

**【广发医药&海外】中国生物制药 (01177.HK)**
**集采品种承压，期待新品放量**

公司评级	买入
当前价格	10.68 港元
合理价值	14.22 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-03-31

**核心观点:**

\*如非特别说明，本报告货币为人民币

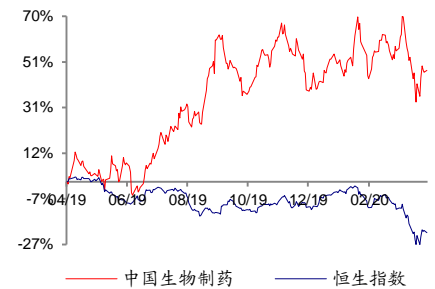
- **收入增长 16.0%，调整后归母净利润增长 10.2%，Q4 业绩略逊于预期。**公司公告 2019 年业绩，收入 242.3 亿元，同比增长 16.0%；调整后归母净利润 31.3 亿元（去除收购泰德产生的无形资产摊销费用和权益投资影响），同比增长 10.2%；调整后每股盈利 24.97 分，同比增长 8.7%；归母净利润 27.1 亿元，同比下降 70.1%。派息每股 2 港仙。
- **肿瘤增长强劲，集采品种承压，期待新品放量。**肿瘤领域收入 54.28 亿元（同比+70.3%），收入占比提升至 22.4%（+7.1pct）。雷替曲赛（7.05 亿元，同比+37.5%），达沙替尼（2.25 亿元，同比+36.8%），硼替佐米（1.67 亿元，同比+125.7%）等产品增长显著。考虑来那度胺、硼替佐米、阿比特龙、吉非替尼、氟维司群等肿瘤新产品的上市及安罗替尼新适应症的拓展，2020 年肿瘤板块有望维持高速增长，成为公司贡献收入和利润最高的领域。公司以恩替卡韦为代表的全国集采品种在 2019 年 Q4 承压，肝病领域单季度下滑约 45%。但必须看到 2020 年以来公司已上市包括吸入用布地奈德混悬液等多个优质产品，新产品的销售有望弥补集采品种的下滑，并使公司产品结构不断优化。
- **迎来研发收获期，新产品支撑长期成长。**公司指引 2020-2022 年可获得新药批件 29/34/35 个，数量位居上市公司第一，未来 5 年可推出 10-20 种 1.1 类创新药，超过 10 种生物药。不断批量上市的优质仿制药、难仿药和陆续上市的创新药将成为公司强者恒强的重要驱动力。
- **盈利预测及投资建议：**预计 20-21 年收入增速 13.8%/14.4%，归母净利润增速 14.0%/14.9%，EPS 为 0.28/0.32 元/股。采用 DCF 方法得到公司合理价值为 14.22 港元/股，公司肿瘤和呼吸产品线产品放量可期，即将迎来 PD-1/PD-L1 和生物类似药收获期，维持“买入”评级。
- **风险提示** 仿制药降价超预期；研发进度低于预期；行业政策风险

**盈利预测:**

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14,819	20,889	24,234	27,579	31,546
增长率(%)	9.4%	41.0%	16.0%	13.8%	14.4%
EBITDA(百万元)	3,537	4,759	5,907	6,895	7,831
归母净利润(百万元)	2,171	9,046	2,708	3,086	3,547
增长率(%)	32.6%	316.7%	-70.1%	14.0%	14.9%
EPS (元/股)	0.28	0.23	0.25	0.28	0.32
市盈率 (P/E)	34.68	42.23	39.01	34.84	30.79
市净率 (P/B)	8.60	4.52	4.32	3.93	3.56
EV/EBITDA	24.7	30.3	25.8	21.2	18.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

本表货币为人民币

**相对市场表现**

**分析师:**

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

**分析师:**

马步云



SAC 执证号: S0260519080009

SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

**相关研究:**

【广发医药&海外】中国生物制药 (01177.HK): 重磅首仿布地奈德获批, 拉开进口替代帷幕 2020-02-28

【广发医药&海外】中国生物制药 (01177.HK): 肿瘤表现靓丽, 多个领域稳健增长 2019-11-27

【广发医药&海外】中国生物制药 (01177.HK): 肿瘤业务持续高增长, 进入研发收获期 2019-08-30

## 目录索引

一、肿瘤增长强劲，4 季度业绩略逊预期.....	4
（一）肝病领域：集采负面影响于 2019Q4 开始明显体现.....	5
（二）肿瘤领域：业绩增长最主要的驱动力.....	6
（三）心血管领域：集采品种颓势渐显，新产品销售可期.....	7
（四）呼吸科领域：持续强劲增长，重磅产品布地奈德获批.....	7
（五）其他疾病领域：消化系统增速最快，二线品种表现较好.....	8
二、研发费用：维持较高占比，转化有望再加快.....	9
（一）新获批和待获批产品为公司长期成长驱动力.....	10
三、财务分析：毛利率略有下降，期间费用率稳定.....	14
四、估值与投资建议：长期成长可期.....	14
五、风险提示.....	15

## 图表索引

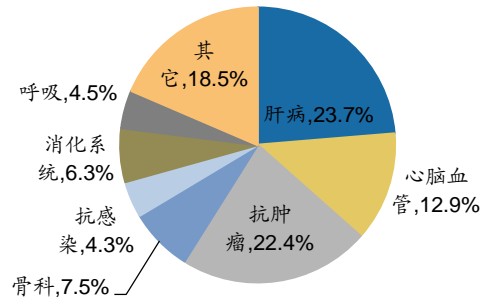
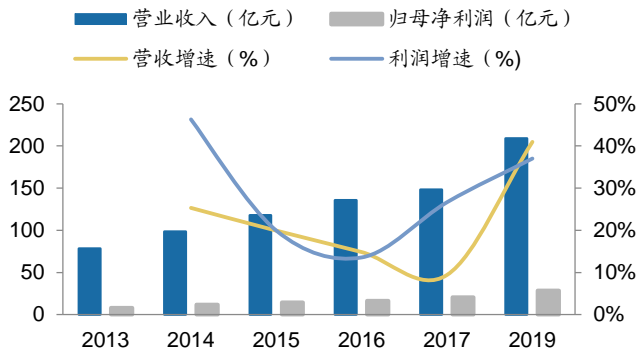
图 1: 中国生物制药收入和利润增长 (亿元) .....	4
图 2: 中国生物制药收入拆分 (2019 年 Q3) .....	4
图 3: 中国生物制药各疾病领域收入占比变化 (2013-2019 年) .....	4
图 4: 中国生物制药研发费用支出增长 (百万元) .....	9
图 5: 中国生物制药研发项目领域分布 (截至 2019 年) .....	9
图 6: 中国生物制药利润率情况.....	14
图 7: 中国生物制药期间费用率情况 .....	14
表 1: 中国生物制药各疾病领域收入和占比情况 (百万元) .....	5
表 2: 中国生物制药肝病重点产品销售情况 .....	5
表 3: 中国生物制药肿瘤用药重点产品销售情况 .....	6
表 4: 中国生物制药心血管用药重点产品销售情况 .....	7
表 5: 中国生物制药呼吸领域重点产品销售情况 .....	7
表 6: 中国生物制药其他疾病领域重点产品销售情况.....	8
表 7: 中国生物制药 2019 至今已获批的产品 .....	10
表 8: 中国生物制药 2020-2022 待获批品种 .....	11
表 9: 中国生物制药创新药储备.....	12
表 10: 中国生物制药生物药储备.....	13
表 11: 中国生物制药现金流假设 (百万元) .....	14
表 12: 中国生物制药 WACC 核心假设 .....	15
表 13: 中国生物制药的 DCF 估值.....	15

## 一、肿瘤增长强劲，4 季度业绩略逊预期

公司2019年实现收入242.3亿元，同比增长16.0%；调整后归母净利润31.3亿元（去除收购泰德产生的无形资产摊销费用和权益投资影响），同比增长10.2%；调整后每股盈利24.97分，同比增长8.7%，公司2019年4季度的业绩略逊预期。4季度派息每股2港仙，连同前3季度，全年合计派息每股8港仙。

图1：中国生物制药收入和利润增长（亿元）

图2：中国生物制药收入拆分（2019年）

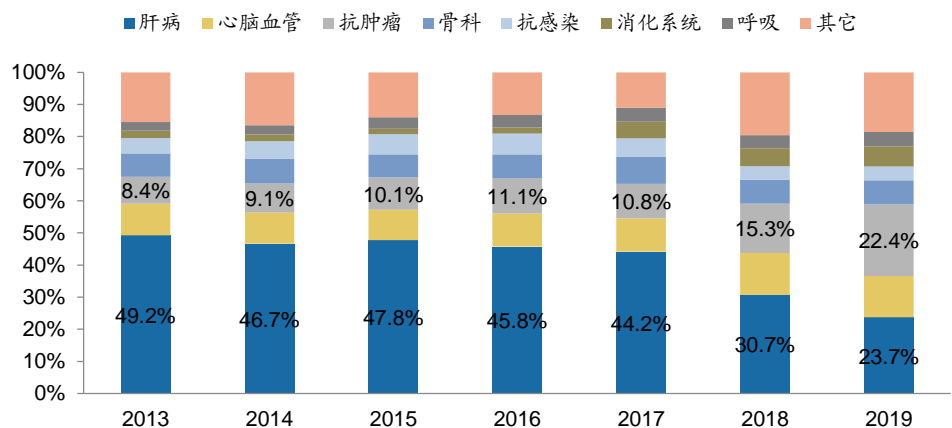


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从各领域收入和增长来看，肿瘤板块在安罗替尼和新产品的快速放量的推动下增长靓丽，2019年收入占比已经提升到22.4%。肝病由于全国集采的冲击销售占比下降明显，2019年已下降至23.7%。肿瘤的占比即将超过肝病领域。

图3：中国生物制药各疾病领域收入占比变化（2013-2019年）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表1: 中国生物制药各疾病领域收入和占比情况 (百万元)

疾病领域	2018年上半年		2019年上半年			2018年		2019年		
	销售额	占比	销售额	占比	增速 (%)	销售额	占比	销售额	占比	增速 (%)
肝病	3339	34.3%	3292	26.3%	-1.4%	6417	30.7%	5740	23.7%	-10.6%
抗肿瘤	1045	10.7%	2566	20.5%	145.5%	3188	15.3%	5428	22.4%	70.3%
心脑血管	1374	14.1%	1697	13.5%	23.5%	2743	13.1%	3116	12.9%	13.6%
镇痛	959	9.9%	1030	8.2%	7.4%					
骨科	819	8.4%	918	7.3%	12.1%	1563	7.5%	1809	7.5%	15.7%
消化系统	571	5.9%	763	6.1%	33.6%	1178	5.6%	1530	6.3%	29.9%
呼吸	426	4.4%	573	4.6%	34.5%	834	4.0%	1085	4.5%	30.0%
抗感染	504	5.2%	567	4.5%	12.5%	879	4.2%	1032	4.3%	17.5%
肠外营养	327	3.4%	374	3.0%	14.4%					
糖尿病	64	0.7%	79	0.6%	23.4%					
其它	297	3.1%	670	5.3%	124.9%	4086	19.6%	4494	18.5%	10.0%

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

### (一) 肝病领域: 集采负面影响于 2019Q4 开始明显体现

2019年公司肝病领域实现收入57.40亿元, 同比下滑10.6%, 单2019年4季度, 公司肝病领域收入7.74亿元, 同比下降45.4%。肝病领域销售额大幅下降主要由于核心抗病毒系列产品恩替卡韦在全国集采中价格大幅下降。我们预计2020年公司肝病板块将延续下滑趋势。

表2: 中国生物制药肝病重点产品销售情况

单位: 百万元人民币	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
肝病用药	6203	6543	6417	5740	1742	1551	1674	774
肝病用药增速 (%)	10.0%	5.5%	-1.9%	-10.6%	-2.2%	-0.5%	0.7%	-45.4%
保肝降酶系列	2376	2439	2230		581	653	738	
	-0.6%	2.6%	-8.5%		1.5%	17.1%	19.5%	
甘利欣(甘草酸二铵)注射液及胶囊	112	110	92		22	20	28	
增速 (%)	-16.3%	-1.7%	-15.8%		-18.6%	2.7%	1.3%	
天晴甘平(甘草酸二铵)肠溶胶囊	414	404	429	525	123	134	164	104
增速 (%)	-3.5%	-2.4%	6.2%	22.5%	18.0%	31.5%	32.6%	5.1%
天晴甘美(异甘草酸镁)注射液	1851	1925	1709	1804	436	499	546	323
增速 (%)	1.2%	4.0%	-11.2%	5.5%	-1.2%	14.3%	17.1%	-11.7%
抗病毒系列	3776	4011	4113		1145	836	917	
增速 (%)	18.0%	6.2%	2.6%		-3.5%	-13.8%	-12.7%	
名正(阿德福韦酯)胶囊	437	324	220		52	37	42	
增速 (%)	-22.3%	-25.9%	-32.0%		-34.0%	-22.8%	-22.4%	
润众(恩替卡韦)分散片	3024	3169	3258		895	705	736	
增速 (%)	19.6%	4.8%	2.8%		-4.9%	-11.3%	-12.1%	
天丁(马来酸恩替卡韦)片	235	389	422		121	58	55	
增速 (%)	117.9%	65.5%	8.4%		0.6%	-38.5%	-53.2%	
甘泽(恩替卡韦)胶囊	79	129	136		35	36	44	

增速 (%)	62.3%	5.4%		4.2%	7.5%	4.3%	
晴众(富马酸替诺福韦二吡呋酯)片		77		42		41	
增速 (%)				209%			
肝病其他药物	51	94	73	16	22	19	

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## (二) 肿瘤领域：业绩增长最主要的驱动力

2019年公司抗肿瘤领域实现收入54.28亿元，同比增长70.3%，收入占比提升至22.4% (+7.1pct)。抗肿瘤表现较好的产品包括：雷替曲赛（7.05亿元，同比+37.5%），达沙替尼（2.25亿元，同比+36.8%），卡培他滨（2.14亿元，同比+26.6%），硼替佐米（1.67亿元，同比+125.7%）等。考虑新获批产品和安罗替尼（增加新适应症）2020年继续放量，预计2020年肿瘤板块将成为贡献收入和利润最大的板块。

表3：中国生物制药肿瘤用药重点产品销售情况

单位：百万元人民币	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
抗肿瘤用药	1503	1597	3188	5428	1231	1334	1637	1226
	26.2%	6.2%	99.6%	70.3%	177.2%	122.1%	31.1%	36.9%
赛维健(雷替曲塞)注射液	297	334	512	705	155	189	200	161
增速 (%)	18.6%	12.4%	53.5%	37.5%	48.6%	59.1%	20.6%	30.0%
晴唯可(注射用地西他滨)	134	170	216		56	52	61	
增速 (%)	17.1%	26.9%	27.3%		8.1%	2.4%	-11.3%	
首辅(卡培他滨)片	153	161	169	214	52	56	65	41
增速 (%)	67.0%	5.1%	4.9%	26.6%	16.5%	57.0%	22.8%	14.5%
格尼可(甲磺酸伊马替尼)胶囊	133	174	240		65	49	46	
增速 (%)	35.5%	31.2%	37.9%		13.0%	-3.5%	-36.2%	
依尼舒(达沙替尼)片	74	109	164	225	59	56	67	43
增速 (%)	62.6%	46.6%	51.2%	36.8%	61.1%	57.4%	31.0%	4.7%
止若(盐酸帕洛诺司琼)注射液	335	242	142		31	36	3	
增速 (%)	9.7%	-27.7%	-41.3%		-25.5%	-12.4%		
天晴依泰(唑来膦酸)注射液	204	215	208		55	54	61	
增速 (%)	7.2%	5.3%	-3.1%		-4.2%	4.9%	12.8%	
安显(来那度胺)片				176	69	28		
千平(硼替佐米)注射剂			74	167	36	41		39
				125.7%				
晴可舒(醋酸阿比特龙)片								
若善(盐酸帕洛司琼)胶囊								
益九(硼替佐米)注射剂								
抗肿瘤用药其他产品	173	192	1536		653	772	979	

数据来源：公司财报、公司业绩简报、广发证券发展研究中心

### （三）心血管领域：集采品种颓势渐显，新产品销售可期

2019年公司心血管领域实现收入31.16亿元，同比增长13.6%。表现较好的产品为凯那，收入5.13亿元，增长25.1%。南京正大天晴的集采品种依伦平收入9.1亿元，同比增长16.2%，但是单4季度1.77亿，同比略微增长0.3%；托妥收入7.54亿元，同比增长14.8%，但是单4季度1.41亿，同比下降12.3%。心血管集采品种受到的冲击开始显现。考虑公司2019年以来新获批阿哌沙班、替格瑞洛、利伐沙班、达比加群酯等产品，心血管领域的增长仍值得期待。

表4：中国生物制药心血管用药重点产品销售情况

单位：百万元人民币	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
心脑血管用药	1381	1525	2743	3116	782	914	798	621
增速(%)	24.6%	10.4%	79.8%	13.6%	38.1%	13.2%	2.8%	4.9%
依伦平(厄贝沙坦/氢氯噻嗪)片	538	634	784	910	233	262	239	177
增速(%)	21.4%	17.9%	23.6%	16.2%	10.3%	40.6%	13.7%	0.3%
托妥(瑞舒伐他汀)钙片	537	567	656	754	187	212	213	141
增速(%)	38.2%	5.7%	15.7%	14.8%	7.5%	45.0%	21.9%	-12.3%
天晴宁(羟乙基淀粉130)注射液	170	173	148		34	38	42	
增速(%)	7.6%	1.7%	-14.3%		-19.2%	11.6%	-2.2%	
凯时(前列地尔)注射液(未合并)	1219	1090	756		172	210	122	
增速(%)	-4.0%	-10.6%	-30.6%		-4.6%	-3.1%	-34.9%	
凯那(贝前列素钠)片(未合并)	291	365	410	513	112	132	128	141
增速(%)	21.0%	25.4%	12.2%	25.1%	12.8%	30.1%	24.9%	32.1%
心脑血管其他用药	137	151			44		54	

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### （四）呼吸科领域：持续强劲增长，重磅产品布地奈德获批

2019年公司呼吸领域实现收入10.85亿元，同比增长30.0%。核心产品天晴速乐销售额6.27亿元，同比增长24.3%，但是单4季度销售1.26亿元，同比增长3.9%。公司呼吸科重磅产品布地奈德于2020年2月获批上市，该品种目前原研在国内终端销售超过60亿，作为难仿药的首仿产品上市后有望迅速贡献可观的销售额，未来3年公司呼吸领域高速发展可期。

表5：中国生物制药呼吸领域重点产品销售情况

单位：百万元人民币	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
呼吸系统用药	528	657	834	1085	298	275	270	241
增速(%)	24.4%	24.4%	27.0%	30.0%	19.2%	55.8%	33.1%	17.8%
天晴速乐(塞托溴铵)粉雾吸入剂	316	413	505	627	178	155	168	126
增速(%)	24.2%	30.7%	22.2%	24.3%	15.5%	52.3%	31.9%	3.9%
正大素克(克洛己新)片	161	172	203		66	64	51	
增速(%)	28.1%	6.7%	17.8%		3.4%	48.6%	8.3%	
中畅(福多司坦)片		35	86		40.6		35	

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### （五）其他疾病领域：消化系统增速最快，二线品种表现较好

**骨科：**销售额18.09亿，同比增长15.7%，二线产品依固（唑来膦酸）注射液（3.15亿，同比增长68.8%）表现靓丽。

**抗感染：**销售额10.32亿元，同比增长17.5%，二线品种天解（注射用替加环素）销售额3.08亿元，同比增长37.5%。

**消化系统：**销售额15.30亿元，同比增长29.9%，艾速平（艾司奥美拉唑钠）注射液表现继续强劲，收入9.49亿元，同比增长26.5%。泰德的二线产品得佑（链霉蛋白酶）颗粒销售额1.77亿元，同比增长66.8%。葛泰(地奥司明)片2019年4季度增长强劲，2019年去年收入3.27亿元，同比增长37.6%。

**镇痛：**得百安（氟比洛芬巴布膏）收入10.67亿元，同比增长42.4%。但是我们预计镇痛领域的集采品种凯纷（氟比洛芬脂注射剂）压力较大。

整体来看，公司一批销售额1-3亿元及5-8亿元的二线品种增长较快，与新上市的产品一起弥补了部分集采品种的下滑，并推动整体收入维持增长。

表6：中国生物制药其他疾病领域重点产品销售情况

单位：百万元人民币	2016	2017	2018	2019	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
骨科用药	1000	1251	1563	1809	422	496	488	404
	17.8%	25.1%	25.0%	15.7%	17.5%	7.8%	32.2%	7.6%
新骨化三醇胶丸	724	848	1001	1047	259	288	273	227
增速 (%)	8.6%	17.1%	18.1%	4.6%	5.9%	-7.1%	21.4%	2.5%
九力(盐酸氨基葡萄糖)片	180	243	314		78	108	104	
增速 (%)	-1.6%	35.1%	29.3%		29.6%	30.5%	33.4%	
依固(唑来膦酸)注射液	49	102	187	315	70	85	92	68
增速 (%)		109.2%	82.4%	68.8%	79.7%	73.7%	78.8%	44.0%
抗感染用药	867	847	879	1032	293	273	272	194
增速 (%)	18.5%	-2.3%	3.7%	17.5%	-3.2%	36.1%	28.7%	18.4%
天册(比阿培南)注射液	644	637	567	564	178	150	148	88
增速 (%)	3.9%	-1.1%	-10.9%	-0.5%	-13.8%	16.3%	13.5%	-12.9%
天解(注射用替加环素)	109	155	224	308	84	89	84	51
增速 (%)	50.5%	42.5%	44.5%	37.5%	19.2%	77.6%	40.7%	16.3%
天礼(利奈唑胺葡萄糖注射液)					22	26		
增速 (%)					54.6%			
消化系统用药	257	763	1178	1530	355	408	431	335
增速 (%)	28.3%	196.6%	54.3%	29.9%	35.6%	32.0%	30.9%	21.0%
艾速平(艾司奥美拉唑钠)注射液	36	469	750	949	230	255	291	173
增速 (%)		1205.5%	59.9%	26.5%	32.0%	32.2%	40.4%	-1.5%
葛泰(地奥司明)片	193	218	238	327	62	86	79	100
增速 (%)	22.8%	12.8%	9.1%	37.6%	8.2%	42.5%	13.7%	97.5%



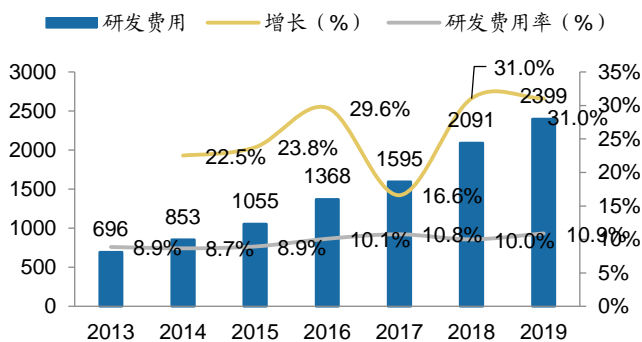
得佑 (链霉蛋白酶) 颗粒	49	106	177	41	44	
增速 (%)			66.8%	169.4%		
肠外营养用药	758	703	686	156	217	165
增速 (%)	3.7%	-7.3%	-2.5%	3.0%	23.7%	-16.3%
新海能 (混合糖电解质) 注射液	552	492	492	113	152	136
增速 (%)	-4.1%	-10.8%	-0.1%	7.2%	21.8%	-7.7%
丰海能果糖注射液	205	203	182	40		43
增速 (%)	3.7%	-0.9%	-10.1%	-8.4%	0	-8.0%
糖尿病用药		108	131	42	37	43
增速 (%)				26.5%	20.3%	19.9%
泰白 (二甲双胍) 片	74	89	115	37	34	39
增速 (%)		20.6%	20.6%	32.9%	27.6%	20.9%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、研发费用: 维持较高占比, 转化有望再加快

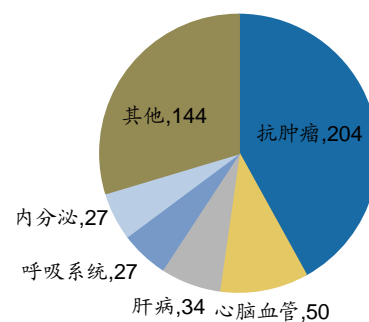
2019年公司研发支出共计26.52亿元, 占收入比例10.9%, 其中资本化2.5亿元, 研发费用化23.99亿元。公司研发费用在A+H上市药企中仅低于百济神州和恒瑞医药。公司已累计有临床批件、正在进行临床试验和申报生产的在研产品共计486件, 布局在肝病及抗病毒、抗肿瘤、呼吸系统、镇痛和心脑血管等领域。公司主动对研发进行调整, 将精力放在重点产品的进度上, 保证首仿药的数量以及重点产品速度位于第一梯队, 未来临床转化的进一步加快值得期待。

图4: 中国生物制药研发费用支出增长 (百万元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图5: 中国生物制药研发项目领域分布 (截至2019年)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## (一) 新获批和待获批产品为公司长期成长驱动力

表7: 中国生物制药2019至今已获批的产品

2020年	通用名	领域	适应症	药品类别	子公司
1	肿瘤	注射用福沙匹坦双葡甲胺(欧盟)	化药	仿制	正大天晴
2	骨科消炎止痛	塞来昔布胶囊	化药	仿制	正大清江
3	心脑血管	依达拉奉氯化钠注射液	化药	首仿	正大丰海
4	血液制品	人血白蛋白	生物药	独家经销	南京正大天晴
5	肿瘤	氟维司群注射液(美国 ANDA)	化药	仿制	正大天晴
6	肿瘤	氟维司群注射液(德国上市)	化药	仿制	正大天晴
7	呼吸	吸入用布地奈德混悬液	化药	首仿	正大天晴
8	内分泌	磷酸西格列汀片	化药	首仿	正大天晴
9	呼吸	孟鲁司特钠颗粒	化药	仿制	正大丰海
10	抗感染	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	化药	仿制	南京正大天晴
11	心血管	达比加群酯胶囊	化药	首仿	正大天晴

2019年	产品名称	治疗领域	适应症	药品类别	子公司
1	肿瘤	来那度胺胶囊	化药	仿制	正大天晴
2	心脑血管	安立生坦片	化药	仿制	正大天晴
3	肿瘤	吉非替尼片	化药	仿制	正大天晴
4	心脑血管	阿哌沙班片	化药	仿制	正大天晴
5	肝病	替诺福韦二吡啶酯片(欧盟)	化药	仿制	正大天晴
6	肿瘤	盐酸帕洛诺司琼注射液(补充申请)	化药	仿制	正大天晴
7	肝病	钆塞酸二钠注射液	化药	首仿	正大天晴
8	抗感染	注射用醋酸卡泊芬净	化药	仿制	正大天晴
9	生殖健康	他达拉非片	化药	仿制	南京正大天晴
10	心脑血管	替格瑞洛片	化药	仿制	南京正大天晴
11	肿瘤	盐酸安罗替尼胶囊(新增适应症: 软组织肉瘤)	化药	创新药	正大天晴
12	抗感染	盐酸莫西沙星注射液	化药	仿制	南京正大天晴
13	肿瘤	醋酸阿比特龙片	化药	仿制	正大天晴
14	心脑血管	利伐沙班片	化药	仿制	正大天晴
15	肿瘤	盐酸安罗替尼胶囊(新增适应症: 小细胞肺癌)	化药	创新药	正大天晴
16	类风湿关节炎	枸橼酸托法替布片	化药	首仿	正大天晴
17	肿瘤	注射用阿扎胞苷	化药	首仿	正大天晴
18	心脑血管	替格瑞洛片(美国 ANDA)	化药	仿制	北京泰德
19	肿瘤	注射用福沙匹坦双葡甲胺	化药	仿制	正大天晴
20	肿瘤	来那度胺胶囊(药品补充申请)	化药	仿制	正大天晴
21	消化系统	注射用艾司奥美拉唑钠	化药	仿制	正大丰海
22	肝病	注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	化药	仿制	正大天晴
23	肿瘤	注射用盐酸苯达莫司汀	化药	首仿	正大天晴
24	心脑血管	阿加曲班注射液	化药	仿制	南京正大天晴
25	肿瘤	注射用硼替佐米(药品补充申请)	化药	仿制	南京天晴
26	心脑血管	替格瑞洛片	化药	仿制	正大天晴

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

表8: 中国生物制药2020-2022待获批品种

2020年		2021年		2022年	
通用名	领域	通用名	领域	通用名	领域
1 注射用福沙匹坦双葡甲胺(欧盟)	肿瘤 骨科消炎	PD-1 单抗	肿瘤	PD-L1 单抗	肿瘤
2 塞来昔布胶囊	止痛	利妥昔单抗	肿瘤	曲妥珠单抗	肿瘤
3 依达拉奉氯化钠注射液	心脑血管	阿达木单抗注射液	自身免疫	贝伐珠单抗	肿瘤
4 人血白蛋白	血液制品	注射用重组人凝血因子八	血友病	艾酚福韦片	肝病
5 氟维司群注射液 (ANDA)	肿瘤	注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	肿瘤	依维莫司片	肿瘤
6 氟维司群注射液(德国上市)	肿瘤	甲磺酸仑伐替尼胶囊	肿瘤	曲氟尿苷替匹嘧啶片	肿瘤
7 吸入用布地奈德混悬液	呼吸	沙美特罗氟替卡松粉吸入剂	呼吸	氢溴酸伏硫西汀片	精神
8 磷酸西格列汀片	内分泌	氟维司群注射液	肿瘤	阿瑞匹坦胶囊	肿瘤
9 孟鲁司特钠颗粒	呼吸	注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠	抗感染	酒石酸阿福特罗雾化吸入溶液	呼吸 多适应
10 盐酸莫西沙星氯化钠注射液	抗感染	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	消化	TQ-B3525 片(化学创新药)	抗肿瘤
11 达比加群酯胶囊	心脑血管	沙库巴曲缬沙坦钠片	心脑血管	TQ-B3101 胶囊(化学创新药)	血液瘤 阿兹海
12 注射用左旋泮托拉唑钠	消化	磷丙替诺福韦片	肝病	里斯的明贴剂	默症
13 泊马度胺胶囊	肿瘤	碘克沙醇注射液	造影剂	洛索洛芬钠凝胶贴膏	骨科
14 沙格列汀片	内分泌	苹果酸舒尼替尼胶囊	肿瘤	罗替戈汀贴剂	帕金森
15 恩曲他滨替诺福韦片 安罗替尼胶囊(新增适应症: 甲状腺髓样癌)	抗感染	恩格列净片	内分泌	西格列汀二甲双胍缓释片	内分泌
16 腺髓样癌)	肿瘤	卡格列净片	内分泌	培唑帕尼片	抗肿瘤
17 维格列汀片	内分泌	马来酸阿法替尼片	肿瘤	甲磺酸仑伐替尼胶囊	抗肿瘤 心脑血管
18 苯磺顺阿曲库铵注射液	麻醉	注射用醋酸地加瑞克	肿瘤	氯氯地平阿托伐他汀钙片	管
19 依托考昔片	骨科	右兰索拉唑肠溶胶囊	消化	富马酸丙酚替诺福韦片	抗感染
20 阿哌沙班	心脑血管	安罗替尼胶囊(第五适应症: 分化型甲状腺癌)	肿瘤	阿瑞匹坦胶囊	肿瘤
21 利伐沙班	心脑血管	帕立骨化醇注射液	骨科	鲁比前列酮软胶囊	消化
22 硫酸氯吡格雷	心脑血管	立马前列素片	椎管狭窄	罗沙司他胶囊	泌尿
23 碘帕醇注射液	造影剂	索磷布韦片	抗感染	骨化三醇口服液	骨科
24 盐酸伊达比星冻干粉	肿瘤	磷酸西格列汀片	内分泌 类风湿关节	艾地骨化醇胶囊	骨科
25 转化糖注射液	肠外营养	枸橼酸托法替布片	炎	琥珀酸咪罗曲坦片	偏头疼
26 螺内酯片(补充申请)	水肿疾病	奥美沙坦酯氯氯地平片	心脑血管	奥美钠镁咀嚼片	消化
27 TY01 素乾	特医	托伐普坦片	心脑血管	盐酸托罗西汀胶囊(药品补充申请批件)	注意缺陷
28 TY02 恬能	特医	马昔腾坦片	心脑血管	盐酸托罗西汀口服液	注意缺陷

29	TY04 海唯舒	特医	舒更葡萄糖注射液	手术麻醉	福多司坦口服溶液	呼吸
30			依达拉奉注射液	心脑血管	盐酸替罗非班氯化钠注射液	心血管
31			聚普瑞锌颗粒	消化	盐酸右美托咪定氯化钠注射液	麻醉
32			TY021 田能欣	特医	TY13 海维安	特医
33			枸橼酸托法替布片	类风关	洛索洛芬钠凝胶	镇痛
34			骨化三醇软膏	骨科	阿普斯特片	银屑病
35					艾拉莫德片	类风关

数据来源：公司业绩简报、广发证券发展研究中心

表9：中国生物制药创新药储备

项目名称	目前进度	治疗领域	适应症
TQA3563	01.申报临床/BE 备案前研究	消化领域	非酒精性脂肪性肝
TQA3609	01.申报临床/BE 备案前研究	肝病领域	丙肝
TQA3621	01.申报临床/BE 备案前研究	肝病领域	抗炎、保护肝细胞膜及改善肝功能
TQB3303	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	乳腺癌
TQB3454	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	脑星形细胞瘤
TQB3473	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	慢性淋巴性白血病
TQB3558	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	疼痛和癌症
TQB3562	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	治疗实体瘤
TQB3602	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	多发性骨髓瘤
TQB3728	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	用于术后辅助治疗三阴乳腺癌
TQB3804	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	非小细胞肺癌
TQB3811	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	镇痛
TQC3564	01.申报临床/BE 备案前研究	呼吸领域	哮喘、过敏性鼻炎和特应性鼻炎
TQC3721	01.申报临床/BE 备案前研究	呼吸领域	慢性阻塞性肺病和哮喘
TQD3548	01.申报临床/BE 备案前研究	抗感染	抗生素
TQA3572	01.申报临床/BE 备案前研究	肝病领域	HCV
TQA3526	03.取得临床批件/BE 备案号	肝病领域	非酒精性脂肪性肝炎、原发性胆汁性肝硬变等
TQB3474	03.取得临床批件/BE 备案号	肿瘤领域	实体瘤
TQB3616	03.取得临床批件/BE 备案号	肿瘤领域	拟用于激素受体阳性、人表皮生长因子受体 2 阴性晚期或转移性乳腺癌的治疗
TQF3354	03.取得临床批件/BE 备案号	内分泌	治疗 2 型糖尿病
AL2846	05.临床一期	肿瘤领域	治疗进展性和转移性甲状腺髓样癌、肝癌、前列腺癌、神经胶质瘤、胃癌和非小细胞肺癌
TQ-A3326	05.临床一期	肝病领域	治疗 HCV 基因 1、3 型感染
TQ-A3334	05.临床一期	肝病领域	拟用于乙型病毒性肝炎的治疗
TQ-B3101	05.临床一期	肿瘤领域	拟用于间变性淋巴瘤激酶阳性的局部晚期和转移的非小细胞肺癌、胃癌、淋巴瘤
TQ-B3139	05.临床一期	肿瘤领域	拟用于 ALK 阳性的肺癌、神经母细胞瘤、弥漫性大细胞淋巴瘤的治疗
TQ-B3234	05.临床一期	肿瘤领域	晚期 B-Raf V600E 突变型的黑色素瘤、结肠癌，晚期 B-Raf WT 型的胰腺癌和非小细胞肺癌
TQ-B3395	05.临床一期	肿瘤领域	本品拟用于晚期非小细胞肺癌(NSCLC)，HER2 阳性的晚期乳腺癌，以及咽鳞癌、食道癌
TQ-F3083	05.临床一期	内分泌领	拟用于成人 II 型糖尿病
TQB3399	05.临床一期	肿瘤领域	骨髓增殖性疾病
TQB3455	05.临床一期	肿瘤领域	急性粒细胞白血病
TQB3456	05.临床一期	肿瘤领域	拟用于治疗表皮生长因子受体 (EGFR) 发生突变的肿瘤患者

TQB3525	05.临床一期	肿瘤领域	拟用于 PI3KCA 突变或 PTEN 缺失或低表达引起的结肠癌、胃癌、乳腺癌等实体瘤的治疗
TQ-B3203	05.临床一期	肿瘤领域	结直肠癌、肺癌、前列腺癌
安罗替尼	09.申报生产/获批	肿瘤领域	多种适应症

数据来源：公司业绩简报、广发证券发展研究中心

表10：中国生物制药生物药储备

项目名称	目前进度	治疗领域	适应症
TQB3542	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	自身免疫疾病
TQB2709	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	治疗多发性骨髓瘤
TQB3569	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	黑色素瘤、肺癌和多种实体瘤
TQB2618	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	实体瘤、血液瘤
TQB2619	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	CCR4 阳性成人 T 细胞白血病，外周 T 细胞淋巴瘤，皮肤 T 细胞淋巴瘤
TQB2805	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	白血病、淋巴瘤、多发性骨髓瘤等恶性血液肿瘤
TQB2809	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	黑色素瘤，非小细胞肺癌，肾细胞癌，晚期实体瘤等
TQB2818	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	肿瘤
TQB2819	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	肿瘤
TQF2801	01.申报临床/BE 备案前研究	内分泌领域	二型糖尿病
TQF2816	01.申报临床/BE 备案前研究	内分泌领域	二型糖尿病
TQG2815	01.申报临床/BE 备案前研究	其他领域	血友病 A
TQH2722	01.申报临床/BE 备案前研究	其他领域	特异性皮炎、哮喘、嗜酸性食管炎等
TQG2813	01.申报临床/BE 备案前研究	心脑血管	冷吡啉相关周期性综合征，幼年特发性关节炎，治疗 TNF 受体相关周期综合征，肺癌
TQB2708	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	治疗慢性淋巴细胞白血病和滤泡性淋巴瘤
TQC2731	01.申报临床/BE 备案前研究	呼吸领域	哮喘，特异性皮炎
TQB2440	01.申报临床/BE 备案前研究	肿瘤领域	转移性乳腺癌/乳腺癌新辅助治疗
TQF2409	01.申报临床/BE 备案前研究	内分泌领域	治疗 2 型糖尿病
TQF2448	01.申报临床/BE 备案前研究	内分泌领域	糖尿病
TQC3566	01.申报临床/BE 备案前研究	呼吸领域	治疗严重哮喘
TQG203	01.申报临床/BE 备案前研究	其他领域	出血性疾病
门冬胰岛素	01.申报临床/BE 备案前研究	内分泌领域	治疗 1 型及 2 型糖尿病
TQF2451	02.申报临床/BE 备案	内分泌领域	用于成人 2 型糖尿病患者控制血糖
TQB2441	03.取得临床批件/BE 备案号	肿瘤领域	胃癌
TQB2450	05.临床一期	肿瘤领域	非小细胞肺癌、黑色素瘤
TQ-B2303	05.临床一期	肿瘤领域	恶性淋巴瘤和免疫性疾病
TQ-B211	07.临床三期/验证性临床	肿瘤领域	治疗 HER2 过度表达的转移性乳腺癌
TQ-B2302	07.临床三期/验证性临床	肿瘤领域	转移性结直肠癌和非小细胞肺癌
TQG202	07.临床三期/验证性临床	其他领域	出血性疾病(血友病)
TQ-Z2301	07.临床三期/验证性临床	其他领域	类风湿性关节炎

数据来源：公司业绩简报、广发证券发展研究中心

### 三、财务分析：毛利率略有下降，期间费用率稳定

毛利率同比略微下降。2019年公司实现毛利193.08亿元，同比增长15.7%，毛利率79.7%，同比略降0.2pct。但公司2019年Q4毛利率为76.5%，推测主要由于集采品种价格的大幅下降带来的毛利率下降。我们预计2020年集采品种毛利率的下降可一定程度被新上市的肿瘤药等高毛利率产品抵消。

期间费用率基本持平。公司2019年期间费用率60.0%（包含研发费用），较2018年略微提升0.1pct。2018年起公司管理费用大幅增加主要由于收购泰德之后每年新增的摊销费用，预计随着公司收入规模的不断扩大，该部分费用率将呈下降趋势。

图6：中国生物制药利润率情况

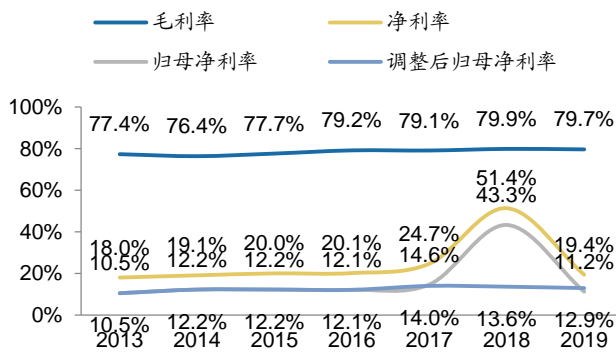
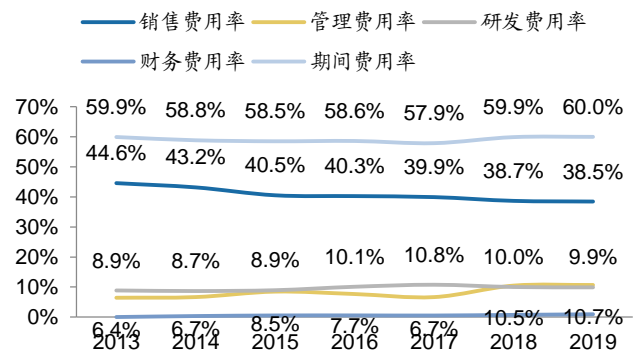


图7：中国生物制药期间费用率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 四、估值与投资建议：长期成长可期

我们预计公司2020-2021年收入分别为276/315亿元，同比增长13.8%/14.4%；归母净利润30.86/35.47亿元，同比增长14.0%/14.9%。排除泰德摊销费用的调整后净利润35.06/39.67亿元，同比增长12.0%/13.1%，调整后EPS分别为0.28/0.32元/股，当前股价对应调整后净利润34.8/30.8x PE。如果公司产品获批速度超预期或者新产品销售超预期，业绩增长有望提速。

采用DCF方法对公司进行估值，假设股权beta为0.89，WACC=9.26%，永续增长率=3.0%。我们将基础预测年份从2019年调整为2020年，终值年份由2029年调整为2030年，得到公司合理价值为14.22港元/股，维持“买入”评级。

表11：中国生物制药现金流假设（百万元）

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	5,737	6,561	7,101	8,308	9,796	11,332	13,099	14,995	17,002	18,702
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	4,876	5,577	6,036	7,062	8,327	9,632	11,134	12,746	14,452	15,897
折旧与摊销	1,159	1,269	1,389	1,510	1,630	1,750	1,870	1,990	2,111	2,322
营运资金的净变动	(270.2)	(626.1)	(624.3)	(164.5)	(193.8)	(198.8)	(222.9)	(236.5)	(248.1)	(273)

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

资本性投资	(1,503)	(1,803)	(1,803)	(1,803)	(1,803)	(1,803)	(1,803)	(1,803)	(1,803)	(1,984)
FCFF	4,262	4,417	4,997	6,604	7,959	9,380	10,978	12,696	14,511	14,511
PV(FCFF)	3,900	3,699	3,830	4,632	5,110	5,511	5,902	6,247	6,534	5,980

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表12: 中国生物制药WACC核心假设

核心假设	
WACC	9.26%
股权成本	11.21%
债权成本	4.00%
股权 Beta	0.89
无风险利率	3.00%
市场风险溢价	9.20%
目标资产负债率	25.00%
企业所得税税率	17.00%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表13: 中国生物制药的DCF估值

假设项目	
WACC	9.26%
永续增长率	3.0%
终值 (百万元, 2030 年)	2383,98
核心企业价值 (百万元)	1495,92
股票价值 (百万元)	161,205
发行股数 (百万股)	12,588
归属股东的每股净现值 (元)	12.81
归属股东的每股净现值 (港元)	14.22
汇率 (港元/人民币元)	0.90

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

- (1) 仿制药降价超预期;
- (2) 研发进度低于预期;
- (3) 行业政策风险。

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>13,780</b>	<b>18,538</b>	<b>24,913</b>	<b>30,539</b>	<b>34,733</b>
货币资金	3,692	6,235	11,911	14,988	17,306
应收及预付	5,082	4,306	4,913	5,667	6,482
存货	919	1,209	1,659	1,672	1,910
其他流动资产	4,087	6,788	6,430	8,213	9,034
<b>非流动资产</b>	<b>7,155</b>	<b>31,242</b>	<b>33,386</b>	<b>27,144</b>	<b>28,679</b>
长期股权投资	1,048	326	326	826	1,826
固定资产	3,483	5,804	6,914	7,223	8,202
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	308	22,246	21,801	16,230	15,785
其他长期资产	2,316	2,865	4,345	2,865	2,865
<b>资产总计</b>	<b>20,935</b>	<b>49,780</b>	<b>58,299</b>	<b>57,684</b>	<b>63,411</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,688</b>	<b>9,669</b>	<b>8,123</b>	<b>9,516</b>	<b>9,127</b>
短期借款	741	2,906	2,400	2,016	1,200
应付及预收	1,425	2,247	2,123	2,429	2,612
其他流动负债	3,523	4,516	3,600	5,071	5,315
<b>非流动负债</b>	<b>2,636</b>	<b>2,562</b>	<b>2,562</b>	<b>2,562</b>	<b>2,562</b>
长期借款	2,210	507	507	507	507
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	426	2,055	2,055	2,055	2,055
<b>负债合计</b>	<b>8,324</b>	<b>12,231</b>	<b>18,015</b>	<b>12,078</b>	<b>11,689</b>
股本	170	279	279	279	279
资本公积	9,506	29,770	30,833	33,919	37,467
留存收益	9,506	30,227	30,833	33,919	37,467
归属母公司股东权益	9,209	29,213	31,112	34,198	37,745
少数股东权益	3,402	8,337	9,173	11,408	13,977
<b>负债和股东权益</b>	<b>20,935</b>	<b>49,780</b>	<b>58,299</b>	<b>57,684</b>	<b>63,411</b>

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>14,819</b>	<b>20,889</b>	<b>24,234</b>	<b>27,579</b>	<b>31,546</b>
营业成本	-3,091	-4,197	-4,926	-5,930	-6,782
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-5,918	-8,079	-9,320	-10,618	-12,145
管理费用	-987	-2,190	-2,589	-2,482	-2,839
研发费用	1,595	2,091	2,399	2,896	3,312
财务费用	-78	-153	-230	-104	-83
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	409	60	100	200	200
<b>营业利润</b>	<b>4,064</b>	<b>4,607</b>	<b>5,472</b>	<b>6,317</b>	<b>7,261</b>
营业外收支	451	948	1,007	795	866
<b>利润总额</b>	<b>4,196</b>	<b>11,429</b>	<b>5,584</b>	<b>6,320</b>	<b>7,264</b>
所得税	-542	-696	-889	-999	-1,148
<b>净利润</b>	<b>3,654</b>	<b>10,733</b>	<b>4,694</b>	<b>5,321</b>	<b>6,116</b>
少数股东损益	1,483	1,686	1,988	2,235	2,569
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,171</b>	<b>9,046</b>	<b>2,708</b>	<b>3,086</b>	<b>3,547</b>
EBITDA	321	1,153	1,067	1,159	1,269
EPS (元)	0.28	0.23	0.25	0.28	0.32

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,010</b>	<b>7,959</b>	<b>4,945</b>	<b>6,210</b>	<b>6,759</b>
净利润	3,654	10,733	4,694	5,321	6,116
折旧摊销	321	1,153	1,067	1,159	1,269
营运资金变动	1,184	2,841	-816	-270	-626
其它	-148	-6,767	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,018</b>	<b>-4,726</b>	<b>-1,931</b>	<b>-2,749</b>	<b>-3,625</b>
资本支出	0	-2,747	-1,252	-1,503	-1,803
投资变动	-49	722	0	-500	-1,000
其他	-968	-2,700	-679	-747	-821
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4,210</b>	<b>-691</b>	<b>2,662</b>	<b>-384</b>	<b>-816</b>
银行借款	741	2,906	2,400	2,016	1,200
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-4,951	-3,596	262	-2,400	-2,016
<b>现金净增加额</b>	<b>-217</b>	<b>2,543</b>	<b>5,676</b>	<b>3,076</b>	<b>2,319</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>3,909</b>	<b>3,692</b>	<b>6,235</b>	<b>11,911</b>	<b>14,988</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>3,692</b>	<b>6,235</b>	<b>11,911</b>	<b>14,988</b>	<b>17,306</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	9.42%	40.96%	16.02%	13.80%	14.38%
营业利润增长	-31.02%	12.12%	34.22%	18.53%	14.38%
归母净利润增长	32.59%	316.70%	-70.07%	13.98%	14.93%
<b>获利能力</b>					
毛利率	79.14%	79.91%	79.67%	78.50%	78.50%
净利率	24.65%	51.38%	19.37%	19.29%	19.39%
ROE	23.57%	30.97%	8.70%	9.03%	9.40%
ROIC	27.72%	18.42%	11.86%	15.20%	18.35%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.88%	39.76%	24.57%	30.90%	20.94%
净负债比率	-7.29%	-2.17%	-12.67%	-18.28%	-21.28%
流动比率	2.42	1.92	3.07	3.21	3.81
速动比率	2.26	1.79	2.86	3.03	3.60
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.71	0.42	0.42	0.48	0.50
应收账款周转率	2.92	4.85	4.93	4.87	4.87
存货周转率	3.36	3.47	2.97	3.55	3.55
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.28	0.23	0.25	0.28	0.32
每股经营现金流	0.68	0.64	0.39	0.49	0.54
每股净资产	1.24	2.36	2.47	2.72	3.00
<b>估值比率</b>					
P/E	34.68	42.23	39.01	34.84	30.79
P/B	8.60	4.52	4.32	3.93	3.56
EV/EBITDA	38.7	25.1	23.25	19.86	17.39



## 广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富医药生物行业第五名。

孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。