

玻璃玻纤

药用玻璃跟踪：集采视角观察中硼硅渗透前景

国家药品集中采购已开展七批，药品或以通过一致性评价仿制药为主

截止目前，国家已累计开展七批药品集中带量采购。2018/11 集采序幕拉开，第一批先于“4+7”城市试点，后扩围至全国；第六批为胰岛素专项，为集采首次拓展到生物药领域；第七批于 2022/06 开启，2022/07 公布中选结果，拟于 2022/11 起实施。历次集采对药品申报资格要求未发生实质性变化，需满足三个条件之一：1) 参比制剂；2) 通过一致性评价的仿制药；3) 证明质量和疗效与参比制剂一致的仿制药。我国批准上市的药品中 95% 为仿制药，参比制剂多为国外原研药，集采药品或以第(2)(3)种仿制药为主。

第七批集采注射剂占比维持高水平，头部企业更受益

注射剂占比维持较高水平，进一步放量有前景，集采或亦有助于仿制药注射剂加速替代原研药。第七批集采药品品种共 61 个，其中注射剂 29 个，占比 48% (vs 第五批、第四批分别为 48%、18%)。仿制药注射剂一致性评价视角，21 年一致性评价中注射剂占比 45% (vs 19 年、20 年分别为 5%、22%)，较快的注射剂仿制药一致性评价推进节奏支撑集采中标药品中注射剂进一步放量前景。第七批集采注射剂品种的 21 年销售额总计超 362 亿元，其中 10 亿元以上品种数 13 个，占注射剂品种数 52%。注射剂品种的原研药厂家市场份额较大 (其中碘帕醇、奥曲肽、甲泼尼龙、美罗培南品种原研厂家市场份额分别为 75%、62%、42%、40%)，以及集采中标以国内药企为主，集采或加速注射剂仿制药替代原研药进程。

集采竞争加剧，一致性评价推进节奏领先的头部药企集采中标亦有明显优势。第七批集采申报企业数 10 家以上品种 12 个 (vs 第五批、第四批分别为 4、2 个)。竞标角度，7 家药企可参与竞标品种数达 10 个及以上，齐鲁制药、扬子江分别以 17 个 (8 个注射剂)、14 个 (7 个注射剂) 排行前二。中标角度，扬子江、齐鲁制药、科伦药业、倍特药业、正大天晴等药企在历次集采中标品种数均持续领先。我们认为头部药企在集采中领跑行业，反映其注射剂领域更强综合实力及较快的一致性评价节奏 (21 年过评品种数 top10 药企包括上述企业，合计过评总数占行业比例达 39%)，同时亦持续强化头部药企在技术/成本/品控等方面竞争优势。

继续重点推荐山东药玻，力诺特玻、正川股份亦重点关注。

山东药玻模制瓶龙头地位稳固，中硼硅模制瓶与预灌封销售较快增长预计有较好持续性，公司产品结构或持续优化；22 年调价效果显现及成本压力边际缓解或亦蕴含一定利润率弹性；此外，公司控股权终止变更，治理/发展思路等不确定性一定程度上消除，再成长确定性提升；继续重点推荐山东药玻。力诺特玻、正川股份为优质管制瓶供应商，中硼硅管制瓶制瓶产能扩张保持强度，料较好享受行业变革 beta；此外力诺特玻中硼硅模制瓶/拉管等开始布局、正川股份推进中硼硅拉管第二座窑炉建设及新布局预灌封产能等或亦有积极变化，建议重点关注。

风险提示：国家药品集采执行不及预期，一致性评价执行力度不及预期，新产能投放及销售低于预期，药用玻璃市场替代风险

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600529.SH	山东药玻	27.76	买入	0.99	1.45	1.80	2.13	28.04	19.14	15.42	13.03
301188.SZ	力诺特玻	17.62	买入	0.54	0.72	0.96	1.27	32.63	24.47	18.35	13.87

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS；山东药玻为与医药团队联合覆盖，力诺特玻为轻工团队覆盖

证券研究报告

2022 年 08 月 11 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

吴红艳 联系人
wuhongyan@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《玻璃玻纤-行业研究周报:浮法玻璃部分推涨迎去库，盈利有所回升》 2022-08-07
- 《玻璃玻纤-行业研究周报:浮法玻璃迎冷修，光伏玻璃降库》 2022-07-31
- 《玻璃玻纤-行业研究周报:光伏玻璃需求稳定，浮法盈利仍处下行通道》 2022-07-24

内容目录

1. 第七批集采：注射剂占比维持高水平，头部企业更受益	3
2. 主要结论及投资建议	7
3. 风险提示	8

图表目录

图 1：七批国家药品集中带量采购申报企业/申报品种资格	3
图 2：各批次药品集采中选品种及注射剂占比情况	4
图 3：第四、五、七批中超 10 亿销售额注射剂的原研厂家中标情况	4
图 4：第七批集采中 21 年销售额 ≥ 10 亿元的注射剂品种	4
图 5：各批次化学药品集采符合申报资格企业数 ≥ 10 家的品种情况	5
图 6：第七批集采符合申报资格企业数 ≥ 10 家的注射剂品种	6
图 7：第七批集采可参与竞标品种数 ≥ 10 个的企业（按集团计）	6
图 8：第四批集采中选注射剂品种数 ≥ 2 ，第五、第七批集采中选注射剂品种数 ≥ 3 的药企情况	6
图 9：2021 年企业通过一致性评价药品品种数量 TOP10（个）	6
图 10：2021 年企业通过一致性评价品种数格局	6
图 11：2021 年通过一致性评价药品剂型情况（个）	7
图 12：2019-2021 年通过一致性评价中注射剂占比变化	7
图 13：山东药玻、正川股份、力诺特玻 2015 年至今 PE_TTM 变化	8

1. 第七批集采：注射剂占比维持高水平，头部企业更受益

第七批国家药品集中带量采购拟于 2022/11 起实施，采购品种或以通过一致性评价的仿制药为主。2018/11，上海阳光医药采购网发布《4+7 城市药品集中采购文件》，拉开了国家组织药品集中采购的序幕。截止目前，国家已累计开展七批药品集中带量采购，其中第一批 25 个品种分两轮集采，先于“4+7”城市试点，后扩围至全国；第六批为胰岛素专项集采，也是国家集采首次拓展到生物药领域。2022/06/20 上海阳光医药采购网发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2022-1）》，第七批国家药品带量采购正式拉开序幕，2022/07/18 中选结果公布，并拟于 2022/11 起实施。据第七批药品集采文件，申报企业需为取得药品上市许可证的持有人，申报药品品种需满足以下三个条件之一：（1）原研药及药监局发布的一致性评价参比制剂；（2）通过一致性评价的仿制药；（3）据药监局规定，按化学药品注册分类标准，并证明质量和疗效与参比制剂一致的仿制药。我国批准上市的药品中 95% 为仿制药，而参比制剂多为国外原研药，我们推断国家药品带量集中采购的品种以第（2）（3）种仿制药为主。

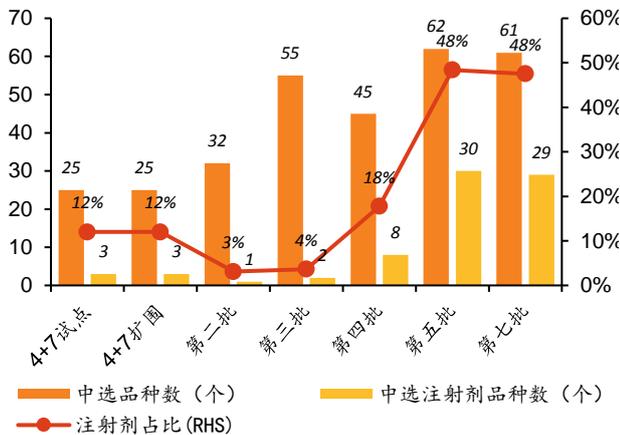
图 1：七批国家药品集中带量采购申报企业/申报品种资格

	4+7 试点	4+7 扩围	第二批	第三批
开标时间	2018/12/6	2019/9/24	2020/1/17	2020/8/20
执行时间		2019 年 12 月	2020 年 4 月	2020 年 11 月
申报企业资格	提供药品及伴随服务的国内药品生产企业，进口药品国内总代理商视同生产企业。	提供药品及伴随服务的国内药品生产企业，进口药品国内总代理商视同生产企业。	提供药品及伴随服务的国内药品生产企业，药品上市许可持有人，进口药品国内总代理商视同生产企业。	提供药品及伴随服务的国内药品生产企业，药品上市许可持有人，药品上市许可持有人（为境外企业）指定的进口药品全国总代理
申报品种资格	采购品种目录范围内获得国内注册有效批件的上市药品。	采购品种目录范围内获得国内注册有效批件的上市药品。	（1）原研药及药监局发布的一致性评价参比制剂；（2）通过一致性评价的仿制药；（3）根据药监局规定，按化学药品新注册分类批准的仿制药；（4）纳入《中国上市药品目录集》的药品。	（1）原研药及药监局发布的一致性评价参比制剂；（2）通过一致性评价的仿制药；（3）根据药监局规定，按化学药品新注册分类批准的仿制药；（4）纳入《中国上市药品目录集》的药品。
	第四批	第五批	第六批（胰岛素专项）	第七批
开标时间	2021/2/3	2021/6/23	2021/11/26	2022/7/12
执行时间	2021 年 5 月	2021 年 10 月	2022 年 5 月	2022 年 11 月
申报企业资格	提供药品及伴随服务的国内药品生产企业、药品上市许可持有人、药品上市许可持有人（为境外企业）指定的进口药品全国总代理。	提供药品及伴随服务的国内药品生产企业、药品上市许可持有人（为境外企业）指定的进口药品全国总代理	已取得本次胰岛素集中采购合法资质的药品生产企业、药品上市许可持有人、境外药品上市许可持有人境内代理人，在质量标准、生产能力、供应稳定性、企业信用等方面达到本次集中采购要求的，均可参加。	提供药品及伴随服务的国内药品生产企业、药品上市许可持有人、境外药品上市许可持有人境内代理人，在质量标准、生产能力、供应稳定性、企业信用等方面达到本次集中采购要求的均可参加。
申报品种资格	（1）原研药及药监局发布的一致性评价参比制剂；（2）通过一致性评价的仿制药；（3）根据药监局规定，按化学药品新注册分类批准的仿制药；（4）纳入《中国上市药品目录集》的药品。	（1）原研药及药监局发布的一致性评价参比制剂；（2）通过一致性评价的仿制药；（3）根据药监局规定，按化学药品注册分类标准，并证明质量和疗效与参比制剂一致的仿制药；（4）纳入《中国上市药品目录集》的药品。	（1）属于采购品种，21/11/14（含）前获得国内有效注册批件的胰岛素产品；（2）符合国家有关部门的质量标准要求，并按相关要求组织生产的胰岛素产品；（3）已按照药品监督管理等部门的有关规定批准后实施并组织生产的胰岛素产品。	（1）原研药及药监局发布的一致性评价参比制剂；（2）通过一致性评价的仿制药；（3）根据药监局规定，按化学药品注册分类标准，并证明质量和疗效与参比制剂一致的仿制药。

资料来源：上海阳光医药采购网《全国药品集中采购文件》，天风证券研究所

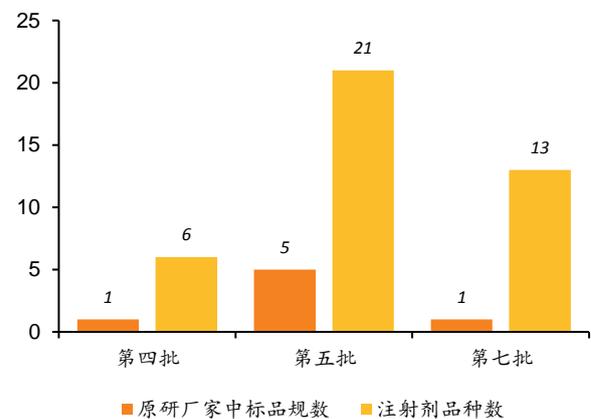
第七批集采注射剂品种数占比维持高水平，对加速注射剂仿制药替代原研药并挖掘较大增量成长空间有重要意义。据上海阳光采购网发布的药品集采中选结果，第七批药品集采品种共 61 个，其中注射剂品种 29 个，数量上仅次于第五批集采（采购品种 62 个，其中注射剂 30 个）。注射剂一致性评价自 2020 年 5 月正式启动，国家集采自第四批开始探索注射剂集采，随着注射剂过评数量逐步提升，被纳入集采的数量逐渐增加，第七批集采注射剂品种数占采购品种总数比例为 48%，与第五批集采相当，第四批该比例仅为 18%。据米内网数据显示，拟采购 29 个注射剂品种在 2021 年中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心以及乡镇卫生院（简称中国公立医疗机构）终端合计销售额超过 362 亿元，其中奥美拉唑注射剂、美罗培南注射剂是市场销售额超 30 亿的大品种，市场销售额 10 亿及以上的注射剂品种数为 13 个，占注射剂品种数 52%。从药品原研药厂家的市场份额来看，13 个超 10 亿的注射剂品种中，碘帕醇注射剂、奥曲肽注射剂、甲泼尼龙注射剂、美罗培南注射剂品种原研厂家所占市场份额均超过 40%（分别为 75%、62%、42%、40%），同时考虑到较高的销售基数，以及中选企业多以国内药企为主（第七批集采中 13 个超 10 亿注射剂品种中仅有 1 个品种有原研厂家中标部分品规），集采或有助于加速注射剂仿制药替代原研药进程，且有较大增量市场空间可挖掘。

图 2：各批次药品集采中选品种及注射剂占比情况



资料来源：上海阳光医药采购网，天风证券研究所

图 3：第四、五、七批中超 10 亿销售额注射剂的原研厂家中标情况



注：一个注射剂品种下包含多个品规；

资料来源：上海阳光医药采购网，天风证券研究所

图 4：第七批集采中 21 年销售额 ≥ 10 亿元的注射剂品种

通用名药品	2021 年中国公立医疗机构终端	
	销售额 (亿元)	原研厂家及市场份额
美罗培南注射剂	62+	日本住友 (40.31%)
奥美拉唑注射剂	44+	阿斯利康 (19.24%)
奥曲肽注射剂	24+	诺华 (62.46%)
替加环素注射剂	24+	辉瑞 (26.54%)
唑来膦酸注射剂	20+	诺华 (38.72%)
甲泼尼龙注射剂	19+	辉瑞 (42.08%)
伊立替康注射剂	18+	辉瑞 (17.96%)
头孢米诺注射剂	14+	日本明治 (12.82%)
帕洛诺司琼注射剂	14+	Helsinn (0.07%)
头孢美唑注射剂	14+	-
溴己新注射剂	13+	-
伊班膦酸注射剂	13+	罗氏 (22.67%)
碘帕醇注射剂	10+	博莱科 (75.45%)

资料来源：米内网，天风证券研究所

第七批集采竞争更激烈，一致性评价推进节奏领先的头部药企集采中标亦有明显优势。

第七批集采中 12 个品种符合申报资格企业数达 10 家以上，而第五批集采达到该竞争条件的品种数仅为 4 个，第四批集采仅为 2 个。其中注射剂符合申报资格企业数 10 家以上的有 8 个品种，奥美拉唑注射剂申报资格企业数达 28 家。按药品集采文件规定申报企业 ≥ 13 的品种，最多入围企业数为 10 家，即奥美拉唑注射剂竞标为 28 进 10。企业角度，7 家药企参与竞标品种数（以通用药品计）达 10 个及以上，齐鲁制药、扬子江药业排行前二，分别有 17 个（8 个注射剂）、14 个（7 个注射剂）过评品种在列。我们对第四、第五、第七批集采中选注射剂品种的企业进行梳理，扬子江药业、齐鲁制药、科伦药业、倍特药业、正大天晴等中标品规数均持续领先。

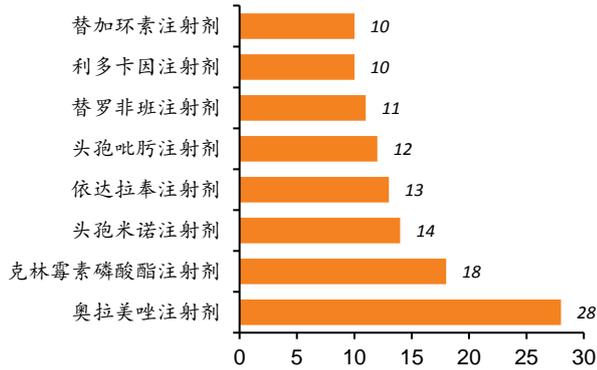
另一方面，前述企业在 2021 年一致性评价中过评数量亦领跑行业。2021 年共有 571 家企业申报的 532 个药品品种通过一致性评价，过评品种数量 top10 药企的过评总数占行业过评药品品种数量的比例达 39%，其中齐鲁制药、石药集团、正大天晴过评数量位列前三，分别过评 34、23、22 个药品品种，恒瑞医药、扬子江药业、科伦药业过评数量亦排行 top10 内。我们认为综合实力强、且一致性评价节奏推进节奏快的药企在药品集采中准备更充分、谈判应对更成熟，有较好领先优势，集采模式或进一步强化头部药企在技术/成本/品控方面的竞争优势。

图 5：各批次化学药品集采符合申报资格企业数 ≥ 10 家的品种情况

批次	符合申报资格企业数 ≥ 10 家的品种数	通用名药品
第七批集采	12	奥美拉唑注射剂 克林霉素磷酸酯注射剂 丙酚替诺福韦口服常释剂型 头孢克肟口服常释剂型 头孢米诺注射剂 依达拉奉注射剂 头孢吡肟注射剂 奥司他韦口服常释剂型 替罗非班注射剂 利多卡因注射剂 替加环素注射剂 硝苯地平控释剂型
第五批集采	4	利伐沙班口服常释剂型 头孢他啶注射剂 埃索美拉唑（艾司奥美拉唑）注射剂 头孢曲松注射剂
第四批集采	2	氨溴索注射剂 帕瑞昔布注射剂
第三批集采	3	二甲双胍口服常释剂型 二甲双胍缓释控释剂型 卡托普利口服常释剂型
第二批集采	0	-
4+7 及联盟集采	0	-

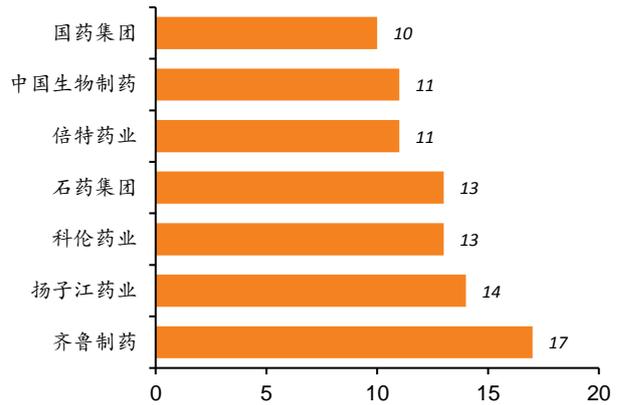
资料来源：米内网，科创板日报，财联社公众号，天风证券研究所

图 6：第七批集采符合申报资格企业数≥10 家的注射剂品种



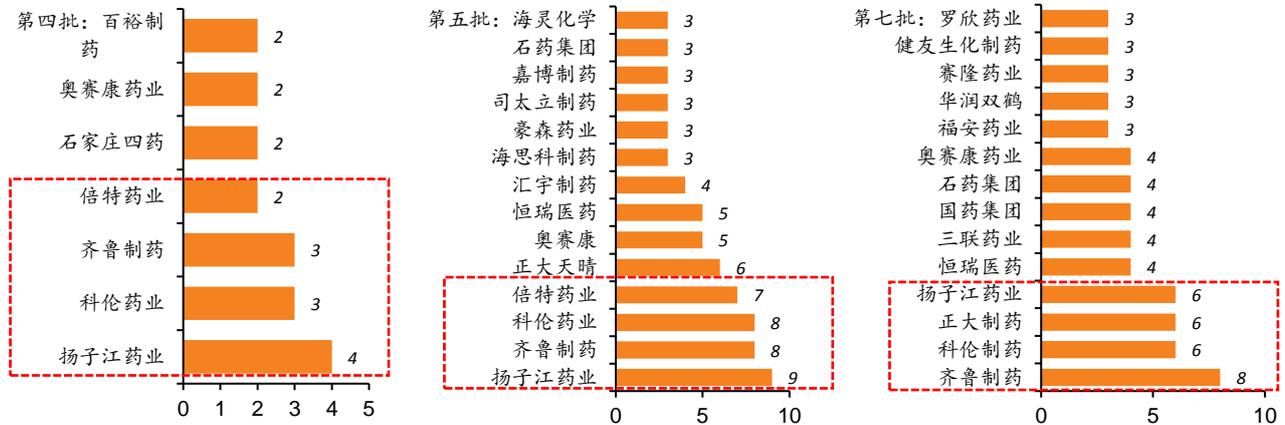
资料来源：米内网，天风证券研究所

图 7：第七批集采可参与竞标品种数≥10 个的企业（按集团计）



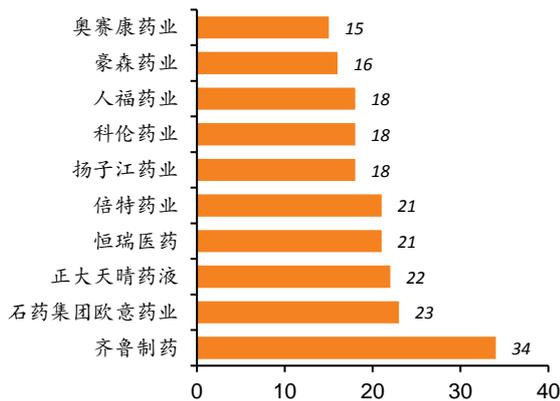
资料来源：米内网，天风证券研究所

图 8：第四批集采中选注射剂品种数≥2，第五、第七批集采中选注射剂品种数≥3 的药企情况



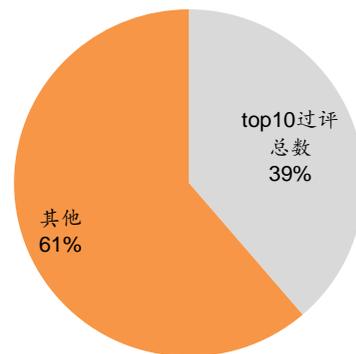
资料来源：上海阳光医药采购网，天风证券研究所

图 9：2021 年企业通过一致性评价药品品种数量 TOP10（个）



资料来源：《2021 年度仿制药一致性评价情况分析报告》（中国医药报），金利达药品交易网，天风证券研究所

图 10：2021 年企业通过一致性评价品种数格局

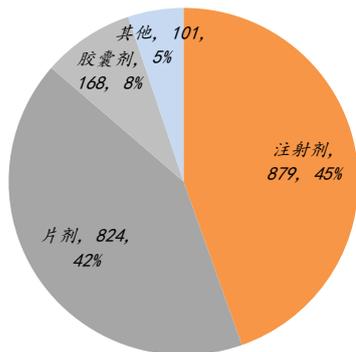


资料来源：《2021 年度仿制药一致性评价情况分析报告》（中国医药报），金利达药品交易网，天风证券研究所

一致性评价推进持续加速，注射剂过评药品占比快速提升，支撑后续集采中标药品中注射剂进一步放量。据药品审评中心发布的《2020 年度药品审评报告》数据，2020 年药审中心完成仿制药一致性评价申请 1,136 件，通过 577 件（其中注射剂 121 件），yoy 分别+103%、+122%，审评通过率 50.8%。注射剂一致性评价自 2020 年正式开启，针对启动前已有 620 件待审评的申请，药审中心成立专项审评工作组，加快审评速度，在不到 5 个月的时间内

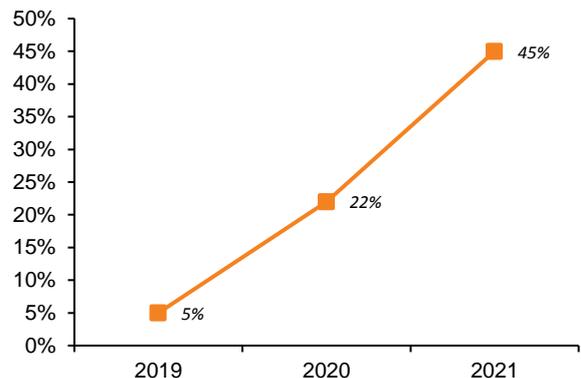
完成了全部审评，一致性评价按时限审评已进入常态化。且伴随着口服固体制剂药品一致性评价进入收尾阶段，药审工作重心开始向注射剂转移，我们认为注射剂药品过评效率或有较大提高，带动中硼硅渗透率持续提升。据中国医药报《2021年度仿制药一致性评价情况分析报告》，2021年共有1,972个品规的仿制药通过一致性评价（包含按化学药品新注册分类批准的895个品规仿制药），涉及571家医药企业，532个药品品种，其中有264个药品品种为首家过评。从过评药品剂型来看，注射剂是2021年通过一致性评价药品的主要剂型，共计879个品规，占比45%（vs 19年、20年分别为5%、22%），近年占比稳步提升，支撑后续集采中标药品中注射剂进一步放量。

图 11：2021 年通过一致性评价药品剂型情况（个）



资料来源：《2021年度仿制药一致性评价情况分析报告》（中国医药报），金利达药品交易网，天风证券研究所

图 12：2019-2021 年通过一致性评价中注射剂占比变化



资料来源：《2021年度仿制药一致性评价情况分析报告》（中国医药报），金利达药品交易网，天风证券研究所

2. 主要结论及投资建议

通过回溯历次国家药品集采，我们归纳要点包括：

1) 有什么特点？

国家药品带量集中采购的申报品种资格推测以通过一致性评价的仿制药为主，部分销售基数较大的集采注射剂品种的原研厂家市场份额较大，而集采中标企业以国内药企为主，我们认为集采或有助于加快仿制药替代原研药进度，注射剂企业有较大增量市场空间可挖掘。

2) 有什么变化？

a) 注射剂占比总体延续较快提升节奏。国家药品集采自第四批出现较多注射剂，随着注射剂一致性评价加速推进（2021年过评仿制药中注射剂占比45%，vs 19年、20年分别为5%、22%），注射剂在集采中占比亦显著提升，第七批集采注射剂品种数占采购品种总数比例为48%，与第五批集采相当，第四批集采该比例仅为18%。

b) 集采中选企业竞争加剧。第七批集采中12个品种符合申报资格企业数达10家以上，而第五批集采达到该竞争条件的品种数仅为4个，第四批集采仅为2个。其中注射剂符合申报资格企业数10家以上的有8个品种，奥美拉唑注射剂申报资格企业数达28家。

c) 一致性评价推进节奏领先的头部药企集采中标有明显优势，优势或持续巩固强化。2021年通过一致性评价药品品种数top10药企过评总数占比39%，齐鲁制药、石药集团、正大天晴、恒瑞医药、扬子江药业、科伦药业等排行前列。一致性评价为国家集采药品申报的前提条件，我们观察到过评表现优异的药企在集采中可参与竞标品种数亦优于同行。第七批集采中7家药企可参与竞标品种数（以通用药品计）达10个及以上，齐鲁制药、扬子江药业排行前二，分别有17个（8个注射剂）、14个（7个注射剂）过评品种在列；在注射剂品种中选企业中，扬子江药业、齐鲁制药、科伦药业、倍特药业、正大天晴等中标品规数均持续领先。我们认为综合实力强的头部药企技术研发/成本控制/品质控制能力更优，通过一致性评价节奏更快，同时国家药品集采模式进一步强化其抢占原研药/扩大仿制药市

场份额的竞争优势。

一致性评价推进持续加速，注射剂过评药品占比快速提升，支撑后续集采中标药品中注射剂进一步放量；中硼硅渗透率提升前景值得期待。一致性评价作为仿制药申报国家集采资格的硬性门槛，其在注射剂企业正常维持市场份额以及通过集采扩大市占率的过程中均扮演更基础性的角色，同时，注射剂一致性评价或在国家集采模式催化下进一步常态化。注射剂一致性评价推进节奏较快提升，支撑后续集采中标药品中注射剂进一步放量，药用玻璃中中硼硅材质渗透率提升前景值得期待。我们在此前的报告《药用玻璃跟踪：中硼硅渗透加快，利润率或加速修复》（2022/06/05，天风建筑建材团队）中已论述，从药用玻璃企业角度来看，药用玻璃业务 21h2 以来收入增速加快，中硼硅产品产销增速明显加快，亦验证中硼硅渗透加快的产业趋势。

继续重点推荐山东药玻，力诺特玻新变化亦重点关注，同时建议关注正川股份。山东药玻模制瓶龙头地位稳固，中硼硅模制瓶产销高增料有较好持续性，预灌封前景亦值得期待，公司产品结构或持续优化；22 年调价效果显现及成本压力边际缓解或亦蕴含一定利润率弹性；此外，公司控股权终止变更，治理/发展思路/定增推进等不确定性一定程度上消除，再成长确定性提升；继续重点推荐山东药玻。中硼硅渗透率提升，力诺特玻、正川股份作为优质管制瓶供应商，中硼硅管制瓶制瓶产能扩张保持强度，料较好享受行业变革 beta；此外，力诺特玻亦规划推进中硼硅棕色玻璃管产品；正川股份酝酿第二座中硼硅拉管窑炉建设、预灌封注射器生产线新布局；力诺特玻、正川股份新变化或强化药用玻璃领域竞争力，进展建议保持关注。

图 13：山东药玻、正川股份、力诺特玻 2015 年至今 PE_TTM 变化



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 风险提示

国家药品集采执行不及预期：国家药品集采为一致性评价重要的催化剂，若集采执行不及预期，或影响企业通过一致性评价的意愿进而影响一致性评价节奏判断，致中硼硅材质药用玻璃渗透率提升不及预期。

一致性评价执行力度不及预期：一致性评价及关联审评制度为推动国内中硼硅渗透率提升、药用玻璃行业格局优化的重要力量，若政策执行力度不及预期，或对国内药玻行业转型升级造成一定影响。

新产能投放及销售低于预期：行业内中硼硅模制瓶、中硼硅管制瓶、中硼硅玻璃管、预灌封产能投放及销售情况若低于预期，或影响行业成长前景判断。

药用玻璃市场替代风险：药包材中塑料、金属复合材料等或对药用玻璃市场造成一定冲击，或影响药用玻璃市场容量及发展前景判断。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com