

# 【广发医药&海外】石药集团 (01093.HK)

## 疫情下肿瘤药增势不改，迎来阶段性研发收获期

公司评级	买入
当前价格	15.18 港元
合理价值	23.38 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-30

### 核心观点:

\*如非特殊说明，本报告货币单位为人民币元

- **收入增长 11.5%，归母净利润增长 21.8%，符合预期。**公司披露 2020 年一季度业绩，收入 61.25 亿元 (YoY+11.5%)，毛利润 45.29 亿元 (YoY +17.9%)，归母净利润 11.59 亿元 (YoY+21.8%)，业绩符合预期。
- **恩必普和抗肿瘤产品表现靓丽，收入结构持续优化。**尽管受疫情影响，成药实现收入 50.22 亿元 (YoY +18.3%)。其中，恩必普和抗肿瘤产品维持靓丽表现，同比增速分别为 18.1% 和 53.7%。维生素 C 收入 4.26 亿元 (YoY -18.6%)，抗生素收入 2.08 亿元 (YoY -40.1%)，咖啡因及其他收入 4.69 亿元 (YoY +24.3%)。公司收入结构进一步优化。
- **在研创新产品不断丰富，科创板增发有望带来新活力。**公司依靠自研和引进不断丰富创新药管线，且重视成果转化。预计新制剂产品两性霉素 B、米托蒽醌脂质体及小分子创新药 Duvelisib 胶囊将于 2020-2021 年陆续上市。其他创新品种：PI3K 抑制剂、HA121-28 (广谱抗癌)、DBPR108 (降糖)、RMX1002 (脑瘤、神经疼痛)、CD20 单抗、RANKL 单抗、PD-1 单抗等产品进展均值得期待。5 月 28 日公司公告创新药 SYHA1805 获准开展临床试验，该产品为用于 NASH 治疗的 First-in-Class 创新药。5 月 27 日，公司公告董事会批准进行人民币股份或中国存托凭证发行并在科创板上市的初步建议。如若融资成功，有望进一步推动公司创新产品研发进度，加快创新转型节奏。
- **盈利预测和投资建议：**公司业绩持续靓丽，在研创新品种不断丰富，研发成果转化值得期待。预计 20-22 年收入增速 20.6%/20.1%/18.1%，归母净利润增速 21.9%/20.2%/19.9%，EPS 为 0.73/0.87/1.05 元/股，当前股价对应 PE19.2/16.0/13.4x。采用 DCF 方法得到公司合理价值为 23.38 港元/股，对应 2021 年 PE21.6x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；临床进展不达预期

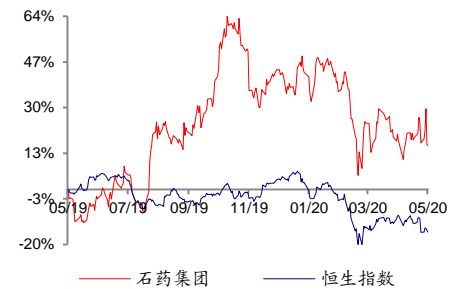
### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	18,425	22,103	26,658	32,023	37,812
增长率 (%)	37.1%	24.8%	20.6%	20.1%	18.1%
EBITDA (百万元)	4,059	4,679	6,228	7,498	9,025
归母净利润 (百万元)	3,202	3,714	4,528	5,442	6,525
增长率 (%)	38.3%	16.0%	21.9%	20.2%	19.9%
EPS (元/股)	0.51	0.60	0.73	0.87	1.05
市盈率 (P/E)	27.19	23.45	19.23	16.00	13.35
市净率 (P/B)	5.81	4.72	3.91	3.27	2.74
EV/EBITDA	20.41	17.77	13.21	10.74	8.69

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】石药集团 2020-03-31

(01093.HK): 肿瘤药增长强劲，持续稳健成长可期

【广发医药&海外】石药集团 2019-11-19

(01093.HK): 业绩持续稳健增长，重视创新管线价值

【广发医药&海外】石药集团 2019-10-13

(01093.HK): 浙江目录为个体事件，内生外延迅速丰富产品线

联系人:

肖鸿德

xiaohongde@gf.com.cn

## 目录索引

一、疫情影响下业绩持续稳健，结构优化和毛利率提升明显 .....	4
（一）成药整体销售稳健，多个子领域快速发展 .....	5
（二）抗肿瘤产品为增长主要驱动力 .....	6
二、研发投入大幅增加，重视创新管线价值 .....	7
（一）快速向创新转型，抗肿瘤创新药管线迅速拓展 .....	8
三、财务分析：成药增长强劲带来毛利率的提高 .....	9
四、估值和投资建议 .....	9
五、风险提示 .....	10

## 图表索引

图 1: 石药集团收入增长 (亿元)	4
图 2: 石药集团净利润增长 (亿元)	4
图 3: 石药集团收入结构变化	4
图 4: 石药集团 2020 年一季度成药收入拆分	4
图 5: 石药集团成药分领域销售额及增速 (亿元)	5
图 6: 核心产品恩必普销售收入 (亿元)	6
图 7: 石药集团抗肿瘤板块销售额情况 (亿元)	6
图 8: 石药集团抗肿瘤板块收入拆分 (2019 年)	6
图 9: 多美素销售增长情况 (人民币百万元)	7
图 10: 津优力销售增长情况 (人民币百万元)	7
图 11: 克艾力销售增长情况 (人民币亿元)	7
图 12: 艾力能销售增长情况 (人民币亿元)	7
图 13: 石药集团研发费用投入 (亿元)	8
图 14: 2014-2019 年各类在研项目数量	8
图 15: 2019 年不同治疗领域各类在研项目数量	8
图 16: 石药集团利润率变化	9
图 17: 石药集团费用率变化	9
表 1: 石药集团成药核心产品	5
表 2: 石药集团 2020-2023 年创新药及新型制剂产品上市计划	8

## 一、疫情影响下业绩持续稳健，结构优化和毛利率提升明显

石药集团2020年第一季度实现收入61.25亿元，同比增长11.5%，毛利45.29亿元，同比增长17.9%，归母净利润11.59亿元，同比增长21.8%，业绩持续稳健增长。以肿瘤药为代表的成药收入占比继续提高，使得公司产品结构不断优化。

2020年第一季度，公司成药实现收入50.22亿元，同比增长18.3%。维生素C（原料药）因为产品价格低于去年同期水平，实现收入4.26亿元，同比下降18.6%。抗生素（原料药）在国内多年限用抗生素政策以及疫情的影响下，表现依旧疲弱，实现收入2.08亿元，同比下降40.1%。其它收入4.69亿元，同比增长24.3%。咖啡因及葡萄糖产品取得理想的增长。

经营溢利来看，成药10.07亿元，同比增长10.3%，维生素C 0.43亿元，同比减少73.7%，抗生素（原料药）0.03亿元，同比减少88.8%。公司收入和利润结构持续优化。

图1：石药集团收入增长（亿元）

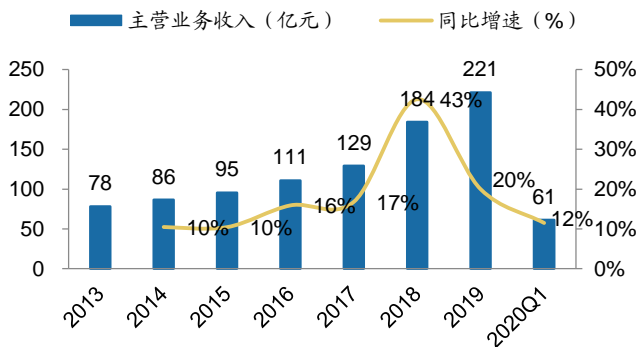
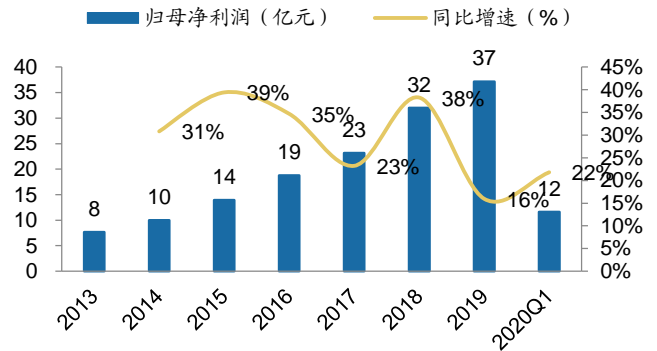


图2：石药集团净利润增长（亿元）

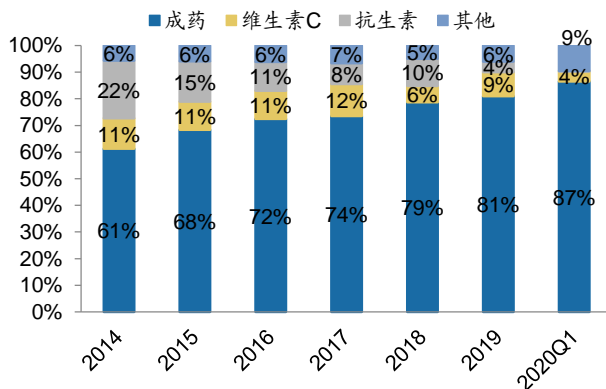


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

注：2018年及之前年报数据为港币，按历史汇率换算为人民币

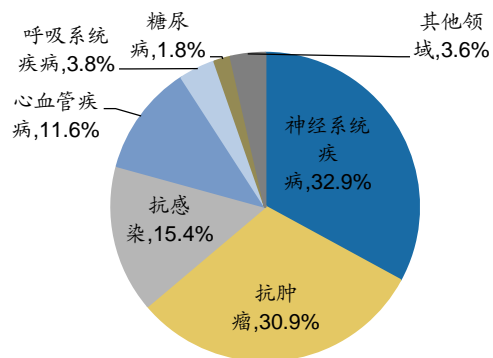
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图3：石药集团收入结构变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图4：石药集团2020年一季度成药收入拆分

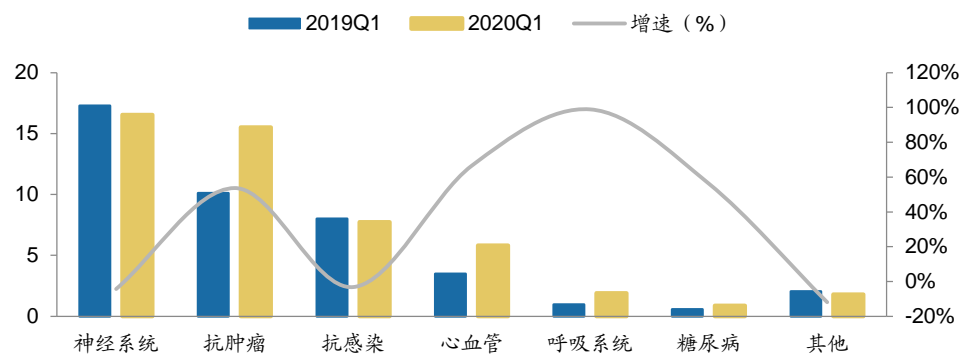


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### （一）成药整体销售稳健，多个子领域快速发展

2020年第一季度，公司成药实现收入50.22亿元，同比增长18.3%。公司对于成药重新进行疾病领域划分，肿瘤产品在高基数上仍实现高速增长，心血管、呼吸系统和糖尿病等疾病领域基数较小，增长迅猛。按照销售额来看，2020年1季度神经系统疾病收入16.54亿元（YoY -4.3%）、抗肿瘤产品15.52亿元（YoY +53.7%）、抗感染产品7.72亿元（YoY -3.2%）、心血管疾病产品5.82亿元（YoY +66.5%）、呼吸系统疾病产品1.91亿元（YoY +98.9%）、糖尿病产品0.88亿元（YoY +56.3%）。

图5：石药集团成药分领域销售额及增速（亿元）



数据来源：石药集团业绩简报、广发证券发展研究中心

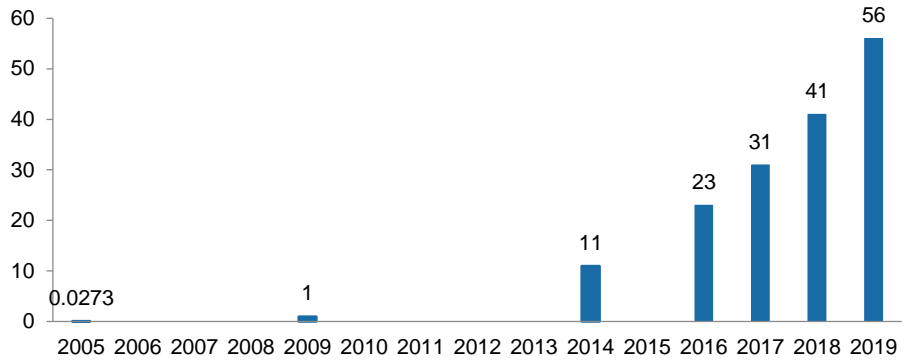
表1：石药集团成药核心产品及2020年1季度销售额（亿元）

		2019Q1	2020Q1	增速 (%)
<b>神经系统</b>	恩必普（丁苯酞软胶囊及注射液）、欧来宁（奥拉西坦胶囊及冻干粉针）	17.28	16.54	-4.3%
<b>肿瘤</b>	多美素（盐酸多柔比星脂质体注射液）、津优力（聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子）、克艾力（注射用紫杉醇，白蛋白结合型）	10.1	15.52	53.7%
<b>抗感染产品</b>	舒罗克（注射用罗罗培南）、诺莫灵（阿莫西林胶囊）、先曲/石药（注射用头孢曲松钠）、中诺立新（注射用头孢呋辛钠）、新维宏（阿奇霉素片）、维宏（阿奇霉素分散片/胶囊/肠溶片）	8.01	7.75	-3.2%
<b>心血管疾病</b>	玄宁（马来酸左旋氨氯地平片及分散片）、恩存（硫酸氢氯吡格雷片）、阿比康（阿司匹林肠溶片）及美洛林（替格瑞洛片）	3.49	5.82	66.5%
<b>呼吸系统</b>	琦效（盐酸阿比多尔片）、中诺立克（盐酸氨溴索口服溶液）及中诺平（盐酸氨溴索缓释片）	0.96	1.91	98.9%
<b>糖尿病产品</b>	林美欣（格列美脲分散片）、双乐欣（盐酸二甲双胍片/缓释片）	0.56	0.88	56.3%
<b>其他</b>	固邦（阿仑膦酸钠片/肠溶片）、固邦佳（阿仑膦酸钠维 D3 片）、高顺松（阿西美辛缓释胶囊）、得必欣/欧意（奥美拉唑肠溶胶囊）、先派（注射用奥美拉唑钠）、奇迈特（盐酸曲马多片）	2.05	1.8	-11.9%
<b>合计</b>		42.45	50.22	18.3%

数据来源：石药集团业绩简报、广发证券发展研究中心

神经系统疾病产品中恩必普保持较好增长。2020年第一季度，主要产品恩必普及欧来宁合计销售额16.54亿元，同比下降4.3%。目前恩必普仍具备较广阔的空白市场，销售团队持续扩张、持续向基层渗透，作为中国心脑血管领域第一个1类新药，即便受疫情影响，一季度销售额仍实现18.1%的增长。欧来宁销售收入因受到重点监控及省医保取消政策的影响而显著下滑63.7%。

图6：核心产品恩必普销售收入（亿元）

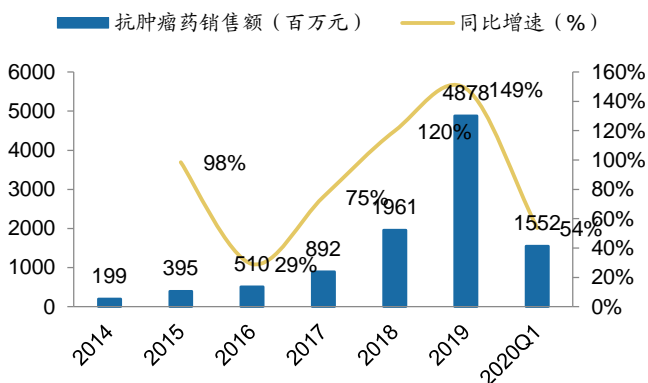


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## （二）抗肿瘤产品为增长主要驱动力

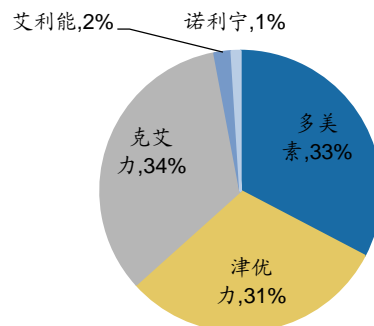
公司抗肿瘤产品销售额为15.52亿元，同比增长53.7%，持续保持高速增长，2014-2019年CAGR为89.8%。2020年一季度抗肿瘤产品收入占比提升至30.9%，同比提高7.1 pct。其中，多美素为国内市场占有率第一，2020年一季度销售额同比增长13.7%；津优力为国内首个自主研发的长效升白药物，2020年一季度销售额同比增长64.5%；克艾力2020年一季度销售额同比增长114.0%。2020年年底肿瘤板块销售团队预计4500人，不断的人员扩充和学术推广的加强助力肿瘤药板块持续强劲增长。

图7：石药集团抗肿瘤板块销售额情况（亿元）



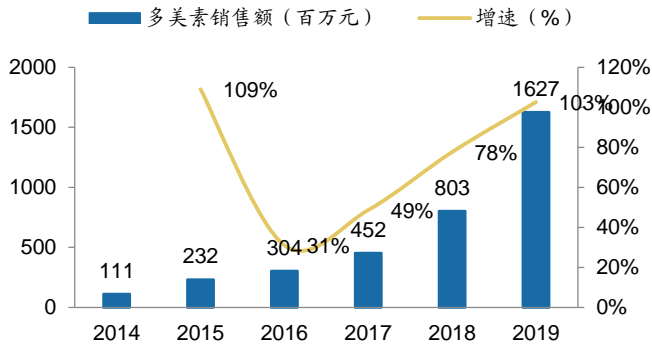
数据来源：石药集团财报、广发证券发展研究中心

图8：石药集团抗肿瘤板块收入拆分（2019年）



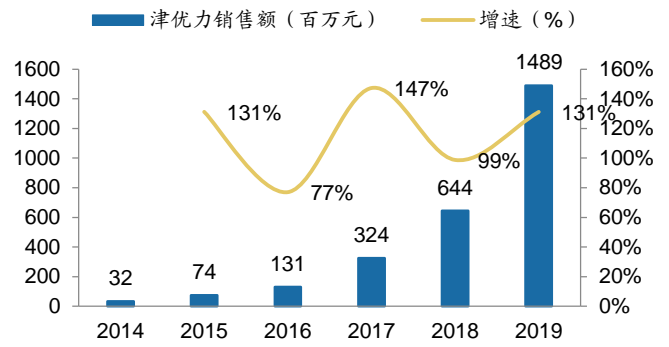
数据来源：石药集团财报、广发证券发展研究中心

图9: 多美素销售增长情况 (人民币百万元)



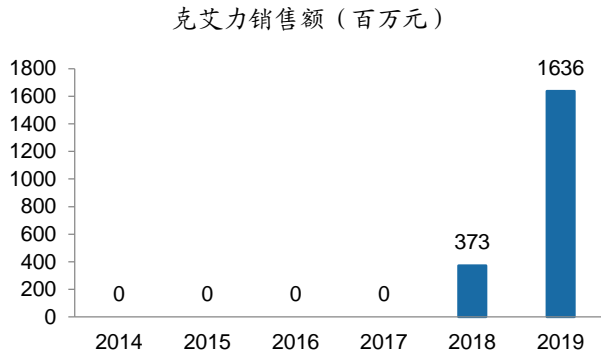
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图10: 津优力销售增长情况 (人民币百万元)



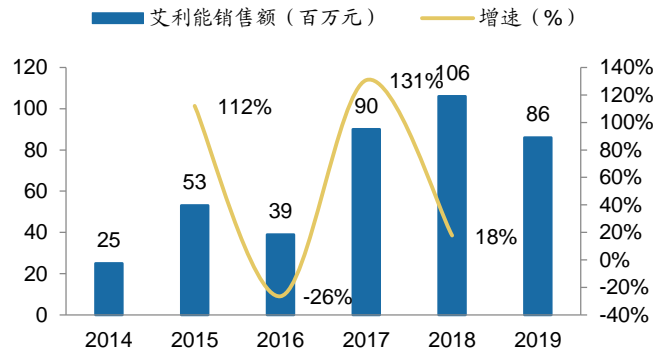
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图11: 克艾力销售增长情况 (人民币亿元)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图12: 艾力能销售增长情况 (人民币亿元)



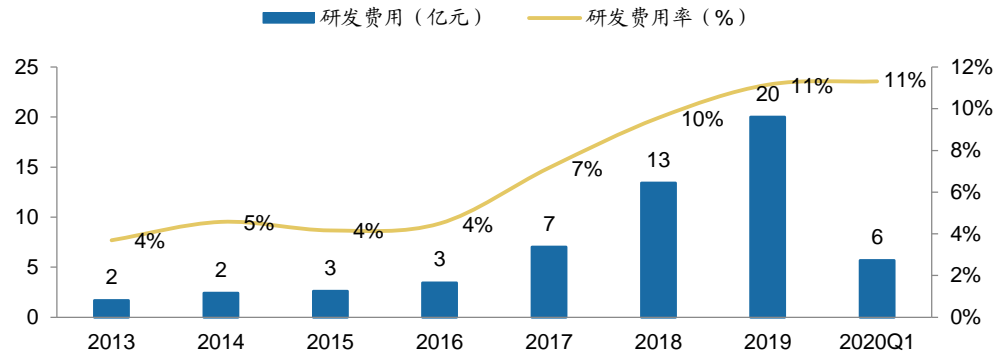
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、研发投入大幅增加，重视创新管线价值

石药通过内生和外延迅速夯实研发实力，拓展研发管线。目前公司共有1800多人的研发团队，博士、海外高端人才超过130人。石药于全球有4大研发中心、8项国家级科技荣誉、10大研发平台、2个国家重点实验室，拥有300多项在研项目，其中创新药项目100多项，覆盖抗肿瘤、精神神经、自身免疫、抗感染、心脑血管及消化代谢领域，大分子创新药50余项，小分子创新药40余项，新型制剂20余项，临床研究阶段项目60余项。

随着研发团队的扩充，在研项目的进展，石药研发费用大幅上升。2020年第一季度研发投入5.68亿元，同比增加23.2%，占成药收入的比例增长至11.3%。持续的研发投入将为公司的长期稳健增长奠定基础。

图13: 石药集团研发费用投入 (亿元)



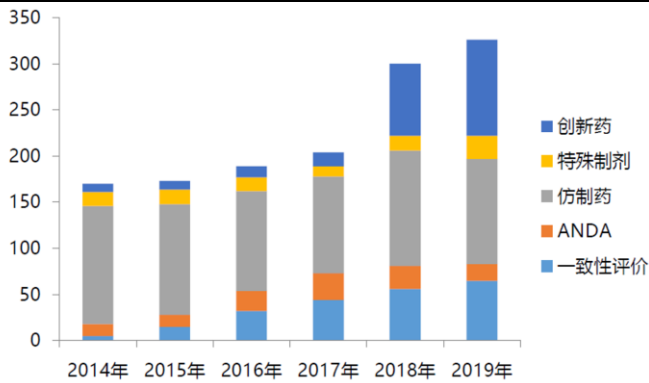
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 2018年及之前数据为港元, 按历史汇率换算为人民币元; 研发费用率为占成药收入比例

### (一) 快速向创新转型, 抗肿瘤创新药管线迅速拓展

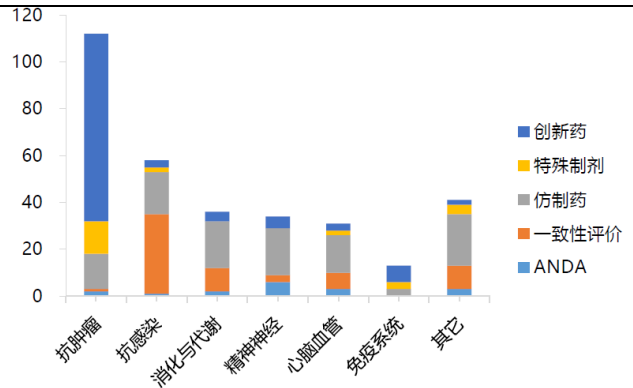
石药目前创新药数量占比约1/3, 其中在肿瘤领域的布局最为瞩目。公司进入临床的小分子创新药15项, 其中3项处于III期/注册临床阶段; 进入临床的大分子创新药13项, 3项处于注册临床; 新型制剂共有11项处于临床阶段。临床成果转化值得期待, 预计2020年-2023年将有13个新产品上市, 其中大分子创新药5个, 小分子创新药3个, 新型制剂5个。

图14: 2014-2019年各类在研项目数量



数据来源: 石药集团业绩简报、广发证券发展研究中心

图15: 2019年不同治疗领域各类在研项目数量



数据来源: 石药集团业绩简报、广发证券发展研究中心

表2: 石药集团2020-2023年创新药及新型制剂产品上市计划

序号	产品名称	项目类别	靶点	适应症	预计上市时间
1	两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物	新型制剂	多烯类抗真菌药物	深度真菌感染	2020 年
2	盐酸米托蒽醌脂质体注射液	新型制剂	蒽环类抗肿瘤药物	淋巴瘤等	2021 年
3	Duvelisib 胶囊	小分子	PI3K	CLL/SLL/FL	2021 年
4	JMT103	大分子	RANKL	高钙血症、肿瘤骨转移、骨巨细胞瘤、骨质疏松	2022 年



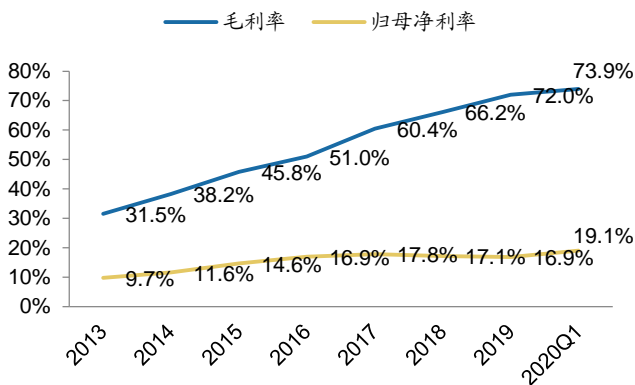
5	伊立替康脂质体注射液	新型制剂	拓扑异构酶抑制剂	结直肠癌	2022年
6	注射用两性霉素B脂质体	新型制剂	多烯类抗真菌药物	深部真菌感染	2022年
7	SYSA1802	大分子	PD-1	肿瘤	2022年
8	TG103	大分子	Fc-GLP1	糖尿病	2022年
9	DBPR108片	小分子	DPP4抑制剂	糖尿病	2023年
10	奥马珠单抗	大分子	IgE	中、重度过敏性鼻炎	2023年
11	M701	大分子	EpCAM/CD3	肿瘤	2023年
12	SKLB1028	小分子	FLT3	急性髓细胞白血病	2023年
13	注射用柔红霉素阿糖胞苷脂质体	新型制剂	蒽环类+嘧啶类抗肿瘤药物	急性髓细胞白血病	2023年

数据来源：石药集团业绩简报、广发证券发展研究中心

### 三、财务分析：成药增长强劲带来毛利率的提高

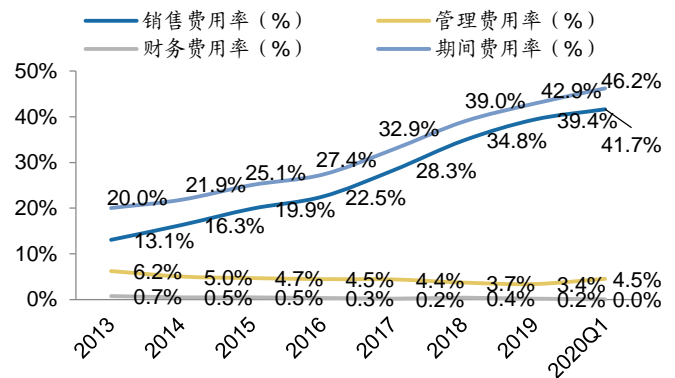
高利润率成药的强劲增长带动公司整体毛利率的大幅提升。2020年第一季度公司毛利率73.9%，同比提升4.0 pct。由于毛利率的大幅提升以及2020年1季度有资产出售，虽然销售费用率（+4.1 pct）和研发费用率（+0.9 pct）均有提高，净利率仍同比增加1.9 pct至19.1%。

图16：石药集团利润率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图17：石药集团费用率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

### 四、估值和投资建议

公司业绩持续靓丽，在研创新品种不断丰富，未来1-2年研发成果转化值得期待。预计20-22年收入增速20.6%/20.1%/18.1%，归母净利润增速21.9%/20.2%/19.9%，EPS为0.73/0.87/1.05元/股，当前股价对应PE19.2/16.0/13.4x。

我们采用DCF方法对公司进行估值：假设WACC=10%，永续增长率=3.0%。得到公司合理价值为23.38港元/股，对应21年PE21.6x，维持“买入”评级。

## 五、风险提示

- (1) 研发进展不达预期;
- (2) 行业政策风险;
- (3) 核心产品销售不达预期

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>13,744</b>	<b>13,697</b>	<b>16,483</b>	<b>19,807</b>	<b>23,649</b>
货币资金	4,317	4,118	4,967	6,748	8,874
应收及预付	16	0	0	0	0
存货	3,032	2,536	4,090	4,861	5,413
其他流动资产	6,378	7,043	7,426	8,198	9,361
<b>非流动资产</b>	<b>9,373</b>	<b>12,621</b>	<b>14,671</b>	<b>17,050</b>	<b>19,751</b>
长期股权投资	0	231	276	276	276
固定资产	6,663	8,459	10,411	12,523	14,875
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	804	1,136	1,296	1,563	1,912
其他长期资产	1,906	2,795	2,688	2,688	2,688
<b>资产总计</b>	<b>23,117</b>	<b>26,318</b>	<b>31,154</b>	<b>36,857</b>	<b>43,400</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,216</b>	<b>6,237</b>	<b>7,260</b>	<b>8,568</b>	<b>9,846</b>
短期借款	70	23	86	86	86
应付及预收	6,167	5,119	6,135	7,291	8,404
其他流动负债	978	1,095	1,039	1,191	1,356
<b>非流动负债</b>	<b>438</b>	<b>563</b>	<b>580</b>	<b>610</b>	<b>640</b>
长期借款	20	14	24	34	44
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	419	549	556	576	596
<b>负债合计</b>	<b>7,654</b>	<b>6,800</b>	<b>7,840</b>	<b>9,178</b>	<b>10,486</b>
股本	0	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	3,665	7,562	11,348	15,701	20,921
归属母公司股东权益	14,987	18,462	22,247	26,601	31,821
少数股东权益	475	1,056	1,066	1,078	1,093
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,117</b>	<b>26,318</b>	<b>31,154</b>	<b>36,857</b>	<b>43,400</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>18,425</b>	<b>22,103</b>	<b>26,658</b>	<b>32,023</b>	<b>37,812</b>
营业成本	-6,235	-6,192	-7,464	-8,871	-10,398
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-6,421	-8,712	-10,237	-12,233	-14,368
管理费用	-683	-749	-933	-1,089	-1,286
研发费用	-1,387	-2,000	-2,533	-3,202	-3,781
财务费用	-77	-32	-2	-2	-2
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	145	244	240	240	240
<b>营业利润</b>	<b>3,862</b>	<b>4,610</b>	<b>5,590</b>	<b>6,727</b>	<b>8,076</b>
营业外收支	159	48	50	50	50
<b>利润总额</b>	<b>3,944</b>	<b>4,626</b>	<b>5,638</b>	<b>6,775</b>	<b>8,124</b>
所得税	-765	-893	-1,099	-1,321	-1,584
<b>净利润</b>	<b>3,179</b>	<b>3,733</b>	<b>4,538</b>	<b>5,454</b>	<b>6,540</b>
少数股东损益	-23	19	10	12	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,202</b>	<b>3,714</b>	<b>4,528</b>	<b>5,442</b>	<b>6,525</b>
EBITDA	4,059	4,679	6,228	7,498	9,025
EPS (元)	0.51	0.60	0.73	0.87	1.05

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,880</b>	<b>3,784</b>	<b>4,125</b>	<b>5,961</b>	<b>7,024</b>
净利润	3,179	3,733	4,538	5,454	6,540
折旧摊销	654	615	588	721	899
营运资金变动	179	-485	-1,029	-215	-417
其它	-133	-80	27	2	2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,697</b>	<b>-2,457</b>	<b>-2,488</b>	<b>-3,100</b>	<b>-3,600</b>
资本支出	-1,847	-2,362	-2,706	-3,100	-3,600
投资变动	-394	-497	195	0	0
其他	-1,456	402	23	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-157</b>	<b>-1,546</b>	<b>-765</b>	<b>-1,080</b>	<b>-1,297</b>
银行借款	-804	-48	-21	10	10
股权融资	0	1	2	3	4
其他	647	-1,397	-745	-1,090	-1,307
<b>现金净增加额</b>	<b>27</b>	<b>-219</b>	<b>872</b>	<b>1,781</b>	<b>2,126</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4,524</b>	<b>4,336</b>	<b>4,118</b>	<b>4,967</b>	<b>6,748</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>4,317</b>	<b>4,118</b>	<b>4,967</b>	<b>6,748</b>	<b>8,874</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	37.06%	24.76%	20.61%	20.13%	18.07%
营业利润增长	35.87%	15.36%	23.17%	21.07%	20.64%
归母净利润增长	38.28%	15.98%	21.93%	20.17%	19.90%
<b>获利能力</b>					
毛利率	66.16%	71.98%	72.00%	72.30%	72.50%
净利率	17.26%	16.89%	17.02%	17.03%	17.30%
ROE	21.37%	20.12%	20.35%	20.46%	20.50%
ROIC	39.13%	29.64%	29.12%	30.00%	30.71%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.11%	25.84%	25.17%	24.90%	24.16%
净负债比率	-28.80%	-22.31%	-22.33%	-25.37%	-27.89%
流动比率	1.90	2.20	2.27	2.31	2.40
速动比率	1.48	1.79	1.71	1.74	1.85
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	—	0.89	0.93	0.94	0.94
应收账款周转率	5.56	5.74	5.54	6.20	6.29
存货周转率	2.25	2.19	1.80	1.95	2.00
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.51	0.60	0.73	0.87	1.05
每股经营现金流	0.62	0.61	0.66	0.96	1.13
每股净资产	2.40	2.96	3.57	4.27	5.10
<b>估值比率</b>					
P/E	27.19	23.45	19.23	16.00	13.35
P/B	5.81	4.72	3.91	3.27	2.74
EV/EBITDA	20.41	17.77	13.21	10.74	8.69

## 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：资深分析师，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。
- 肖鸿德：联系人，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

## 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	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

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。