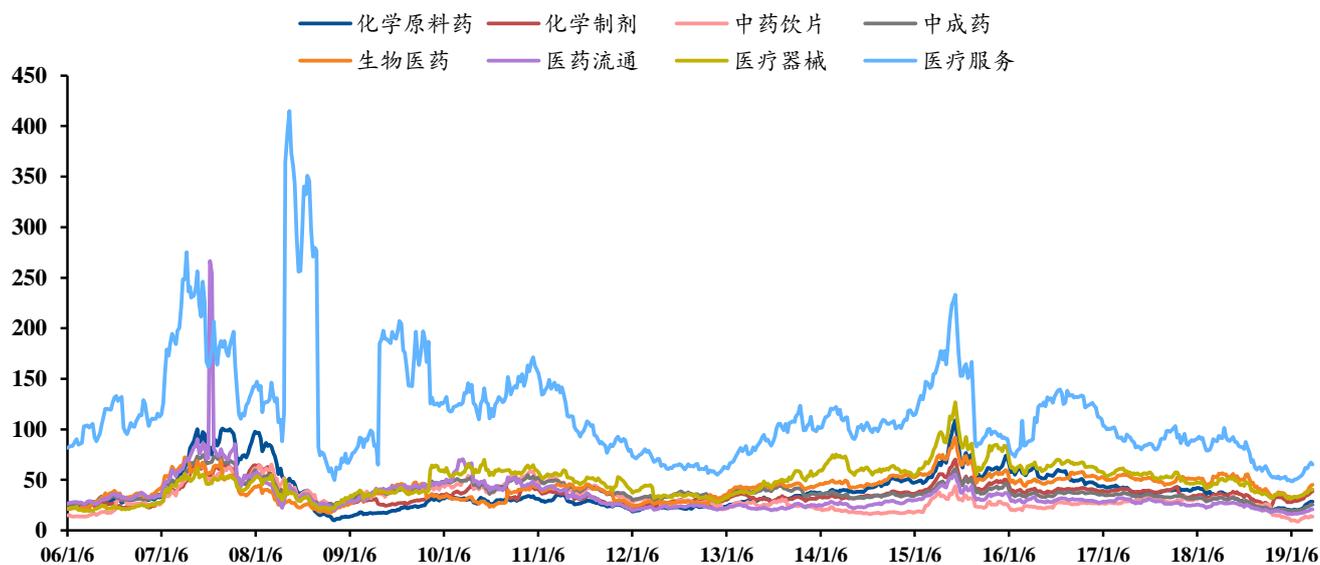
图 6: 上周医药子板块涨跌幅



资料来源: Wind (截止 2019.3.29), 民生证券研究院

市盈率方面，医疗服务、生物医药、医疗器械板块居于前三位，分别为 65 倍、45 倍、41 倍，化学原料药 28 倍，化学制剂 38 倍，中药饮片与中成药分别为 14 倍和 25 倍，医药流通 21 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步启动背景下，投资者风险规避的配置思路，给予了非药板块较高的估值溢价。

图 7: 2006 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源: Wind (截止 2019.3.29), 民生证券研究院

## 五、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

## 插图目录

图 1: 上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 .....	8
图 2: 2018 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势 .....	8
图 3: 2019.3.25-3.29 各大行业涨跌幅 .....	8
图 4: 2006 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例 .....	10
图 5: 2006 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况 .....	10
图 6: 上周医药子板块涨跌幅 .....	11
图 7: 2006 年以来医药子行业估值变化情况 .....	11

## 分析师与研究助理简介

**孙建**，博士，医药行业首席分析师，北京大学医学部生药学博士，2019年1月加入民生证券。

**袁中平**，研究助理，香港理工大学化学学士，新加坡国立大学化学硕士，新加坡管理大学金融硕士，2017年11月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。