恩华药业（002262.SZ）

TRV130 获 FDA 批准，管制类大品种未来国内市场可期

买入（维持）

恩华药业 TRV130 原研获 FDA 批准。恩华 8 月 10 日公告许可方 TRV-130 注射液上市申请已获得 FDA 批准。

观点：全新机制管制类麻醉，恩华有此品种的国内权益，未来国内市场可期。

TRV130 是全新机制的管制类麻醉。TRV130 是选择性阿片 μ 受体激动剂，只激活 G 蛋白通路而并不影响 β-arrestin 通路。之前获得了美国突破性疗法认证。阿片类镇痛作用主要是 G 通路，而便秘、呼吸抑制及成瘾性更多是通过 β-arrestin 通路。Trevena 公司的两项 III 期临床结果表明等效镇痛剂量下 TRV130 引起的胃肠功能障碍与呼吸抑制风险要小于吗啡，质量窗口比吗啡要宽，所以具备市场前景和空间。

恩华 2018 年 5 月获得 TRV130 中国独家权益，2020 年 6 月国内获批临床。2018 年恩华取得 Trevena 专利权下规定的权利及相关数据，可以在中国开展 TRV130 产品“授权适应症”的开发及销售。2020 年 TRV130 国内临床获批，用于需要使用静脉注射阿片类药物的成人中度至重度急性疼痛。

TRV130 国内外市场空间测算。海外市场根据 Trevena 公司的公告，预计目标患者 4500 万，其中高风险患者（肥胖、肾损伤、老年患者等）900 万，目标应用场景主要在骨科、结直肠、心血管等手术的中至重度疼痛，定价按照 60-100 美金/天计算，每年 1500 万患者/天使用，市场空间在 9 亿-15 亿美金。国内市场 2018 年手术量 6194 万人次，每年仍有 10%左右稳健增长，预计 2021 年将超过 8000 万人次，定价若定在美国的 1/3，140-230 元每天，平均使用 1.5 天，则市场空间在 165-270 亿人民币，若恩华渗透率达到 10%，则销售峰值有望超过 15 亿人民币（测算还未考虑晚期癌痛市场）。

大品种获批有助于恩华估值的提升。公司后续在研品种中有舒芬太尼、羟考酮、阿芬太尼几个麻醉管制药品以及地佐辛这个二类精神大品种，几个品种加起来整体国内规模接近 90 亿元，且竞争格局极好（都不超过 3 家）考虑到公司 2019 年整体工业收入 28.6 亿元，这几个品种获批放量未来有望再造一个恩华。我们认为大品种的获批有助于公司估值提升。预计公司明年 9.4 亿利润，给予 30X PE 支撑 282 亿市值，再叠加 1.1 类创新药 TRV130，峰值销售 10 亿给予 5X PS 支撑 50 亿以上市值，一年维度恩华市值空间在 332 亿，向上空间较大。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.65 亿元、9.43 亿元、11.66 亿元，增长分别为 15.4%、23.2%、23.7%。EPS 分别为 0.75 元、0.92 元、1.14 元，对应 PE 分别为 24x，20x，16x。我们认为公司未来受益于地佐辛、戊乙奎醚、羟考酮、舒芬太尼等品种放量，明年开始有望恢复 20%以上较快增速。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：产品获批进度低于预期；创新药研发失败风险；仿制药集中采购预期

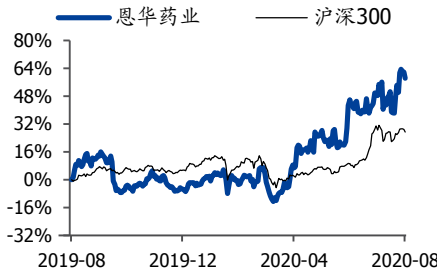
财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,858	4,149	3,370	4,181	5,203
增长率 yoy（%）	13.7	7.5	-18.8	24.1	24.4
归母净利润（百万元）	525	663	765	943	1,166
增长率 yoy（%）	33.0	26.4	15.4	23.2	23.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.51	0.65	0.75	0.92	1.14
净资产收益率（%）	17.6	18.2	17.9	18.3	18.7
P/E（倍）	35.3	28.0	24.2	19.7	15.9
P/B（倍）	6.3	5.1	4.3	3.6	3.0

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
最新收盘价	18.20
总市值(百万元)	18,548.09
总股本(百万股)	1,019.13
其中自由流通股(%)	87.32
30 日日均成交量(百万股)	21.01

股价走势



作者

分析师　胡偌碧
执业证书编号：S0680519010003
邮箱：huruobi@gszq.com
分析师　张金洋
执业证书编号：S0680519010001
邮箱：zhangjy@gszq.com

相关研究

1、《恩华药业（002262.SZ）：整体业绩符合预期，研发投入力度明显加大，静待新品获批》2020-07-31
2、《恩华药业（002262.SZ）：复工延迟影响收入端情况，利润端略超预期，毛利率有所提高》2020-04-26
3、《恩华药业（002262.SZ）：稳中有进，中枢神经领域龙头未来成长逻辑清晰》2020-04-20

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2911	3003	3581	4658	5375
现金	972	1821	2649	3198	3967
应收票据及应收账款	911	554	636	840	996
其他应收款	39	25	27	38	43
预付账款	73	39	52	61	80
存货	410	345	0	303	71
其他流动资产	507	219	219	219	219
非流动资产	1119	1198	953	1068	1215
长期投资	18	21	22	22	22
固定资产	766	838	647	736	865
无形资产	111	106	104	102	101
其他非流动资产	224	233	180	208	227
资产总计	4030	4202	4534	5726	6591
流动负债	984	516	185	504	273
短期借款	317	38	38	38	38
应付票据及应付账款	353	128	27	166	72
其他流动负债	314	350	120	300	163
非流动负债	91	81	81	81	81
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	91	81	81	81	81
负债合计	1075	597	266	584	353
少数股东权益	-1	-16	-16	-16	-16
股本	1020	1019	1019	1019	1019
资本公积	128	155	155	155	155
留存收益	1907	2509	3174	3992	5003
归属母公司股东权益	2956	3621	4284	5158	6253
负债和股东权益	4030	4202	4534	5726	6591

现金流量表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	405	306	693	728	978
净利润	519	657	765	943	1166
折旧摊销	115	90	71	77	92
财务费用	-15	-10	-65	-85	-105
投资损失	5	-47	2	3	3
营运资金变动	-267	-464	-81	-209	-178
其他经营现金流	49	81	0	0	0
投资活动现金流	-344	185	172	-195	-243
资本支出	171	160	-246	115	148
长期投资	0	0	-1	0	0
其他投资现金流	-173	345	-75	-81	-95
筹资活动现金流	117	-56	-37	17	34
短期借款	85	-279	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	11	-1	0	0	0
资本公积增加	116	27	0	0	0
其他筹资现金流	-96	196	-37	17	34
现金净增加额	177	435	828	549	769

利润表（百万元）

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3858	4149	3370	4181	5203
营业成本	1692	1551	498	621	768
营业税金及附加	49	48	39	49	62
营业费用	1193	1470	1523	1881	2352
管理费用	152	180	246	318	395
研发费用	172	189	226	284	359
财务费用	-15	-10	-65	-85	-105
资产减值损失	34	-10	0	0	0
其他收益	27	32	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-5	47	-2	-3	-3
资产处置收益	6	0	0	0	0
营业利润	610	771	900	1109	1369
营业外收入	2	2	5	3	3
营业外支出	4	6	3	4	4
利润总额	608	767	902	1108	1368
所得税	89	110	136	166	202
净利润	519	657	765	943	1166
少数股东损益	-6	-6	0	0	0
归属母公司净利润	525	663	765	943	1166
EBITDA	713	805	908	1100	1355
EPS（元）	0.51	0.65	0.75	0.92	1.14

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.7	7.5	-18.8	24.1	24.4
营业利润(%)	36.8	26.4	16.7	23.3	23.4
归属于母公司净利润(%)	33.0	26.4	15.4	23.2	23.7
获利能力					
毛利率(%)	56.1	62.6	85.2	85.1	85.2
净利率(%)	13.6	16.0	22.7	22.5	22.4
ROE(%)	17.6	18.2	17.9	18.3	18.7
ROIC(%)	15.2	16.4	16.1	16.5	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.7	14.2	5.9	10.2	5.4
净负债比率(%)	-19.1	-47.2	-59.3	-59.9	-61.7
流动比率	3.0	5.8	19.3	9.3	19.7
速动比率	2.0	4.8	18.3	8.2	18.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	4.8	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	5.0	6.5	6.5	6.5	6.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.65	0.75	0.92	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.30	0.68	0.71	0.96
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.55	4.20	5.06	6.14
估值比率					
P/E	35.3	28.0	24.2	19.7	15.9
P/B	6.3	5.1	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	25.2	20.8	17.6	14.0	10.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

事件.....4
观点.....4
全新机制阿片类药物，效果与吗啡相当、安全性和耐受性更优。.....4
TRV130 国内外市场空间广阔.....6
恩华 TRV130 国内临床稳步推进中， 可能是推进恩华推进最快的 1.1 类新药，对公司估值重塑意义重大.....7
盈利预测与投资评级.....9
风险提示.....9

图表目录

图表 1: TRV130 作用靶点及机制.....4
图表 2: 不同剂量 TRV130 相较吗啡和安慰剂降低呼吸系统风险.....5
图表 3: 不同剂量 TRV130 相较吗啡和安慰剂降低胃肠道副反应.....6
图表 4: TRV130 海外市场空间测算.....6
图表 5: 我国历年手术人次及增速.....7
图表 6: 麻醉的主要流程及给药搭配.....7
图表 7: 公司研发进度概览.....8
图表 8: 恩华麻醉类在研品种进度及格局概览.....9

事件

恩华 8 月 10 日公告许可方 TRV-130 注射液上市申请已获得 FDA 批准。
药品名称：Oliceridine 富马酸盐注射液，代号 TRV-130

- NDA 号：210730
- 剂型：注射液
- 申请途径：505(b)
- 规格：1mg:1ml； 2mg:2ml；30mg:30ml
- 申请事项：新药上市许可申请（New Drug Application，NDA）
- 申请人：Trevena Inc

TRV-130 是一种新型小分子 G 蛋白偏向性配体，作用于 μ-阿片受体（MOR），拟开发用于治疗需要静脉注射阿片类药物的成人患者的中度至重度急性疼痛，曾被美国 FDA 授予突破性疗法认定。

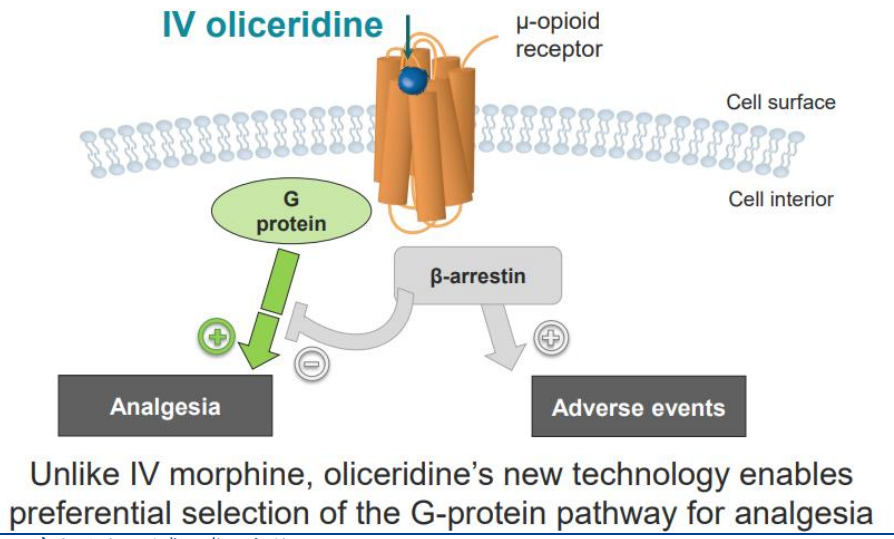
观点

全新机制阿片类药物，效果与吗啡相当、安全性和耐受性更优。

阿片类药物市场广阔，但现存药物有局限性。预计每年有超过 4500 万患者接受阿片类镇痛药（Trevena 官网披露）。对严重、长时间或深层/内脏疼痛的手术，IV 类阿片类药物被认为是患者疼痛管理方案的重要组成部分。然而，静脉注射吗啡等药物有其局限性，包括恶心、呕吐和呼吸抑制等副作用，这些都会对病人产生负面影响。因此开发靶点更为专一、安全性更高、治疗窗更宽的麻醉镇痛药品契合国内外临床用药趋势。

TRV130 是全新机制的管制类麻醉。TRV130 是选择性阿片 μ 受体激动剂，只激活 G 蛋白通路而并不影响 β-arrestin 通路。之前获得了美国突破性疗法认证。阿片类镇痛作用主要是 G 通路，而便秘、呼吸抑制及成瘾性更多是通过 β-arrestin 通路。

图表 1：TRV130 作用靶点及机制



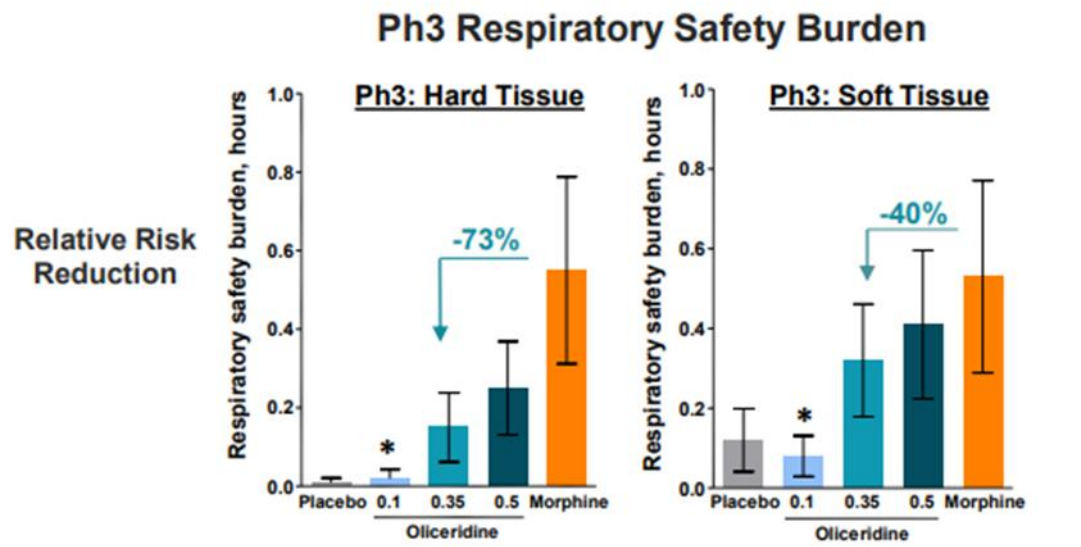
资料来源：Trevena 官方网站，国盛证券研究所

TRV130 经历一波三折，终于获批。2016 年 2 月获得突破性疗法认证、2017 年 1 月结束的 III 期临床达到主要终点。2017 年 2 月首次递交 NDA。2018 年 2 月收到 FDA 的 CSL，NDA 不批准，要求进一步补充数据。2020 年 2 月重新递交 NDA。2020 年 8 月 7 日获批。FDA 对于管制类麻醉的获批还是相当谨慎。

头对头研究 TRV130 效果与吗啡相当、安全性和耐受性更优。Trevena 公司的两项 III 期临床结果分别于 2019 年 3 月发布于 Pain Research 期刊、2019 年 6 月发布于 Pain Practice 期刊。结果表明等效镇痛剂量下 TRV130 引起的胃肠功能障碍与呼吸抑制风险要小于吗啡，质量窗口比吗啡要宽，所以具备市场前景和空间。

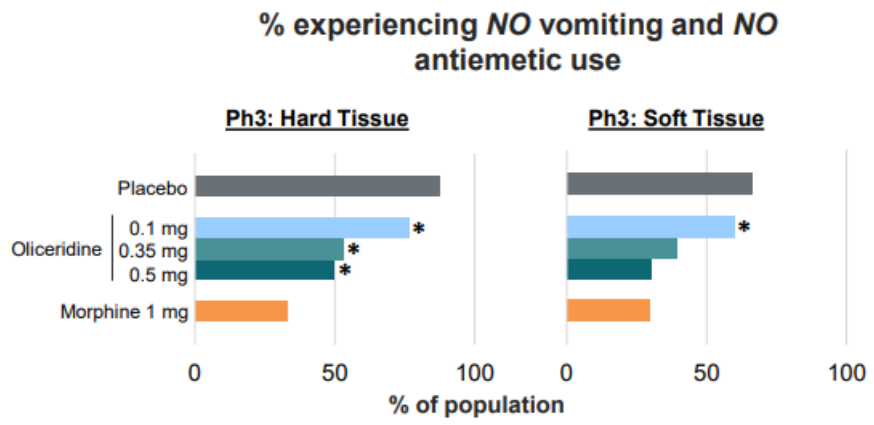
- 在 APOLLO-1 研究中（聚焦骨科等硬组织手术），三种 oliceridine 方案（0.1mg、0.35mg 和 0.5mg 按需剂量）达到主要终点，且在 48 小时时与安慰剂相比统计学上有更优的应答率（p<0.0001）。0.35mg 和 0.5mg 剂量的 oliceridine 方案证实了在 48 小时时与吗啡相当的功效（对于吗啡的非劣效性，两种剂量 p<0.005）。这两种剂量也与吗啡用于救援镇痛使用的速率相当。在 1.5mg 初始负荷剂量后，所有的 oliceridine 方案显示快速起效，5 分钟具有统计学显著的功效（p<0.05）。
- 在 APOLLO-2 研究中（聚焦腹部等软组织收入），与安慰剂相比，所有三种剂量方案都达到主要终点（统计学上优于 0.1mg 方案的 p<0.05；对于 0.35mg 和 0.5mg 方案调整的 p<0.001）。0.35mg 方案对吗啡的非劣性 p<0.05，0.35mg 和 0.5mg 剂量的 oliceridine 方案在 24 小时表现出与吗啡相当的功效。两种剂量也与吗啡的救援镇痛使用率相当。在 1.5mg 初始负荷剂量后，所有的 oliceridine 方案显示快速起效，具有统计学显着的功效 5 至 15 分钟（p<0.05）。

图表 2：不同剂量 TRV130 相较吗啡和安慰剂降低呼吸系统风险



资料来源：Trevena 官网，国盛证券研究所

图表 3：不同剂量 TRV130 相较吗啡和安慰剂降低胃肠道副反应



资料来源：Trevena 官网，国盛证券研究所

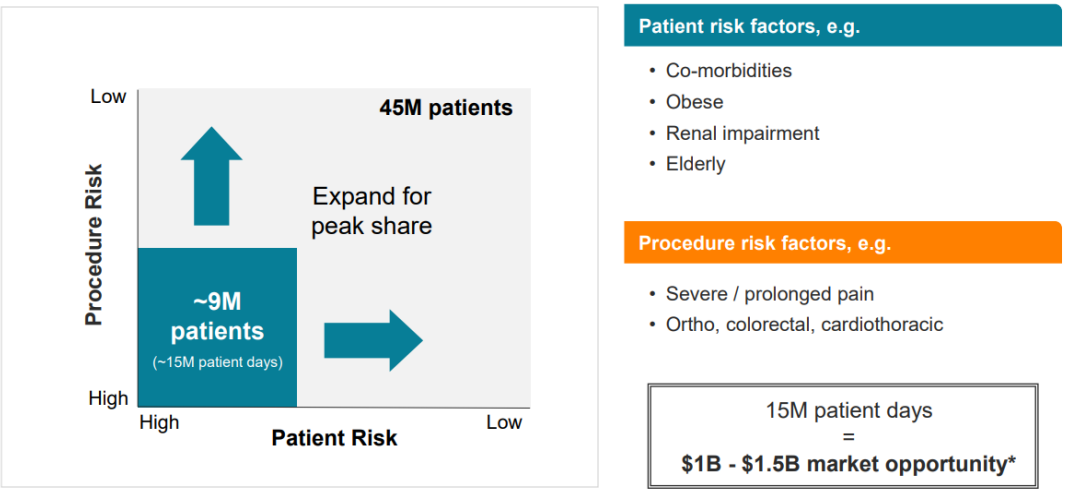
TRV130 主要优点：

- 快速起效、持续时间久（适用于急诊、医院镇痛和手术）
- 无已知活性的代谢产物（更方便剂量计算）
- 无剂量调整（更适用于老年及肾损伤患者）

TRV130 国内外市场空间广阔

海外市场峰值销售有望超过 10 亿美金。根据 Trevena 公司的公告，预计目标患者 4500 万，其中高风险患者（肥胖、肾损伤、老年患者等）900 万，目标应用场景主要在骨科、结直肠、心血管等手术的中至重度疼痛，定价按照 60-100 美金/天计算，每年 1500 万患者/天使用，市场空间在 9 亿-15 亿美金。

图表 4：TRV130 海外市场空间测算

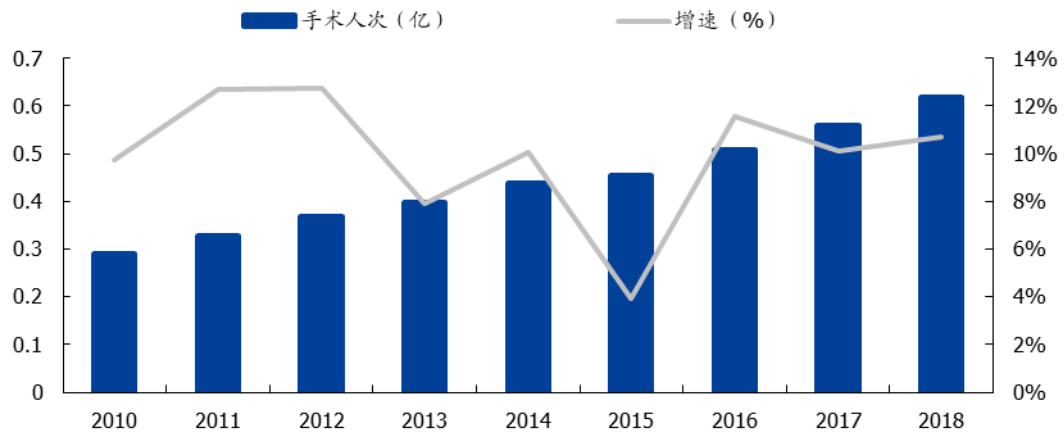


资料来源：Trevena 官网，国盛证券研究所

国内峰值销售有望超过 15 亿人民币。国内市场 2018 年手术量 6194 万人次，每年仍有

10%左右稳健增长，预计 2021 年将超过 8000 万人次，定价若定在美国的 1/3，140-230 元每天，平均使用 1.5 天，则市场空间在 165-270 亿人民币，若恩华渗透率达到 10%，则销售峰值有望超过 15 亿人民币（测算还未考虑晚期癌痛市场）。

图表 5：我国历年手术人次及增速



资料来源：卫生统计年鉴，国盛证券研究所

主要竞争对手我们判断是术中维持麻醉使用的芬太尼系列、瑞马唑仑等品种以及术后镇痛的地佐辛、羟考酮等品种。替代空间较为广阔（瑞芬+舒芬 30 亿，地佐辛 60 亿、羟考酮 10 亿）。

图表 6：麻醉的主要流程及给药搭配

超前（单次给药）	诱导麻醉（单次给药）				维持麻醉（按需持续给药）	术后镇痛（按需持续给药）		
加巴喷丁	镇静	镇痛	肌松	其他	丙泊酚	局麻	镇痛	止吐
曲马多	咪达唑仑	舒芬太尼	阿曲库铵	戊乙奎醚	瑞芬太尼	利多卡因	舒芬太尼	昂丹司琼
	依托咪酯	芬太尼	罗库溴铵		舒芬太尼	罗哌卡因	羟考酮	托烷司琼
	右美托咪定				七氟烷		地佐辛	
	瑞马唑仑				地氟烷		纳布啡	
备注（超前镇痛一般为口服）					阿曲库铵			
					艾斯氯胺酮			
					瑞马唑仑			
					右美托咪定			
					依托咪酯			

资料来源：药理学，药品说明书，国盛证券研究所（红色为管制麻醉，黄色为一类精神，绿色为二类精神）

恩华 TRV130 国内临床稳步推进中， 可能是推进恩华推进最快的 1.1 类新药，对公司估值重塑意义重大

TRV-130 是由 Trevena 在美国发现和开发的，公司拥有 TRV-130 在中国开发和商业化的独家许可权利。公司现已获得国家食品药品监督管理局批准在中国开展 TRV-130 注射液临床试验，该产品在美国的获批，将有助于加快其在中国的临床试验进程。临床试验完成后，公司将申报该产品的生产批件。该产品的获批生产，将进一步丰富公司在精神类及麻醉类药品的产品线

恩华有 TRV130 中国独家权益。恩华 2018 年 5 月公告与美国 Trevena 就其在研产品 TRV130 在中国开展“授权适应症”的独家许可开发与销售等合作事宜进行洽谈，并签

署了《药品许可及合作协议》。首付款 250 万美金获得了中国权益

恩华 2020 年 6 月公告 TRV130 国内临床获批。受理号：CXHL2000125；CXHL2000126。CDE 审批结论：根据《中华人民共和国药品管理法》及有关规定，经审查，2020 年 03 月 24 日受理的 Oliceridine 富马酸注射液符合药品注册的有关要求，同意本品开展用于需要使用静脉注射阿片类药物的成人中度至重度急性疼痛的临床试验。

我们预计基于该品种 FDA 的获批以及前期较为充分的 III 期临床结果，恩华在国内的临床和申报都会较为顺利，所以有可能是恩华推进最快的 1.1 类新药。

公司研发推进加速，公司中报披露有 7 个项目已申报生产并获 CDE 受理（地佐辛注射液、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸羟考酮注射液、普瑞巴林胶囊、盐酸阿芬太尼注射液、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、盐酸咪达唑仑糖浆），预计今年下半年到明年都将陆续获批。目前公司在研创新药项目 11 个，2 个项目获 1 类新药《临床通知书》（TRV130 注射液、CY150112 片），1 类新药 H04 已完成主要的临床前实验，预计 2020 年底申报 IND，有 3 个项目正在进行系统的临床前研究，预计 2021 年申报 IND，另有 5 个项目处于候选药物研究阶段。

图表 7：公司研发进度概览

类别	品种	注册分类	进度
创新药	DP-VPA 片	新药，1	I 期临床已完成
创新药	D20140305-1 盐酸盐片	新药，1	IND 获批
创新药	丁二酸齐洛那平片	新药，1	IND 获批
创新药	TRV130	新药，1	海外已经获批，国内 IND 获批
创新药	CY150112 片	新药，1	IND 获批
创新药	H04	新药，1	预计 2020 年底申报 IND
仿制药	盐酸戊乙奎醚注射液	仿制，6	2020 年 1 月已获批
仿制药	普瑞巴林胶囊	仿制，4	审评审批中
仿制药	地佐辛注射液	仿制，3	审评审批中
仿制药	枸橼酸舒芬太尼注射液	仿制，3	审评审批中
仿制药	盐酸羟考酮注射液	仿制，4	审评审批中
仿制药	盐酸阿芬太尼注射液	仿制，3	审评审批中
仿制药	枸橼酸芬太尼口腔黏膜贴片	仿制，3	审评审批中
仿制药	盐酸他喷他多缓释片	仿制，3	获批临床
一致性评价	利培酮分散片	一致性评价	通过一致性评价
一致性评价	氯氮平片	一致性评价	通过一致性评价
一致性评价	利培酮片	一致性评价	通过一致性评价
一致性评价	盐酸右美托咪定注射液	一致性评价	一致性评价在审评
一致性评价	咪达唑仑注射液	一致性评价	一致性评价在审评
一致性评价	加巴喷丁胶囊	一致性评价	一致性评价在审评
一致性评价	氯硝西泮片	一致性评价	一致性评价在审评
一致性评价	注射用盐酸瑞芬太尼	一致性评价	一致性评价在审评

资料来源：公司年报，CDE，国盛证券研究所

图表 8：恩华麻醉类在研品种进度及格局概览

重点在研产品名称	适应症	2019 预估全国销售（亿）	在售竞争格局	在研情况	恩华进度	备注
盐酸羟考酮注射液	镇痛	5	原研 NAPP 独家	恩华、东北制药 2 家	已经进入审评阶段，我们预计 2020 年下半年获批	管制麻醉
舒芬太尼注射液	麻醉镇痛	20	2 家（人福 88%BV12%）	恩华 1 家	已经进入审评阶段，预计 2020 年下半年获批	管制麻醉
阿芬太尼注射液	麻醉镇痛	/	人福 2020 年 3 月获批	恩华 1 家	我们预计恩华 2021-2022 年获批	管制麻醉
地佐辛注射液	麻醉镇痛	60	扬子江独家，南京优科 2019 年 11 月获批	恩华、天津药物研究院 2 家	恩华已经在审评阶段，我们预计 2020 年下半年获批	二类精神

资料来源：wind 医药库，国盛证券研究所

大品种的陆续获批有助于恩华估值的提升。公司后续在研品种中舒芬太尼、羟考酮、阿芬太尼几个麻醉管制药品以及地佐辛这个二类精神大品种加起来整体国内规模接近 90 亿元，且竞争格局极好（都不超过 3 家），考虑到公司 2019 年整体工业收入 28.6 亿元，这几个品种获批放量未来有望再造一个恩华。**我们认为大品种的获批有助于公司估值提升。预计公司明年 9.4 亿利润，给予 30X PE 支撑 282 亿市值，再叠加 1.1 类创新药 TRV130，峰值销售 10 亿给予 5X PS 支撑 50 亿以上市值，一年维度恩华市值空间在 332 亿，向上空间较大。**

盈利预测与投资评级

预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.65 亿元、9.43 亿元、11.66 亿元，增长分别为 15.4%、23.2%、23.7%。EPS 分别为 0.75 元、0.92 元、1.14 元，对应 PE 分别为 24x，20x，16x。我们认为公司未来受益于地佐辛、戊乙奎醚、羟考酮、舒芬太尼等品种放量，明年开始有望恢复 20%以上较快增速。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示

产品获批进度低于预期；创新药研发失败风险；仿制药集中采购预期

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com