公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

富祥药业（300497.SZ）

2020 年 08 月 06 日

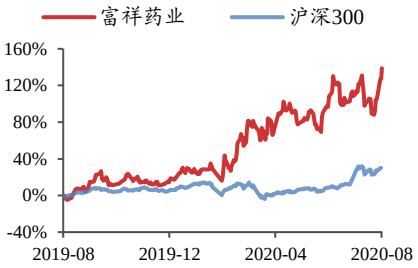
β-内酰胺酶抑制剂龙头企业，业务拓展增添新的成长动能

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/5
当前股价(元)	22.57
一年最高最低(元)	31.30/14.15
总市值(亿元)	104.77
流通市值(亿元)	81.88
总股本(亿股)	4.64
流通股本(亿股)	3.63
近 3 个月换手率(%)	356.25

股价走势图



数据来源：贝格数据

杜佐远（分析师）
duzuoyuan@kysec.cn
证书编号：S0790520050003

王斌（分析师）
wangbin@kysec.cn
证书编号：S0790520070005

● **产品线不断丰富的抗菌/抗病毒药物龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级**

富祥药业是特色抗菌原料药/中间体、抗病毒原料药/中间体龙头企业。公司舒巴坦和他唑巴坦系列产品稳健增长，培南类抗生素需求旺盛拉动 4-AA 等中间体持续放量，积极布局的无菌原料药、抗病毒药物/中间体和新型酶抑制剂也将成为新的业绩增长点。我们预计公司 2020 年/2021 年/2022 年分别实现归母净利润 3.92 亿元/4.85 亿元/5.79 亿元，同比增速为 28.0%/23.8%/19.4%，EPS 分别为 0.84 元/1.04 元/1.25 元，当前股价对应 PE 分别为 26.8/21.6/18.1，首次覆盖给予“买入”评级。

● **β-内酰胺酶抑制剂前景广阔，培南类抗生素需求强劲，公司进行全产业链布局**

公司是国内舒巴坦领域唯一拥有规范市场认证的供应商，市场地位稳固，高质量舒巴坦的供应仍处于紧平衡状态，预计未来价格大幅下滑可能性很小，销量仍将平稳增长。公司是他唑巴坦领域双寡头之一，预计未来产品价格体系稳定，销量仍将稳健增长。培南类抗生素仍处于快速增长阶段，未来将持续拉动 4-AA 等中间体放量。公司拟建设 600 吨 4-AA 及 200 吨美罗培南项目，进一步增强行业话语权并向下游原料药延伸，在碳青霉烯领域实现全产业链布局。

● **布局无菌原料药和抗病毒药物，多个产品处于研发阶段**

子公司奥通药业洛韦类中间体逐步放量，未来将还将新增那韦类中间体，并逐步向下游原料药延伸。哌拉西林钠／他唑巴坦钠（8：1）无菌粉等新项目也将逐步贡献业绩。公司在研产品包括新型酶抑制剂和抗病毒药物，其中新型酶抑制剂 AAI101 与头孢吡肟组成复方制剂临床 III 期数据良好，未来大概率能够获批上市，公司有望成为其主供货商， CDMO 业务将成为新的业绩增长点。

● **风险提示：**限抗政策严格，抗生素销量低于预期；毛利率下滑；产品竞争格局恶化；新增产能和产品不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,163	1,354	1,596	1,880	2,188
YOY(%)	21.4	16.4	17.9	17.8	16.4
归母净利润(百万元)	195	306	392	485	579
YOY(%)	9.7	57.1	28.0	23.8	19.4
毛利率(%)	37.3	43.1	42.8	44.4	45.4
净利率(%)	16.7	22.6	24.5	25.8	26.5
ROE(%)	16.8	20.1	21.1	22.3	22.2
EPS(摊薄/元)	0.42	0.66	0.84	1.04	1.25
P/E(倍)	53.8	34.3	26.8	21.6	18.1
P/B(倍)	9.4	7.5	6.0	5.1	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 富祥药业：市场地位领先的抗生素龙头企业 4
2、 抗生素耐药问题日益严重，复方制剂前景广阔 6
2.1、 β-内酰胺酶抑制剂可与多种抗生素组成复方制剂 6
2.2、 公司是国内舒巴坦领域唯一拥有规范市场认证的供应商，市场地位稳固 7
2.3、 他唑巴坦呈双寡头态势，价格体系稳固 9
2.4、 6-APA 价格具有一定周期性，长期来看对公司盈利能力影响有限 10
3、 培南类抗生素需求强劲，公司积极进行全产业链布局 12
4、布局无菌原料药和抗病毒药物，培育新的业绩增长点 14
5、盈利预测与投资建议 15
5.1、关键假设 15
5.2、盈利预测 16
6、风险提示 17
附：财务预测摘要 18

图表目录

图 1： 公司拥有 7 家子公司，实际控制人为董事长包建华 4
图 2： 公司近年来收入稳健增长 5
图 3： 2019 年公司利润大幅提升 5
图 4： 2019 年公司整体毛利率提升 5
图 5： 2019 年净利率大幅提升 5
图 6： 头孢类、青霉素类和喹诺酮类市场份额合计超 50% 6
图 7： 中国和美国抗生素销售额将继续小幅增长 6
图 8： 以 6-APA 为原料可生产舒巴坦酸及下游产物 7
图 9： 富祥药业舒巴坦产能为 500 吨/年，高于业内企业 7
图 10： 2018 年和 2019 年舒巴坦收入大幅提升 8
图 11： 2017 年起舒巴坦销售均价持续提升 8
图 12： 舒巴坦复方制剂销量保持增长 8
图 13： 头孢哌酮+舒巴坦市占率超 50% 8
图 14： 以 6-APA 为原料可生产他唑巴坦酸 9
图 15： 哌拉西林+他唑巴坦市占率超 60% 9
图 16： 他唑巴坦复方制剂销量保持增长 9
图 17： 2019 年他唑巴坦销售额有所提升 10
图 18： 2017 年至今他唑巴坦单价基本稳定 10
图 19： 2020 年 6-APA 价格再次进入上升周期 11
图 20： 6-APA 占营业成本比例在 20%-30%之间 11
图 21： 公司舒巴坦盈利能力持续提升 11
图 22： 公司他唑巴坦盈利能力持续提升 11
图 23： 2019 年美罗培南市占率为 58.32% 12
图 24： 培南制剂销量保持增长 12
图 25： 以 4-AA 为原料可生产多种中间体 13
图 26： 4-AA 价格自 2018 年起大幅上涨 13

图 27: 无菌粉项目是公司现有产品的向下延伸 14
图 28: 4-AA 价格近年来大幅上涨 14

表 1: 公司产品包括 β-内酰胺酶抑制剂、碳青霉烯类产品和抗病毒药物中间体 4
表 2: 公司多个核心品种通过规范市场药检机构认证 6
表 3: β-内酰胺酶抑制剂可与多种抗生素组成复方制剂 7
表 4: 全球已有多种培南单方或复方制剂获批上市 12
表 5: 公司在研产品包括新型酶抑制剂和抗病毒抗菌药物 15
表 6: 2020 年至 2022 年公司中间体、原料药和制剂均稳健增长 16
表 7: 与可比公司相比，富祥药业估值有提升空间 17

1、 富祥药业：市场地位领先的抗生素龙头企业

江西富祥药业股份有限公司（以下简称“富祥药业”）成立于 2002 年，2015 年在深交所中小板上市。公司是国内特色抗菌原料药和中间体、抗病毒原料药和中间体龙头企业，产品包括β-内酰胺酶抑制剂原料药和中间体、碳青霉烯类产品和洛韦类抗病毒药物中间体。

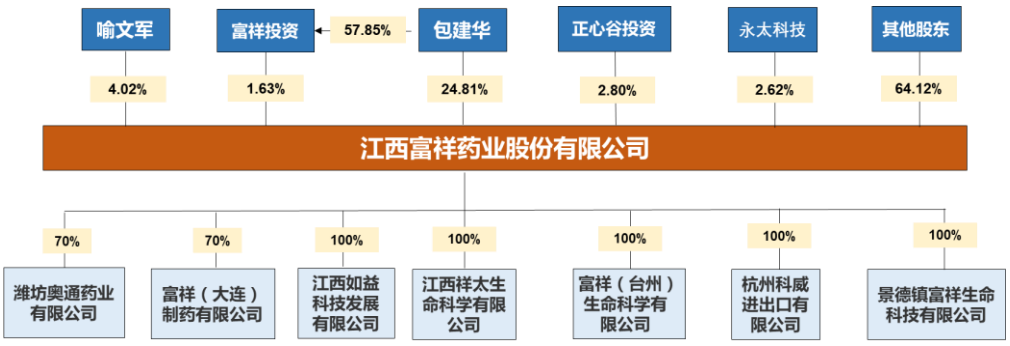
表1：公司产品包括β-内酰胺酶抑制剂、碳青霉烯类产品和抗病毒药物中间体

类别	产品系列	主要产品名称
β -内酰胺酶抑制剂及相关产品	舒巴坦系列	舒巴坦、托西酸舒他西林
	他唑巴坦系列	他唑巴坦、二苯甲酮腙
碳青霉烯类产品	培南系列	美罗培南粗品、培南母核、培南侧链
洛韦类药物中间体	鸟嘌呤系列	嘧啶、鸟嘌呤

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司实际控制人为董事长包建华先生。目前公司拥有 7 家子公司，其中潍坊奥通药业主要从事抗病毒类中间体的生产销售，产品包括嘧啶、鸟嘌呤、SH 酸等，并具备那韦类初级中间体氯酮和氯醇的生产能力，可以合成包括达芦那韦在内的多个那韦类产品。祥太生命科技有限公司承担了公司 IPO 募投项目“高品质他唑巴坦建设项目”，可转债募投项目和“新型酶抑制剂扩产及产业链延伸项目”。富祥（大连）制药主要从事制剂生产和销售。江西如益科技主要从事主要是围绕叠氮化钠下游产品布局，2019 年新增头孢侧链的叠氮化反应生产线。2020 年公司新设立景德镇富祥生命科技有限公司，筹建年产 2500 吨手性药物、1200 吨生物制药、5 亿片（包/支）药物制剂的生产基地。

图1：公司拥有 7 家子公司，实际控制人为董事长包建华



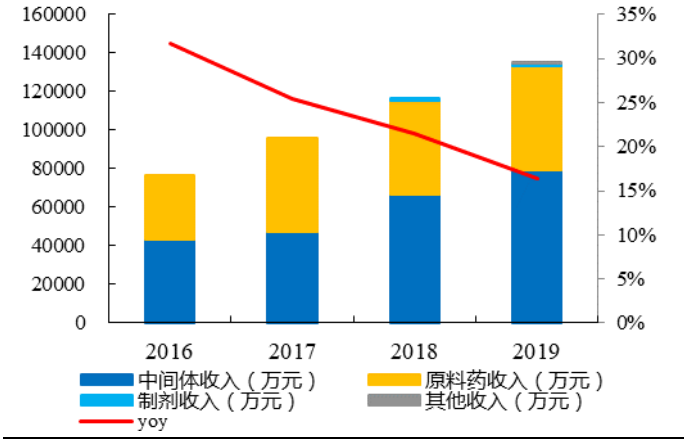
资料来源：公司公告、开源证券研究所

按产品形态划分，公司收入来源可分为中间体、原料药和制剂等。其中中间体收入包括舒巴坦酸、培南类系列产品（4-AA、4-BMA、美罗培南母核等）、抗病毒药物中间体等品种，原料药包括他唑巴坦、托西酸舒他西林等品种。制剂收入主要来自于多西环素等产品。2016 年至 2019 年公司收入从 7.64 亿元增长至 13.54 亿元，年复合增速为 15.39%。2020 年上半年公司继续快速增长势头，实现营业收入 8.16 亿元，同比增长 37.82%，归母净利润 2.19 亿元，同比增长 92%，扣非后归母净利润 2.08 亿元，同比增长 95.77%。

公司近年来毛利率呈现出一定波动性。受到主要原材料 6-APA 提价影响，原料药业务毛利率略有下滑，2020 年上半年原料药毛利率有所恢复；中间体毛利率在 2018

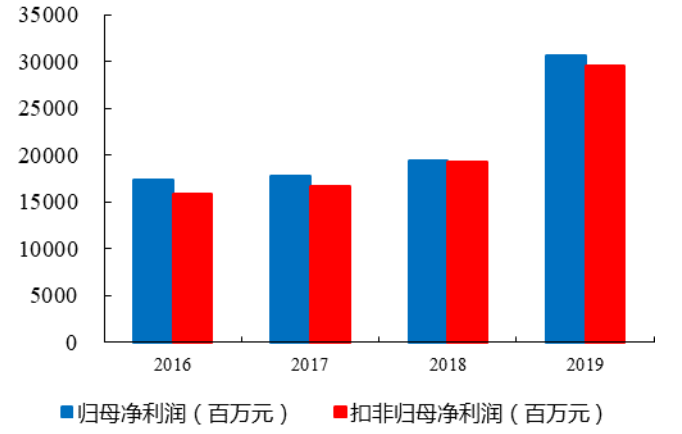
年起开始提升，主要是由于 4-AA 为代表的培南类系列产品和舒巴坦酸价格上涨。2019 年公司整体毛利率为 43.11%，2020 年上半年公司整体毛利率上升至 44.21%。

图2：公司近年来收入稳健增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

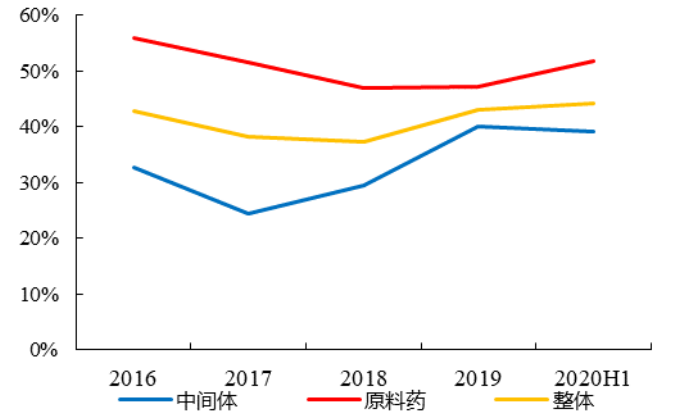
图3：2019 年公司利润大幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

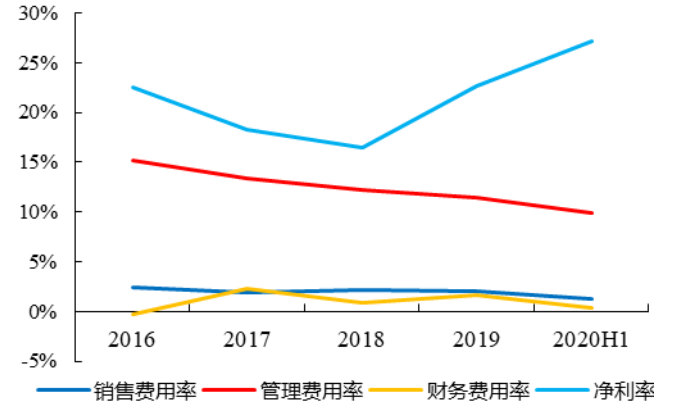
公司费用控制较好，近年来销售费用率和管理费用率基本呈逐步下降态势。由于近年来公司短期负债有所增加和发行可转债，公司财务费用率略有上升，但仍保持在合理水平。受益于公司毛利率回升和费用率的良好控制，2019 年公司净利率大幅提升，2020 年上半年公司净利率为 27.21%，达到近年来最好水平。

图4：2019 年公司整体毛利率提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2019 年净利率大幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司客户包括费卡、阿拉宾度等国外知名仿制药厂家和珠海联邦制药、齐鲁制药和海南通用三洋等国内知名仿制药厂家，多个品种已通过欧美规范市场药监机构认证。他唑巴坦原料药、舒巴坦产品、哌拉西林原料药以“零缺陷”的结论通过了 FDA 认证现场检查，向美国 FDA 递交了舒巴坦产品、哌拉西林产品和美罗培南母核产品的注册文件。使用公司他唑巴坦原料药的制剂产品已在欧洲、美国、加拿大、澳大利亚、韩国等市场获准上市销售。舒巴坦酸和舒巴坦钠通过日本 PMDA 的 GMP 符合性调查（即日本 PMDA 认证）。他唑巴坦原料药产品、托西酸舒他西林原料药产品、哌拉西林原料药取得了国内批准文号，并通过了国家新版 GMP 认证。

表2：公司多个核心品种通过规范市场药检机构认证

产品	产能（吨/年）	注册机构
他唑巴坦	100	美国 FDA、中国 NMPA、日本 PMDA、韩国 KFDA
舒巴坦	500	美国 FDA、日本 PMDA
托西酸舒他西林	50	中国 NMPA
美罗培南母核	100	美国 FDA
培南侧链	100	——
4-AA	200	——
洛韦类相关中间体	1080	——
哌拉西林	100	美国 FDA、欧洲 CEP

资料来源：公司公告、开源证券研究所

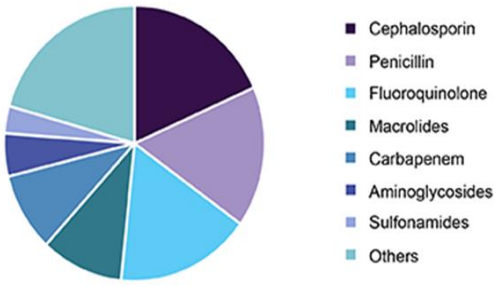
2、 抗生素耐药问题日益严重，复方制剂前景广阔

2.1、 β-内酰胺酶抑制剂可与多种抗生素组成复方制剂

根据化学结构和作用机制不同，目前已上市的抗生素可分为β-内酰胺类、大环内酯类、氨基糖苷类、喹诺酮类等大类等。根据 grand view research 的数据，2018 年全球抗生素市场规模为 453.1 亿美元，预计复合年增长率为 4.0%，其中头孢类、青霉素类和喹诺酮类市场份额位居前三，占比合计超过 50%。

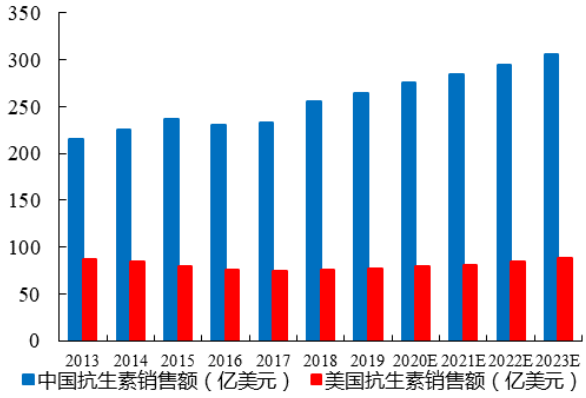
弗若斯特沙立文的数据显示，中国是全球最大的人用抗生素药物市场，2019 年市场规模为 265 亿美元，预计到 2023 年将增长到 306 亿美元，复合增速为 3.6%。2019 年美国人用抗生素市场规模为 77 亿美元，预计到 2023 年将增长到 88 亿美元，复合增速为 3.4%。

图6：头孢类、青霉素类和喹诺酮类市场份额合计超 50%



数据来源：grand view research

图7：预计中国和美国抗生素销售额将继续小幅增长



数据来源：弗若斯特沙立文、开源证券研究所

β-内酰胺类抗生素是指化学结构中具有 β-内酰胺环的一大类药物，包括青霉素及其衍生物、头孢菌素、单酰胺环类、碳青霉烯等，具有抑菌作用强，抗菌谱广的特点，是应用时间最长，范围最广泛的抗生素。

随着致病菌与某种抗菌药物多次接触后，致病菌对该种药物的敏感性下降甚至消失，致使该药物对致病菌的药效降低甚至出现无效情形。β-内酰胺类抗生素也出现了耐药性问题，一些致病菌可以产生 β-内酰胺酶，破坏抗菌药物 β-内酰胺环使其水解，导致药物失效。β-内酰胺酶抑制剂可与致病菌生产的 β-内酰胺酶发生作用，使

其失去活性，从而保护药物中的 β-内酰胺环不被酶水解破坏。因此将可以将 β-内酰胺类抗生素与 β-内酰胺酶抑制剂联合组成复方制剂，可以有效解决耐药性问题。

目前已经上市的 β-内酰胺酶抑制剂包括舒巴坦、他唑巴坦和克拉维酸等，其中克拉维酸由于在稳定性、抑菌谱等方面要弱于舒巴坦和他唑巴坦，目前主流的复方制剂主要由舒巴坦、他唑巴坦和 β-内酰胺类抗生素组成形成。我们认为虽然抗生素整体市场规模增长幅度有限，但由于细菌耐药性问题日益严峻，复方抗生素会替代一部分单方抗生素临床需求，预计其仍将保持稳健增长。

表3：β-内酰胺酶抑制剂可与多种抗生素组成复方制剂

类别	复方制剂名称
克拉维酸系列	阿莫西林钠克拉维酸钾、替卡西林钠克拉维酸钾
舒巴坦系列	头孢哌酮钠舒巴坦钠、氨苄西林钠舒巴坦钠、阿莫西林钠舒巴坦钠、哌拉西林钠舒巴坦钠、美洛西林钠舒巴坦钠、阿莫西林舒巴坦匹酯、头孢噻肟钠舒巴坦钠、头孢曲松钠舒巴坦钠
他唑巴坦系列	哌拉西林钠他唑巴坦钠、头孢哌酮钠他唑巴坦钠、头孢他啶他唑巴坦钠、头孢曲松钠他唑巴坦钠

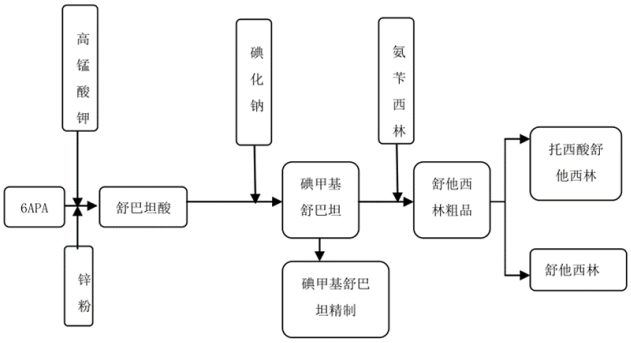
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 公司是国内舒巴坦领域唯一拥有规范市场认证的供应商，市场地位稳固

舒巴坦是白色或类白色结晶性粉末，呈酸性，又被称为“舒巴坦酸”，临床上通常使用其钠盐产品舒巴坦钠，我国已将舒巴坦钠收录《药典》，按照原料药进行管理。以 6-APA 为原料，首先可以合成舒巴坦酸，随后可以依次合成舒巴坦钠、舒巴坦匹酯和托西酸舒他西林。公司主要以销售舒巴坦酸为主，同时也销售下游产品舒巴坦匹酯和托西酸舒他西林。

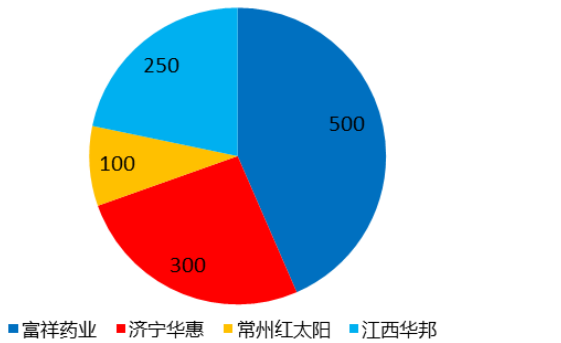
目前公司舒巴坦产能为 500 吨/年，另有 200 吨可以由新扩产的 DP3 切换成舒巴坦。除公司外，国内还有济宁华惠化工（产能 300 吨/年）、常州红太阳（产能 100 吨/年）和江西华邦药业（产能 250 吨/年）等企业可生产舒巴坦。另一主要供应商江苏华旭药业（产能 400 吨/年）在 2019 年 3 月江苏响水爆炸事故中受损严重，由于响水化工园区已被彻底关闭，考虑到异地重建和客户认证的周期，短期内难以形成有效供应能力。

图8：以 6-APA 为原料可生产舒巴坦酸及下游产物



资料来源：公司公告

图9：富祥药业舒巴坦产能为 500 吨/年，高于业内企业



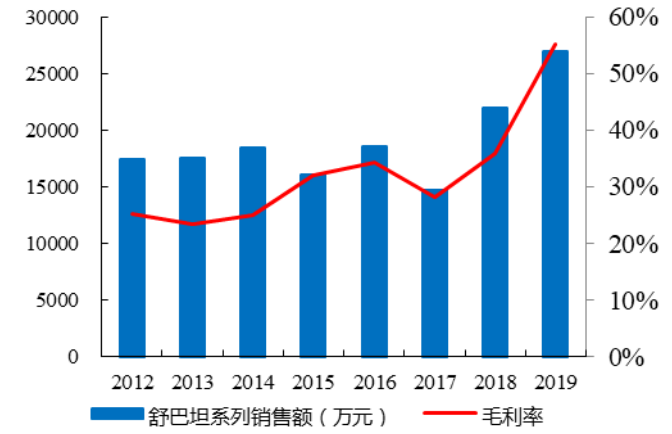
数据来源：公司公告、相关公司环评信息、开源证券研究所

2019 年公司舒巴坦系列中间体销售收入为 27010 万元，同比增长 23%，毛利率

为 55.20%，同比增加 19.38 个百分点，收入和盈利能力达到近年来最好水平。从价格方面来看，舒巴坦价格自 2017 年以来持续提升，主要是由于：1）6-APA 在 2017 年和 2018 年持续涨价，上游成本增加推动价格提升；2）2018 年舒巴坦主要供应商江苏华旭药业因江苏沿海化工园区整治产能受限，2019 年因江苏响水爆炸事故导致受损严重进而引起舒巴坦供应紧张。

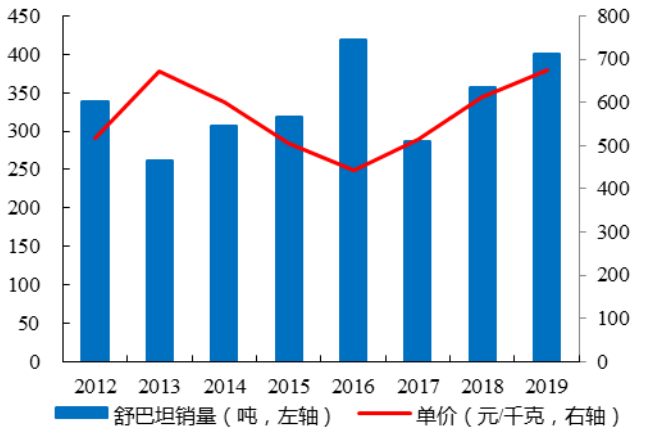
从历史数据来看，舒巴坦价格虽然处于较高水平，但由于近年来环保和安全生产监管严格、原材料和人力等方面成本持续增加，行业进入壁垒进一步增高，此外高质量舒巴坦供应仍处于紧平衡状态，我们认为未来舒巴坦价格大幅下滑可能性很小，预计未来仍将保持在较高水平。

图 10：2018 年和 2019 年舒巴坦收入大幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

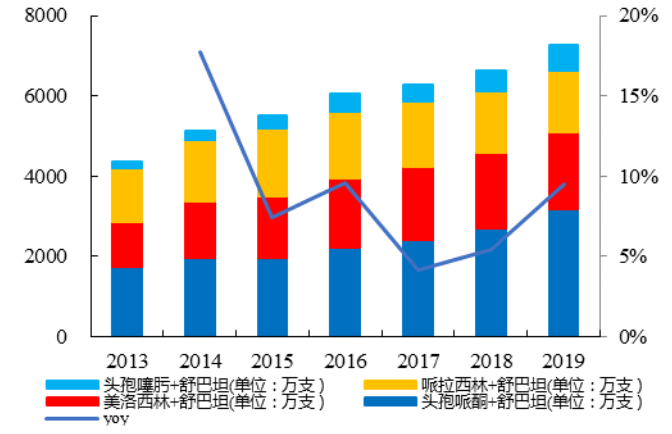
图 11：2017 年起舒巴坦销售均价持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

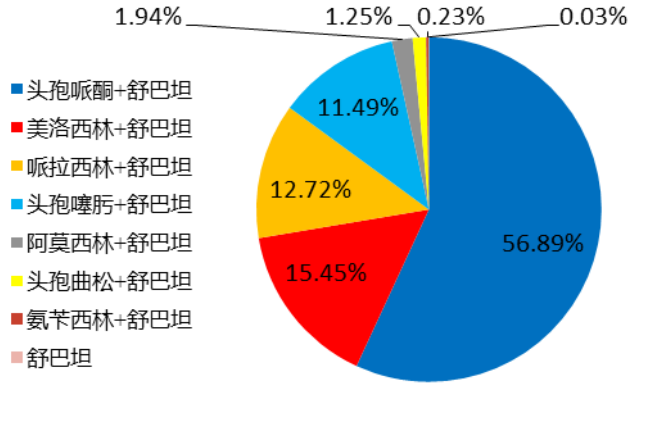
PDB 数据显示，2019 年我国样本医院舒巴坦及其复方制剂销售额合计为 31.90 亿元，其中头孢哌酮+舒巴坦、美洛西林+舒巴坦、哌拉西林+舒巴坦和头孢噻肟+舒巴坦销售额位居前 4，合计市场份额超 90%，2013 年至 2019 年这 4 个品种销量复合增速为 8.9%，表明舒巴坦终端需求保持了持续增长。公司是国内舒巴坦领域唯一拥有规范市场认证的供应商，产品质量和成本控制能力领先于其他企业，下游客户包括联邦制药、山东瑞阳制药等多家国内主要舒巴坦制剂生产企业，市场地位稳固，长期来看我们认为公司舒巴坦销量仍将平稳增长。

图 12：舒巴坦复方制剂销量保持增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

图 13：头孢哌酮+舒巴坦市占率超 50%



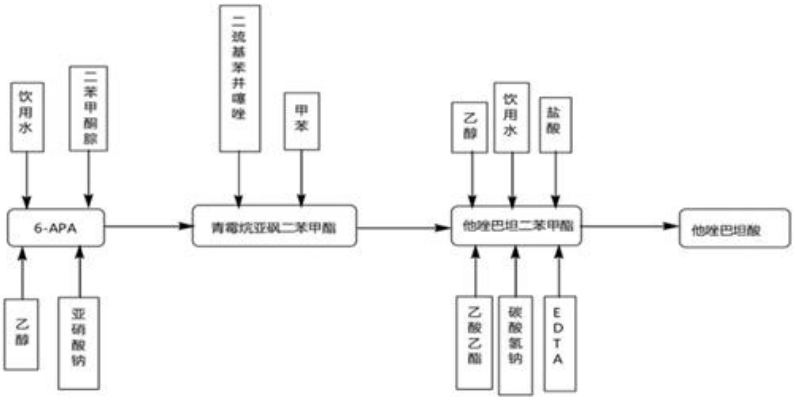
数据来源：PDB、开源证券研究所

2.3、 他唑巴坦呈双寡头态势，价格体系稳固

他唑巴坦最早是由日本大鹏制药于 20 世纪 80 年代研发，后转让给美国 Lederle 公司，该公司随后被惠氏公司收购。他唑巴坦常用剂型为哌拉西林组成的复方制剂（哌拉西林：他唑巴坦=8：1），该产品最早于 1992 年在法国上市，1993 年 8 月获美国 FDA 批准上市，1998 年进入中国。2009 年辉瑞收购了惠氏公司后该产品归属于辉瑞，商品名为“特治星”。哌拉西林/他唑巴坦适应症较为广泛，包括：1.社区获得性肺炎；2.医院获得性肺炎；3.泌尿道感染；4.腔内感染；5.皮肤及软组织感染；6.细菌性败血症；7.子宫内膜炎 或盆腔炎；8.骨与关节感染；9.多种细菌混合感染等。IMS 数据库显示，2018 年特治星（4.5g，同规格）全球销售额为 96182.94 万美元，其中中国销售额为 13170.19 万美元，若考虑到仿制药，预计市场规模更大。

以 6-APA 为原料，首先依次合成青霉烷亚砜酸二苯甲酯(DP3)和他唑巴坦二苯甲酯（DP8）两个中间体，最终得到他唑巴坦。他唑巴坦竞争格局良好，全球主要供应商为公司和齐鲁制药，呈双寡头态势。目前公司他唑巴坦产能为 100 吨/年，产能利用率已经达到较高水平，公司还规划了 200 吨的扩产计划，同时在子公司潍坊奥通增加 800 吨 DP3 的新产能，确保关键中间体自主供应，该项目投产后公司他唑巴坦新产能将逐步释放。齐鲁制药合计拥有产能 270 吨，其中原产能为 70 吨，位于齐鲁天和惠世（乐陵）制药有限公司新增 200 吨产能于 2018 年 10 月投产。

图14：以 6-APA 为原料可生产他唑巴坦酸



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图15：哌拉西林+他唑巴坦市占率超 60%

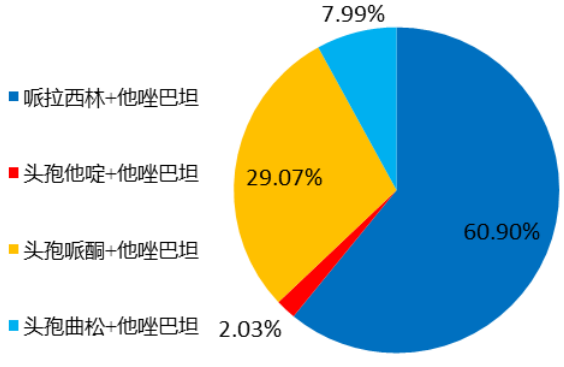
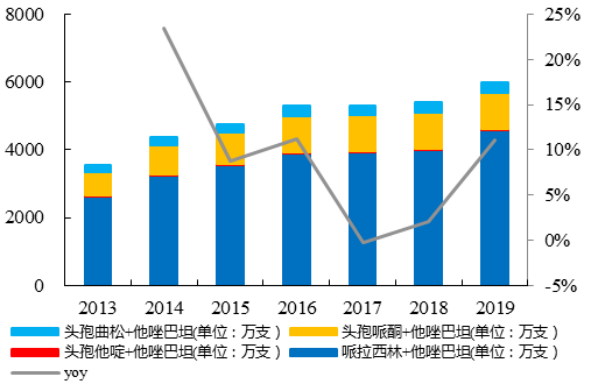


图16：他唑巴坦复方制剂销量保持增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

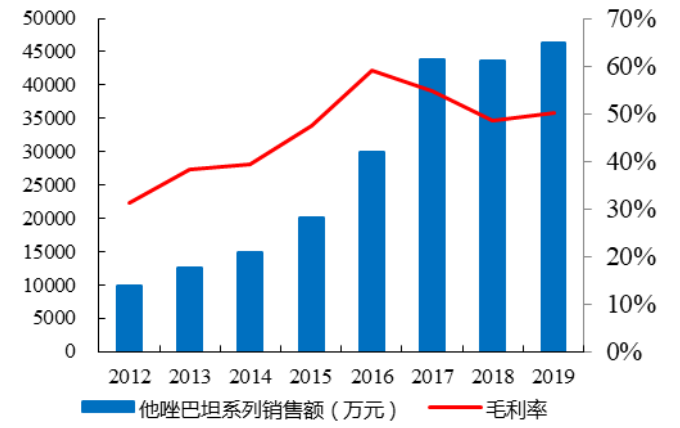
数据来源：PDB、开源证券研究所

PDB 数据显示，2019 年他唑巴坦复方制剂在样本医院销售额为 27.6 亿元，其中哌拉西林/他唑巴坦市场份额最大，超过 60%。2013 年至 2019 年他唑巴坦复方制剂销量复合增速为 9.1%，高于抗生素市场平均增速。我们预计公司他唑巴坦销量仍将稳健增长。

他唑巴坦价格自 2015 年起开始提升，主要是由于市场需求不断增加以及 6-APA 价格提升等因素。除公司和齐鲁制药外，常州红太阳药业于 2020 年 4 月披露环评信息公示，拟建设 50 吨/年他唑巴坦项目，考虑到产能建设和客户、监管机构认证所需时间，预计短期内难以形成有效供应，我们认为未来他唑巴坦原料药价格基本稳定。他唑巴坦主要用于与哌拉西林组成复方制剂，下游需求旺盛，该制剂每年全球需求量仍有约 10%增长，随着下游制剂不断放量，预计公司他唑巴坦销售将继续稳健保持同步增长。

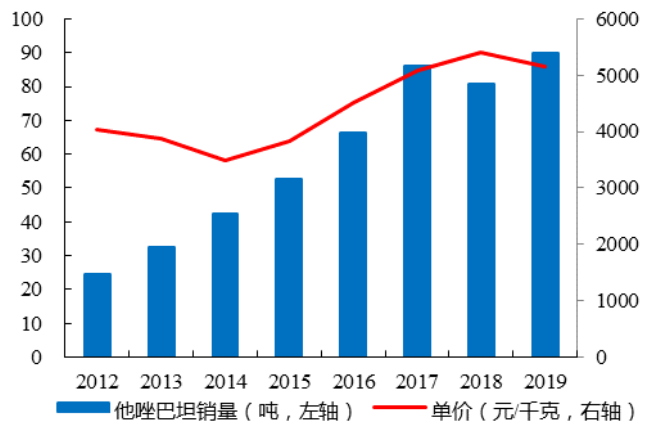
2019 年公司他唑巴坦销售收入为 46309 万元，同比增长 6%，毛利率为 50.07%，与 2018 年相比小幅增加 1.58 个百分点。2020 年上半年公司原料药收入（主要由他唑巴坦构成）3.18 亿元，同比增长 34.36%，毛利率为 51.78%，同比增加 8.33%个百分点，继续保持较高盈利水平。

图 17：2019 年他唑巴坦销售额有所提升



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图 18：2017 年至今他唑巴坦单价基本稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

除了哌拉西林/他唑巴坦外，2014 年 FDA 批准默克的头孢洛扎/他唑巴坦以治疗复杂性腹腔内感染和复杂性尿路感染适应症上市，2019 年新增治疗 18 岁及以上成人的医院获得性肺炎和呼吸机相关细菌性肺炎适应症，根据其制剂相关市场数据推算，2019 年就消耗了大约 8 吨他唑巴坦，预计未来还会快速增长。目前公司已经数次接受了默克公司各项书面及现场审计，未来将有希望进入默克的供应体系，进一步拉动他唑巴坦增长。

2.4、 6-APA 价格具有一定周期性，长期来看对公司盈利能力影响有限

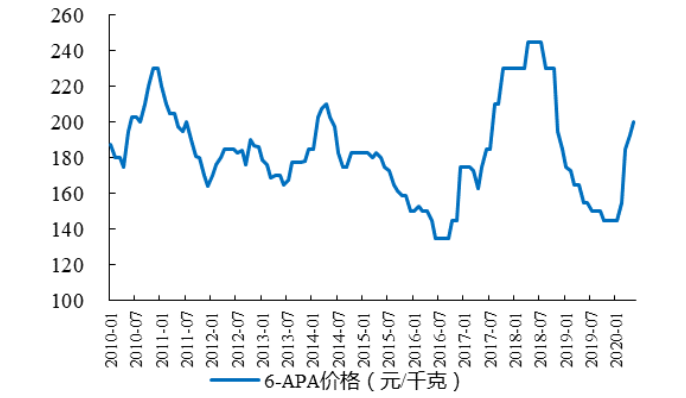
6-APA，即 6-氨基青霉烷酸，是生产半合抗青霉素类抗生素氨苄钠和阿莫西林的重要中间体，也是公司巴坦类产品的重要原料。公司可转债募集说明书中披露，2015 年至 2018 年上半年，公司 6-APA 采购金额分别为 8532 万元、12679 万元、12048 万元和 8942 万元，占当期营业成本比例 20-30%不等。

国内主要 6-APA 生产企业包括联邦制药、国药威奇达（现代制药子公司）和科

伦药业。其中联邦制药产能为 18000 吨/年，公司披露 2019 年产能利用率为 91.2%，其中外销 6660 吨，同比增长 36.9%。国药威奇达产能为 6000 吨/年，公司公告披露 2019 年外销 4638 吨。科伦药业产能约为 5000 吨/年。此外华北制药和内蒙古常盛制药等厂家也拥有 6-APA 产能，如华北制药股份有限公司倍达分厂 6-APA 产能为 1800 吨/年。中国化学制药工业协会披露的数据显示，2018 年我国 6-APA 产量为 18933 吨，实际产量低于各厂家产能之和，表明 6-APA 处于供大于求的格局。

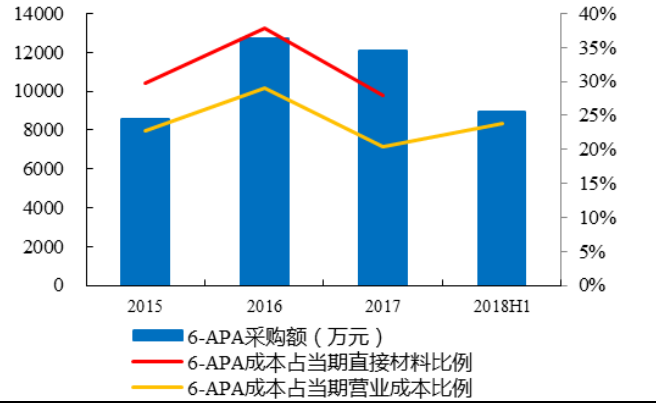
近 10 年来 6-APA 价格呈现周期性波动。2017 年国药威奇达因停产检修改造，当年 6-APA 销量仅为 2296 吨，同比下降近 70%，由于供给减少，6-APA 从 135 元/千克最高上涨至 245 元/千克。随着国药威奇达供应恢复正常和科伦药业产能逐步释放，6-APA 价格从高位逐步下滑。2020 年新冠肺炎疫情发生后，受到阿莫西林等抗生素需求增加、国内企业复工复产延迟和供应链受阻、下游客户采购量提升等因素，6-APA 价格重新进入上升周期。

图19：2020 年 6-APA 价格再次进入上升周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：6-APA 占营业成本比例在 20%-30%之间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

虽然 6-APA 价格存在一定波动，但公司舒巴坦和他唑巴坦盈利能力仍不断增强，体现为单位销量毛利额总体呈现出上升态势。表明：1）公司对下游具有一定议价能力，例如公司在 2018 年上半年为消化 6-APA 涨价带来的成本压力，公司进行了 4 次提价，舒巴坦出厂价格累计上涨幅度约 100%；2）公司重视生产技术的革新与工艺的改进优化工作，围绕反应物绿色替代、反应工序优化、反应操作简化、反应条件精细控制等核心工艺，开发了大吨位一锅法生产技术、催化氧化反应技术、手性合成技术、清洁生产技术等技术工艺，提高了反应收率，有效降低了生产污染物排放，降低了生产的直接成本和环保成本。

图21：公司舒巴坦盈利能力持续提升

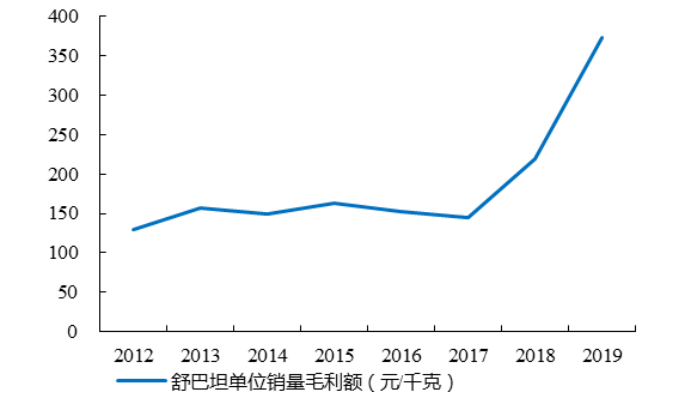
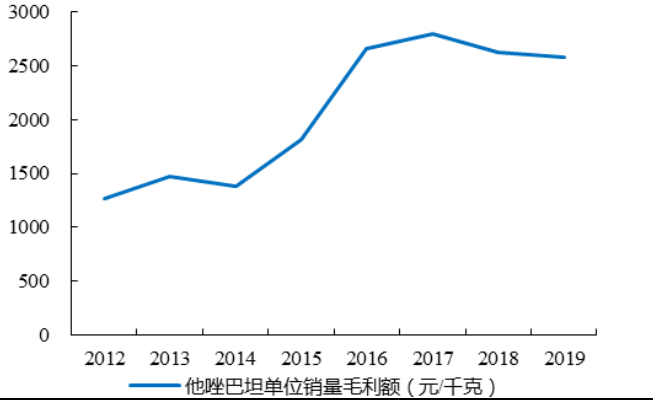


图22：公司他唑巴坦盈利能力持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为 6-APA 价格已经达到近年来较高水平，随着国内厂家生产和供应链逐步恢复正常，而且 6-APA 仍处于供大于求的格局，预计未来价格难以继续出现大幅上涨。即使价格出现一定程度上涨，公司也能将够通过提价，将 6-APA 价格上涨造成的成本提升传到给下游。

3、 培南类抗生素需求强劲，公司积极进行全产业链布局

碳青霉烯抗生素又被称为培南类抗生素，是迄今为止抗菌谱最广、抗菌活性较强的抗生素，主要用于临床重症感染的治疗，因其结构与青霉素类的β-内酰胺环相似，也被称为非典型β-内酰胺类抗生素。

目前全球已有美罗培南、法罗培南、厄他培南等多个培南类抗生素上市，其中亚胺培南/西他司丁、美罗培南、法罗培南、厄他培南和比阿培南在我国上市。近年来由于培南类抗生素应用范围不断扩大，耐药性问题也逐步显现，因此培南类抗生素+酶抑制剂组成的复方制剂也陆续获批上市，例如 2019 年 FDA 先后批准了 Merck 的亚胺培南/西拉司丁/relebactam 和 REMPEX PHARMS 的美罗培南/Vaborbacta 上市。

表4：全球已有多种培南单方或复方制剂获批上市

药物	上市时间	原研企业	FDA 批准情况	其他地区上市情况
亚胺培南/西他司丁	1985 年	Merck	已批准	已在欧盟、中国上市
美罗培南	1996 年	Pfizer	已批准	已在欧盟、中国和日本上市
法罗培南	1997 年	Suntory	未批准	已在日本、中国上市
厄他培南	2002 年	Merck	已批准	已在欧盟、中国上市
多利培南	2007 年	盐野义	已批准	已在欧盟、日本上市
亚胺培南/西拉司丁/relebactam	2019 年	Merck	已批准	已在欧盟上市
美罗培南/Vaborbactam	2019 年	REMPEX PHARMS	已批准	已在欧盟上市
帕尼培南	1994 年	第一三共	未批准	已在日本上市
比阿培南	2002 年	Wyeth-Laderly	未批准	已在欧盟、日本和中国上市
泰吡培南酯	2009 年	日本明治制药	未批准	已在日本上市

资料来源：公司公告、米内网、开源证券研究所

图23：2019 年美罗培南市占率为 58.32%

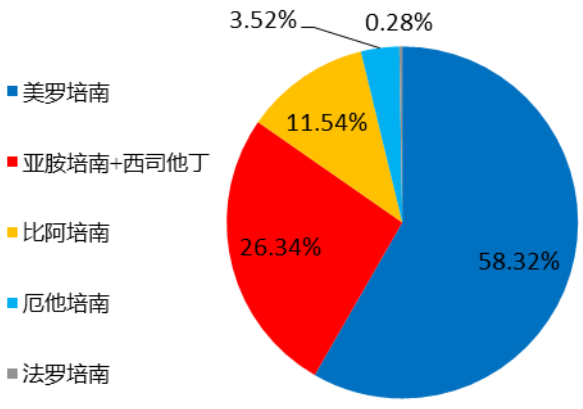
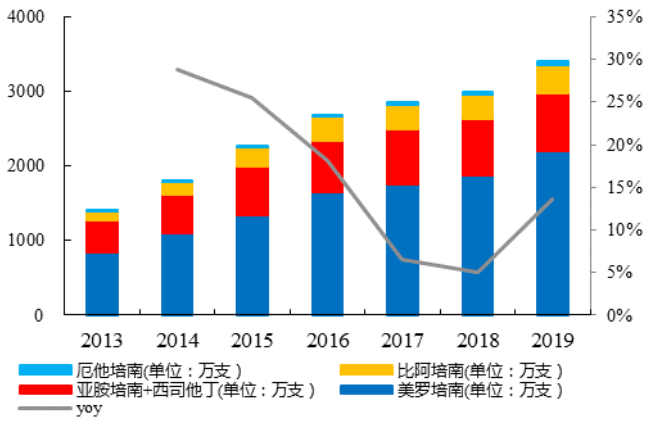


图24：培南制剂销量保持增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

数据来源：PDB、开源证券研究所

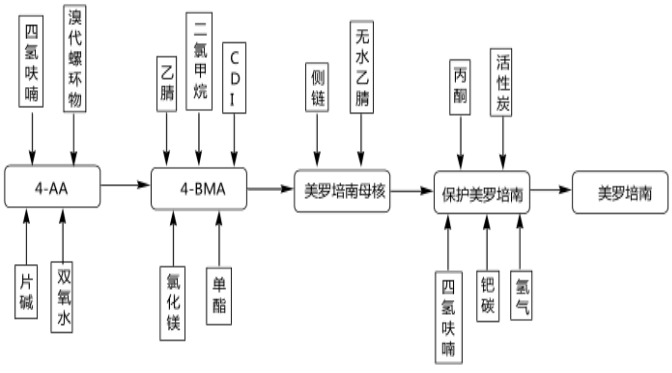
PDB 数据显示，2019 年已在我国上市的 5 种培南类抗生素样本医院销售额合计为 36.68 亿元，其中美罗培南市场份额最大，接近 60%，亚胺培南/西司他丁和比阿培南市场份额分别为 26.34%和 11.54%。2013 年至 2019 年 4 种培南类抗生素制剂合计销量的复合增速为 15.92%，表明培南类抗生素仍处于快速增长阶段，终端需求旺盛。除现有品种外，目前还有多个在研的新型培南类抗生素，如 Iterum Therapeutics 的 Sulopenem，已经进入临床 III 期研究。随着下游制剂逐步放量，预计未来培南类抗生素中间体需求量仍将快速增长，此外新冠肺炎疫情发生后高端抗生素需求增加，也带动了公司培南类产品快速放量。

4-AA，即 4-乙酰氧基氮杂环丁酮，是合成培南类药物共同的起始物料。公司从 2011 年开始通过自主研发、引进吸收与工艺放大等手段，打通了从 4-AA 开始，到下游培南类母核、侧链、粗品的全产业链，成为国内重要的碳青霉烯类中间体供应商。

公司现有 4-AA 产能为 200 吨/年，同时也配套有美罗培南母核、培南侧链产能。同业企业中，海翔药业的 4-AA 产能约 300 吨/年，除部分销售之外，自用部分往下转换成美罗培南母核、美罗粗品及无菌粉销售；江苏瑞科（九洲药业子公司）的 4AA 产能约 300 吨/年，主要供对外销售，少量自用往下转换成美罗培南母核、美罗粗品及无菌粉销售。

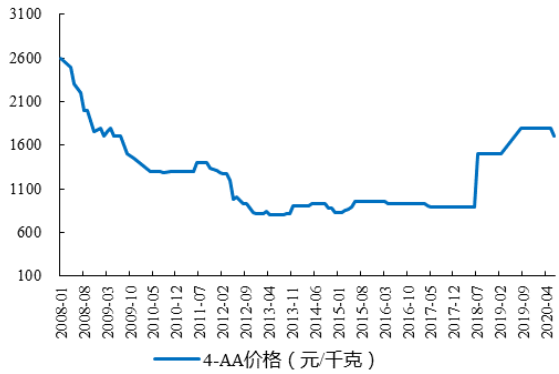
自 2018 年起，受到业内厂家停产等因素影响，4-AA 价格大幅上涨。2020 年 6 月江苏瑞科复查，4-AA 供应逐步恢复。我们认为由于全球 4-AA 目前处于供需紧平衡状态，近期业内厂家也无新增产能释放，而培南类抗生素需求仍在持续增长，未来供需关系将进一步紧张，下跌动力不大，江苏瑞科复产对 4-AA 价格影响有限。

图25：以 4-AA 为原料可生产多种中间体



资料来源：公司公告

图26：4-AA 价格自 2018 年起大幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年 7 月公司重新发布了调整后的非公开发行股票方案，拟募集资金不超过 10.64 亿元，其中拟使用 9.5 亿元用于子公司富祥生命科技有限公司高效培南类抗生素建设项目。该项目建成后将形成年产 600 吨 4-AA 及 200 吨美罗培南的产能，其中对外销售 300 吨 4-AA 及 200 吨美罗培南。项目完成后不仅可以增强公司在 4-AA 领域的话语权，同时也将产业链衍生至下游更高附加值原料药，在碳青霉烯领域实现从起始原料到下游原料药全产业链布局。该项目达产后预计年销售收入为 12.85 亿元，净利润 2.12 亿元。

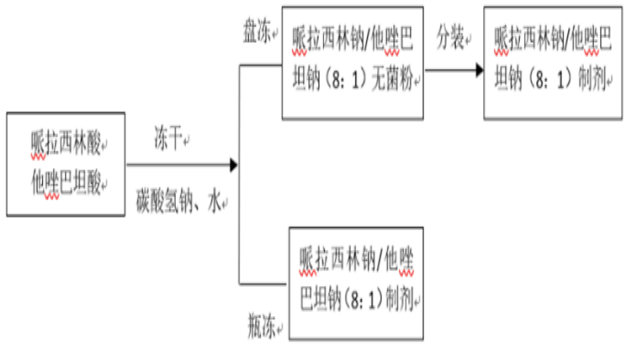
4、布局无菌原料药和抗病毒药物，培育新的业绩增长点

2018 年公司发行规模为 4.2 亿元的可转债债券，其中 3.5 亿元用于哌拉西林钠／他唑巴坦钠(8:1)无菌粉项目，0.70 亿元用于环保设施升级改造项目。目前公司他唑巴坦酸和哌拉西林酸产能分别为 100 吨/年，哌拉西林钠／他唑巴坦钠(8:1)无菌粉是哌拉西林酸和他唑巴坦酸按 8：1 的比例配制成溶液后成钠盐经冻干制备而成的无菌原料药和复方制剂，是公司原有优势品种向下游高附加值产品的延伸。公司预计达产后可形成 450 吨/年哌拉西林钠／他唑巴坦钠（8:1）无菌粉的生产能力，预计销售产品收入 8.1 亿元，净利润 1.20 亿元，该项目有望在 2020 年内达到生产条件。

2016 年公司收购潍坊奥通药业 70%股权。奥通药业一方面是公司抗病毒类药物的中间体的生产平台，主要产品为嘧啶、乌嘌呤等洛韦类药物高级中间体，未来会延伸至昔洛韦系列原料药。受益于洛韦类中间体逐步放量，奥通药业收入稳健增长并于 2019 年成功扭亏为盈，2020 年上半年奥通药业实现营业收入 5831 万元，净利润 798 万元。另一方面奥通药业未来也将配套生产母公司所需的中间体，800 吨 DP3（青霉烷亚砜酸二苯甲酯）中间体项目预计在 2020 年内有望达到生产条件。

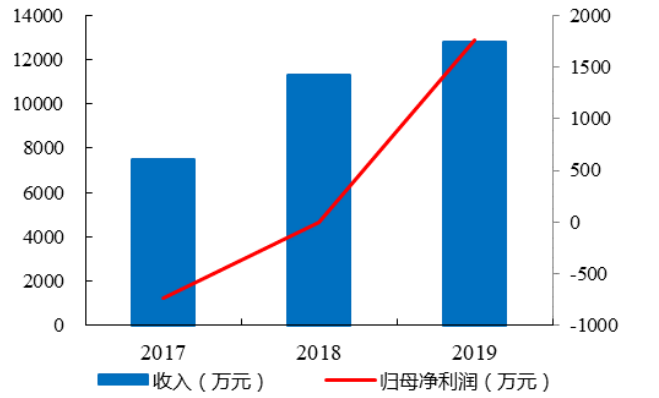
此外奥通药业还规划了年产 616 吨那韦中间体项目，产品包括氯酮 336 吨、氯醇 180 吨、2R-环氧物 100 吨，目前公司已经拥有氯酮和氯醇产能，未来也会延伸到那韦类原料药。该项目全部投资额 1.5 亿元，2020 年 7 月公司拟非公开发行股票中拟使用募集资金 1.14 亿元投资该项目，项目达产后可实现销售收入 2.64 亿元，净利润 3625 万元。

图27：无菌粉项目是公司现有产品的向下延伸



资料来源：公司公告

图28：4-AA 价格近年来大幅上涨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司正在研发的品种主要包括新型酶抑制剂等，如 AAI101、阿维巴坦钠。AAI101 是一种创新型 β-内酰胺酶抑制剂，通用名为 enmetazobactam，以他唑巴坦为原料进行合成。公司 Allecra Therapeutics 公司合作，为其创新抗生素复方制剂头孢吡肟/AAI101 提供 CDMO 服务，是该产品临床阶段独家原料药供应商。

头孢吡肟/AAI101 曾与 2017 年 10 月被 FDA 授予快速通道资格，用于治疗复杂尿路感染（cUTI），复杂的腹腔内感染（cIAI）和医院获得性细菌性肺炎/呼吸机相关细菌性肺炎（HABP / VABP）。EMA 已经指出，由于与已批准的头孢吡肟联合使用，Allecra Therapeutics 于 2020 年 2 月公布了头孢吡肟/AAI101 临床 III 期研究结果。在复杂尿路感染患者(包括急性肾盂肾炎)中，头孢吡肟/AAI101 组治疗成功率为 79.1%，

而哌拉西林/他唑巴坦组治疗成功率为 58.9%，头孢吡肟/AAI101 疗效优于哌拉西林/他唑巴坦。头孢吡肟/AAI101 也具有良好的耐受性，有 4.3%的患者报告有严重不良事件，哌拉西林/他唑巴坦组有 3.7%的患者报告有严重不良事件 ，药物相关不良反应事件比例为 0.2% vs 0.6%。我们认为头孢吡肟/AAI101 临床疗效良好，未来大概率能够被 FDA 批准上市。由于公司在药物研发就已经于 Allecra Therapeutics 开展深入合作，我们认为头孢吡肟/AAI101 获批上市后公司有望成为其主供货商，随着该产品上市逐步放量，CDMO 业务将成为新的业绩增长点。

阿维巴坦钠是一种新型长效 β-内酰胺酶抑制剂，与已上市的 3 种 β-内酰胺酶抑制剂相比，抗菌谱更广且更加长效，2015 年阿维巴坦钠与头孢他啶组成的复方制剂获得 FDA 批准上市，适应症为复杂性腹腔内感染、医院获得性肺炎和呼吸机相关性肺炎等，2019 年全球销售额为 1.17 亿美元，是潜在的重磅新型抗生素。公司正在积极推进避专利工艺研发，进一步丰富酶抑制剂产品组合。

除了新型酶抑制剂外，公司在抗病毒抗菌药物领域积极布局，产品包括泰诺福韦酯、西他沙星、恩曲他滨和依法韦仑等。继酶抑制剂和培南类抗生素后，我们认为抗病毒药物将成为公司又一业绩增长点。

表5：公司在研产品包括新型酶抑制剂和抗病毒抗菌药物

产品名称	产品类别	用途	进展情况	近期拟达到的目标
泰诺福韦酯	原料药	抗病毒	达到产品研发技术储备标准	——
西他沙星	原料药	广谱喹诺酮类抗菌药	完成中试	商业生产
恩曲他滨	原料药	抗病毒	达到产品研发技术储备标准	——
依法韦仑	原料药	抗病毒	达到产品研发技术储备标准	——
1800	原料药	降血脂	完成小试	完成中试前准备
1801	原料药	用于治疗细菌性痢疾和肠胃炎	完成小试	完成中试前准备
1901	原料药、制剂	口服碳青霉烯类新广谱抗生素	小试阶段	完成小试、启动制剂研发
AAI101	原料药	创新酶抑制剂	商业生产	——
阿维巴坦钠	原料药	β-酰胺酶抑制剂	公斤级	避专利路线完成小试

资料来源：公司公告、米内网、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

1)中间体业务中，2020 年由于疫情导致门诊量下滑，预计舒巴坦系列增速有所放缓，随着医疗机构诊疗量恢复政策和新客户开拓，2020 年起舒巴坦系列增速回升；受到 6-APA 价格提升影响，预计 2020 年舒巴坦毛利率略有下降，2021 年和 2022 年逐步恢复。培南类系列量价齐升，预计 2020 年至 2022 年增速分别为 30%/18%/17%。其他中间体受益于奥通药业的抗病毒类产品快速放量，预计 2020 年至 2022 年增速分别为 20%/18%/15%。

2)原料药业务中，预计他唑巴坦系列 2020 年至 2022 年收入增速为 15%/14%/13%，受到 6-APA 价格提升影响，预计 2020 年他唑巴坦毛利率略有下降，2021 年和 2022 年逐步恢复。祥太科技无菌原料药项目预计 2021 年起有望贡献收益，预计其他原料

药 2020 年至 2022 年收入增速分别为 15%/20%/20%。

3）受疫情影响，2020 年上半年制剂收入下滑 33.93%，预计 2020 年下半年制剂业务将逐步恢复，阿加曲班于 2020 年 7 月获批，上市后也有望贡献一部分增量。预计 2020 年至 2022 年制剂收入增速为 10%/20%/15%。

表6：2020 年至 2022 年公司中间体、原料药和制剂均稳健增长

分类	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、中间体业务收入	66515	79527	95561	114571	135166
yoy	41%	20%	20%	20%	18%
毛利率	29%	40%	40%	41%	43%
其中:1）舒巴坦系列中间体收入	21931	27010	27551	31683	36436
yoy	49%	23%	2%	15%	15%
舒巴坦系列中间体毛利率	36%	55%	51%	53%	55%
2）培南系列中间体收入	22173	27751	36076	42570	49807
yoy	-5%	25%	30%	18%	17%
培南系列中间体毛利率	24%	36%	39%	40%	41%
3）其他中间体收入	22410	24766	31934	40317	48923
yoy	141%	11%	20%	18%	15%
其他中间体毛利率	29%	28%	31%	34%	35%
二、原料药业务收入	48950	53836	61912	71099	80550
yoy	1%	10%	15%	15%	13%
毛利率	47%	47%	47%	49%	50%
其中：1）他唑巴坦系列原料药收入	43695	46306	53252	60708	68599
yoy	0%	6%	15%	14%	13%
毛利率	48%	50%	49%	51%	52%
2)其他原料药收入	5256	7530	8660	10392	11950
yoy	12%	43%	15%	20%	20%
毛利率	35%	30%	35%	36%	37%
三、制剂收入	878	1044	1148	1378	1585
yoy		19%	10%	20%	15%
毛利率	84%	85%	87%	88%	89%
合计：收入	116364	135405	159621	188048	218820
yoy	21.42%	16.38%	17.88%	17.81%	16.36%
毛利	43342	58370	68371	83395	99382
毛利率	37.25%	43.11%	42.83%	44.35%	45.42%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（收入、毛利单位均为万元）

5.2、盈利预测

我们预计公司 2020 年/2021 年/2022 年分别实现营业收入 15.96 亿元/18.80 亿元/21.88 亿元，同比增长 17.88%/17.81%/16.36%，归母净利润为 3.92 亿元/4.85 亿元/5.79 亿元，同比增长 28.0%/23.8%/19.4%，EPS 分别为 0.84 元/1.04 元/1.25 元，当前股价对应 PE 分别为 26.8/21.6/18.1。

与其他特色原料药公司相比，公司估值低于平均值，主要是由于市场认为公司所处的抗生素行业增速慢，天花板较低以及公司成本受 6-APA 价格波动影响较大，

业绩不够稳定等。我们认为虽然抗生素行业整体增速已经放缓，但含β-内酰胺酶抑制剂的复方制剂仍有较大潜力，公司舒巴坦和他唑巴坦系列产品仍将稳健增长；培南类抗生素仍处于快速增长阶段，多个在研的新型培南类抗生素上市后将接力增长；公司积极布局的无菌原料药、抗病毒药物和新型酶抑制剂也将带来可观的业绩增量；舒巴坦和他唑巴坦竞争格局良好，公司可以将 6-APA 价格上涨造成的成本提升传到给下游，长期来看对公司盈利能力影响有限。随着公司业绩稳健增长，我们认为公司估值有一定提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：与可比公司相比，富祥药业估值有提升空间

证券代码	证券简称	收盘价（元）	归母净利润增速				PE(倍)		
			2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603538.SH.	美诺华	49.22	39.02%	26.74%	28.41%	27.84%	36.78	26.82	19.79
300702.SZ	天宇股份	113.50	257.89%	31.14%	23.44%	22.49%	26.93	21.81	17.81
000739.SZ	普洛药业	25.93	49.34%	41.67%	26.59%	29.17%	38.98	30.79	23.84
603520.SH	司太立	73.03	81.83%	54.76%	52.04%	45.21%	65.61	43.15	29.66
002332.SZ	仙琚制药	15.40	36.17%	22.65%	25.43%	26.07%	28.03	22.35	17.73
	以上平均		92.85%	35.39%	31.18%	30.16%	39.27	28.99	21.77
300497.SZ	富祥药业		57.06%	28.00%	23.80%	19.40%	26.80	21.60	18.10

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/8/5，富祥药业为开源预测数据，其他公司使用 Wind 一致预期预测数据）

6、风险提示

限抗政策严格，国内抗生素销量低于预期；6-APA 价格长期保持在高位，公司成本向下游传导不畅，毛利率下滑；产品竞争格局恶化；新增产能和产品及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1249	1390	1841	1989	2394
现金	781	791	1035	1226	1409
应收票据及应收账款	225	140	290	217	373
其他应收款	10	17	14	23	20
预付账款	8	11	12	15	16
存货	212	236	295	313	381
其他流动资产	14	195	195	195	195
非流动资产	947	1206	1291	1385	1472
长期投资	74	67	56	45	33
固定资产	513	560	683	801	906
无形资产	103	117	124	133	141
其他非流动资产	259	463	427	406	392
资产总计	2196	2596	3132	3374	3867
流动负债	962	725	945	913	1020
短期借款	586	403	495	449	472
应付票据及应付账款	227	241	313	323	403
其他流动负债	150	81	137	141	145
非流动负债	88	343	294	242	190
长期借款	37	294	245	194	141
其他非流动负债	51	49	49	49	49
负债合计	1050	1068	1238	1155	1209
少数股东权益	30	38	39	42	47
股本	225	273	464	464	464
资本公积	324	394	230	230	230
留存收益	604	822	1112	1480	1929
归属母公司股东权益	1116	1490	1854	2176	2610
负债和股东权益	2196	2596	3132	3374	3867

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	176	338	330	627	537
净利润	192	307	394	488	584
折旧摊销	54	68	63	80	98
财务费用	10	22	7	2	-7
投资损失	3	6	1	3	4
营运资金变动	-108	-101	-134	54	-141
其他经营现金流	24	36	0	0	0
投资活动现金流	-161	-351	-149	-177	-188
资本支出	164	325	95	106	99
长期投资	3	-30	10	12	12
其他投资现金流	6	-57	-43	-60	-77
筹资活动现金流	170	31	63	-259	-165
短期借款	246	-182	91	-46	23
长期借款	-56	257	-49	-51	-53
普通股增加	112	49	191	0	0
资本公积增加	-104	70	-164	0	0
其他筹资现金流	-29	-163	-6	-162	-135
现金净增加额	189	17	244	190	184

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1163	1354	1596	1880	2188
营业成本	730	770	913	1046	1194
营业税金及附加	12	14	16	19	22
营业费用	25	27	29	38	46
管理费用	90	95	105	126	149
研发费用	53	59	64	79	94
财务费用	10	22	7	2	-7
资产减值损失	11	-9	2	-5	-1
其他收益	3	22	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0	-0
投资净收益	-3	-6	-1	-3	-4
资产处置收益	-1	-0	0	0	0
营业利润	231	369	460	572	688
营业外收入	2	0	8	5	4
营业外支出	6	11	7	7	8
利润总额	227	358	461	570	684
所得税	35	51	67	82	100
净利润	192	307	394	488	584
少数股东损益	-2	1	2	3	5
归母净利润	195	306	392	485	579
EBITDA	296	446	532	651	775
EPS(元)	0.42	0.66	0.84	1.04	1.25

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.4	16.4	17.9	17.8	16.4
营业利润(%)	17.0	59.7	24.5	24.5	20.2
归属于母公司净利润(%)	9.7	57.1	28.0	23.8	19.4
获利能力					
毛利率(%)	37.3	43.1	42.8	44.4	45.4
净利率(%)	16.7	22.6	24.5	25.8	26.5
ROE(%)	16.8	20.1	21.1	22.3	22.2
ROIC(%)	11.1	14.5	15.0	16.9	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.8	41.2	39.5	34.2	31.3
净负债比率(%)	-5.2	-2.9	-10.2	-21.7	-26.1
流动比率	1.3	1.9	1.9	2.2	2.3
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.7	7.4	7.4	7.4	7.4
应付账款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.66	0.84	1.04	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.73	0.71	1.35	1.16
每股净资产(最新摊薄)	2.40	3.01	3.73	4.43	5.36
估值比率					
P/E	53.8	34.3	26.8	21.6	18.1
P/B	9.4	7.5	6.0	5.1	4.2
EV/EBITDA	35.3	23.5	19.4	15.4	12.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835