关于特色原料药行业的一些观点

——API行业生态演绎认识

首席分析师： 孙建

执业证号：S0100519020002

2020年6月22日

风险提示：产品注册节奏不顺利，安全、环保等短期事件性影响，质量风险

守正出新 民生在勤



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

写在前面

很多后发国家都尝试过制定产业政策，但大多失败了，只有一小部分取得了成功。这一小部分成功的，都有个基本特征——其产业政策都是出口导向的。反过来说，走进口替代道路的都失败了。

——《溢出—中国制造未来史》（施展），P31.

核心结论

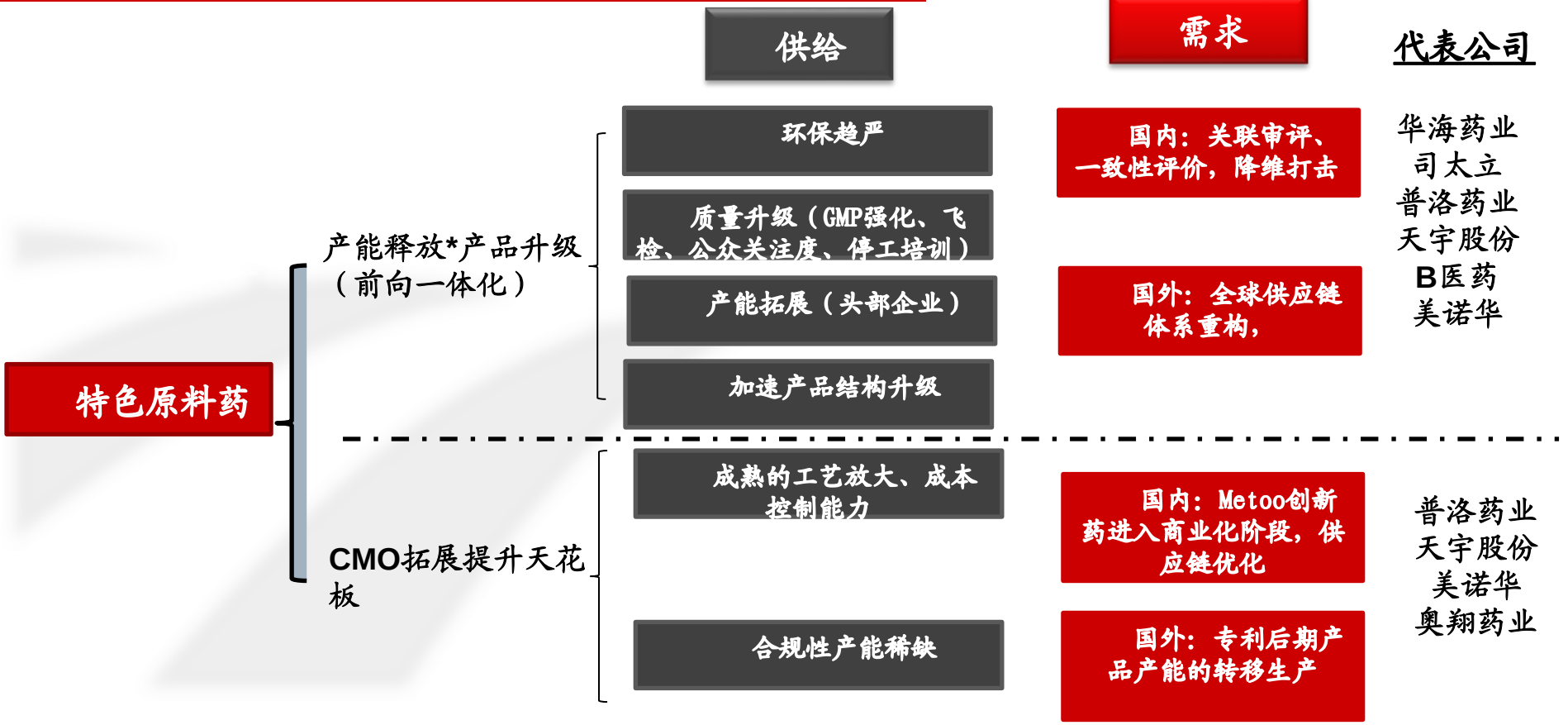
一、生态演绎：国内创新升级过程中生产重要承接方

二、API行业进入拐点核心逻辑：前向一体化、注地红利

三、全球产业转移构成API行业长期成长逻辑

四、投资建议：推荐普洛药业、仙琚制药、天宇股份、九洲药业，建议关注华海药业、司太立、美诺华等。

一、生态演绎：国内创新升级中生产重要承接方



二、核心逻辑：产业前向一体化和洼地红利

1、国内原料药产业处于怎么样的发展阶段？

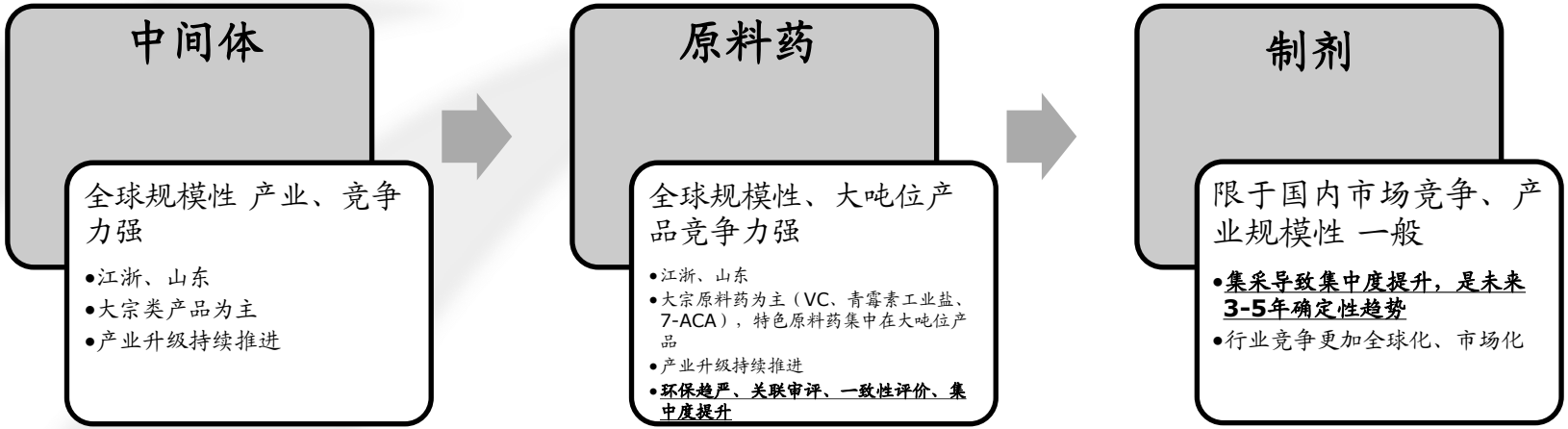
2、国内：下游集中度提升，打开前向一体化窗口

3、海外：远期逻辑是从洼地红利到全球盈利

4、公司逻辑：产品、产能是重要跟踪指标

二、核心逻辑：产业前向一体化和洼地红利

行业理解前提：特色原料药产业①前向一体化有其特殊前提，我们的理解就是自身的规模性（全球性的规模优势）和下游的集中度趋势。②同时，特色原料药公司因为全球竞争的参与程度不同、技术储备、产能拓展阶段不同，从而形成了多种不同的商业模式，也呈现出不同的投资机会。



资料来源：民生证券研究院整理

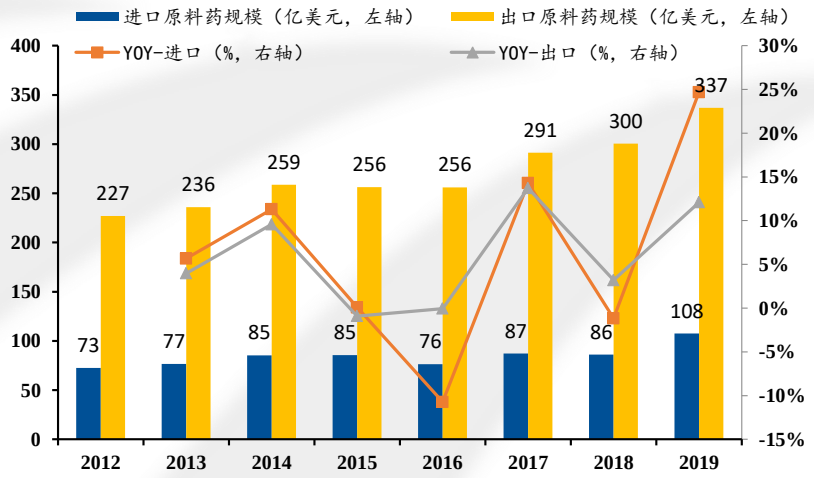
1、国内原料药产业处于什么发展阶段？

1、国内原料药产业和国内制剂并不存在明显的上下游关系；

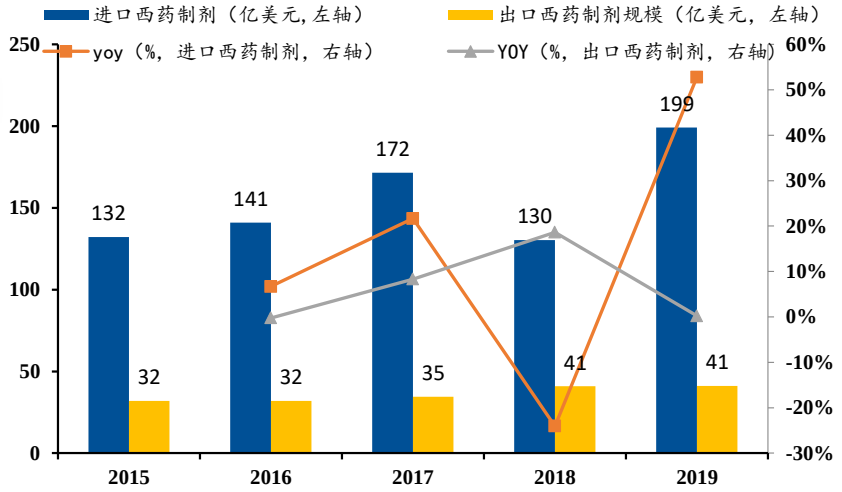
2、全球看，国内原料药、中间体参与程度较制剂更深，经济下行背景下，一体化需求迫切；

3、国内仿制药产业链处供给侧升级过程中。

图：2012-2019年，中国原料药进出口情况



图：2015-2019年，中国西药制剂进出口情况



资料来源：中国医药保健品进出口商会，民生证券研究院整理

资料来源：中国医药保健品进出口商会，民生证券研究院

2019年我国原料药进口数量196万吨，YOY6.24%，均价YOY+17.28%，氨基酸类、抗感染类、头孢菌素类等进口量较大的品种增速较快，抗癌类原料药超过2亿美元。印度仍然是我国第一大原料药出口国，出口56.5亿美元，占比16.78%，增长25.5%。

1、国内原料药产业处于什么发展阶段？

1、国内原料药产业的升级：从中间体到原料药、从原料药到制剂

2、因全球产业链参与程度、国内产业链布局差异，产业升级的路径有很大差异

3、案例：石药（VC，目前占比13%）、浙江医药、华北制药、海正药业、华海药业、美诺华等。

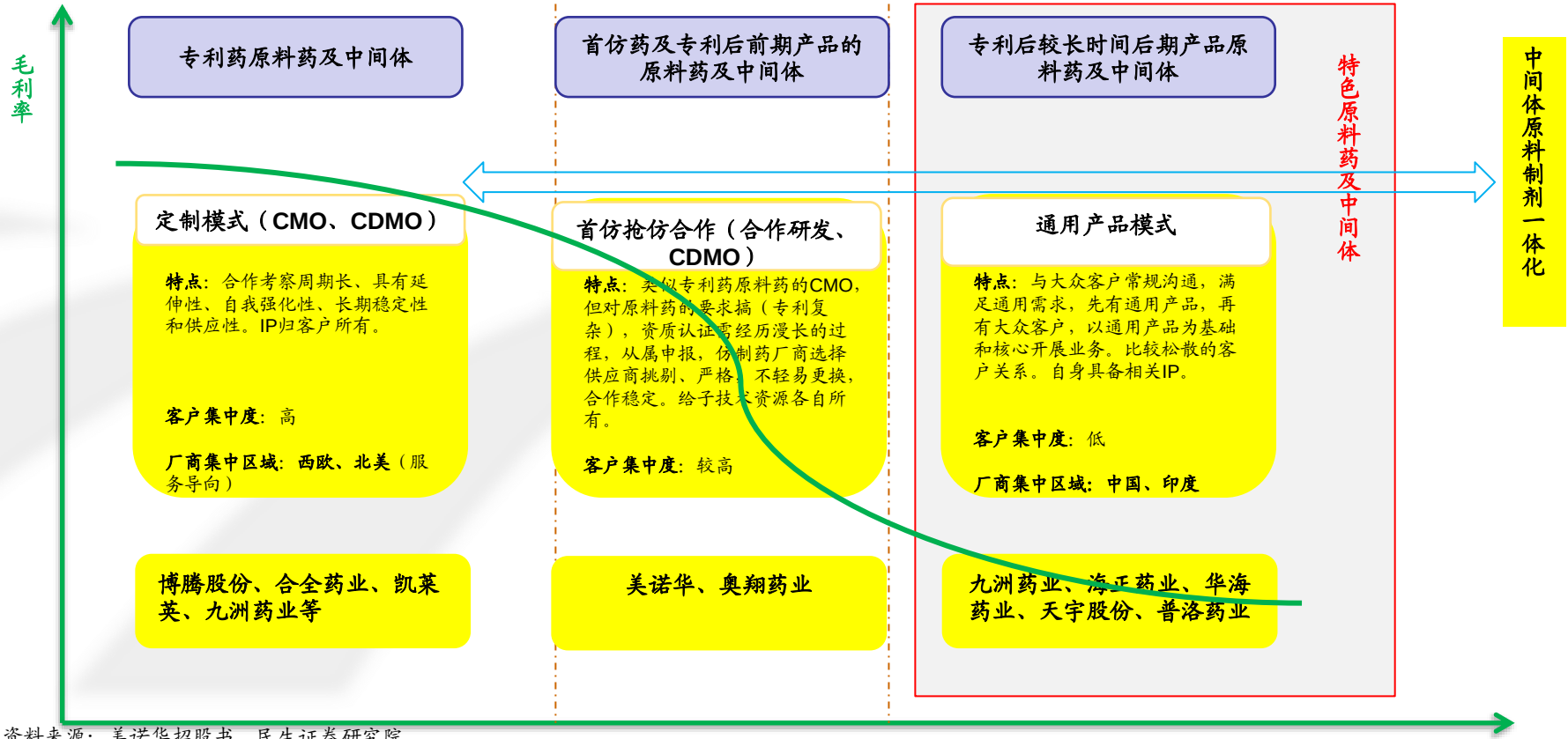
表：国内原料药公司产业升级举例

公司名称	起步时间	起步产品	事件	目前产品
海正药业	2003年	辛伐他汀	欧盟专利到期	抗肿瘤、心血管、寄生虫等特色原料药102个。
华海药业	2007年	沙坦类	美国DMF	2017年沙坦类产品占公司原料药出口额60%以上，2019年公司持有美国DMF80份，激活状态71份、欧洲CEP43份、印度进口注册证书19份。
恒瑞医药	2005年	奥沙利铂	欧盟CEP	伊立替康（2011，制剂）、异环磷酰胺、美司那、来曲唑、环磷酰胺（2014年，美国制剂）等相继获得欧美认证

资料来源：科睿唯安生命科学与制药公众号，民生证券研究院

1、国内原料药产业处于什么发展阶段？

图：基于药品研发产业链的原料药商业模式比较



资料来源：美诺华招股书，民生证券研究院

2、下游集中度提升，打开前向一体化窗口

- **国内：环保、监管、集采促使下游洗牌，前向一体化的窗口期已经打开。**2019年开始，国内制剂市场进入法规市场，仿制药企业进入洗牌阶段，最大的变化是集中度提升，这也为上游原料药产业提供了极佳的前向一体化窗口期，我们认为这是中期逻辑，伴随下游集中度的提升，逐步兑现，远期逻辑是中国规模性造就的价格洼地红利（国内外可能同步推进），提升国内原料药产业的全球竞争力，中间体行业前向一体化也是同理，只不过核心因素是环保、DMF等因素。
- **关键词：**集采、环保、DMF、一致性评价
- **结果：**中间体和原料药行业的前向一体化窗口期打开。
- **具体案例：**B医药拟投入3.48亿投入海外高端制剂生产、北陆药业收购海昌药业、司太立收购竞争对手海神药业（IMAX爱尔兰）、仙琚制药收购下游客户意大利Newchem、美诺华和先声的合作、司太立和恒瑞医药的合作（磺帕醇、磺海醇）。

2、下游集中度提升，打开前向一体化窗口

表：国内原料药公司原料药制剂一体化布局举例

属性	公司	原料药品种	制剂产品立项
技术壁垒型	B医药	卡泊芬净、米卡芬净、阿尼芬净、依维莫司、恩替卡韦、磺达肝癸钠、阿加曲班、奥司他韦、艾日布林、蔗糖铁等	卡泊芬净注射剂、米卡芬净注射剂、磺达肝癸钠注射剂、恩替卡韦片、奥司他韦胶囊（干混悬）、艾日布林等
	奥翔药业	CS酸、恩替卡韦、西他沙星、米格列醇、非布司他、奈必洛尔	双环醇片、恩替卡韦片、注射用布罗佐喷钠
	同和药业	加巴喷丁、塞来昔布、瑞巴派特、醋氯芬酸、替米沙坦、盐酸文拉法辛、坎地沙坦酯	——
大吨位原料药	华海药业	卡托普利、依那普利、赖诺普利、卡托普利、缬沙坦、坎地沙坦、厄贝沙坦、阿立哌唑、阿哌沙班、卡格列净、草酸艾司西酞普兰、达比加群酯、多奈哌齐、度洛西汀、非布司他、拉莫三嗪、左乙拉西坦、左旋多巴、帕罗西汀、普瑞巴林、奥美沙坦酯、利伐沙班、罗库溴铵、伏立康唑等	帕罗西汀胶囊、强力霉素缓释片、氯沙坦钾片、多奈哌齐片、拉莫三嗪缓释片、安非他酮缓释片、赖诺普利片、福辛普利钠片、奥氮平片、利伐沙班片、盐酸舍曲林、托吡酯片、替米沙坦氢氯噻嗪片、奥美沙坦直氢氯噻嗪片、左乙拉西坦缓释片、替米沙坦片、阿立哌唑片等
	天宇股份	缬沙坦、氯沙坦、厄贝沙坦、坎地沙坦、孟鲁司特钠、奥美沙坦酯、达比加群酯、普瑞巴林、利伐沙班、赛洛多辛、西格列汀水合物、替格瑞洛、维格列汀、LCZ696	厄贝沙坦片
	美诺华	缬沙坦、氯沙坦钾、坎地沙坦酯、奥美沙坦酯、瑞舒伐他汀钙、阿托伐他汀钙三水合物、伊伐布雷定、氯吡格雷硫酸氢盐、文拉法辛、度洛西汀、普瑞巴林、维达列汀、氟苯尼考等	缬沙坦胶囊、瑞舒伐他汀片、引哚普利叔丁胺片、普瑞巴林胶囊、赖诺普利片、氯沙坦钾片、赖诺普利片
利基市场规模性	司太立	碘海醇、碘佛醇、碘帕醇、碘克沙醇、碘美普尔、碘普罗胺、钆贝葡胺、左眼氟沙星、帕珠沙星等	碘海醇注射液、碘帕醇注射液、复方醋酸地塞米松乳膏、咪康唑氯倍他索乳膏、碘美普尔注射液
	仙琚制药	醋酸泼尼松、米非司酮、泼尼松龙、醋酸泼尼松龙、炔诺酮、糠酸莫米松、地塞米松磷酸钠、曲安奈德、地塞米松、曲安奈德等	糖酸莫米松凝胶、米索前列醇片、罗库溴铵注射液、黄倜侾纳米晶体胶囊、环索奈德气雾剂、
其他（叠加CDMO）	普洛药业	羟酸、D-酯、头孢克肟、头孢地尼、美托洛尔、美他沙酮、左乙拉西坦、邻氯苯腈等。	注射用索法地尔、盐酸美金刚片、左氧氟沙星片、吲达帕胺片、左乙拉西坦片、注射用帕瑞昔布钠等
	九洲药业	卡马西平、奥卡西平、度洛西汀、酮洛芬、格列齐特、磺胺间二甲氧嘧啶、氯吡格雷等。	酮洛芬缓释胶囊

资料来源：以上公司年报数据梳理，民生证券研究院

2、下游集中度提升，打开前向一体化窗口

- **原料药行业是技术驱动型行业，进入壁垒较高**

特色原料药行业是技术驱动型行业，业内公司均具有较高的研发人员占比、研发费用率、相对稳定的净利率和ROE，我们认为这体现行业自身是技术驱动、客户转换成本较高的特点，进而也打造了行业较高的进入壁垒（安全、环保、质量、成本控制、合作信誉等等）。

集采降低了渠道壁垒，强调成本控制和稳定供应能力，与后向一体化相比，原料药行业向前进行一体化更具竞争力。

2、下游集中度提升，打开前向一体化窗口

表：国内原料药上市公司盈利能力及ROE比较

属性	公司	研发人员占比	研发费用（亿元，2019）	研发费用率（2019）	毛利率（2018）	净利率（2018）	毛利率（2019）	净利率（2019）	ROE (2017)	ROE（2018）	ROE（2019）
技术壁垒型	B医药	38%	1.3	24.8%	58.5%	18.0%	64.0%	22.1%	**13.8%**	**12.1%**	**10.7%**
	奥翔药业	29%	0.3	13.9%	44.7%	18.0%	51.8%	18.3%	**13.1%**	**7.6%**	**9.1%**
	同和药业	24%	0.36	8.8%	29.3%	9.2%	29.7%	11.7%	**13.9%**	**3.8%**	**7.1%**
大吨位原料药	华海药业	22%	5.5	10.2%	59.8%	2.7%	60.5%	11.3%	**13.8%**	**2.4%**	**11.8%**
	天宇股份	15%	1.1	5.3%	40.3%	11.2%	56.1%	27.8%	**10.6%**	**12.0%**	**33.6%**
	美诺华	16%	0.6	5.3%	32.6%	12.4%	38.4%	13.6%	**5.0%**	**8.3%**	**11.8%**
利基市场规模性	司太立	21%	0.9	7.1%	40.5%	10.7%	42.7%	14.0%	**10.0%**	**10.7%**	**18.1%**
	仙琚制药	11%	2.0	3.9%	59.1%	9.5%	60.5%	11.9%	**9.0%**	**12.1%**	**14.7%**
其他（叠加CDMO）	普洛药业	9%	3.4	4.7%	31.9%	5.8%	32.4%	7.7%	**9.1%**	**11.6%**	**15.6%**
	九洲药业	17%	0.9	4.7%	33.3%	8.4%	34.8%	11.8%	**5.6%**	**5.8%**	**8.5%**

资料来源：以上公司年报数据梳理，民生证券研究院

前向一体化仍在拓展期，关注品种、产能推进情况

梳理国内几种类型的特色原料药公司海内外销售占比、盈利能力，我们发现：

- **弹性最大的技术壁垒型、大吨位原料药型公司等仍以海外市场为主**，海外收入保持稳定的毛利率水平（35%左右，高壁垒的可以达到70%+），以及相对稳定的同比增速；而其国内收入占比相对较小，且因为品种布局进度、国内集采推进节奏的影响等原因，国内的收入弹性暂时还没有体现，我们认为这是未来重要弹性点。

- **利基市场或大吨位原料药的头部公司因为原料药规模性优势，前向一体化率先突破**。因为沙坦类、造影剂、甾体类等领域相关公司的规模性优势，率先在前向一体化方面实现突破，典型的公司如华海药业、司太立、仙琚制药、B医药等。

- **前向一体化，产品、产能先行**。在上述梳理中，我们发现目前国内原料药公司除了利基市场的司太立、仙琚制药及早期制剂出口的公司华海药业外，大部分公司前向一体化的制剂拓展目前仍处于布局期，制剂产品快速立项，制剂产能或合作、或自建、或国内、或国外在布局拓展中。我们认为这个产业进程一定是产品、产能先行，进而抓住先机实现产品快速放量，因此，产品、产能的拓展进度就成为我们重要的跟踪指标。

前向一体化仍在拓展期，关注品种、产能推进情况

表：国内原料药上市公司海内外收入占比梳理及盈利能力比较

属性	公司	海外收入占比（2019）	毛利率（海外，2019）	毛利率（国内，2019）	海外收入CAGR(2016-19)	国内收入CAGR(2016-19)	备注
技术壁垒型	B医药	46.0%	74.3%	55.3%	23.7%	51.0%	境内销往非规范市场、恩替卡韦境内市场竞争激烈
	奥翔药业	74.4%	48.0%	62.7%	19.0%	8.0%	销量、订单结构变化导致净利率变化较大
	同和药业	92.5%	28.7%	43.1%	19.1%	8.9%	体量较小，内销业务2019年毛利率大幅提升
大吨位原料药	华海药业	62.1%	51.4%	75.7%	6.6%	15.2%	国内有制剂业务，毛利率较高
	天宇股份	62.4%	55.2%	57.6%	25.7%	23.8%	沙坦类提价、产品结构升级，2019年毛利率明显提高
	美诺华	79.9%	40.5%	20.5%	13.7%	98.3%	海外规范市场毛利率较高
利基市场规模性	司太立	37.7%	35.8%	22.1%	26.1%	17.6%	外销通过经销商,下游仿制药企业竞争力一般，国内议价能力较好
	仙琚制药	27.0%	38.3%	68.9%	35.9%	8.8%	外销主要是中间体和低端API，国内是制剂为主
其他（叠加CDMO）	普洛药业	42.0%	21.2%	40.6%	11.3%	17.6%	海外贸易为主
	九洲药业	65.9%	35.9%	41.7%	10.1%	-2.7%	国内CDMO业务逐步起来

资料来源：以上公司年报数据梳理，民生证券研究院

3、海外：远期逻辑是从洼地红利到全球盈利

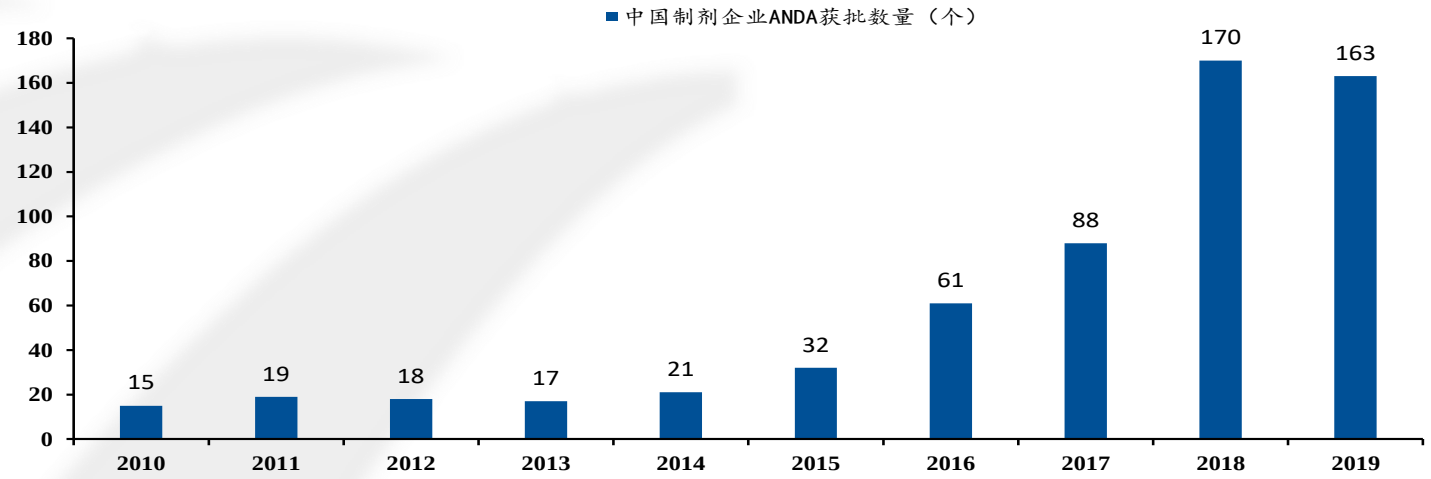
我们认为国内特色原料药行业的远期逻辑是：从洼地红利到全球盈利的过程。核心前提是原料药的中国规模性优势奠定中间体-原料药-制剂的成本优势，进而提升全球的竞争力，在这个过程伴随着国内市场的法规化、仿制药产业的低端产能出清的进程。我们认为这也是这个行业的长期核心逻辑。

风险提示：我们今天仍然看到国内原料药的技术实力有待进一步提升，与海外成熟仿制药企业相比，国内原料药企业产品的横向拓展还不足够丰富、产品研发相对集中，产品布局的基础可能在一定阶段影响上述逻辑的兑现节奏。中长期持续有投资价值，但是基本面兑现节奏上因为每家公司的发展阶段、产能布局节奏、存量业务面临的竞争环境差异、技术实力等或有比较大的差异

3、海外：远期逻辑是从洼地红利到全球盈利

海外制剂出口进入加速增长阶段。截止目前，我国制药企业获得美国ANDA文号超过300个，占美国批准的ANDA数量的10%，实现商业化销售的产品约100个，已有300多个制剂场地通过欧盟GMP认证。越南、美国、拉脱维亚、孟加拉国等前5个上市制剂数量占64.5%。

图：国内制药企业美国FDA ANDA获批数量情况



备注：1、ANDA获批数量按照不同规格申请/批准号进行统计；2、Gland2018-2019和Epic2017-2019 ANDA获批数据计入本次统计；3、“暂时性批准（Tentative）”按照暂时性批准日期计算，不重复统计。

资料来源：Newport Premium，民生证券研究院

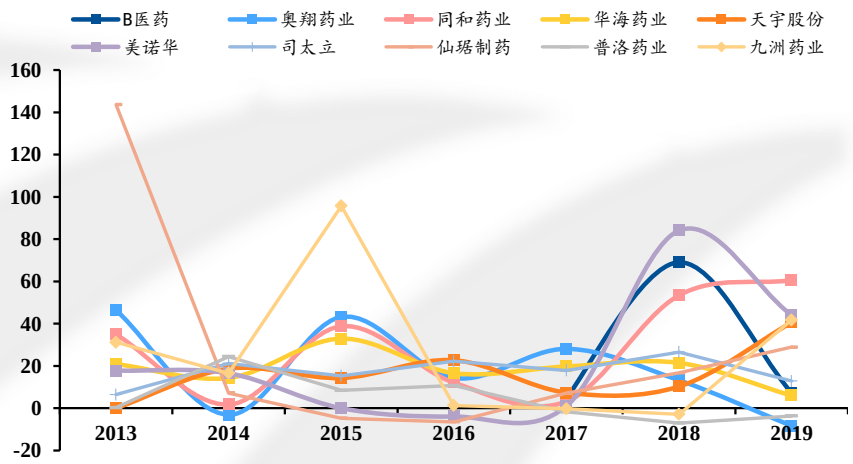
4、公司逻辑：产品、产能是重要跟踪指标

➢ 基本面兑现节奏各异，产品、产能是重要跟踪指标

2013-19年，除了普洛药业、奥翔药业，国内特色原料药公司均保持较快的固定资产扩张率，2018-19年，美诺华、天宇股份、司太立、仙琚制药、同和药业、B医药甚至呈现加速扩张的趋势，其中的原因既有相关产品供给端调整带来的扩产机会（美诺华、天宇股份）、也有规模化效应下横向拓展（司太立、仙琚制药、同和药业）、也有前向一体化的布局（仙琚制药、B医药），我们认为这反映了国内特色原料药公司发展阶段不同的，考虑这一点，我们对特色原料药板块的观点是：中长期持续有投资价值，但是基本面兑现节奏上因为每家公司的发展阶段、产能布局节奏、存量业务面临的竞争环境差异、技术实力等或有比较大的差异。

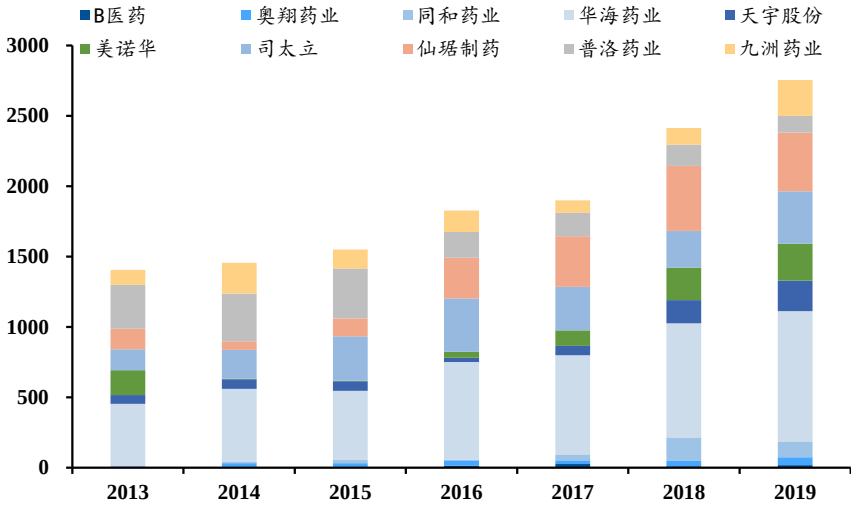
4、公司逻辑：产品、产能是重要跟踪指标

图：2013-2019年，各公司固定资产扩张率（%）



资料来源：以上公司年报数据梳理，民生证券研究院

图：2013-2019年，各公司在建工程（百万元）



资料来源：以上公司年报数据梳理，民生证券研究院

4、公司逻辑：产品、产能是重要跟踪指标

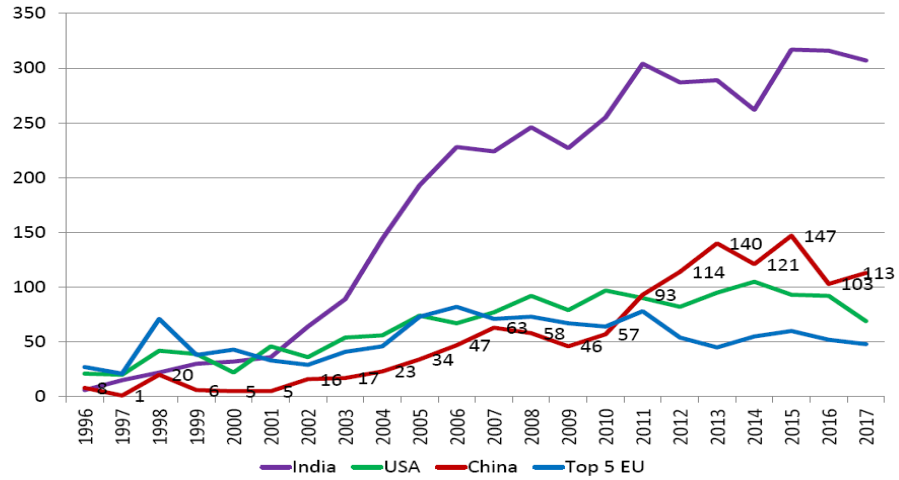
表：特色原料药公司 的产能拓展情况

属性	公司	固定资产	在建工程	对应产品
技术壁垒型	B医药	泰兴老厂区改扩建及设备工程	设备工程、泰兴原料药和好自己生产基地项目（一期，11种原料药）海外高端制剂生产基地建设（拟）	原料药（现有品种扩产能）、制剂项目（醋酸卡泊芬净、米卡芬净钠、阿尼芬净、磺达肝癸钠、蔗糖铁、羧基麦芽糖铁、艾日布林、曲贝替定）
	奥翔药业	/	特色原料药、关键中间体建设	米格列醇、奈必洛尔 、替格瑞洛、泊沙康唑、多粘菌素甲磺酸钠、非布司他、米索前列醇、地诺前列腺素、双环醇、孟素斯特纳
	同和药业	9、10车间	365亩新厂区、日常处理1500吨污水处理站	800t加巴喷丁、10吨达比加群酯、30t阿扎那韦、150t醋氯芬酸、150t塞来昔布、33t莎兰类中间体
大吨位原料药	华海药业			
	天宇股份	浙江天宇、临海天宇生产线安装	浙江京圣（原豪博）生产线安装、厂房建设、浙江天宇生产线安装	豪博：CMO生产基地（募投）30tC0082\50tC0091\500tF0101\40tN0082\300tSEP-1
	美诺华	质检楼、东扩项目环保设施	宣城美诺华1600吨原料药一期项目、浙江美诺华东扩、安徽美诺华北扩项目（400吨原料药技改）	缬沙坦、坎地沙坦酯、引哚普利叔丁胺、瑞舒伐他汀钙、艾司奥美拉唑、奥美沙坦酯、西格列汀、厄洛替尼、富马酸替诺福韦、氟苯尼考
利基市场规模性	司太立	江西司太立、上海司太立	年产2350tX射线造影剂原料药技改、扩产项目	碘海醇、碘帕醇原料药
	仙琚制药		原料药产业升级、固体制剂项目	
其他（叠加CDMO）	普洛药业	/	/	/
	九洲药业	2019年新增诺华苏州并表		

资料来源：以上公司年报数据梳理，民生证券研究院

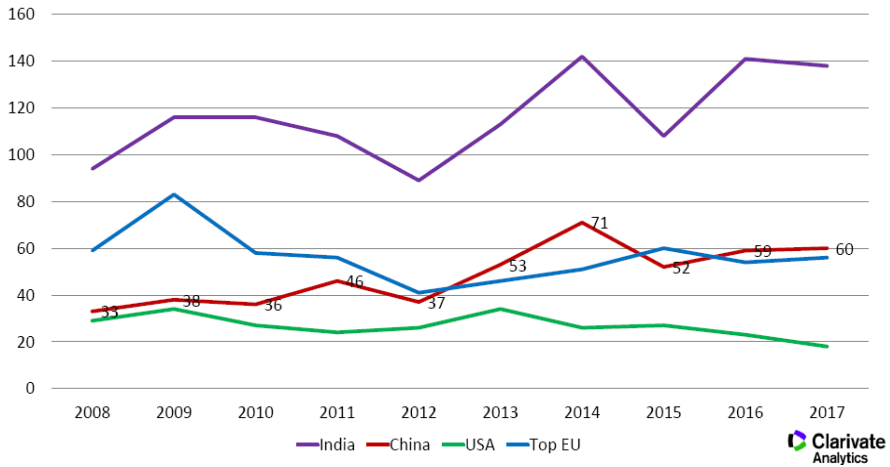
从US DMF及Eu COS申报情况看，中国已经超越美国及EU TOP5，成为全球第二大DMF申报数的国家。

图：不同国家及地区US DMF申报数量比较



资料来源：Newport，民生证券研究院

图：不同国家及地区Eu COS申报数量比较

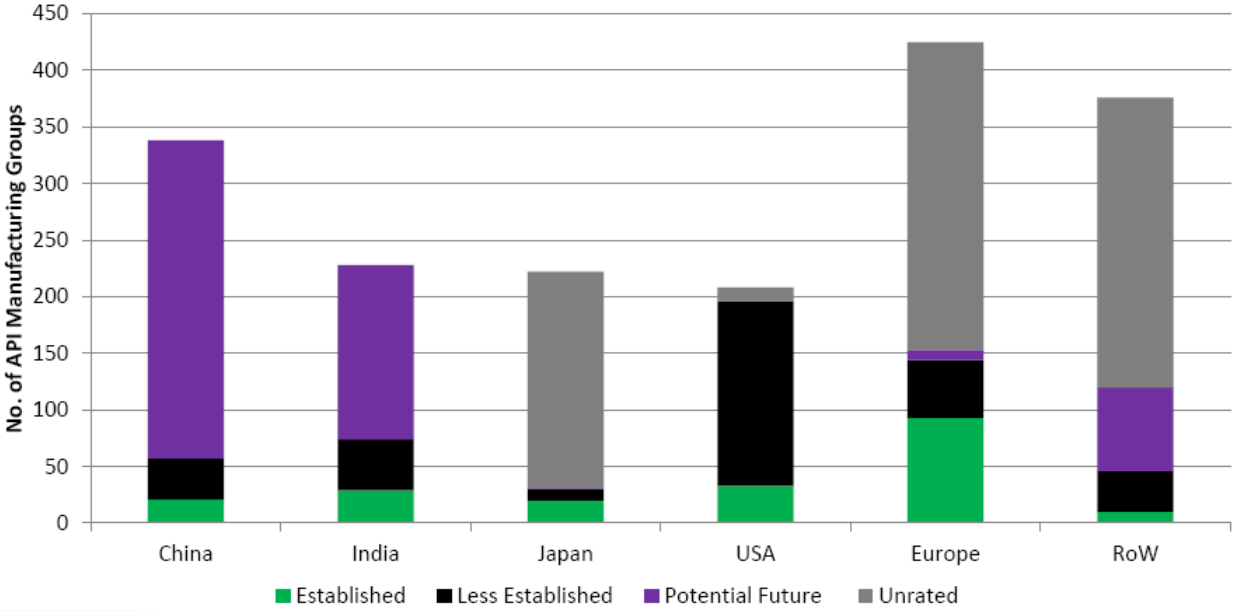


资料来源：Newport，民生证券研究院

供给格局分析：中国是潜在的全球第一大API供应区域

从API生产厂商区域分布看，我们发现，中国具有最多的Potential Future company，超过印度，我们认为这预示在全球原料药产业格局重构中，中国有可能成为潜在的第一大供应区域。

图：不同国家及地区API厂商分布分析，中国未来有望超越印度

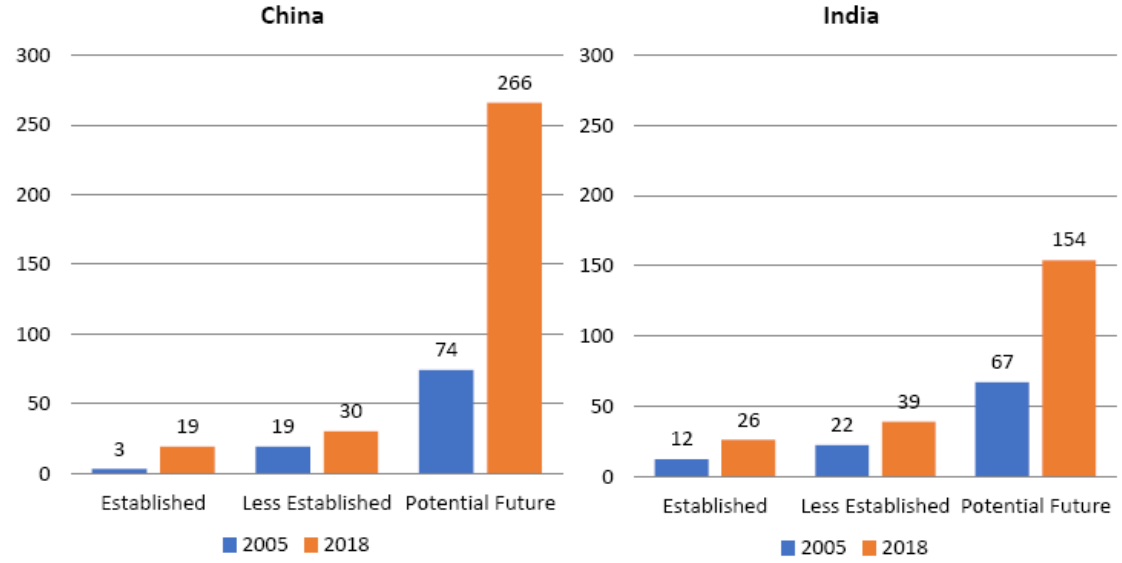


资料来源：Newport，民生证券研究院

供给格局分析：中国是潜在的全球第一大API供应区域

中国和印度在API供应厂商数量的评估（2005和2018年的数据比较），我们发现：经过14年的发展，中国在Established+Less Established company的数量方面，绝对厂商数量快速增加，数量增速超过印度，同时，我国Potential Future数量远大于印度，也就是在可预期的未来几年，这种超过印度的增长速度有可能延续。

图：2005-2018年中国和印度在API供应能力方面对比分析



资料来源：Newport，民生证券研究院

中印原料药供应实力比较

表：中国和印度在API优势比较

	印度	中国
成本	比较低的生产、劳动力、原材料、设备的成本优势	基础设施好于印度
人才	化学工程师、科研人才优势	化学工程师、科研人才优势
GMP	高	不断提高
产业链（上游）	从中国进口中间体	发酵类中间体和原料获得性好于印度
环保合规	严苛	要求不断提升、投入加大（行业进入壁垒提高）
市场	欧美市场	印度产业向制剂拓展，中国经常是印度供应链的一部分（60-70%中间体印度从中国进口）
监管	报美国DMF，从属制剂申报 报欧洲COS，从属制剂申报	由单独文号过渡高从属制剂申报
语言、药政熟悉程度	高	较高

资料来源：民生证券研究院整理

产业变化：美国仿制药市场成本增加

1、2016-2018年GDUFA收费标准看，DMF费用和场地费基本呈现持续提升的趋势。

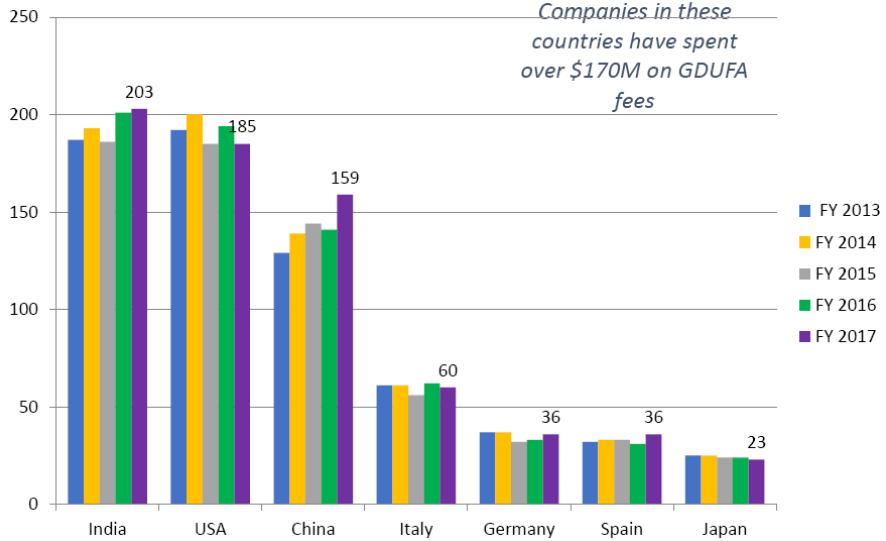
2、2013-2017年，GDUFA付费的生产场地看，中国仅次于印度和美国本土。

图：2016-2018年GDUFA收费变化

GDUFA Fees	2016	2017	2018
Domestic FDF facility	$243,905	$258,646	$211,087
Foreign FDF facility	$258,905	$273,646	$226,087
Domestic API Facility	$40,867	$44,234	$45,367
Foreign API Facility	$55,867	$59,234	$60,367
DMF Fee	$42,170	$51,140	$47,829
ANDA fee	$76,030	$70,480	$171,823
PAS fee	$38,020	$35,240	N/A

资料来源：Newport，民生证券研究院

图：2013-2017年各国GDUFA花费变化



资料来源：Newport，民生证券研究院

专利到期对国内原料药企业的影响分析

1、我们梳理了2018-2024年专利到期产品、销售额在5亿美金以上且API消耗量在100KG以上（考虑API太小，上游API规模性不明显）的品种，一共19个品种。

2、从目前API供应商的角度，我们发现，印度、中国、西欧是这些品种的主要供应商产地来源。

3、相比供应商的竞争力而言，印度处于绝对优势，中国企业竞争力逐步提升。建议重点关注的公司：华海药业、美诺华、九洲药业、海正药业、天宇股份等

四、投资建议

总体分析，我们认为国内的特色原料药产业或不会重复印度原料药产业的发展路径，国内制剂市场的法规化，为我们创造了更大的消费市场，国内特色原料药产业的前向一体化策略落地大概率是在中国市场突破，而不是海外制剂出口（尽管这个会同步推进），但是基于国内特色原料药公司聚焦产品、发展阶段的不同，我们推荐普洛药业（规模性逐步体现，CDMO贡献弹性）、仙琚制药（前向一体化落地，弹性逐步体现中）、天宇股份（中间体到原料药的结构升级，CMO贡献弹性）、九洲药业（高附加值业务CMO弹性体现），建议关注华海药业（规模性原料药+国内制剂放量，暂未评级）、司太立（利基市场，前向一体化突破中，暂未评级）、美诺华（产能释放初期，暂未评级）等。

表：重点公司估值情况

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	6月19日	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
普洛药业	22.11	0.47	0.61	0.79	47	36	28	推荐
仙琚制药	16.68	0.45	0.58	0.75	37	29	22	推荐
天宇股份	105.74	3.21	4.02	5.08	33	26	21	推荐
九洲药业	28.25	0.3	0.42	0.67	94	67	42	推荐
华海药业	33.35	0.4	0.6	0.8	78	54	44	未评级
美诺华	52.91	1.01	1.33	1.82	52	40	29	未评级
司太立	81.52	1.01	1.13	1.68	81	72	49	未评级

资料来源：WIND，民生证券研究院
备注：未评级公司的盈利预测及估值取wind一致预期

风险提示

产品注册节奏不顺利

安全、环保等短期事件性影响

质量风险

- 分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1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。