

买入 (维持)

01558.HK 东阳光药

港股通(深)

目标价: 50.21 港元

现价: 33.50 港元

开春报喜, 扬帆启航

2019 年 02 月 19 日

预期升幅: 49.9%

市场数据

日期 2019.02.19

收盘价(港元)	33.50
总股本(百万股)	452.0
流通股本(百万股)	225.8
总市值(亿港元)	151.4
流通市值(亿港元)	75.6
净资产(百万元)	3560
总资产(百万元)	4572
每股净资产(元)	7.88

数据来源: Wind

相关报告

《乘流感风, 旭日东升》
2019-01-21《可威持续超预期, 产品线不断丰富带来增长新动力》
2018-09-05

《抗流感用药龙头, 业绩增长超预期》2018-02-06

《业绩符合预期, 可威下半年有望恢复较快增长》2017-08-20

《盈利预喜, 中期业绩实现高速增长》2017-07-19

海外医药研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

蔡莹琛

caiyingchen@xyzq.com.cn

SFC: BLT552

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万元)	1,602	2,489	3,471	4,240
同比增长	70.09%	55.44%	39.41%	22.17%
归母净利润(百万元)	647	938	1324	1597
同比增长	70.02%	45.03%	41.08%	20.64%
毛利率	82.49%	83.90%	83.72%	83.53%
归母净利润率	39.11%	37.71%	38.15%	37.67%
净资产收益率	20.5%	25.2%	28.5%	27.7%
摊薄每股收益(元)	1.43	1.76	2.48	2.99
市盈率(倍)	20.12	16.41	11.63	9.64

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **事件:** 2019 年 2 月 15 日, 公司公告预计 18 年归母净利润同比增长约为 45%, 主要由于可威的持续增长, 专业学术市场推广的持续加强以及全国医疗机构渗透率的不断提升。
- **点评:** 盈喜内容符合我们之前对可威增长趋势的判断, 受益于专业学术推广、医疗机构渗透率的提升以及患病率的提升, 可威 2018 年仍录得大幅增长。以 45% 计算, 归母净利润略低于我们之前预测, 我们预测主要原因是 1) 销售业绩大幅增长及人员增长导致销售费用率提升。2) 胰岛素及依米他韦项目临近收获期导致研发费用提升。另外 2017 年下半年基数较高, 且 2018 年更多费用在下半年发生。
- **可威持续增长仍有空间及动力:** 从国家流感中心数据看仍不能判断疫情结束。另外从家庭合理备药需求角度来讲可威远未达到理论市场空间, 取决于推广铺货进度及产能水平。从历年各省招标降价经验看, 较好的竞争格局导致可威降价压力极低。
- **多个储备品种进入收获期:** 19 年多个 ANDA 品种陆续上市将逐步带来业绩贡献, 且将受益于集采政策, 其中 14 个品种已获纳入优先审评序列, 4 个品种已获批件。19-20 年依米他韦、胰岛素系列品种也将陆续获批上市。更有研究院多个创新品种提供潜在增长点。核心品种可威及尔同舒即将成为首个过一致性评价的仿制药, 获取更多市场份额, 尤其是尔同舒。多点开花带动公司长期持续增长, 有望带来业绩及估值双双提升。
- **预测和评级:** 我们维持 18-20 年收入预测 24.9/34.7/42.4 亿元, 调整归母净利润至 9.4/13.2/16.0 亿元, 考虑可转债摊薄后的股本, 预测稀释 EPS 分别为 1.76、2.48、2.99 元, 2019 年 2 月 18 日收盘价对应 PE 为 16.4 倍、11.6 倍、9.6 倍。维持目标价为 50.21 港元, 对应 18-19 年 PE 分别为 24.6、17.4 倍, 较 2019 年 2 月 18 日收盘价有 49.9% 上升空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 流感疫情具有不确定性; 仿制药价格低于预期; 在研产品开发进度不及预期; 仿制药销售不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、趋势符合预期，业绩略低于预期	- 3 -
1.1 流感舆情热度降低，但数据仍值得关注	- 3 -
1.2 可威渗透率仍有很大提升空间	- 4 -
1.3 可威即将通过一致性评价，降价压力小	- 4 -
2、多个储备品种即将进入收获期	- 5 -
2.1 仿制药品种陆续上市，受益于集采政策	- 5 -
3、调整盈利预测，维持“买入”评级	- 6 -
4、风险提示	- 7 -
 图 1、截至 2019 年第 6 周南北哨点医院流感样病例 ILI 监测数据 (%)	- 4 -
 表 1、哨点医院流感样病例百分比 (%) 历年数据比较	- 3 -
表 2、可威颗粒 (15mg) 部分中标价	- 4 -
表 3、公司已获得优先审评品种列表	- 6 -
附表	- 8 -

事件

2019年2月15日,公司发布公告,预计2018年全年归母净利润同比2017年增长约为45%,主要由于主打产品可威的持续增长,专业学术市场推广的持续加强以及全国医疗机构渗透率的不断提升。

报告正文

1、趋势符合预期,业绩略低于预期

盈喜内容符合我们之前对可威增长趋势的判断,受益于专业学术推广和医疗机构渗透率的提升,以及患病率的提升,可威2018年仍录得大幅增长。该预测数据是未经审计数据,与最终审计结果比较可能有一定出入。以45%计算,归母净利润略低于我们之前预测,我们预测主要原因是1)销售业绩大幅增长导致销售激励费用提升,以及销售人员增长导致销售费用率提升,也反映了**公司对管理层和员工的激励比较充分**2)胰岛素及依米他韦项目临近收获期研发费用提升。假设2018年归母净利润为45.0%,归母净利润增长主要来自上半年,下半年同比增速约为-1.0%,我们判断主要因2017年下半年基数高,且18年更多费用在下半年发生。

1.1 流感舆情热度降低,但数据仍值得关注

可威是公司的拳头产品,也是当前业绩增长的核心主力产品,仍决定着2019年公司核心业绩,是当前投资者最为关心的产品。从发病率角度,部分投资者认为流感活动水平下降影响销售。据卫计委、国家流感中心通报,截至2019年第6周,南北省份流感活动水平呈下降趋势,近期媒体舆情对流感的报道热度也逐渐降低,但梳理数据可见,从流感样病例百分比看,截至第6周发病率仍处于高水平,疫情仍在持续,仍值得继续关注跟踪后续数据。

表1、哨点医院流感样病例百分比(%)历年数据比较

	2015		2016		2017		2018		2019	
	南方	北方	南方	北方	南方	北方	南方	北方	南方	北方
上一年倒数第4周	2.3	3.6	2.6	2.6	3.3	3.6	3.5	4	3.3	3.2
上一年倒数第3周	2.3	3.9	2.8	2.6	3.2	3.7	3.6	4.9	3.5	3.4
上一年倒数第2周	2.5	4.1	3	2.8	3.3	3.9	4.3	5.2	3.7	3.7
上一年倒数1周	2.7	4.2	3.2	3.6	3.3	3.9	5	5.3	4.1	4.1
第1周	2.9	4.2	3.2	3	3.3	4.2	6	5.8	4.8	5.3
第2周	2.8	3.5	3.2	3.3	3.1	4	6	5.5	5.5	5.3
第3周	3	3.6	3.4	3.6	2.9	3.8	6.7	5.2	5.9	5.4
第4周	3.2	3.1	3	4	3.3	4.1	5.9	4.9	5.4	5.1
第5周	3	3.1	3	4.2	3.5	4	5.1	4.2	5.1	4.6
第6周	2.8	2.9	4.6	5.6	2.6	3.3	4.7	3.7	6.8	5.1
第7周	2.7	2.8	3	3.6	2.7	3	5.6	4.5	NA	NA
第8周	3.6	3.8	3	3.5	2.8	2.9	4.7	3.6	NA	NA
第9周	2.7	2.9	3.4	3.6	3	3	4	2.9	NA	NA
第10周	2.4	2.6	3.6	3.8	3	3.2	3.7	2.6	NA	NA
第11周	2.4	2.6	3.9	4	3	3.4	3.6	2.6	NA	NA
第12周	2.7	2.7	4.1	4	3	3.4	3.6	2.6	NA	NA

资料来源:国家疾控中心,兴业证券经济与金融研究院整理

注:标黄为当年春节周

图1、截至2019年第6周南北哨点医院流感样病例ILI监测数据(%)



资料来源：国家疾控中心，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 可威渗透率仍有很大提升空间

我们认为从备药角度，市场仍有巨大空间：我们之前报告从医疗机构覆盖率、渗透率、OTC 渠道覆盖及颗粒市占率提升分别分析了可威未来仍有很大的增长空间，驱动因素不仅是流感发病率，详见《乘流感风，旭日东升》（2019年1月21日），本篇报告不再赘述。我们认为，从用药合理性角度讲，考虑到治疗及时性、交叉感染的概率、传染病的社会危害等等，无论是政府还是家庭，均应推广家庭/社会机构将奥司他韦作为常用储备药替代医疗机构及政府储备。假设平均3亿人口每年备药，当前颗粒剂型中标价为45.88-54.4元/盒，胶囊为137.58-230.41元/10例每盒，考虑到实用角度假设家庭倾向于储备颗粒剂型，人均40元/年，则市场空间达120亿，距当前销售额仍有很大空间。流感的治疗需求受季节发病影响，但备货需求不受影响，我们认为销售增长更多仍取决于推广程度、渠道覆盖程度和产能限制。

1.3 可威即将通过一致性评价，降价压力小

2019年2月3日开始，可威的一致性评价申请状态已改为审批完毕-待制证，成为国内首家过一致性评价的磷酸奥司他韦胶囊。考虑到竞争格局，专利过期前大概率是唯一一家过一致性评价品种。2月15日，广州药品集团采购平台发布《关于开展脾多肽等50种药品医保集团谈判》的通知，谈判涉及奥司他韦、硝苯地平、奥曲肽注射液等50个品种，据悉，此次广州GPO谈判参考价将参考全国最低成交价设定。我们认为此次降价及今后降价幅度不大可能达到网传的30%，考虑到1) 广州价格已是全国最低价；2) 参考历年招标价格，可威竞争格局良好，议价能力强，且供不应求，历次降价幅度均比较低。

表2、可威颗粒（15mg）部分中标价

商品名	包装转换比	中标价(元)	中标省份	发布时间
可威	10	47.03	四川	2019-1-25
可威	10	45.95	湖北	2019-1-25
可威	10	49.32	云南	2018-10-25
可威	10	49.32	云南	2018-8-29
可威	10	51.22	海南	2018-8-28
可威	10	45.98	浙江	2018-7-31
可威	10	51.22	海南	2018-6-27
可威	10	47.01	陕西	2018-5-16
可威	10	45.98	内蒙古	2018-3-23
可威	10	47	陕西	2018-2-12
可威	10	54.4	西藏	2018-2-6
可威	10	45.98	北京	2017-12-31

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

可威	10	45.98	内蒙古	2018-3-23
可威	10	47	陕西	2018-2-12
可威	10	54.4	西藏	2018-2-6
可威	10	45.98	北京	2017-12-31
可威	1	5.0792	黑龙江	2017-11-7
可威	10	50.86	重庆	2017-10-20
可威	10	45.88	湖南	2017-9-27
可威	10	46.18	宁夏	2017-9-8
可威	1	4.597	广东	2017-9-4
可威	10	45.98	山西	2017-8-1
可威	10	51.22	江西	2017-7-6
可威	10	45.98	安徽	2017-6-13
可威	10	45.98	山西	2017-6-13
可威	1	4.598	江苏	2017-4-28
可威	10	45.95	湖北	2017-4-17
可威	10	45.95	福建	2017-2-27
可威	10	45.68	辽宁	2017-1-25
可威	1	5.758	内蒙古	2016-10-19
可威	10	51	上海	2016-7-1
可威	10	52.68	广西	2016-6-30
可威	10	45.95	福建	2015-12-31

资料来源：药智网，兴业证券经济与金融研究院整理

2、多个储备品种即将进入收获期

2019 年公司多个品种进入收获期，近有 ANDA 品种陆续上市带来业绩贡献，受益于集采政策，2019-2020 年依米他韦、胰岛素系列品种即将获批上市，更有研究院多个创新品种提供潜在增长点。另外核心品种可威及尔同舒即将成为首个过一致性评价的仿制药，有望获取更多市场份额，尤其是尔同舒。

上市公司体外在临床阶段的创新药有甲磺酸莫非赛定、对甲苯磺酸宁格替尼、甲磺酸莱洛替尼、优格列汀、盐酸博昔替尼、马来酸英利替尼、焦谷氨酸荣格列净、盐酸伊非尼酮、苯磺酸克立福替尼、康达瑞韦钠、利他匹仑等等，还有其他一系列以代码列示的临床项目和早期项目，为远期发展奠定基础。

2.1 仿制药品种陆续上市，受益于集采政策

公司目前有 32 个获得优先审评批件，对应 14 个 ANDA 品种和 2 个创新药，其中 6 个 ANDA 和依米他韦在上市公司体系内，4 个 ANDA 已获批，10 个待批准。另外 18-19 年在美国新获批品种有普拉格雷、布洛芬、阿哌沙班、盐酸二甲双胍、克拉红霉素。除上述提及品种以外。受益于海外优质的临床机构资源，东阳光研究院有望借助现有研究能力及生产实力，以更低的临床成本争取更多仿制药品种更快地在海外上市，并借助快速通道转回国内销售。

另外上市公司体外国内待批的新四类仿制药有他达那非片、西格列汀二甲双胍片、磷酸西格列汀片、苯甲酸阿格列汀片、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、草酸艾司西酞普兰片、瑞舒伐他汀钙片等。

表3、公司已获得优先审评品种列表

受理号	药品名称	承办日期	公示日期	获批时间	备注(纳入理由等)	注册分类
CYHS1800303	替格瑞洛片	2018-10-10	2019-2-3		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800223	奥氮平片	2018-8-27	2018-12-25		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800224	奥氮平片	2018-8-27	2018-12-25		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800271	苯磺酸氨氯地平片	2018-9-19	2018-12-25		同一生产线生产, 已于2015年美国上市	仿制4类
CYHS1800228	恩他卡朋片	2018-8-29	2018-11-7		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800270	苯磺酸氨氯地平片	2018-9-19	2018-11-7		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800189	西格列汀二甲双胍片	2018-8-6	2018-10-17		同一生产线生产, 已于2018年欧盟上市	仿制4类
CYHS1800190	西格列汀二甲双胍片	2018-8-6	2018-10-17		同一生产线生产, 已于2018年欧盟上市	仿制4类
CYHS1800136	利格列汀二甲双胍片	2018-7-4	2018-9-11		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800137	利格列汀二甲双胍片	2018-7-4	2018-9-11		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800138	利格列汀二甲双胍片	2018-7-4	2018-9-11		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800162	利格列汀片	2018-7-20	2018-9-11		同一生产线生产, 已于2018年美国上市	仿制4类
CYHS1800104	恩替卡韦片	2018-6-13	2018-8-9		同一生产线生产, 通过FDA现场检查及欧盟成员国德国的GMP现场检查	仿制4类
CYHS1800105	恩替卡韦片	2018-6-13	2018-8-9		同一生产线生产, 通过FDA现场检查及欧盟成员国德国的GMP现场检查	仿制4类
CYHS1700326	奥美沙坦酯片	2017-12-25	2018-6-5		在上市公司内, 同一生产线生产, 已于2017年欧盟上市	仿制4类
CYHS1700327	奥美沙坦酯片	2017-12-25	2018-6-5		在上市公司内, 同一生产线生产, 已于2017年欧盟上市	仿制4类
CYHS1700282	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	2018-1-26	2018-6-5		在上市公司内, 同一生产线生产, 已于2017年欧盟上市	仿制3类
CYHS1700283	艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊	2018-2-6	2018-6-5		在上市公司内, 同一生产线生产, 已于2017年欧盟上市	仿制3类
CYHS1700102	盐酸莫西沙星片	2017-7-20	2017-12-18	2018-7-6	ANDA, 在上市公司内且已获批	仿制4类
CYHS1790017	克拉霉素片	2017-3-14	2017-6-1	2018-11-21	ANDA, 在上市公司内且已获批	仿制6类
CYHS1790020	克拉霉素片	2017-3-14	2017-6-1	2018-11-21	ANDA, 在上市公司内且已获批	仿制6类
CYHS1790018	左氧氟沙星片	2017-3-14	2017-6-1	2018-12-24	ANDA, 在上市公司内且已获批	仿制6类
CYHS1790019	左氧氟沙星片	2017-3-14	2017-6-1	2018-12-24	ANDA, 在上市公司内且已获批	仿制6类
CYHS1790021	克拉霉素缓释片	2017-3-14	2017-6-1	2018-06-28	ANDA, 在上市公司内且已获批	仿制6类
CXHL1600265	英莱布韦钠	2016-12-9	2017-3-3		丙型肝炎直接抗病毒治疗药物纳入优先审评程序。	新药1类
CXHL1600266	英莱布韦钠片	2016-12-9	2017-3-3		丙型肝炎直接抗病毒治疗药物纳入优先审评程序。	
CXHL1600267	英莱布韦钠片	2016-12-9	2017-3-3		丙型肝炎直接抗病毒治疗药物纳入优先审评程序。	
CXHL1600268	英莱布韦钠片	2016-12-9	2017-3-3		丙型肝炎直接抗病毒治疗药物纳入优先审评程序。	
CXHB1600011	磷酸依米他韦	2016-4-21	2016-10-28		在上市公司内, 与现有治疗手段相比具有明显治疗优势创新药	新药1类
CXHB1600012	磷酸依米他韦胶囊	2016-4-21	2016-10-28		在上市公司内, 与现有治疗手段相比具有明显治疗优势创新药	
CXHB1600013	磷酸依米他韦胶囊	2016-4-21	2016-10-28		在上市公司内, 与现有治疗手段相比具有明显治疗优势创新药	
CXHB1600014	磷酸依米他韦胶囊	2016-4-21	2016-10-28		在上市公司内, 与现有治疗手段相比具有明显治疗优势创新药	

资料来源: CDE, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 白色背景产品暂未进入上市公司, 黄色背景为上市公司体系内产品, 高亮黄色为已获批产品

另外 18 年 12 月, 公司公告以 12.47 万元的代价自关联方收购原料药新生产设施(对应账面总负债及总资产均接近 1 亿人民币), 为低成本、优质、大规模的仿制药生产奠定基础。

因此新上市仿制药品种反而受益于当前集采政策: 一旦产品上市, 不受历史参考价约束, 无销售转型负担, 不需要进行繁琐的招标准入流程, 采用先进工艺低成本生产, 恰好适应当前的竞争规则和趋势。一旦获纳入集采目录并中标将迅速放量。产品的陆续获批将给公司带来“旗舰产品可威及尔同舒持续增长, 仿制药板块全面铺开, 创新药版快奠定长远基业”的良好局面。

3、调整盈利预测, 维持“买入”评级

根据此次盈喜, 我们调低 2018 年的归母净利润预测, 但仍维持对 2019-2020 年趋势判断, 因此维持对 2019-2020 年的盈利预测。预测 2018-2020 年收入为 24.9/34.7/42.4 亿元, 归母净利润为 9.4/13.2/16.0 亿元, 考虑可转债摊薄后的股本, 预测稀释 EPS 分别为 1.76、2.48、2.99 元, 2019 年 2 月 19 日收盘价对应 PE 为 16.4 倍、11.6 倍、9.6 倍。我们维持目标价为 50.21 港元, 对应 2018-2019 年 PE 分别为 24.6、17.4 倍(汇率假设为 1 RMB = 1.16HKD), 较 2019 年 2 月 19 日收盘价有 49.9% 上升空间, 维持“买入”评级。

4、风险提示

流感疫情具有不确定性；仿制药价格低于预期；在研产品开发进度不及预期；仿制药销售不及预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2069	5020	6176	7523
现金及现金等价物	887	3376	4020	4967
应收款项	747	1161	1619	1978
存货	88	137	191	233
其他流动资产	347	347	347	347
非流动资产	1707	2097	1967	1852
商誉	76	76	76	76
联营和共同控制实体投资	0	0	0	0
预付款项	559	447	358	286
固定资产	590	615	636	655
土地使用权	80	78	76	74
无形资产	374	852	791	729
递延税项资产	28	30	31	33
总资产	3776	7118	8143	9376
流动负债	641	725	823	935
短期借款	10	8	6	5
应付款项	550	632	727	836
应交税费	77	81	85	89
其他	4	5	5	5
非流动负债	75	2675	2676	2678
长期借款	10	7	5	3
可转换债券	0	2600	2600	2600
其他	65	68	71	75
负债合计	715	3400	3499	3613
股本	452	452	452	452
储备	2356	3013	3940	5058
母公司股东应占权益	2103	2760	3687	4805
非控制性股东权益	253	253	253	253
总权益	3061	3718	4645	5763
总负债和总权益	3776	7118	8143	9376

现金流量表

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
除税前利润	659	941	1327	1600
折旧和摊销	44	65	102	105
营运资本的变动	-45	-269	-327	-221
其他经营活动	13	29	82	82
经营活动产生现金流量	671	767	1183	1566
资本性支出	-327	-565	-60	-60
其他投资活动	-285	0	0	0
投资活动产生现金流量	-612	-565	-60	-60
借款变动	-70	-5	-4	-3
发行股份	19	0	0	0
发行可转债	0	2600	0	0
其他融资活动	-321	-308	-475	-557
融资活动产生现金流量	-371	2287	-479	-560
现金净变动	-313	2489	644	946
现金的期初余额	1212	887	3376	4020
现金的期末余额	887	3376	4020	4967

利润表

单位: 百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额	1602	2489	3471	4240
销售成本	-280	-401	-565	-698
毛利	1321	2089	2906	3542
其他收入	22	20	18	16
销售费用	-372	-634	-833	-1039
管理费用	-193	-324	-434	-538
其他费用	-25415	-7625	-2287	-686
经营溢利	752	1144	1654	1980
财务费用	-4	-26	-78	-78
应占子公司溢利	0	0	0	0
除所得税前溢利	748	1118	1576	1902
所得税开支	-122	-179	-252	-304
除所得税后溢利	626	939	1324	1597
少数股东权益	-21	0	0	0
归属母公司净利润	647	938	1324	1597
EPS	1.43	2.08	2.93	3.53
EPS (稀释)	1.43	1.76	2.48	2.99

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业额增长率	70.1%	55.4%	39.4%	22.2%
净利润增长率	70.0%	45.0%	41.1%	20.6%

盈利能力

毛利率	82.5%	83.9%	83.7%	83.5%
净利率	39.1%	37.7%	38.2%	37.7%
ROE	20.5%	25.2%	28.5%	27.7%

偿债能力(%)

资产负债率	18.9%	47.8%	43.0%	38.5%
流动比率	3.23	6.92	7.51	8.05
速动比率	3.09	6.73	7.28	7.80

营运能力

资产周转率	0.34	0.34	0.31	0.33
应收帐款周转率	4.38	4.21	5.11	5.43
应付账款周转率	0.77	0.68	0.83	0.89
存货周转率	2.82	3.57	3.45	3.30

每股资料(元)

每股收益(稀释)	1.43	1.76	2.48	2.99
每股经营现金流	1.48	1.70	2.62	3.46
每股净资产	6.77	8.22	10.28	12.75

估值比率(倍)

PE	20.12	16.41	11.63	9.64
PB	4.25	3.50	2.80	2.26

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券股份有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团和日照裕廊股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。