

# 【广发医药&海外】石药集团 (01093.HK)

## 肿瘤和心血管增长靓丽，业绩符合预期

### 核心观点:

- **前3季度收入增长14.6%，归母净利润增长25.1%，业绩符合预期。**公司披露3季报，前3季度收入192亿元 (YoY+14.6%)，毛利145亿元 (YoY+21.6%)，归母净利润35.2亿元 (YoY+25.1%)。
- **恩必普持续高增长，肿瘤和心血管领域增速靓丽。**前3季度成药收入157亿元 (YoY+17.4%)，其中神经系统疾病产品收入59.87亿元 (YoY+9.6%)，核心品种恩必普保持32.1%的高增长；抗肿瘤产品收入47.17亿元 (YoY+35.4%)，重点产品多美素、津优力、克艾力分别同比增长36.3%、45.2%、33.1%；抗感染产品收入20.43亿元 (YoY-13.8%)；心血管疾病产品收入17.62亿元 (YoY+68.0%)，重点产品玄宁同比增长38.1%，集采中标产品氯吡格雷销售额达4.15亿元；呼吸系统收入3.54亿元 (YoY+44.2%)，阿比多尔销售额1.4亿元；糖尿病产品收入2.52亿元 (YoY+26.9%)。维C原料收入14.38亿元 (YoY-9.9%)，抗生素原料收入7.62亿元 (YoY+6.6%)，咖啡因及其他收入13.02亿元 (YoY+22.5%)。成药占比提升至82%，收入结构持续优化。
- **研发管线迅速拓展，临床转化值得期待。**公司不断加强研发布局，前3季度研发费用22.66亿元，占成药收入14.4%，研发团队超2000人，在研项目超300个，其中创新药项目超100个。2020年1-11月公司已获14个临床批件。目前临床阶段的产品已有18项小分子创新药、13项大分子创新药及11项新型制剂产品。未来1-2年两性霉素B、米托蒽醌等脂质体产品的上市将为公司业绩增长注入新动力。
- **盈利预测和投资建议：**预计20-22年EPS为0.37/0.43/0.51元/股，当前股价对应PE 18.5/15.9/13.6x。采用DCF方法得到公司合理价值为11.78港元/股，对应2021年PE 23.1x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险；临床进展不达预期。

(\*如非特殊说明，本报告货币单位为人民币元)

### 盈利预测:

人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	18,425	22,103	25,393	29,509	34,030
增长率 (%)	37.1%	24.8%	14.9%	16.2%	15.3%
EBITDA (百万元)	4,059	4,679	6,199	7,191	8,428
归母净利润 (百万元)	3,202	3,714	4,475	5,198	6,097
增长率 (%)	38.3%	16.0%	20.5%	16.2%	17.3%
EPS (元/股)	0.27	0.31	0.37	0.43	0.51
市盈率 (P/E)	25.80	22.24	18.46	15.89	13.55
ROE (%)	21.4%	20.1%	20.7%	20.6%	20.7%
EV/EBITDA	19.31	16.82	12.45	10.48	8.66

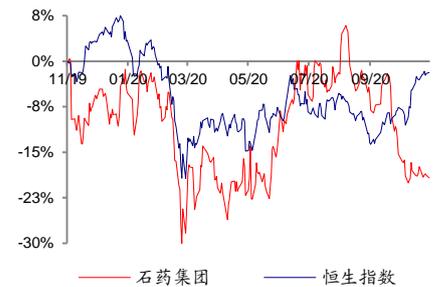
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	8.14 港元
合理价值	11.78 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-24

### 相对市场表现



### 分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



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** 2020-08-27

(01093.HK):业绩持续稳健增长,创新药管线迅速拓展

**【广发医药&海外】石药集团** 2020-05-30

(01093.HK):疫情下肿瘤药增势不改,迎来阶段性研发收获期

**【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

联系人: 肖鸿德 021-38003668

xiaohongde@gf.com.cn

## 图表索引

图 1: 石药集团收入增长 (亿元) .....	3
图 2: 石药集团净利润增长 (亿元) .....	3
图 3: 石药集团收入结构变化 .....	3
图 4: 石药集团成药收入拆分 (2020 年前 3 季度) .....	3
图 5: 石药集团成药分领域销售额及增速 (亿元) .....	3
图 6: 石药集团抗肿瘤板块销售额情况 (亿元) .....	5
图 7: 石药集团抗肿瘤产品收入增速情况 .....	5
图 8: 石药集团研发费用投入 (亿元) .....	5
图 9: 石药集团利润率情况 .....	5
表 1: 石药集团成药核心产品销售额 (亿元) .....	4
表 2: 石药集团 2020 年获得的产品批件 .....	5
表 3: 石药集团 2020 年获得的临床批件 .....	6
表 4: 石药集团 2022-2025 年创新药产品上市计划 .....	6
表 5: 石药集团 2020-2025 年新制剂产品上市计划 .....	7
表 6: 石药集团现金流假设 (百万元) .....	7
表 7: 石药集团 WACC 核心假设 .....	7
表 8: 石药集团的 DCF 估值 .....	8

图1: 石药集团收入增长 (亿元)

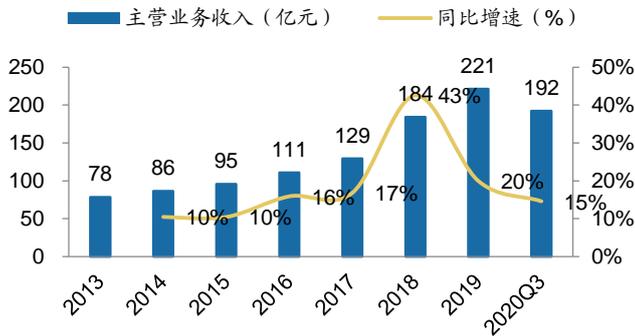


图2: 石药集团净利润增长 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

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

图3: 石药集团收入结构变化

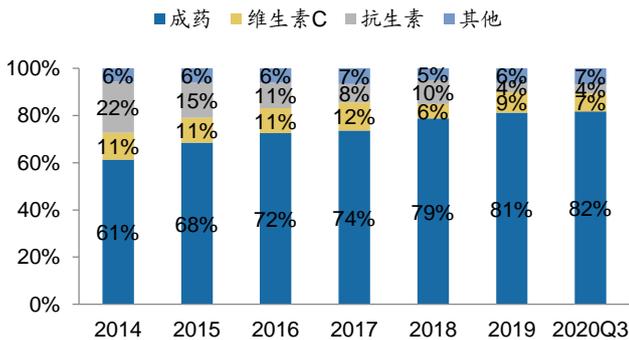
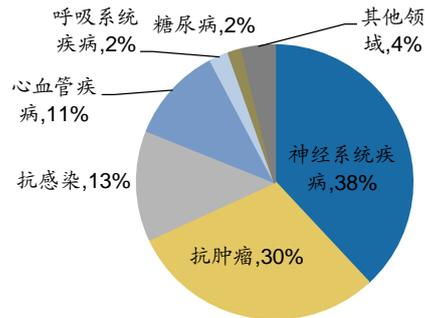


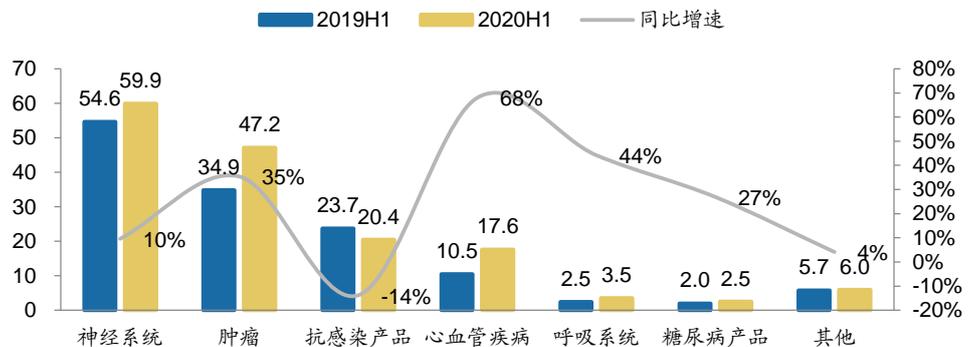
图4: 石药集团成药收入拆分 (2020年前3季度)



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

图5: 石药集团成药分领域销售额及增速 (亿元)



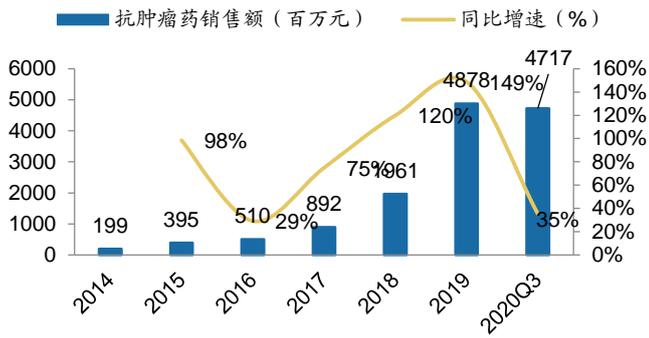
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表1: 石药集团成药核心产品销售额 (亿元)

治疗领域	药物名称	1 季度			上半年			1-3 季度合计		
		2019	2020	增速	2019	2020	增速	2019	2020	增速
神经系统	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)、恩悉(盐酸普拉克索片)	17.28	16.54	-4.3%	35.78	38.06	6.4%	54.64	59.87	9.6%
肿瘤	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%	21.68	31.31	44.4%	34.85	47.17	35.4%
抗感染产品	舒罗克(注射用美罗培南)、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%	16.58	13.71	-17.3%	23.71	20.43	-13.8%
心血管疾病	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	66.8%	7.18	11.07	54.2%	10.49	17.62	68.0%
呼吸系统	琦效(盐酸阿比多尔片)、中诺立克(盐酸氨溴索口服溶液)、中诺平(盐酸氨溴索缓释片)、诺一安(孟鲁斯特片)	0.96	1.91	99.0%	1.7	2.56	50.6%	2.45	3.54	44.2%
糖尿病产品	林美欣(格列美脲分散片)、双乐欣(盐酸二甲双胍片/缓释片)、欣维平(阿卡波糖片)	0.56	0.88	57.1%	1.31	1.73	32.1%	1.99	2.52	26.9%
其他	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	-12.2%	3.43	3.87	12.8%	5.74	5.98	4.1%
合计		42.45	50.22	18.3%	87.66	102.31	16.7%	133.87	157.13	17.4%

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

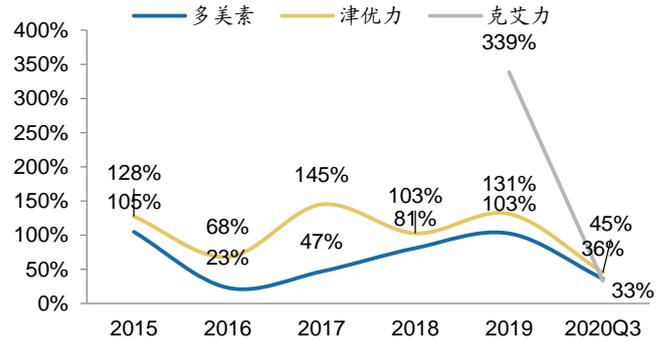
图6: 石药集团抗肿瘤板块销售额情况 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

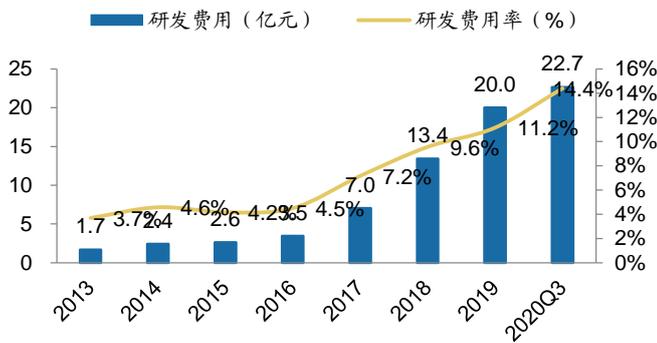
注: 2018年及之前年报数据为港币, 按历史汇率换算为人民币

图7: 石药集团抗肿瘤产品收入增速情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

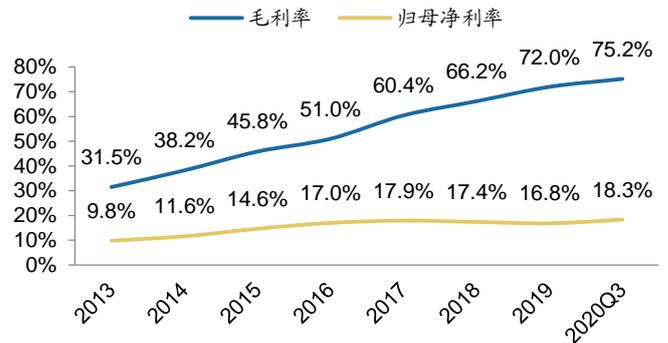
图8: 石药集团研发费用投入 (亿元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

注: 2018年及之前年报数据为港币, 按历史汇率换算为人民币  
研发费用率为研发费用占成药收入的比例

图9: 石药集团利润率情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表2: 石药集团2020年获得的产品批件

序号	产品	适应症	获批时间
1	孟鲁司特钠片	哮喘、过敏性鼻炎	2020年2月
2	孟鲁司特钠咀嚼片	哮喘、过敏性鼻炎	2020年2月
3	硫酸氢氯吡格雷片 (75mg) 补充批件	预防动脉粥样硬化血栓形成事件	2020年2月
4	利伐沙班片	抗凝	2020年3月
5	硫酸氢氯吡格雷片 (25mg) 补充批件	预防动脉粥样硬化血栓形成事件	2020年4月
6	门冬氨酸鸟氨酸注射液	肝病	2020年5月
7	欧米加-3-酸乙酯 90 软胶囊 (美国)	降血脂	2020年5月
8	注射用硼替佐米	多发性骨髓瘤、套细胞淋巴瘤	2020年6月
9	注射用紫杉醇 (白蛋白结合型) 补充批件	乳腺癌	2020年6月
10	塞来昔布胶囊	骨关节炎、类风湿关节炎等	2020年7月
11	阿卡波糖片	2型糖尿病	2020年7月

12	盐酸美金刚片	阿尔茨海默型痴呆	2020年7月
13	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	抑郁症	2020年7月
14	替格瑞洛片(60mg)补充批件	冠脉综合征	2020年9月
15	埃索美拉唑镁肠溶胶囊(美国)	胃食管反流病、胃溃疡等	2020年10月
16	帕利哌酮缓释片(美国)	精神分裂症	2020年10月

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

表3: 石药集团2020年获得的临床批件

序号	项目	适应症	获批时间
1	伊立替康脂质体注射液	胰腺癌	2020年1月
2	ALMB-0168(澳大利亚)	骨癌、癌症骨转移	2020年2月
3	注射用多西他赛(白蛋白结合型)	多种实体瘤	2020年5月
4	奥马珠单抗	非酒精性脂肪型肝炎	2020年5月
5	SYHA1805片	中、重度过敏性哮喘	2020年7月
6	Y150(CD38+CD3)(美国)	复发或难治多发性骨髓瘤	2020年8月
7	SYHA1815片	晚期实体瘤	2020年8月
8	ALMB-0168	骨癌、癌症骨转移	2020年9月
9	注射用多西他赛(白蛋白结合型)(美国)	多种实体瘤	2020年9月
10	丁苯酞注射液(水针)	急性缺血性脑卒中	2020年9月
11	伊立替康脂质体注射液	乳腺癌	2020年9月
12	伊立替康脂质体注射液	小细胞肺癌	2020年10月
13	注射用两性霉素B脂质体	侵袭性真菌感染	2020年10月
14	SYHA1813口服液	复发或晚期实体瘤	2020年11月

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

表4: 石药集团2022-2025年创新药产品上市计划

序号	产品名称	项目类别	靶点	适应症	预计上市时间
1	Duvelisib 胶囊	化药 5.1 类	PI3K	CLL/SLL/FL	2022 年
2	SKLB1028	化药 1 类	FLT3	急性髓性白血病	2023 年
3	DBPR108 片	化药 1 类	DPP4	2 型糖尿病	2023 年
4	SYHA1402 片	化药 1 类	醛糖还原酶抑制剂	糖尿病相关心脏病等	2025 年
5	SYSA1802	治疗用生物制品 1 类	PD-1	晚期实体瘤	2022 年
6	JMT103	治疗用生物制品 1 类	RANKL	高钙血症、肿瘤骨转移、骨巨细胞瘤、骨质疏松	2022 年
7	M701*	治疗用生物制品 1 类	EpCAM/CD3	EpCAM 阳性肿瘤引起的腹水	2023 年
8	奥马珠单抗	治疗用生物制品 2 类	IgE	哮喘、荨麻疹	2023 年
9	DP303c	治疗用生物制品 1 类	HER2	晚期实体瘤	2023 年
10	M802*	治疗用生物制品 1 类	HER2/CD3	HER2 阳性实体瘤	2024 年
11	Y101	治疗用生物制品 1 类	PD-L1/TGF-β	实体瘤	2024 年
12	JMT101	治疗用生物制品 2 类	人源化抗 EGFR 单克隆抗体	非小细胞肺癌、结直肠癌	2024 年
13	Y150*	治疗用生物制品 1 类	CD38/CD3 YBODY	多发性骨髓瘤	2025 年

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

**表5: 石药集团2020-2025年新制剂产品上市计划**

序号	产品名称	项目类别	适应症	预计上市时间
1	注射用两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物	化药 4 类	深部真菌感染	2020 年
2	盐酸米托蒽醌脂质体注射液	化药 2.2 类	外周 T 细胞淋巴瘤	2021 年
3	注射用两性霉素 B 脂质体	化药 3 类	深部真菌感染	2022 年
4	盐酸伊立替康脂质体注射液	化药 3 类	胰腺癌	2022 年
5	利拉鲁肽注射液	化药 4 类	2 型糖尿病	2022 年
6	索马鲁肽注射液	化药 4 类	2 型糖尿病	2023 年
7	丙泊酚中长链脂肪乳注射液	化药 4 类	麻醉诱导	2023 年
8	阿瑞匹坦注射乳剂	化药 3 类	化疗引起的重度到中度呕吐	2023 年
9	注射用多西他赛 (白蛋白结合型)	化药 2.2 类	实体瘤	2023 年
10	丁酸氯维地平注射用乳剂	化药 3 类	高血压	2024 年
11	亮丙瑞林原位凝胶	化药 2.2 类	前列腺癌	2024 年
12	注射用前列地尔脂质体	化药 2.2 类	慢性动脉狭窄, 以及由此引起的四肢发冷、疼痛及溃疡等症状	2025 年

数据来源: 公司业绩简报、广发证券发展研究中心

**表6: 石药集团现金流假设 (百万元)**

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	5,646	6,558	7,691	8,768	9,820	10,999	12,099	13,188	14,243	15,382
所得税税率	20%	20%	20%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	18%
EBIT*(1-所得税税率)	4,545	5,279	6,192	7,015	8,053	9,019	9,921	10,814	11,679	12,613
折旧与摊销	553	634	736	773	812	852	895	940	987	1,036
营运资金的净变动	-274	-439	-567	-595	-625	-656	-689	-723	-759	-797
资本性投资	-2,000	-2,000	-2,000	-1,900	-1,805	-1,715	-1,629	-1,548	-1,470	-1,397
FCFF	2841	3474	4362	5007	6435	7501	8498	9483	10436	11456

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

**表7: 石药集团WACC核心假设**

核心假设	
WACC	9.23%
股权成本	11.24%
债权成本	4.0%
股权 Beta	1.08
无风险利率	2.6%
市场风险溢价	8.0%
目标资产负债率	25.0%
企业所得税税率	20.0%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表8: 石药集团的DCF估值

假设项目	
WACC	9.23%
永续增长率	3.0%
终值 (百万元, 2030 年)	113510
企业现值 (百万元)	120963
少数股东权益 (百万元)	1056
股票价值 (百万元)	119702
发行股数 (百万股)	11974
归属股东的每股净现值 (元)	10.00
归属股东的每股净现值 (港元)	11.78

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

\*汇率: 1 元人民币=0.85 港元

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>15,979</b>	<b>18,772</b>	<b>22,635</b>
货币资金	4,317	4,118	5,575	7,413	9,853
应收及预付	16	0	0	0	0
存货	3,032	2,536	3,024	3,408	3,884
其他流动资产	6,378	7,043	7,381	7,951	8,899
<b>非流动资产</b>	<b>9,373</b>	<b>12,621</b>	<b>14,096</b>	<b>15,546</b>	<b>16,911</b>
长期股权投资	0	231	346	430	531
固定资产	6,663	8,459	9,746	10,943	12,050
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	804	1,136	1,296	1,465	1,621
其他长期资产	1,906	2,795	2,708	2,708	2,708
<b>资产总计</b>	<b>23,117</b>	<b>26,318</b>	<b>30,075</b>	<b>34,318</b>	<b>39,546</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,216</b>	<b>6,237</b>	<b>6,776</b>	<b>7,291</b>	<b>8,149</b>
短期借款	70	23	86	86	86
应付及预收	6,167	5,119	5,715	6,129	6,867
其他流动负债	978	1,095	975	1,076	1,195
<b>非流动负债</b>	<b>438</b>	<b>563</b>	<b>580</b>	<b>590</b>	<b>600</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	556	556
<b>负债合计</b>	<b>7,654</b>	<b>6,800</b>	<b>7,356</b>	<b>7,881</b>	<b>8,749</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	10,695	14,334	18,602
归属母公司股东权益	14,987	18,462	21,594	25,233	29,501
少数股东权益	475	1,056	1,125	1,204	1,297
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,117</b>	<b>26,318</b>	<b>30,075</b>	<b>34,318</b>	<b>39,546</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>25,393</b>	<b>29,509</b>	<b>34,030</b>
营业成本	-6,235	-6,192	-6,729	-7,584	-8,644
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-6,421	-8,712	-9,700	-11,272	-12,999
管理费用	-683	-749	-965	-1,121	-1,293
研发费用	-1,387	-2,000	-2,793	-3,128	-3,573
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	200	200	200
<b>营业利润</b>	<b>3,862</b>	<b>4,610</b>	<b>5,396</b>	<b>6,608</b>	<b>7,741</b>
营业外收支	159	48	250	-50	-50
<b>利润总额</b>	<b>3,944</b>	<b>4,626</b>	<b>5,644</b>	<b>6,556</b>	<b>7,689</b>
所得税	-765	-893	-1,101	-1,278	-1,499
<b>净利润</b>	<b>3,179</b>	<b>3,733</b>	<b>4,543</b>	<b>5,277</b>	<b>6,190</b>
少数股东损益	-23	19	68	79	93
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,202</b>	<b>3,714</b>	<b>4,475</b>	<b>5,198</b>	<b>6,097</b>
EBITDA	4,059	4,679	6,199	7,191	8,428
EPS (元)	0.27	0.31	0.37	0.43	0.51

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>4,533</b>	<b>5,390</b>	<b>6,261</b>
净利润	3,179	3,733	4,543	5,277	6,190
折旧摊销	654	615	553	634	736
营运资金变动	179	-485	-221	-439	-567
其它	-133	-80	-343	-82	-99
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,697</b>	<b>-2,457</b>	<b>-1,688</b>	<b>-2,000</b>	<b>-2,000</b>
资本支出	-1,847	-2,362	-1,686	-2,000	-2,000
投资变动	-394	-497	-25	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>-1,365</b>	<b>-1,551</b>	<b>-1,821</b>
银行借款	-804	-48	-21	10	10
股权融资	0	-101	0	0	0
其他	647	-1,397	-1,344	-1,561	-1,831
<b>现金净增加额</b>	<b>27</b>	<b>-219</b>	<b>1,480</b>	<b>1,838</b>	<b>2,440</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4,524</b>	<b>4,336</b>	<b>4,118</b>	<b>5,575</b>	<b>7,413</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>4,317</b>	<b>4,118</b>	<b>5,575</b>	<b>7,413</b>	<b>9,853</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%	14.89%	16.21%	15.32%
营业利润增长	35.87%	15.36%	24.22%	16.75%	17.83%
归母净利润增长	38.28%	15.98%	20.49%	16.16%	17.29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	66.16%	71.98%	73.50%	74.30%	74.60%
净利率	17.26%	16.89%	17.89%	17.88%	18.19%
ROE	21.37%	20.12%	20.72%	20.60%	20.67%
ROIC	39.13%	29.64%	31.59%	32.44%	34.01%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.11%	25.84%	24.46%	22.97%	22.12%
净负债比率	-28.80%	-22.31%	-25.82%	-29.38%	-33.40%
流动比率	1.90	2.20	2.36	2.57	2.78
速动比率	1.48	1.79	1.91	2.11	2.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.90	0.89	0.90	0.92	0.92
应收账款周转率	5.56	5.74	5.54	6.11	6.22
存货周转率	2.25	2.19	2.20	2.33	2.34
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.27	0.31	0.37	0.43	0.51
每股经营现金流	0.32	0.32	0.38	0.45	0.52
每股净资产	1.25	1.54	1.80	2.11	2.46
<b>估值比率</b>					
P/E	25.80	22.24	18.46	15.89	13.55
P/B	5.51	4.48	3.83	3.27	2.80
EV/EBITDA	19.31	16.82	12.45	10.48	8.66

## 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。
- 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。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，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：研究助理，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：研究助理，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	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37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。