

医药生物

2014年12月29日

仙琚制药 (002332)

——中高层管理全员持股激发经营活力，2015年有望迎来业绩拐点

报告原因：上市公司调研

增持

维持

市场数据： 2014年12月26日

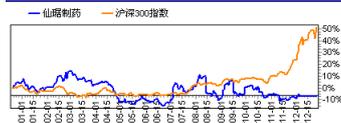
收盘价(元)	10.15
一年内最高/最低(元)	15.81/7.55
上证指数/深证成指	3158/10803
市净率	4.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4630

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年09月30日

每股净资产(元)	2.34
资产负债率%	57.42
总股本/流通A股(百万)	512/456
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《仙琚制药(002332)2012 年业绩回顾——短期业绩表现相对平淡，中期盈利具备高弹性，维持增持评级》
2013/03/31

《申万医药：仙琚制药(002332)深度研究——制剂受益二胎政策，原料药见底回升提供弹性，首次给予增持评级》
2013/03/05

证券分析师

罗佳荣 A0230513070006
luojr@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818x7456
zhouzl@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	2315	16	61	-50	0.18	34.5	5.2	86	32
14Q1-3	1850	5	41	-27	0.08	38.9	3.4		
2014E	2642	14	52	-15	0.10	33.7	4.3	101	31
2015E	3021	14	167	223	0.33	37.7	12.1	31	17
2016E	3461	15	243	45	0.47	39.9	15.0	21	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **中高层管理全员持股，有望激发经营活力。** 国资控制的仙居国有资产经营公司持有仙琚制药 21.55%的股权，是公司第一大股东和实际控制人。以公司董事长金敬德为首的管理团队在 2001 年改制中受让公司多数股权，但自此公司新引进中高层管理一直未能实现持股。公司 12 月 28 日披露非公开发行预案，以张宇松总经理为首的全部中高层管理拟参与三年期定增，将激发经营活力。
- **工艺革新摆脱黄姜依赖，2015 年释放盈利弹性。** 甾体激素最上游原材料黄姜仅分布在中国秦巴-武当山区等少数地区，受黄姜种植量减少及环保制约，近三年从黄姜提取的皂素和双烯价格大幅上涨，严重影响了公司经营业绩。公司对 4-AD 新工艺路线进行数年攻关，2015 年将进行大规模工业化应用，我们预计 2014 年双烯平均采购价在 140 万元/吨，4-AD 新工艺路线成本仅相当于 90 万元/吨双烯，4-AD 每替代 100 吨双烯有望节约成本约 5000 万。
- **核心制剂品种竞争结构好，中长期成长性明确。** 黄体酮胶囊是公司制剂最大的单品，2013 年实现收入 1.47 亿，受行业需求不断释放，未来销售规模有望达 5 亿，我们预计未来三年将保持 20%增长。公司罗库溴铵与顺阿曲库铵是肌松药市场核心产品，2013 年肌松药实现收入 1.62 亿，未来有望实现 30%复合增长。公司在抗哮喘吸入剂领域拥有国内最好的产品线：噻托溴铵气雾剂、环索奈德气雾剂、糠酸莫米松鼻喷剂，2015 年有望获得 GSK 辅舒良仿制药批件。醋酸泼尼松片、黄体酮注射液等普药产品量大价低，未来有望大幅受益于国家低价药日均费用管理新政策。
- **公司经营拐点明确，未来三年市值有翻倍空间。** 过去三年公司业绩受双烯大幅涨价影响，2015 年 4-AD 新工艺路线大规模工业化应用后将永久摆脱双烯依赖，贡献较大盈利弹性。公司拥有非常优秀的制剂产品线，黄体酮胶囊、肌松药、抗哮喘吸入剂等均处于良好成长期，制剂持续成长有保障。我们预计 2014~2016 年公司实现 EPS0.10 元、0.33 元、0.47 元，同比增长-15%，223%，45%，分别预测市盈率为 101 倍、31 倍、21 倍，公司是典型的拐点型企业，维持增持评级。

投资案件

投资评级与估值

公司中高层管理人员计划参与此次三年期定增，经营活力有望被大幅激发。过去三年公司业绩受双烯大幅涨价影响，我们预计2015年4-AD新工艺路线将大幅替代双烯，贡献较大盈利弹性。公司拥有非常优秀的制剂产品线，黄体酮胶囊、肌松药、抗哮喘吸入剂等均处于良好成长期，制剂持续成长有保障。我们预计2014~2016年公司实现EPS0.10元、0.33元、0.47元，同比增长-15%，223%，45%，分别对应PE101倍、31倍、21倍，公司是典型的拐点型企业，维持增持评级。

关键假设点

制剂业务保持20%收入增长：2014~2016年，黄体酮胶囊收入复合增长20%，肌松药复合增长30%，皮肤病用药和避孕药保持15%左右增长，普药收入保持平稳，抗哮喘吸入剂低基数下保持较快增长；

原料药业务收入保持平稳，受4-AD新工艺替代双烯影响，毛利率逐步上升；

我们假设4-AD新工艺路线相当于90万元/吨双烯价格成本，4-AD每替代100吨双烯，约节约5000万成本。

有别于大众的认识

市场可能认为公司上市以来业绩未能实现持续增长，从而对公司经营能力和产业基础存在质疑，我们认为，原材料成本过去三年的大幅上涨是客观因素，公司消化了原材料成本的大幅上涨、制剂产品结构调整；

市场可能还会将公司定位为一个甾体激素原料药企业，认为公司业绩存在巨大波动性。我们认为，公司核心盈利来自于制剂，且制剂成长性好，4-AD新工艺路线将永久摆脱双烯价格波动影响，是典型的成长股。

股价表现的催化剂

- 1) 公司经营拐点明确，业绩拐点在报表得到确认，存在业绩超预期可能性；
- 2) 公司拥有良好的制剂产品线，尤其在呼吸科拥有深厚的产品储备，公司制剂产品线价值得到市场认同。

核心假设风险

1、4-AD新工艺路线历经数年开发，工艺技术虽然较为成熟，2015年进入大规模应用后实际运营情况仍有一定不确定性；2、公司制剂产品均为仿制药，虽然竞争厂家数不多，价格体系维护难度不大，但如果后续竞品相继上市，存在竞争加剧风险；3、公司是地方国企，此次增发方案仍需经过国资委、证监会等多个部门审批，存在一定不确定性。

目 录

1 中高层管理全员持股，有望激发经营活力	5
2、工艺革新摆脱黄姜依赖，2015 年释放巨大盈利弹性	8
2.1 甾体药物传统工艺原材料皂素、双烯价格大幅上涨	8
2.2 受原材料价格大幅上涨拖累，近三年盈利大幅下降	11
2.3 4-雄烯二酮加速替代双烯，2015 年起释放盈利弹性	12
2.4 未来皂素、双烯价格下行仍为大概率事件	13
3 核心制剂品种竞争结构好，中期成长性明确	15
3.1 黄体酮胶囊：需求不断释放，未来销售规模有望达 5 亿	15
3.2 肌松药：产品线齐全，受益结构升级	17
3.3 抗哮喘吸入剂：市场规模快速扩容，受益进口替代	19
3.4 避孕药、皮肤病也是公司制剂的优势领域	20
3.5 普药产品有望大幅受益于低价药新政	21
4、盈利预测及评级	22
4.1 关键假设	22
4.2 盈利预测及评级	22
5、核心假定的风险	23

图表目录

图 1：以金敬德董事长为首的管理团队持有本次增发前仙琚约 40%股权	5
图 2：仙琚制药研发投入持续，投入强度内资领先	7
图 3：甾体药物传统双烯工艺原材料是皂素	8
图 4：近三年皂素价格持续上涨并维持高位	9
图 5：近三年双烯价格持续上涨并维持高位	9
图 6：近三年地塞米松价格基本保持平稳	10
图 7：近三年氢化可的松价格基本保持平	10
图 8：仙琚制药原料药业务 2010 年毛利率约为 23%	11
图 9：2007-2013 年，公司收入复合增长率 15.7%	11
图 10：公司近三年盈利能力逐步下降	11
图 11：2006 年至今，公司收入构成分析	12
图 12：2006 年至今，公司毛利构成分析	12
图 13：甾体药物新工艺原材料是 4-雄烯二酮	12
图 14：4-雄烯二酮受供给扩张影响价格大幅下跌	13
图 15：黄姜种植量是决定皂素价格核心因素	13
图 16：供给与需求共同推动皂素、双烯价格下行	14
图 17：黄体酮胶囊剂型占据主要市场份额	15
图 18：仙琚益玛欣连续多年市场份额第一	15
图 19：近年来，我国出生人口基本维持在 1600 万人左右	16
图 20：2014~2016 年，黄体酮胶囊收入增长仍将保持在 20%左右	17
图 21：05-13 年，肌松药市场规模复合增长率为 26.5%	17
图 22：2014 年前三季度，肌松药市场用药结构分析	17
图 23：2011 年以后仙居肌松药销售规模快速提升	18
图 24：2005 年以来，维库溴铵市场规模不断下降	18
图 25：2009 年以来，仙琚罗库溴铵市场份额迅速上升	19
图 26：2009 年以来，仙琚罗库溴铵销售收入高速增长	19
图 27：2005-2013 年，阿曲库铵市场复合增长率为 51.1%	19
图 28：仙琚顺阿曲库铵市场销售刚刚启动	19

图 29: 2005-2013 年, 抗哮喘吸入剂复合增长率 27.7%	20
图 30: 抗哮喘吸入剂市场外资高度垄断	20
表 1: 仙琚制药 12 月 28 日定增预案拟认购主体	5
表 2: 仙琚制药子公司经营业务及收入、净利润	6
表 3: 仙琚制药在研新品种储备丰富	7
表 4: 仙琚黄体酮胶囊 (益玛欣) 50mg 规格国内独家	15
表 5: 黄体酮胶囊作为保胎药市场空间敏感性分析 (单位: 亿元)	16
表 6: 不同肌松药市场竞争状况对比	18
表 7: 仙琚制药在抗哮喘吸入剂领域产品储备丰富	20
表 8: 仙琚制药避孕药与皮肤病用药产品储备	21
表 9: 仙琚制药普药产品有望大幅受益于低价药新政 (单位: 百万元)	21
表 10: 2014~2016 年预测利润表	22

1 中高层管理层全员持股，有望激发经营活力

国资控制的仙居国有资产经营公司持有仙琚制药 21.55% 的股权，是公司第一大股东和实际控制人。2001 年 12 月仙琚制药改制成功，以公司董事长金敬德为首的管理团队受让公司多数股权。经过十几年发展，公司引进中高层次人才较多，新进员工没有持股。公司 12 月 28 日披露非公开增发预案，公司中高层管理层拟通过本次定增实现全员持股，有望激发经营活力。

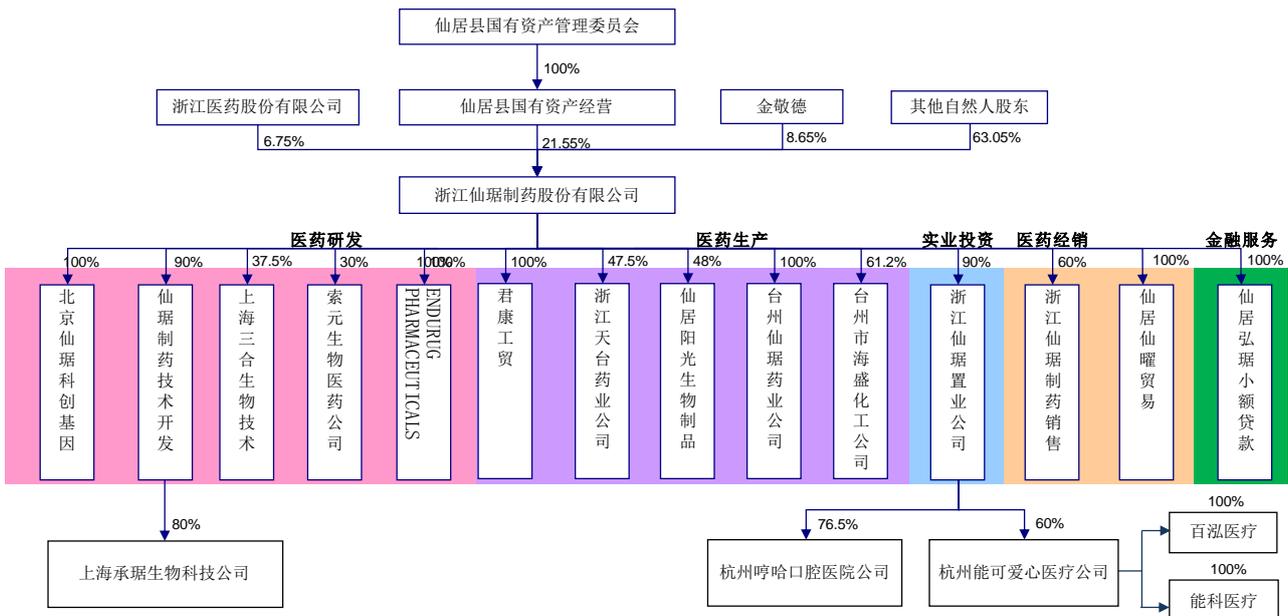
表 1：仙琚制药 12 月 28 日定增预案拟认购主体

认购方	认购股数
仙居国资	本次发行股票总数的 21.5549% (不超过 2104.08 万股)
汇添富基金	汇添富 6 号计划认购 500 万股 汇添富 45 号计划认购不超过 2200 万股
张宇松	200 万股
九鸿投资	2000 万股
平安资管	1107.42 万股
财通基金	500 万股
中企汇锦	150 万股
范敏华	500 万股
李勤俭	500 万股
合计	不超过 9761.50 万股

资料来源：公司公告、申万研究

注：汇添富 45 号资产管理计划为公司中高层管理人员的持股平台，张宇松为公司总经理。

图 1：以金敬德董事长为首的管理团队持有本次增发前仙琚约 40% 股权



资料来源：公司资料、申万研究

注：其他股东持股 63.09%，根据 2009 年招股说明书，其他股东中仙琚管理层、员工等约持有仙琚 30% 股权。

表 2：仙琚制药子公司经营业务及收入、净利润

子公司名称	注册地	13年主营业务收入 (万元)	13年净利润 (万元)	1H14净利润 (万元)	主营业务	持股情况
销售公司	仙居县	131898	46		制剂销售平台	公司持股60%
贸易公司	仙居县	4261	13		制剂销售平台	公司持股100%
小额贷款	仙居县	3123	1621	944	贷款业务	公司持股30%
技术开发公司	杭州市	631	-4		化学药品技术开发及服务	公司持股90%
上海承琚	上海市	29	-15		化学药品技术开发及服务	技术开发公司持股80%
三合生物	上海市			0	化学药品技术开发及服务	公司持股37.5%
科创基因	北京市	0	-169		技术研发推广	公司持股100%
索元生物	杭州市		-343	-173	医药技术及产品开发	公司持股30%
ENDURING	美国	116	-343		规范市场认证及注册	公司持股100%
仙琚置业	杭州市	120	-694		房地产投资、实业投资等	公司持股90%
能可爱心	杭州市	1239	-590		心脏起搏器研发、生产、销售	仙琚置业持股60%
能科医疗	杭州市				医疗器械开发与销售	能可爱心持有100%
百泓医疗	杭州市	73	-584		医疗器械销售	能可爱心持有100%
啞哈医院	杭州市	1097	85		口腔诊疗服务	仙琚置业持股76.5%
阳光生物	仙居县	8204	225	-42	黄姜收购、皂素生产销售	公司持股48%
天台药业	天台县	31316	1854	748	霉菌氧化物、克林霉素生产	公司持股47.5%
台州仙琚	临海市	42522	1193		有机中间体制造和原料药生产设施建设	公司持股100%
君康工贸	嘉兴市	2222	172	117	药品制造	公司持股20%
海盛化工	临海市	3162	-1106		维生素D2、D3制造	公司持股61.20%

资料来源：公司资料、申万研究

公司是浙江省高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业，拥有浙江省科技厅批准的省级甾体药物高新技术研究开发中心。为吸引人才，在杭州成立了浙江仙琚制药技术开发有限公司、在上海成立了上海承琚生物科技有限公司，在北京设立仙琚科创基因有限公司，专门从事新药研发工作；在美国新泽西州设立 ENDURUG PHARMACEUTICALS 专门从事规范市场药证注册工作。

公司与国内多家知名药物研发机构和高校建立了长期的产、学、研合作关系，设有仙琚-有机所资源化学与甾体化学联合实验室、仙琚-斯威联合实验室等研发平台。2002年11月，与上海中西药业、上海斯威医药合作研发一类新药 ZXH951（赛米司酮）；2003年11月，与中国人民解放军军事医学科学院毒物药物研究所合作开发、生产防复吸新药噻吩诺啡（戒毒药）。

仙琚制药研发投入持续，每年本部研发投入占销售收入比例在3%左右，研发投入强度内资领先。在研新药丰富，一类抗早孕新药塞米司酮2013年5月申报上市，一类戒毒药噻吩诺啡处于二期临床，另有多个3.1类、5类新药在研，市场前景看好。

图 2：仙琚制药研发投入持续，投入强度内资领先



资料来源：公司公告、申万研究

表 3：仙琚制药在研新品种储备丰富

受理号码	名称	注册分类	适应症	最新进度
CXHS1200345	赛米司酮及其片剂	1.1类	抗早孕	2013年4月申报生产
CXHB1200082	盐酸噻吩诺啡及其片剂	1.1类	戒毒药	已取得II期临床批件，正在开展II期临床试验
X0404987	醋酸烯诺孕酮及其埋植剂	1.1类	长效避孕药	取得临床批件，处于临床试验阶段
CXHL1400730	奥美克松钠及其注射液	1.1类	免疫调节剂	2014年8月申报临床
X0200075	黄体酮缓释凝胶	3.3类	孕激素	已获得临床批件，完成人体药代动力学研究，正在开展临床试验
	盐酸美普他酚及制剂	3.1类	强效镇痛药	处于临床试验中
CYHS1200518	地塞米松棕榈酸酯	6类	皮质激素原料药	申报生产，处于技术审评中
CYHS1490026	左炔诺孕酮决雌醇（三相）片	6类	口服避孕药	已完成临床试验并于2014年3月上报，正在技术审评
CYHS1101355	盐酸罗哌卡因及注射液	6类	局麻药	2012年3月申报上市，正在技术审评中
CXHL1000633	地夫可特及片剂	3.1类	皮质激素	2011年申报临床，处于技术审评中
CXHL1000732	倍他米松水杨酸软膏	3.2类	过敏性皮炎等	2011年申报临床，处于技术审评中
CXHL1100035	盐酸布比卡因葡萄糖注射液	3.2类	局麻药	2011年申报临床，处于技术审评中
CXHS1300202	丙酸倍氯米松水溶液鼻喷剂	5类	鼻炎	2013年12月申报生产，处于技术审评中
CYHS1101177	丙酸氟替卡松及鼻喷剂	6类	鼻炎	2012年6月申报生产，处于技术审评中
	泼尼松龙磷酸钠及制剂	3类	皮质激素	临床申报前
CXHL1200025	糠酸莫米松吸入粉雾剂	3.1类	鼻炎	2012年5月申报临床，处于技术审评中
CYHS1200098	左炔诺孕酮片	6类	避孕药	2012年6月申报生产，处于技术审评中
CXHS1300202	丙酸倍氯米松水溶液鼻喷雾剂	5类	鼻炎	2013年12月申报生产，处于技术审评中
CXHL1000644	优力司特及制剂	3.1类	紧急避孕药	2011年3月申报临床，处于技术审评中
	屈螺酮	3类	避孕药	临床申报前
	地诺前列素注射液	6类	人工流产	临床申报前
CXHL0900462	左炔诺孕酮决雌醇片	3.2类	避孕药	已经获得临床批件，正在临床试验中
CYHS1301942	注射用埃索美拉唑	6类	质子泵抑制剂	2014年8月申报上市，正在技术审评中
CXHL1301202	睾酮凝胶	3.1类	男性激素	2014年7月申报临床，正在技术审评中
CYHS1290114	甲泼尼龙片	6类	皮质激素	2012年12月申报上市，正在技术审评中

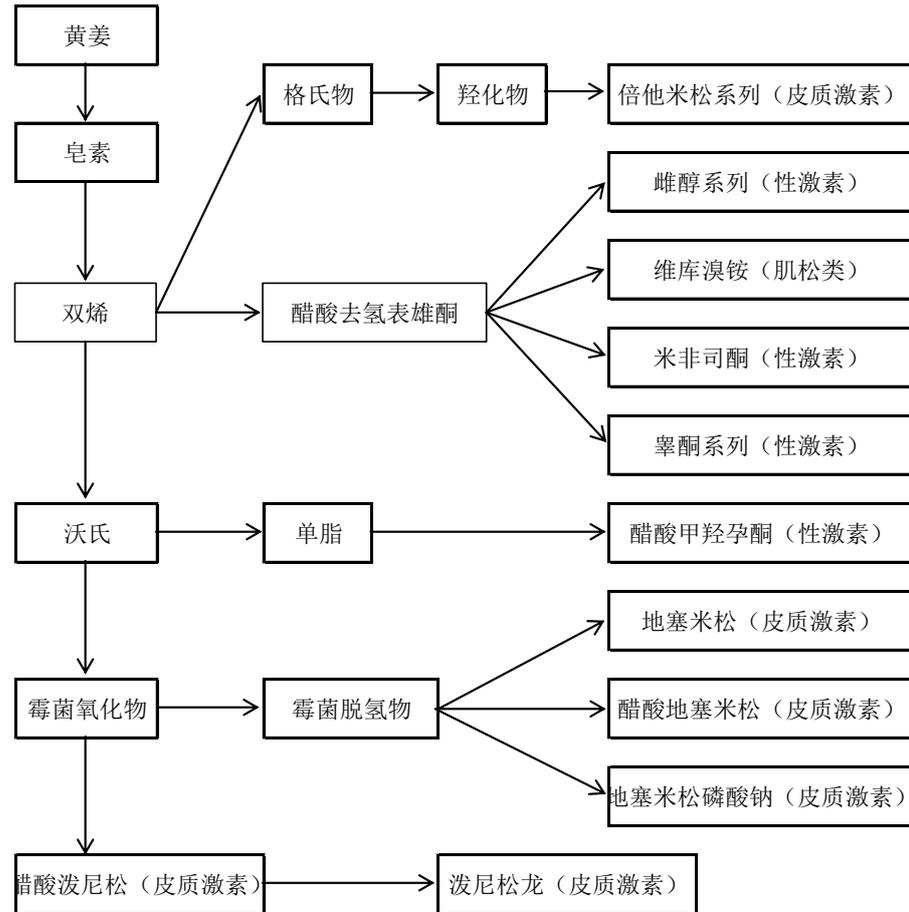
资料来源：药智网、申万研究

2、工艺革新摆脱黄姜依赖，2015年释放巨大盈利弹性

2.1 甾体药物传统工艺原材料皂素、双烯价格大幅上涨

公司围绕甾体药物布局产业，甾体药物传统双烯工艺原材料是皂素，由双烯通过不同的化学合成步骤，生产皮质激素、妇科及计生药物、麻醉及肌松药物等不同系列产品。

图 3：甾体药物传统双烯工艺原材料是皂素

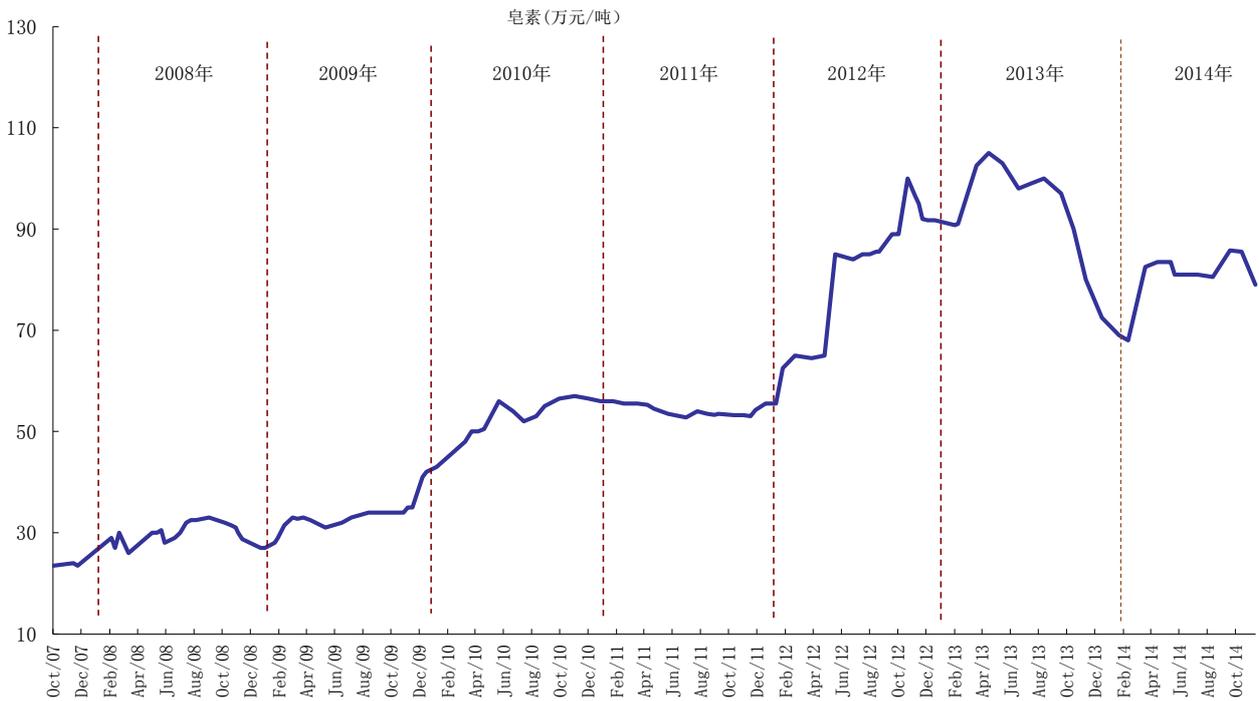


资料来源：公司公告、申万研究

黄姜对生长环境、气候条件等要求很高，从全球范围来看，主要分布在中国秦巴-武当山区等少数地区。从黄姜提取的皂素和双烯价格近年大幅上涨，核心原因主要有：1) 2006年前后黄姜供需失衡伤害了姜农利益，姜农纷纷弃种黄姜，导致黄姜产新量持续下降，鲜姜收购价持续上升，推动皂素、双烯价格大幅上涨；2) 黄姜提取皂素工艺是高污染的，黄姜主产区位于南水北调中段丹江口水库附近，黄姜自身非常重不便长距离运输异地设提取工厂，国家加强了对黄姜提取企业的环保整治力度，多数小型黄姜提取厂被关停整改。

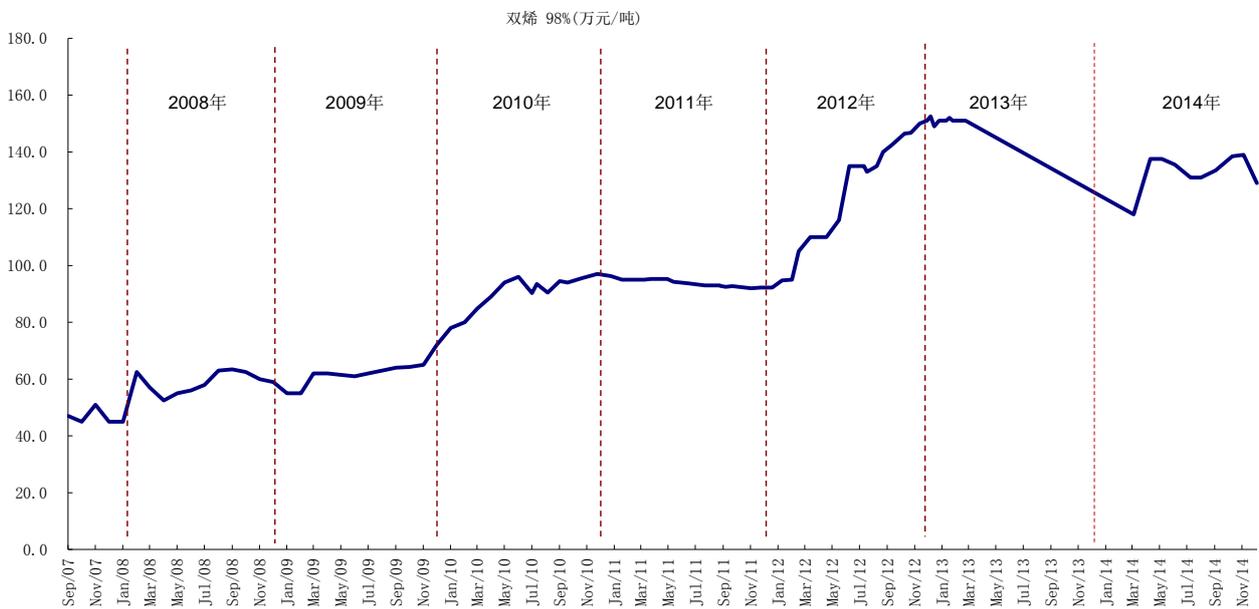
皂素价格从2012年年初55万/吨一度上涨超过100万/吨，近期基本稳定在80万/吨；双烯从95万元/吨一度上涨到150万/吨，近期基本稳定在140万/吨。

图 4：近三年皂素价格持续上涨并维持高位



资料来源：健康网、申万研究

图 5：近三年双烯价格持续上涨并维持高位



资料来源：健康网、申万研究

地塞米松、可的松等原料药产品国内国外价格均未实现同步上涨，激素下游企业盈利能力大幅下滑。

图 6：近三年地塞米松价格基本保持平稳



资料来源：健康网、申万研究

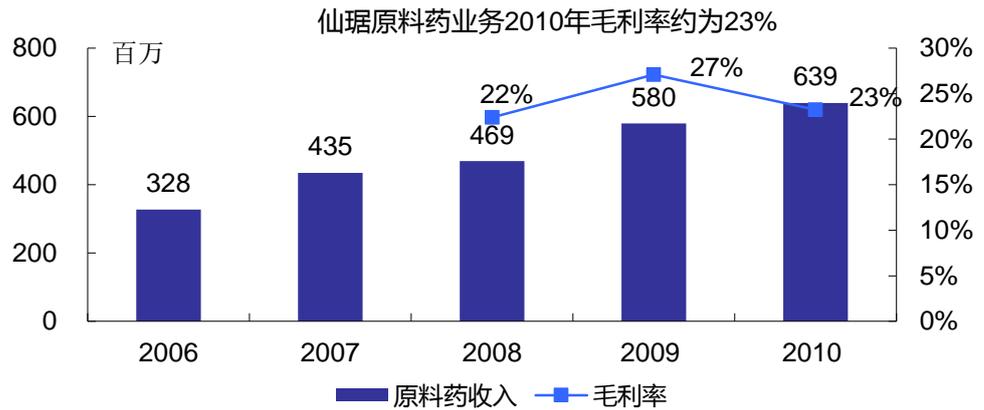
图 7：近三年氢化可的松价格基本保持平



资料来源：健康网、申万研究

根据 2010-2014 年原材料皂素和双烯及原料药成品价格走势判断，仙琚制药原料药毛利率在大幅下滑，考虑 2014 年前三季度公司销售费用率、管理费用率分别为 20.9%、12.3%，即使考虑原料药业务市场推广费用、研发费用等较低，我们预计仙琚 2014 年原料药业务基本是不赚钱的。

图 8：仙琚制药原料药业务 2010 年毛利率约为 23%



资料来源：公司资料、申万研究

注：根据 2010-2014 年黄姜、双烯价格走势和原料药成本价格走势判断，我们估算 2014 双烯采购成本每吨上涨约 40-50 万元/吨，按年用量 350 吨计算，成本上升约 1.5 亿，考虑部分产品小幅提价，我们估计仙琚制药原料药毛利率在 10% 以内。

2.2 受原材料价格大幅上涨拖累，近三年盈利大幅下降

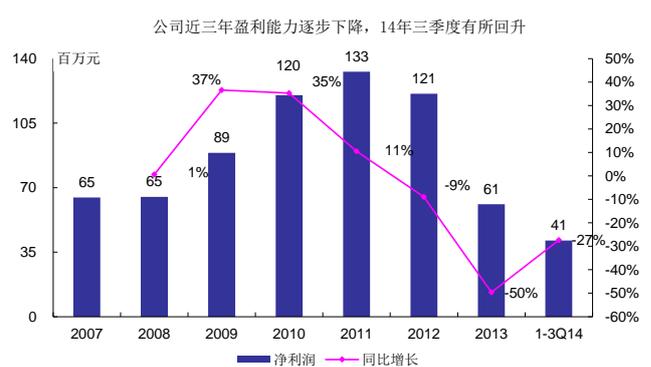
公司收入从 2007 年的 9.67 亿增长到 2013 年的 23.15 亿，复合增长率为 15.7%，净利润受制于原材料价格大幅上涨，近三年盈利大幅下降，基本与 2007 年盈利水平相当。

图 9：2007-2013 年，公司收入复合增长率 15.7%



资料来源：公司公告，申万研究

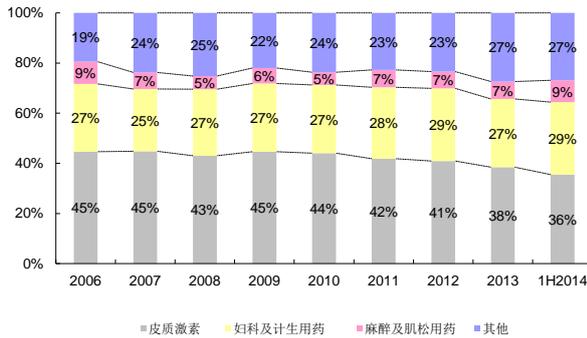
图 10：公司近三年盈利能力逐步下降



资料来源：公司公告，申万研究

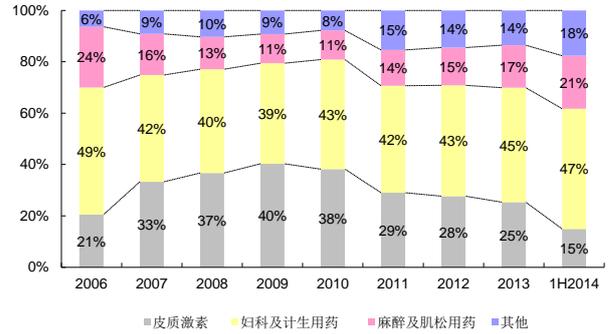
皮质激素、妇科及计生用药、麻醉及肌松药是公司收入和毛利的主要来源，2014 年上半年收入占比分别为 36%、29%、9%，毛利占比分别为 15%、47%、21%，其他收入主要包括子公司海盛化工 VD3 收入、初级原材料销售收入、外购药品销售收入等。

图 11：2006 年至今，公司收入构成分析



资料来源：公司公告

图 12：2006 年至今，公司毛利构成分析

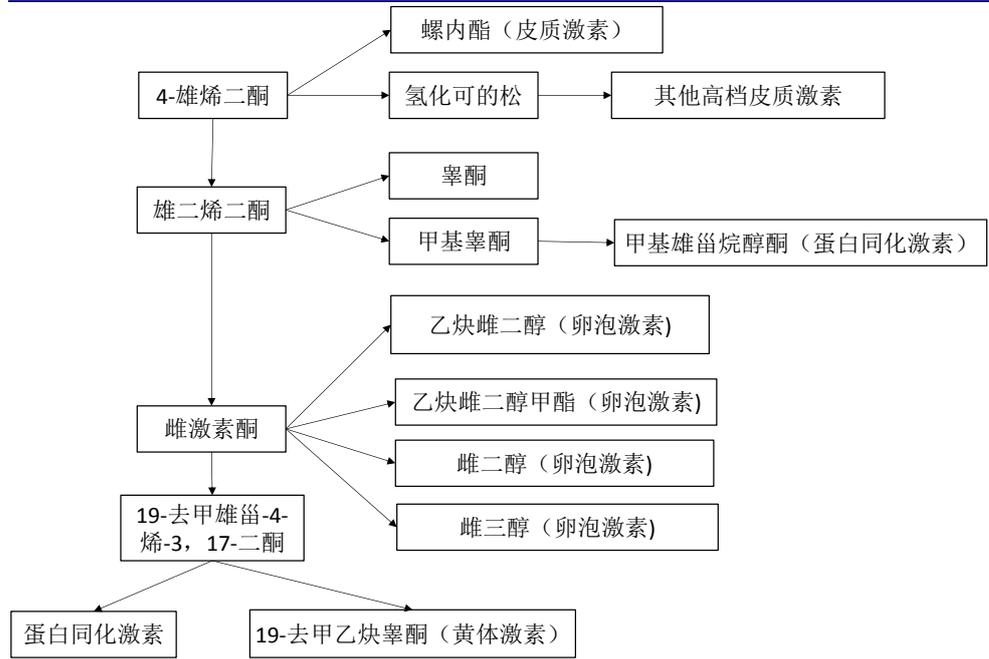


资料来源：公司公告，申万研究

2.3 4-雄烯二酮加速替代双烯，2015 年起释放盈利弹性

由于我国具备较强的黄姜种植资源，产业对于双烯替代工艺 4-雄烯二酮开发较晚，国外对于 4-雄烯二酮工艺应用已经非常成熟，4-雄烯二酮对于性激素、部分皮质激素工艺替代具备较强的成本优势。

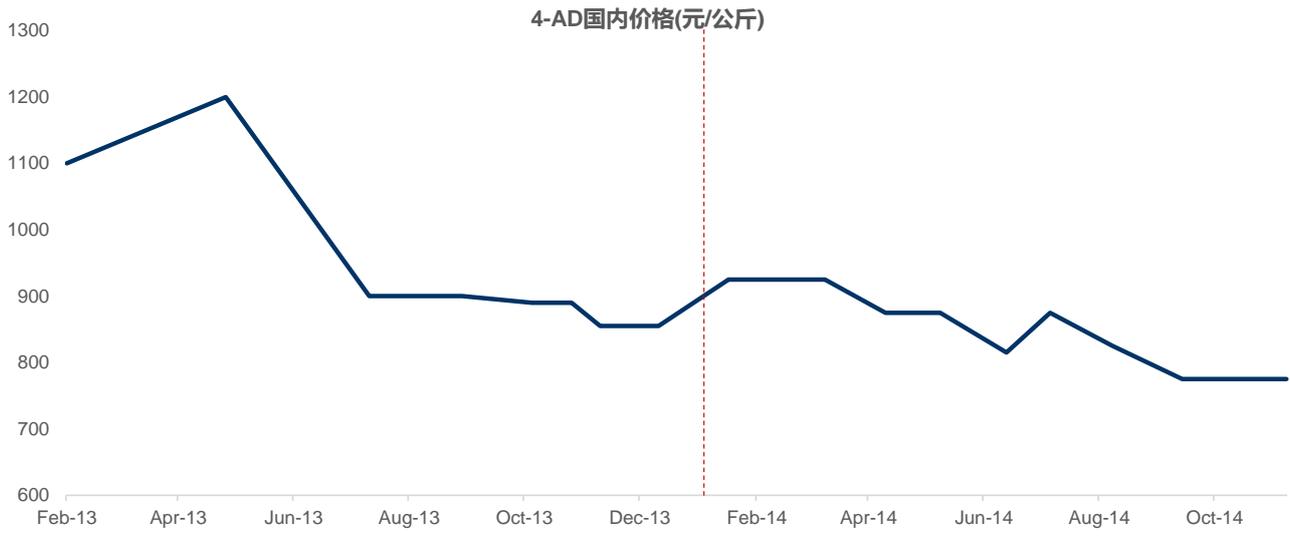
图 13：甾体药物新工艺原材料是 4-雄烯二酮



资料来源：公开资料、申万研究

4-雄烯二酮是由豆甾醇发酵生产，原材料供应不存在任何瓶颈，国内近年已经上马多条 4-雄烯二酮生产装置，供给过剩，4-雄烯二酮销售价格从 2013 年 2 月 1100 元/公斤下跌到最新约 800 元/公斤。

图 14：4-雄烯二酮受供给扩张影响价格大幅下跌

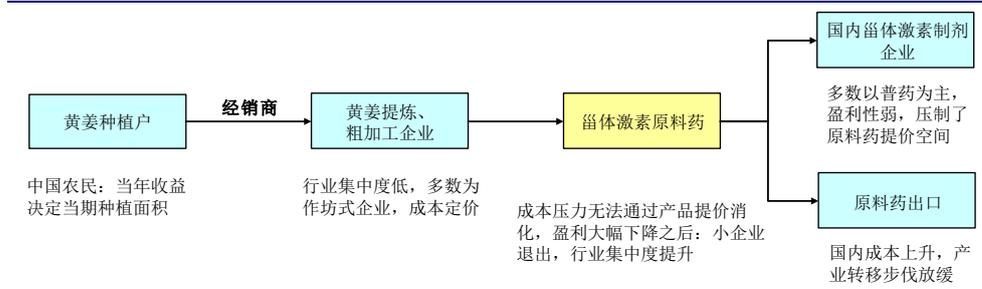


资料来源：健康网、申万研究

2.4 未来皂素、双烯价格下行仍为大概率事件

黄姜是薯蓣科薯蓣属多年生草本植物，是世界上皂素含量最高的植物，其根茎中皂素含量可高达 16.15%。我国甾体激素生产用原料皂素均来源于黄姜。黄姜在我国主要分布于湖北、陕西等地。历史上，皂素价格大起大落，我们从产业链角度分析，黄姜种植量是决定皂素价格核心因素。

图 15：黄姜种植量是决定皂素价格核心因素



资料来源：申万研究

- **黄姜种植户：**由于黄姜种植标准化程度低，难以推行集约化种植，黄姜种植以个体农户为主；个体农户的种植决策主要基于当期的鲜姜销售价格，效益好就多种，效益差则少种或者转种其他农作物。从黄姜种植成本分析，块姜的购买成本（每亩 120~150 公斤块姜）、肥料（不超过 300 元/亩）与人工（鲜姜集中采挖时需要少量雇佣帮手）是主要成本要素。
- **黄姜提炼企业：**由于鲜姜质量重，不便长距离运输，黄姜提炼企业多数就近产地，以作坊式工厂为主，工艺简单，进入与退出行业成本低，鲜姜是黄姜

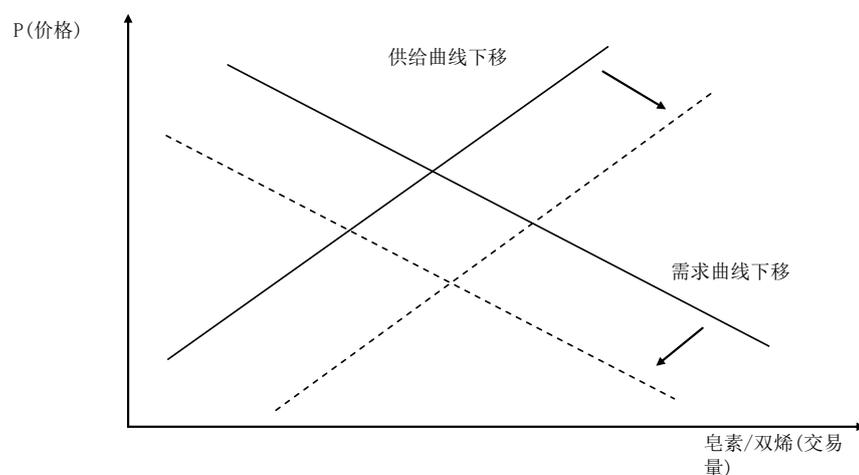
提炼企业主要成本，定价基本按照成本。近年黄姜提炼企业环保问题受到重视，主要是不少小提炼厂分布于丹江口水库附近，政府为保证南水北调工程水源涵养，关停了不少丹江口水库附近的小黄姜提炼厂。从行业角度，黄姜提炼产能不是问题，不少企业遭关停后异地搬迁重建，湖北芳通清洁生产技术通过环保部评审，产能13年下半年投放。

- **甾体激素原料药企业：**近年在成本上升周期中盈利能力大幅下滑，一是行业集中度低，二是大企业为了净化行业，压制了产成品价格涨幅；不少小企业不堪重负，退出行业，行业集中度提升，如地塞米松原料药产能当前主要集中于天药与仙琚。
- **原料药出口+下游制剂企业：**甾体药物缺乏有效的替代产品，老的品种如地塞米松出口量每年基本维持稳定，新的品种由于替代国外产能，出口量持续增加。国内不少甾体药物制剂企业以普药为主，国内基药政策导致普药盈利能力大幅下滑，限制了上游原料药企业的提价空间。

我们草根调研发现，黄姜种植业当前盈利极为丰厚，未来鲜姜供给大幅上升是大概率事件，我们预计未来两年皂素行业供给曲线将稳步下移，湖北芳通药业新型皂素清洁生产技术通过环保部认证，废水排放量降低95%，皂素提取率提高20%，新建500吨皂素生产线预计2015年上半年投产，新型清洁生产技术的投产运用也将有利于供给曲线下移。

需求方面，国内主要的皂素需求方天药、仙琚均储备有豆甾醇工艺路线，相对于目前双烯140万元/吨的传统工艺路线，成本有明显优势，天药和仙琚都拟采用豆甾醇工艺降低成本，从而减少皂素需求。我们认为，从皂素供需两方面分析，未来皂素价格下行是大概率事件。

图 16：供给与需求共同推动皂素、双烯价格下行



资料来源：申万研究

3 核心制剂品种竞争结构好，中期成长性明确

3.1 黄体酮胶囊：需求不断释放，未来销售规模有望达5亿

黄体酮是由卵巢黄体分泌的一种天然孕激素，是维持女性妊娠所必需的。临床上，黄体酮主要用于先兆流产和习惯性流产、经前期紧张综合症、无排卵型功血和无排卵型闭经、与雌激素联合使用治疗更年期综合症，临床应用空间极大。

黄体酮临床应用成熟，国内十几家企业拥有注射剂型批文，仙琚、新昌制药厂、浙江爱生和 Laboratoires Besins-Iscovesco 拥有黄体酮胶囊剂型，其中公司黄体酮胶囊（商品名：益玛欣）50mg 规格国内独家，具备较强的市场竞争力，各省中标价格稳定。

表 4：仙琚黄体酮胶囊（益玛欣）50mg 规格国内独家

厂家	剂型	规格	商品名	上市时间	批准文号
仙琚制药	胶囊剂	50mg	益玛欣	2004年	国药准字H20041902
新昌制药厂	软胶囊剂	0.1g	来婷	2004年	国药准字H20040982
浙江爱生	胶囊剂	0.1g	琪宁	2003年	国药准字H20031099
Besins-Iscovesc	软胶囊剂	0.1g	安琪坦	1999年	X19990497

资料来源：国家药监局、申万研究

黄体酮注射液多个省份列入基药目录，1ml:10mg*1 小容量注射液中标价格在 0.2~0.3 元，作为维持妇女妊娠的保胎药使用时，由于需要频繁注射，使用十分不便，黄体酮胶囊剂型使用方便，连续多年市场份额在 60%~80%。仙琚益玛欣是黄体酮胶囊市场第一品牌，2014 年前三季度市场份额在 41%。

图 17：黄体酮胶囊剂型占据主要市场份额

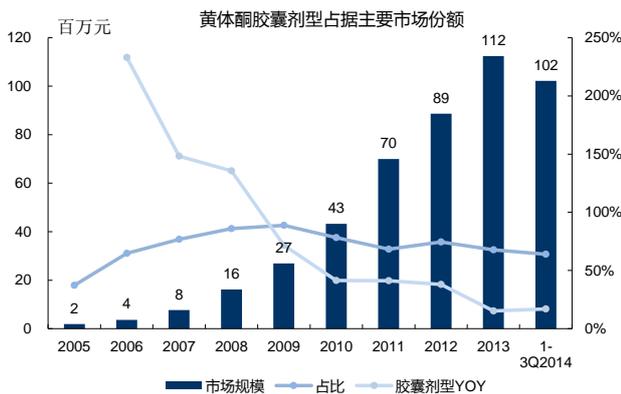
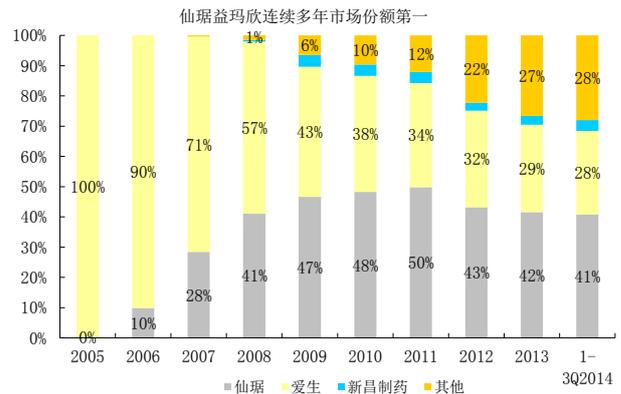


图 18：仙琚益玛欣连续多年市场份额第一

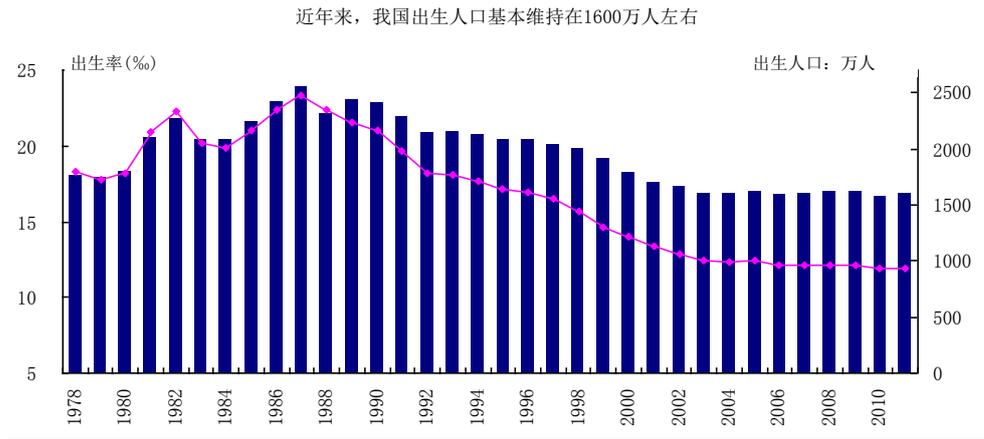


资料来源：PDB，申万研究

资料来源：PDB，申万研究

单以习惯性流产、先兆性流产适应症测算黄体酮胶囊的市场空间，近年来，我国出生人口基本维持在 1600 万人左右，国家放开独生子女二胎政策，每年出生人口有可能进一步增加。

图 19：近年来，我国出生人口基本维持在 1600 万人左右



资料来源：卫生部、申万研究

按益玛欣中标价，日服用费用为 8 元，假设每年有 1600 万出生人口，竖轴是服用黄体酮胶囊的比例，横轴是服用时间，我们测算，黄体酮胶囊保胎药市场空间很可能达到 12 个亿，按 40% 市场份额计算，预期益玛欣销售将达到 5 个亿。如果考虑经前期紧张综合症、无排卵型功血和无排卵型闭经、与雌激素联合使用治疗更年期综合症等，预期市场销售规模将进一步提高。

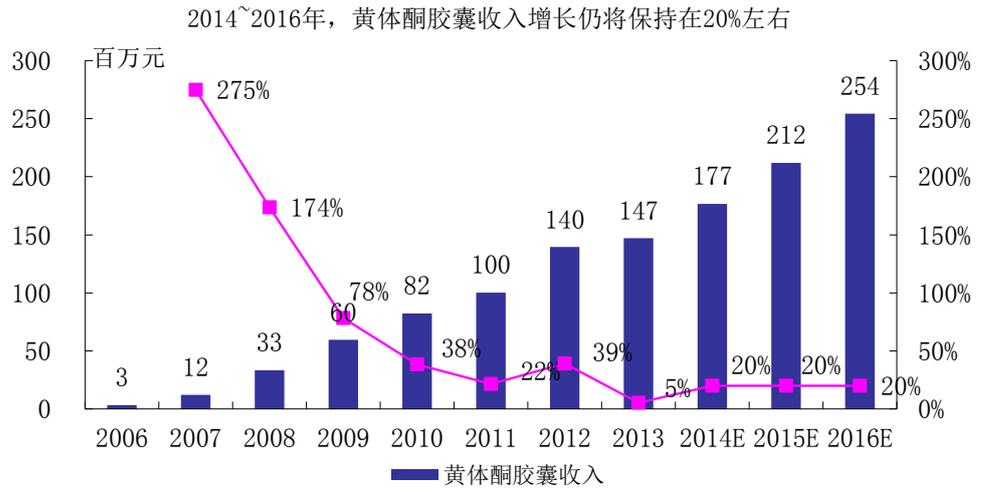
益玛欣仍有很大的成长空间，我们预期，2014~2016 年，益玛欣收入增速仍将保持在 20% 左右。

表 5：黄体酮胶囊作为保胎药市场空间敏感性分析（单位：亿元）

	20天	30天	40天	50天	60天	70天	80天
5%	1	2	2	3	4	4	5
10%	2	4	5	6	7	8	10
15%	4	5	7	9	11	13	14
20%	5	7	10	12	14	17	19
25%	6	9	12	15	18	21	24
30%	7	11	14	18	22	25	29
35%	8	13	17	21	25	29	34

资料来源：申万研究

图 20：2014~2016 年，黄体酮胶囊收入增长仍将保持在 20%左右



资料来源：公司资料，申万研究

3.2 肌松药：产品线齐全，受益结构升级

肌松药能选择性地作用于运动神经终板膜上的 N2 受体，阻断神经冲动向骨骼肌传递，导致肌肉松弛，主要用于机械通气病人，作为全麻时重要的辅助用药用于临床麻醉后使得肌肉松弛以满足手术的要求。

2005-2013 年，样本医院肌松药市场规模从 7440 万增长到 4.87 亿，复合增长率 26.5%，2014 年前三季度收入为 3.98 亿，增长 11.8%。将样本医院市场规模放大 5 倍推算，2013 年全国肌松药市场规模约为 24 亿。推动肌松药市场增长的核心驱动力有：1) 国内医疗需求增长，手术量增加；2) 顺阿曲库铵、罗库溴铵等新型肌松药市场份额不断提升。

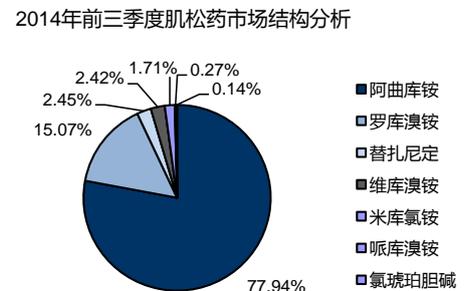
肌松药市场用药结构十分集中，2014 年前三季度，阿曲库铵、罗库溴铵市场份额分别达到 77.9%、15.1%，两者合计市场份额为 93.0%。

图 21：05-13 年，肌松药市场规模复合增长率为 26.5%



资料来源：PDB、申万研究

图 22：2014 年前三季度，肌松药市场用药结构分析



资料来源：PDB、申万研究

2011年以前，仙琚制药肌松药收入增长表现欠佳，收入规模基本维持在6、7千万，主要是因为维库溴铵占肌松药整体市场份额下降，新品顺阿曲库铵、罗库溴铵2009年上市，2011年起才快速拉动销售规模上升。维库溴铵竞争厂家较多，仙琚维库溴铵为市场第一品牌，样本医院市场占有率已经接近60%，体现公司在肌松药领域的营销实力。

图 23：2011 年以后仙居肌松药销售规模快速提升



资料来源：公司公告、申万研究

图 24：2005 年以来，维库溴铵市场规模不断下降



资料来源：PDB、申万研究

表 6：不同肌松药市场竞争状况对比

通用名	获批年份	竞品家数	治疗费用
维库溴铵	1999年获批，首仿	国产19家，进口1家	26.88
罗库溴铵	2009年获批，首仿	国产2家，进口1家	64.87
顺阿曲库铵	2009年获批，第三家获批	国产3家，进口1家	106.24

资料来源：药监局，健康网，申万研究

注：治疗费用测算方法：体重为 75kg 的成年人，气管插管手术，药品中标价格按照仙琚湖北中标价格，不包括医院的药品加成费用（治疗费用单位：元）。

2009年公司先后获得罗库溴铵与顺阿曲库铵药品批件，结合对药品特性与市场分析后，将罗库溴铵作为推广的重点。2009年以来，仙琚罗库溴铵市场份额节节攀升，2014年前三季度市场份额已经高达26%，样本医院销售收入达到了1573万，实际销售按样本医院收入放大5倍，仙琚罗库溴铵2014年前三季度销售收入已达到7500万左右。顺阿曲库铵销售实现突破，2014年前三季度收入达到1149万，增长472%。

图 25: 2009 年以来, 仙琚罗库溴铵市场份额迅速上升



资料来源: PDB、申万研究

图 26: 2009 年以来, 仙琚罗库溴铵销售收入高速增长



资料来源: PDB、申万研究

图 27: 2005-2013 年, 阿曲库铵市场复合增长率为 51.1%



资料来源: PDB、申万研究

图 28: 仙琚顺阿曲库铵市场销售刚刚启动



资料来源: PDB、申万研究

仙琚拥有专业肌松药推广队伍, 维库溴铵市场份额第一, 在肌松药市场有一定的品牌影响力, 随着罗库溴铵、顺阿曲库铵迅速放量, 仙琚肌松药产品线有望取得高于行业平均的增长速度, 我们预期 2014~2016 年, 仙琚肌松药产品线收入增长 30% 左右。

3.3 抗哮喘吸入剂: 市场规模快速扩容, 受益进口替代

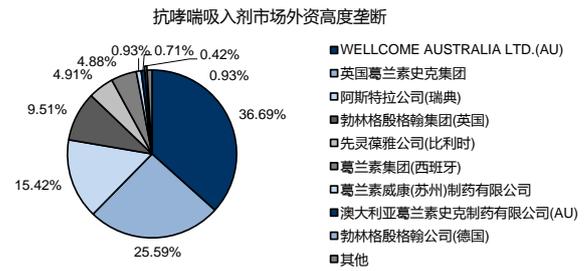
哮喘是一种常见病、多发病, 中国目前哮喘患者约 3000 万, 主要是由遗传因素和环境因素 (螨虫、花粉、宠物、霉菌等) 诱发, 老年发病率较高。国内工业蓬勃发展, 环境问题突出, 人口日趋老龄化, 哮喘发病人数仍将不断走高。抗哮喘吸入剂由于见效快, 使用便捷, 市场应用空间广阔。2005-2013 年, 样本医院抗哮喘吸入剂市场从 1.59 亿增长到 11.26 亿, 复合增长率 27.7%, 2013 年前三季度实现收入 9.32 亿, 增长 12.93%。国内抗哮喘吸入剂市场外资高度垄断, 葛兰素史克, 勃林格殷格翰、阿斯特拉和先灵葆雅合计占有超过 99% 的市场份额。

图 29: 2005-2013 年, 抗哮喘吸入剂复合增长率 27.7%



资料来源: PDB、申万研究

图 30: 抗哮喘吸入剂市场外资高度垄断



资料来源: PDB、申万研究

仙琚制药在抗哮喘吸入剂领域产品储备丰富, 2009、2011、2012 年分别拿到了噻托溴铵粉雾剂、糠酸莫米松鼻雾剂、环索奈德气雾剂, 噻托溴铵粉雾剂国内第二家获批, 糠酸莫米松鼻雾剂、环索奈德气雾剂均为国内首仿, 丙酸氟替卡松鼻喷雾剂已经申报上市, 预计 2015 年大概率获批上市; 丙酸倍氯米松水溶鼻喷雾剂 2013 年 12 月份申报上市; 糠酸莫米松吸入粉雾剂已经申报临床。

仙琚制药在抗哮喘吸入剂领域产品储备丰富, 已获批产品或是首仿, 或是二仿, 国内竞争对手较少, 抗哮喘吸入剂市场容量仍将快速增长, 我们看好仙琚在抗哮喘吸入剂领域的发展。

表 7: 仙琚制药在抗哮喘吸入剂领域产品储备丰富

药品名称	注册分类	研发进展	市场竞争	竞争优势	药品批准文号
噻托溴铵粉雾剂	3.1	2009年获批	国产2家, 进口1家	二仿	国药准字H20090279
糠酸莫米松鼻喷雾剂	6	2011年获批	国产1家, 进口1家	首仿	国药准字H20113481
环索奈德气雾剂	3.1	2012年获批	国产2家	首仿	国药准字H20120112
丙酸氟替卡松鼻喷雾剂	6	申报上市	进口2家	预计三仿以内	
丙酸倍氯米松水溶鼻喷雾剂	5	申报上市	进口1家		
丙酸倍氯米松气雾剂(溶液型)	5	临床中	国产4家, 进口2家		
糠酸莫米松吸入粉雾剂	3.1	申报临床	无		

资料来源: 丁香园、申万研究

3.4 避孕药、皮肤病也是公司制剂的优势领域

仙琚制药在避孕药、皮肤病领域也有具备竞争力的产品线, 米非司酮胶囊作为紧急避孕药和与米索前列醇联合作为抗早孕药物, 仙琚市场份额领先, 近年由于受到国家政策影响, 收入有所下滑, 公司加大了对左炔诺孕酮肠溶胶囊、复方环丙孕酮等避孕产品的推广。皮肤病产品有七八个, 具备一定的产品线优势, 也具备较好的成长空间。

表 8：仙琚制药避孕药与皮肤病用药产品储备

药品名称	申请类型	注册分类	企业名称	获批时间	药品批准文号
米索前列醇片	已有国家标准	6	浙江仙琚制药股份有限公司	已发批件	国药准字H20084598
米非司酮胶丸			浙江仙琚制药股份有限公司	已发批件	----
左炔诺孕酮肠溶胶囊	新药	5	浙江仙琚制药股份有限公司	2008-7-31	国药准字H20080459
醋酸甲地孕酮分散片	仿制	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2012-3-20	国药准字H20123089
醋酸甲羟孕酮分散片	仿制	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2010-12-7	国药准字H20103709
醋酸环丙孕酮片	已有国家标准	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2005-7-22	国药准字H20056391
复方醋酸环丙孕酮片	已有国家标准	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2006-8-22	国药准字H20065479
克霉唑倍他米松乳膏	仿制	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2010-9-16	国药准字H20103500
克林霉素磷酸酯阴道凝胶	新药	3.1	浙江仙琚制药股份有限公司	2009-1-4	国药准字H20080823
曲安奈德益康唑乳膏	仿制	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2011-4-15	国药准字H20113206
丁酸氢化可的松	已有国家标准	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2008-11-18	国药准字H20084463
丁酸氢化可的松乳膏	已有国家标准	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2009-10-12	国药准字H20093962
糠酸莫米松	新药		浙江仙琚制药股份有限公司	2005-3-21	国药准字H20050609
糠酸莫米松乳膏	新药		浙江仙琚制药股份有限公司	2005-3-21	国药准字H20050610
糠酸莫米松凝胶	新药	5	浙江仙琚制药股份有限公司	2008-9-3	国药准字H20080507
丙酸氟替卡松乳膏	仿制	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2010-8-2	国药准字H20103337
丙酸氯倍他索乳膏	已有国家标准	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2009-7-27	国药准字H20093810
丙酸倍氯米松乳膏	已有国家标准	6	浙江仙琚制药股份有限公司	2008-5-30	国药准字H20083408

资料来源：丁香园、申万研究

3.5 普药产品有望大幅受益于低价药新政

公司 2013 年有接近 2 个亿的普药销售规模，核心产品为醋酸泼尼松片、醋酸地塞米松片、地塞米松磷酸钠注射液、黄体酮注射液等产品，由于药品招标中长期的价格竞争，醋酸泼尼松片单片出厂价仅 1 分钱。发改委在 2014 年上半年发布了低级药新政，对低价药采取日用费用控制的政策，化学药在日均费用 3 块钱以内，企业自主定价，我们认为，公司普药业务质优价低量大，有望大幅受益于低价药新政。

表 9：仙琚制药普药产品有望大幅受益于低价药新政（单位：百万元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
醋酸泼尼松片	40.55	46.40	50.86	46.22	54.43	54.65	81.49	86.75
销量 (万片)	302444	346402	367813	314640	372578	399624	510338	476386
均价 (元/片)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
醋酸地塞米松片	17.30	21.21	23.12	23.37	27.53	20.48	21.23	26.56
销量 (万片)	159639	197376	205346	191465	221409	198905	204935	212090
均价 (元/片)	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
黄体酮注射液	8	10	11	13	14	12	15	26
销量 (万支)	6666	7919	8219	8701	9459	8554	10331	11437
均价 (元/支)	0.12	0.13	0.13	0.15	0.15	0.14	0.15	0.23
醋酸甲羟孕酮片	10	11	11	11	10	8	9	12
销量 (万支)	52923	56015	55941	54481	52094	52020	59978	65448
均价 (元/支)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02

资料来源：公司资料、申万研究

4、盈利预测及评级

4.1 关键假设

- 制剂业务保持 20% 收入增长：2014~2016 年，黄体酮胶囊收入复合增长 20%，肌松药复合增长 30%，皮肤病用药和避孕药保持 15% 左右增长，普药收入保持平稳，抗哮喘吸入剂低基数下保持较快增长；
- 原料药业务收入保持平稳，受 4-AD 新工艺替代双烯影响，毛利率逐步上升；
- 我们假设 4-AD 新工艺路线相当于 90 万元/吨双烯价格成本，4-AD 每替代 100 吨双烯，约节约 6000 万左右成本。

4.2 盈利预测及评级

公司中高层管理人员计划参与此次三年期定增，经营活力有望被大幅激发。过去三年公司业绩受双烯大幅涨价影响，我们预计 2015 年 4-AD 新工艺路线将大幅替代双烯，贡献较大盈利弹性。公司拥有非常优秀的制剂产品线，黄体酮胶囊、肌松药、抗哮喘吸入剂等均处于良好成长期，制剂持续成长有保障。我们预计 2014~2016 年公司实现 EPS0.10 元、0.33 元、0.47 元，同比增长-15%，223%，45%，分别对应 PE101 倍、31 倍、21 倍，公司是典型的拐点型企业，维持增持评级。

表 10：2014~2016 年预测利润表

利润表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	1,689	1,992	2,315	2,642	3,021	3,461
二、营业总成本	1,537	1,844	2,259	2,590	2,825	3,171
其中：营业成本	1,010	1,202	1,518	1,751	1,884	2,080
营业税金及附加	9	10	13	15	17	20
销售费用	325	392	436	497	568	651
管理费用	163	189	223	255	291	334
财务费用	19	39	59	68	60	80
资产减值损失	10	12	11	4	5	5
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	12	14	0	0	0
三、营业利润	164	160	70	52	196	291
加：营业外收入	10	6	8	0	0	0
减：营业外支出	7	12	8	0	0	0
四、利润总额	167	154	70	52	196	291
减：所得税	35	30	19	10	39	58
五、净利润	132	124	51	42	157	233
少数股东损益	(1)	4	(10)	(10)	(10)	(10)
归属于母公司所有者的净利润	133	121	61	52	167	243
六、基本每股收益	0.39	0.35	0.18	0.15	0.49	0.71
全面摊薄每股收益	0.26	0.24	0.12	0.10	0.33	0.47

资料来源：申万研究

5、核心假定的风险

- 4-AD 新工艺路线历经数年开发，工艺技术虽然较为成熟，2015 年进入大规模应用后实际运营情况仍有一定不确定性；
- 公司制剂产品均为仿制药，虽然竞争厂家数不多，价格体系维护难度不大，但如果后续竞品相继上市，存在竞争加剧风险；
- 公司是地方国企，此次增发方案仍需经过国资委、证监会等多个部门审批，存在一定不确定性。

合并损益表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,315	2,642	3,021	3,461
皮质激素	890	978	1,076	1,184
妇科及计生用药	630	724	833	957
麻醉及肌松系列	162	210	273	355
其他	634	730	839	965
营业总成本	2,259	2,590	2,825	3,171
营业成本	1,518	1,751	1,884	2,080
皮质激素	688	793	807	864
妇科及计生用药	273	304	325	354
麻醉及肌松系列	30	27	30	32
其他	549	627	722	830
营业税金及附加	13	15	17	20
销售费用	436	497	568	651
管理费用	223	255	291	334
财务费用	59	68	60	80
资产减值损失	11	4	5	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资收益	14	0	0	0
营业利润	70	52	196	291
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	70	52	196	291
所得税	19	10	39	58
净利润	51	42	157	233
少数股东损益	(10)	(10)	(10)	(10)
归属于母公司所有者的净利润	61	52	167	243

资料来源:申万研究

合并现金流量表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	51	42	157	233
加: 折旧摊销减值	73	69	70	70
财务费用	60	68	60	80
非经营损失	(16)	0	0	0
营运资本变动	(105)	(61)	(63)	(76)
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	63	117	223	307
资本开支	188	0	0	0
其它投资现金流	3	0	0	0
投资活动现金流	(180)	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0
负债净变化	57	112	112	112
支付股利、利息	144	68	60	80
其它融资现金流	0	0	0	0
融资活动现金流	113	44	52	31
净现金流	(9)	161	275	339

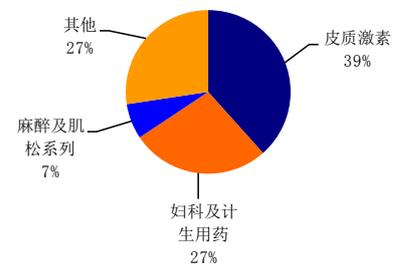
资料来源:申万研究

关键假设

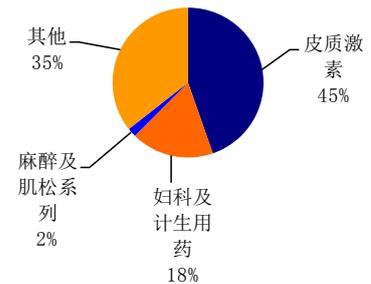
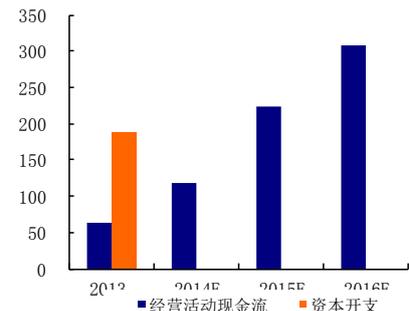
	2013	2014E	2015E	2016E
皮质激素收入增速	9%	10%	10%	10%
妇科及计生收入增速	9%	15%	15%	15%
麻醉收入增速	21%	30%	30%	30%
毛利率	34%	34%	38%	40%
销售费用率	19%	19%	19%	19%
管理费用率	10%	10%	10%	10%
财务费用	59	68	60	80

收入结构

2013年收入结构


成本结构

2013年成本结构


资本开支与经营活动现金流


合并资产负债表

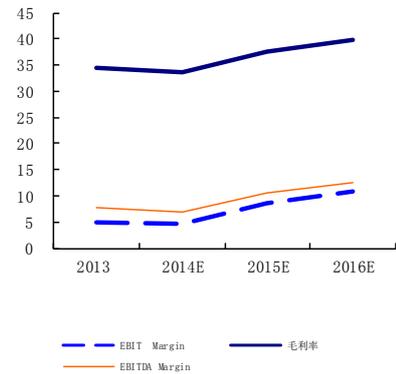
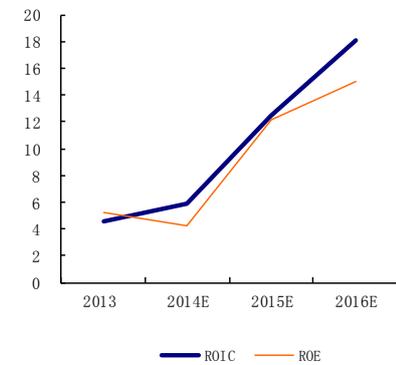
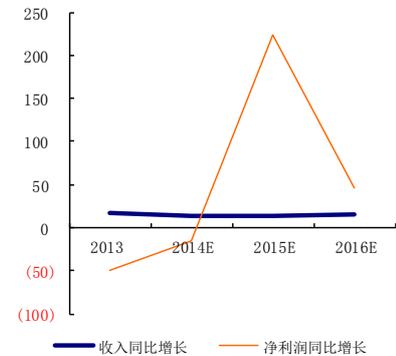
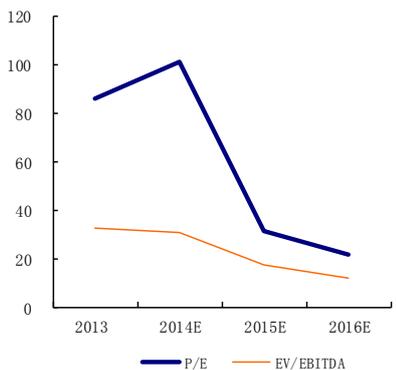
百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,401	1,685	2,056	2,521
现金及等价物	290	451	726	1,065
应收款项	602	646	696	755
存货净额	509	588	634	701
其他流动资产	0	0	0	0
长期投资	126	126	126	126
固定资产	1,094	1,030	967	904
无形资产及其他资产	134	132	130	129
资产总计	2,754	2,973	3,280	3,680
流动负债	1,340	1,406	1,444	1,499
短期借款	653	653	653	653
应付款项	430	496	533	589
其它流动负债	208	208	208	208
非流动负债	232	343	455	567
负债合计	1,572	1,750	1,899	2,066
股本	341	341	341	341
资本公积	582	582	582	582
盈余公积	92	98	116	143
未分配利润	141	187	336	551
少数股东权益	25	15	5	(5)
股东权益	1,182	1,224	1,381	1,613
负债和股东权益合计	2,754	2,973	3,280	3,680

资料来源:申万研究

重要财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)				
每股收益	0.12	0.10	0.33	0.47
每股经营现金流	0.12	0.23	0.44	0.60
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.26	2.36	2.69	3.16
关键运营指标(%)				
ROIC	4.5	5.8	12.5	18.1
ROE	5.2	4.3	12.1	15.0
毛利率	34.4	33.7	37.7	39.9
EBITDA Margin	7.7	7.0	10.6	12.6
EBIT Margin	5.0	4.5	8.5	10.7
收入同比增长	16.2	14.1	14.3	14.6
净利润同比增长	(49.7)	(14.8)	223.5	45.3
资产负债率	57.1	58.8	57.9	56.2
净资产周转率	2.00	2.19	2.20	2.14
总资产周转率	0.84	0.89	0.92	0.94
有效税率	34.8	20.0	20.0	20.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)				
P/E	85.8	100.7	31.1	21.4
P/B	4.5	4.3	3.8	3.2
EV/Sale	2.5	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	32.1	30.5	17.0	12.0

资料来源:申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。