



优质特色原料药出口企业，原料药产能释放和制剂新品上市驱动业绩持续成长

2019.05.20

唐爱金(分析师) 冯俊曦(研究助理)

电话: 020-88836115 020-88836115

邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn Fengjx@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

● 行业层面：原料药中短期受益于提价周期，长期优质企业有望通过原料药和制剂新品上市驱动业绩成长

国内近年环保迫使中小原料药企业退出市场，加上近期缙沙坦事件、猪瘟等突发因素，部分原料药已形成一定供需缺口，奠定中短期原料药提价基础与趋势；药政环境如一致性评价、关联审批、带量采购等一方面强化寡头格局，另一方面药政环境长期逐步影响当前医药产业格局，医院端销售壁垒逐步降低，国内原料药行业规模优势、技术和品种优势、医院销售优势不亚于印度环境，中长期有望取代印度成为国际 API 强国，看好国内具备竞争力的原料药企业复制印度原料药龙头 Dr. Reddy's 转型制剂的成功路径。

● 中短期看点：未来 2-3 年核心品种沙坦和他汀类原料药产能有望持续释放

公司原料药产品线已经形成了心血管类、肠胃类、中枢神经类药物等多类别产品格局。其中，核心品种缙沙坦原料药全球需求量由 2012 年的 1,030 吨增长到 2015 年的 1,175 吨，复合增长 4.5%。以每年 4% 增长估算，2019 年约 1375 吨需求。供给端，当前华海、天宇、美诺华和其他厂家，分别 420 吨、338 吨、270 吨、720 吨，供给产能合计 1747 吨。华海缙沙坦事件后，从供需角度分析，缙沙坦存在一定供需缺口，为提价奠定基础；另一核心品种阿托伐他汀原料药全球需求量由 2013 年的 350.70 吨增长到 2015 年的 447.29 吨，复合增长 12.9%，以每年 10% 增长估算，2019 年约 655 吨需求。供给端，目前阿托伐他汀原料药供应格局较为稳定，新东港药业、美诺华市占率分别约 51%、10%，目前的寡头式竞争格局有利于未来提价。未来 2-3 年核心品种沙坦和他汀类原料药产能有望持续释放。

● 中长期看点：研发原料药和制剂一体化布局，长期有望通过原料药和制剂新品上市驱动业绩持续成长

公司原料药与制剂研发一体化布局，产业布局符合当前产业趋势，原料药品种有望不断丰富，制剂业务有望实现转型升级，长期有望复制印度巨头 Dr. Reddy's 发展路径，实现盈利能力逐步提升。其中，原料药研发方面，主要由“美诺华药物研究院”负责，自主研发的产品主要涉及心血管类、肠胃类、中枢神经类、呼吸系统类、抗肿瘤类、抗感染类和抗病毒系统类等领域；制剂研发方面，主要由“宁波制剂研发中心”和“杭州新诺华制剂中心”负责，以仿制药研发为主导，主要涉及心血管类、肠胃道类、抗感染类、降血糖类、抗抑郁类等领域，预计 3-5 年内制剂有望逐步上市。

● 盈利预测与估值：

根据公司现有业务情况，我们测算公司 19-21 年营收分别为 11.64 亿元、15.80 亿元、21.91 亿元，18-20 年 EPS 分别为 0.90、1.25、1.76 元，对应 24、17、12 倍 PE，首次推荐，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：原料药价格波动风险、环保管制风险、研发进度不达预期。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	848.96	1164.15	1579.93	2190.68
同比(%)	40.25%	37.13%	35.71%	38.66%
归属母公司净利润	96.35	134.93	186.89	263.06
同比(%)	115.66%	40.04%	38.51%	40.76%
每股收益(元)	0.65	0.90	1.25	1.76
P/E	33.77	24.12	17.41	12.37
P/B	2.72	2.43	2.20	1.91
EV/EBITDA	3.84	13.75	10.59	8.06

强烈推荐(维持)

现价: 21.38

目标价: 27.45

股价空间: 28%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
美诺华	27.17	41.34	12.27
沪深 300	-0.03	-4.85	-9.64
医药生物	7.55	-8.78	-21.27

基本资料

总市值(亿元)	31.91
总股本(亿股)	1.49
流通股比例	59.73%
资产负债率	40.53%

相关报告

广证恒生-仙锯制药-深度报告-中短期原料药提价+长期高端产能承接，原料药制剂一体化管体龙头成长性渐显-20181228

广证恒生-特色原料药行业专题报告-从印度 API 产业龙头 Dr.Reddy's 看国内特色原料药行业趋势与龙头的崛起-20190226



目录

目录	2
图表目录	3
1. 美诺华：特色原料药国际业务起家，逐步走向原料药-制剂一体化	4
1.1 发展历程：实现特色原料药在国际规范市场的研发、生产、销售	4
1.2 公司收入和利润端 2017 年开始逐步提速	5
1.3 公司核心人才股权激励充分	7
2. 特色原料药行业：中短期处于提价周期，长期有望原料药制剂一体化	8
2.1 环保管制+药政引导，原料药中短期处于提价周期，长期特色原料药有望崛起与转型延伸	8
2.2 借印度原料药龙头 Dr. Reddy's 发展路径，鉴优质特色原料药企业转型延伸	10
3. 美诺华：领先的国际化特色原料药企业，重点布局心血管、肠胃、中枢神经等领域	12
3.1 沙坦类抗高血压药物：“行业环保整合+缬沙坦事件”造成供需缺口，2-3 年处于提价周期	12
3.2 他汀类降血脂药物：以瑞舒伐他汀和阿托伐他汀原料药为主	14
3.3 抗血栓药物：氯吡格雷原料药近年维持快速增长	15
3.4 拉唑类肠胃类药物：主要品种为艾索美拉唑原料药	16
4. 中长期研发推动原料药新品和制剂上市	17
5. 盈利预测与投资建议	19
6. 风险提示	19



图表目录

图表 1.	美诺华致力于特色原料药规范市场的出口	4
图表 2.	公司营收端增速在 2017 年开始提速明显	5
图表 3.	公司归母净利润增速在 2017 年开始提速明显	5
图表 4.	历年公司营收占比情况	6
图表 5.	美诺华毛利率保持稳定，2017 整体毛利率为 32.56%	6
图表 6.	美诺华历年三费占比情况	7
图表 7.	美诺华实际控制人为创始人、董事长姚成志先生	7
图表 8.	美诺华股权激励计划对象名单及授予情况	8
图表 9.	沙坦类原料药形成全球寡头格局（2017）	8
图表 10.	他汀类原料药形成全球寡头格局（2014）	8
图表 11.	头孢类原料药形成全球寡头格局（2016）	9
图表 12.	肝素原料药形成全球寡头格局（2016）	9
图表 13.	部分特色原料药供需情况与价格周期梳理	9
图表 14.	当前核心药政梳理与分析，长期影响医药产业格局与趋势	10
图表 15.	环保管制的相关法规梳理与分析	10
图表 16.	Dr.Reddy's 发展路径与股价走势	11
图表 17.	公司主要产品按用途分类	12
图表 18.	美诺华抗高血压类原料药品种的销售情况	12
图表 19.	近年全球沙坦类原料药需求情况（单位：吨）	13
图表 20.	缬沙坦目前处于提价周期	13
图表 21.	厄贝沙坦目前处于提价周期	13
图表 22.	美诺华近年沙坦类原料药产能情况（单位：吨）	13
图表 23.	缬沙坦供给格局（2017 年）	14
图表 24.	缬沙坦原料药全球需求量逐年上升	14
图表 25.	美诺华降血脂类原料药品种	14
图表 26.	瑞舒伐他汀目前处于提价周期	14
图表 27.	辛伐他汀目前处于提价周期	14
图表 28.	阿托伐他汀供给格局（2014 年）	15
图表 29.	阿托伐他汀原料药全球需求量	15
图表 30.	美诺华瑞舒伐他汀 11-16 销售额	15
图表 31.	瑞舒伐他汀原料药全球需求量	15
图表 32.	美诺华氯吡格雷 11-16 年销售情况	16
图表 33.	氯吡格雷原料药全球需求量逐年上升	16
图表 34.	美诺华-艾索美拉唑 11-16 销售额	16
图表 35.	艾索美拉唑原料药全球需求量	16
图表 36.	截至 2018 年美诺华原料药、制剂研发布局情况	17
图表 37.	截至 2018 年美诺华原料药、制剂研发布局情况	17
图表 38.	营收和毛利拆分预测	19

1. 美诺华：特色原料药国际业务起家，逐步走向原料药-制剂一体化

1.1 发展历程：实现特色原料药在国际规范市场的研发、生产、销售

宁波美诺华药业股份有限公司创立于2004年，是集医药中间体、原料药和成品药研发、中试、生产、销售为一体的综合性制药企业，于2017年在上交所挂牌上市。

公司主营产品为特色原料药和医药中间体产品，覆盖心血管类药物（包括抗高血压类药物、降血脂类药物和抗血栓类药物）和肠胃类药物等。抗高血压类产品包括缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哌普利等；降血脂类产品包括瑞舒伐沙汀、阿托伐他汀等；抗血栓类主要为氯吡格雷、噻氯匹定等；肠胃类产品主要为埃索美拉唑等。美诺华通过十多年努力，已经建立起技术壁垒以及客户资源，公司目前拥有 KRKA、GEDEON RICHTER PLC 等稳定大客户，产品主要面对欧洲规范市场。

图表1. 美诺华致力于特色原料药规范市场的出口

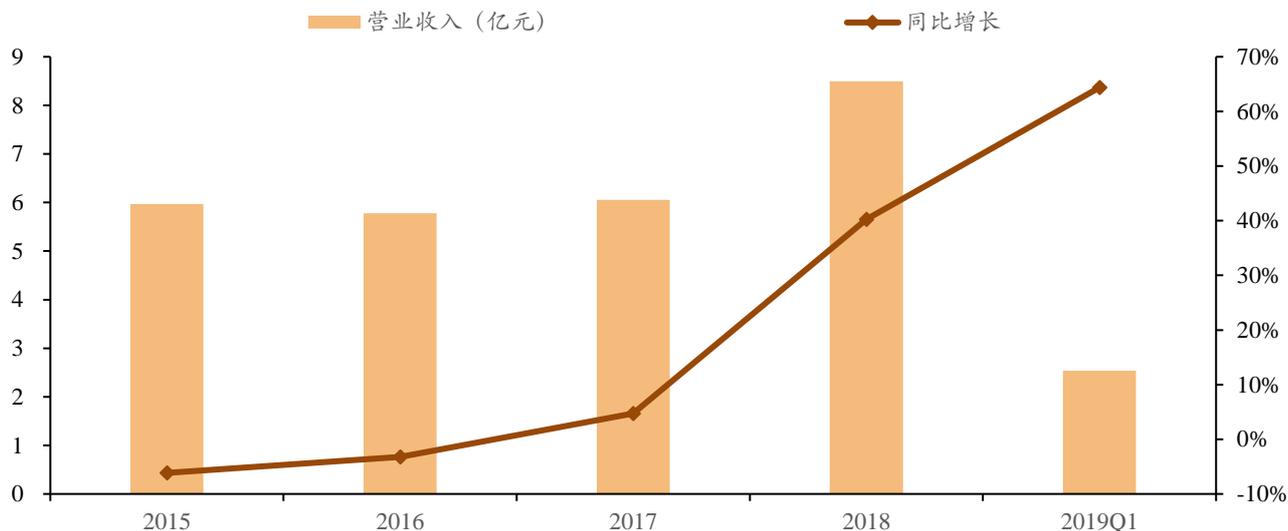
- 
- 2018年6月：在美国投资设立全资子公司 Menovo Pharma USA LLC
 - 2017年11月：与KRKA合资成立科尔康美诺华药业股份有限公司/组建美诺华制剂研究院/控股浙江燎原药业股份有限公司
 - 2017年4月：美诺华在上交所主板挂牌上市
 - 2015年5月：成立宣城美诺华药业有限公司
 - 2015年3月：成立宁波美诺华天康药业有限公司（主营制剂生产）
 - 2013年11月：组建美诺华药物研究院（原料药）
 - 2012年7月：成立杭州新诺华医药有限公司
 - 2007年5月：成立宁波联华进出口有限公司
 - 2005年11月：成立浙江美诺华药物化学有限公司
 - 2004年7月：成立安徽美诺华药物化学有限公司
 - 2004年2月：宁波美诺华药业股份有限公司成立

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.2 公司收入和利润端 2017 年开始逐步提速

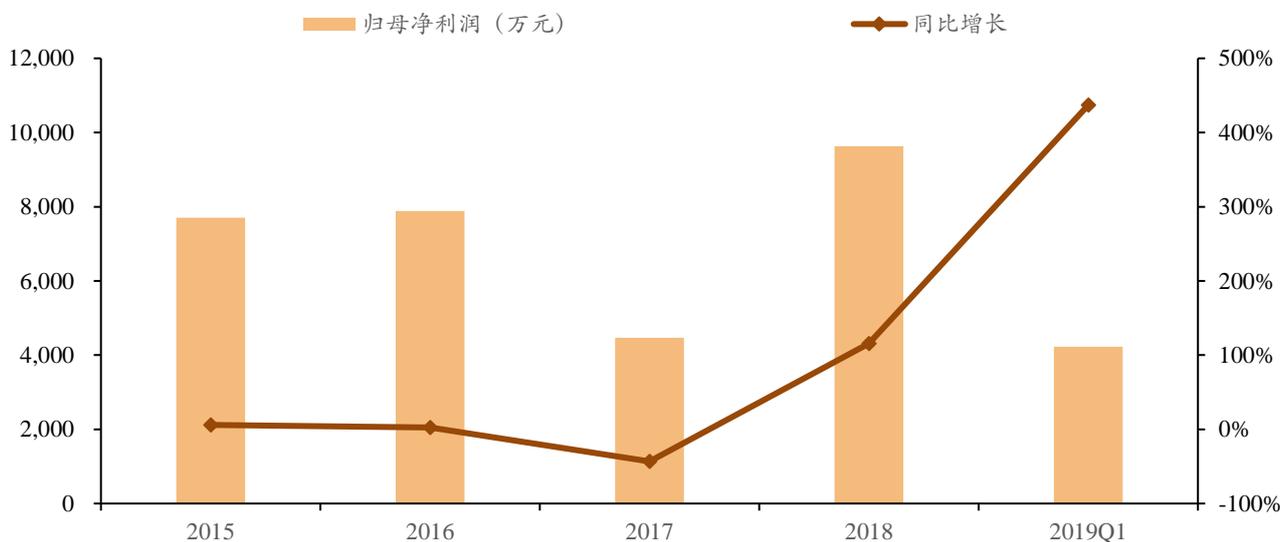
公司营业收入从 2015 年的 5.97 亿元增长至 2018 年的 8.49 亿元，年复合增长率为 12.44%，其中 2018 年营收同比增长 40.25%，2019 年 Q1 实现营收 2.54 亿元，同比增长 64.38%；公司归母净利润从 2015 年的 7702.02 万元增长到 2018 年的 9634.92 万元，年复合增长 7.75%，其中 2018 年归母净利润同比增长 115.66%，2019 年 Q1 实现归母净利润 4224.23 万元，同比增长 436.95%。

图表2. 公司营收端增速在 2017 年开始提速明显



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

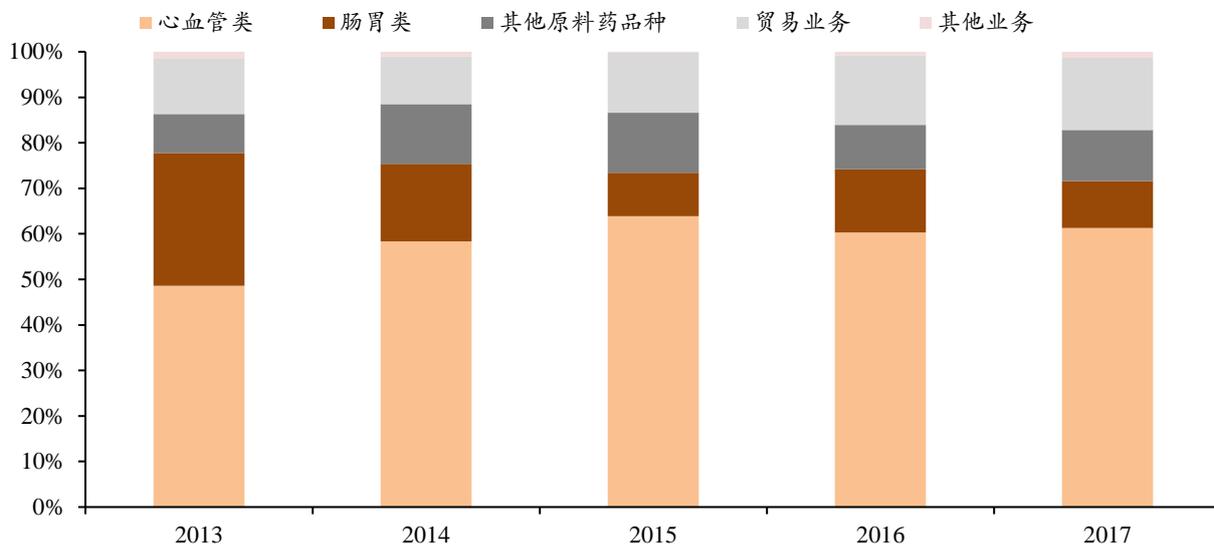
图表3. 公司归母净利润增速在 2017 年开始提速明显



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

美诺华的主营业务包括心血管类原料药、肠胃类原料药、其他原料药品种、贸易业务、其他业务等，2017 年营收占比分别为 61.47%、10.39%、11.22%、15.91%、1.34%。其中，心血管类原料药为公司核心品种。

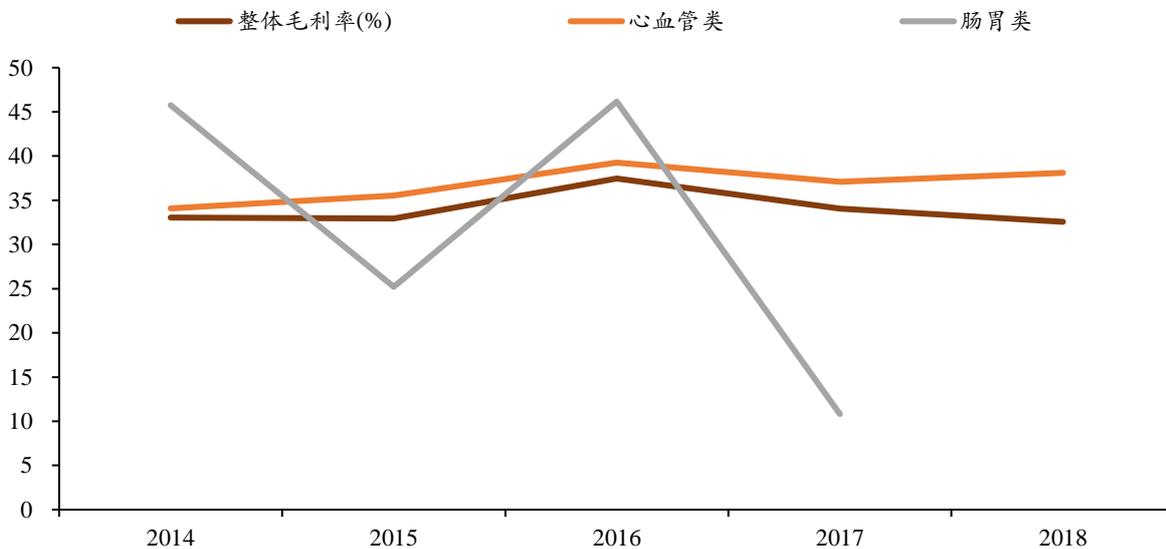
图表4. 历年公司营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

公司整体毛利率保持稳定，2018 年整体毛利率 32.56%。其中，主要品种心血管类药物毛利率约为 38.09%，毛利率水平保持稳定。

图表5. 美诺华毛利率保持稳定，2017 整体毛利率为 32.56%

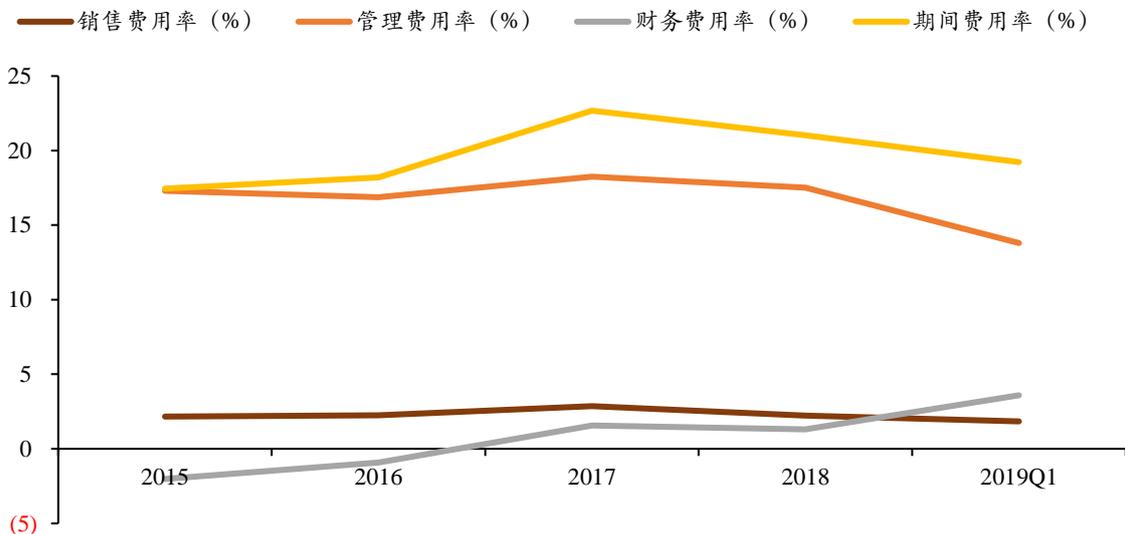


资料来源：公司公告、wind、广证恒生

公司期间费用率从2011年的17.45%上升至2018年的19.23%。其中2018年，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为2.22%、17.51%和1.30%。

2019年Q1期间费用率19.23%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为1.84%、13.80%和3.59%。

图表6. 美诺华历年三费占比情况

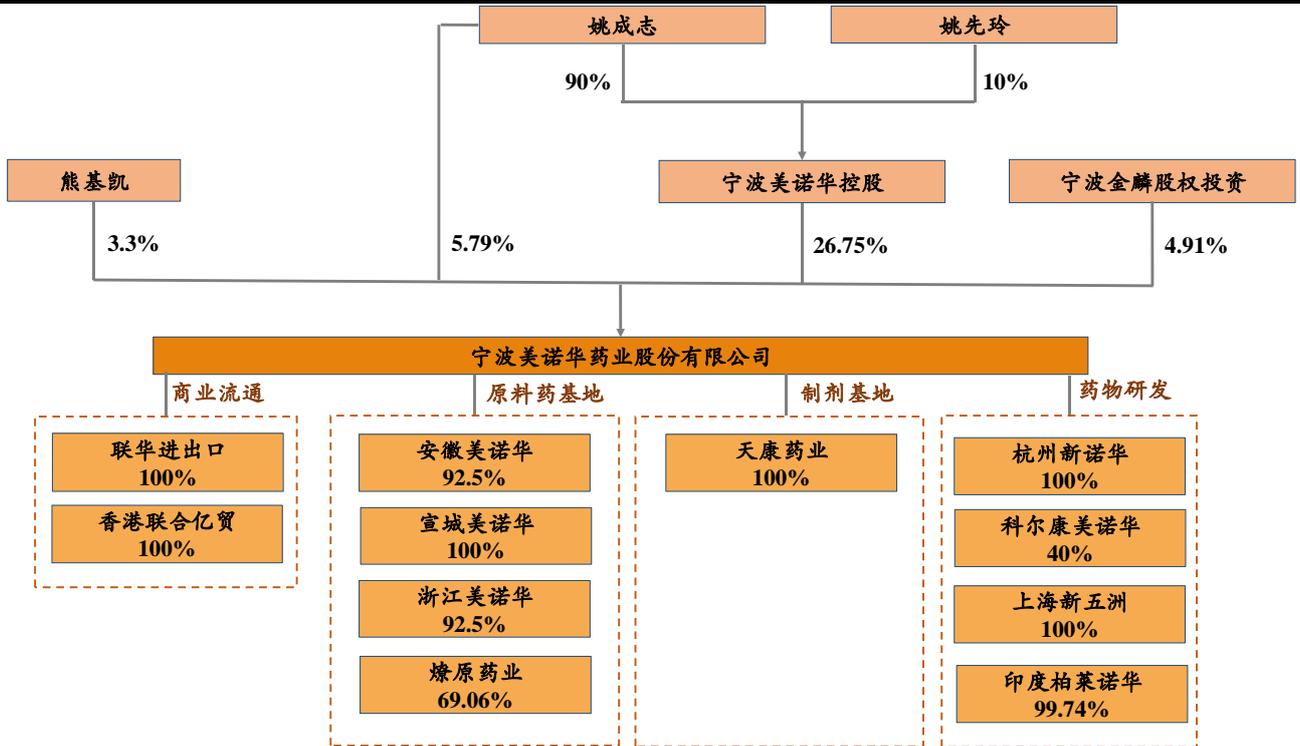


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.3 公司核心人才股权激励充分

公司实际控制人为公司创始人、董事长姚成志先生，其直接持股公司股份5.79%，间接持股24.06%，其余股东持股比例均在5%以下。公司通过股权激励计划充分激励没有持股的管理层及技术人员。

图表7. 美诺华实际控制人为创始人、董事长姚成志先生



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

2018 年公司以定增形式向管理层及核心技术人员进行股权激励计划，合计授予限售性股票数量 513.4 万股，占总股本 3.57%，以股权形式充分激励核心管理层和技术人员，奠定未来稳定发展的基础。

图表8. 美诺华股权激励计划对象名单及授予情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予时总股本比例
石建祥	董事、副总经理	70	0.49%
曹倩	董事、总经理助理	20	0.14%
孙艳	董事、董事会秘书	10	0.07%
屠琪	董事	7	0.05%
吴风云	财务负责人	6.5	0.05%
中层管理人员及核心技术（业务）骨干（小计195人）		399.9	2.78%
合计		513.4	3.57%

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

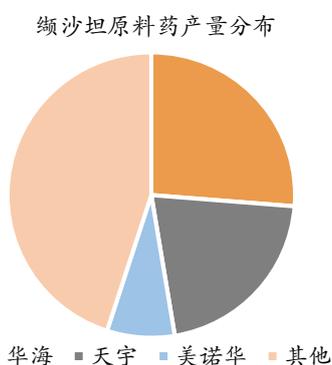
2. 特色原料药行业：中短期处于提价周期，长期有望原料药制剂一体化

2.1 环保管制+药政引导，原料药中短期处于提价周期，长期特色原料药有望崛起与转型延伸

目前，在“环保管制+药政环境”双方面驱动下，推动国内原料药中短期提价，长期优质原料药企业往制剂转型与延伸。

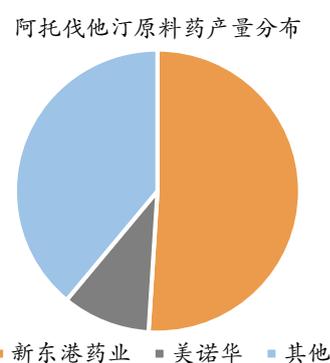
- **环保压力：**近年来，环保压力加大迫使中小原料药企业逐步退出市场，部分原料药（如沙坦类、肝素原料药等）已形成寡头格局和并存在一定的供需缺口，奠定中短期原料药提价基础与趋势，预计未来 2-3 年提价趋势有望持续；

图表9. 沙坦类原料药形成全球寡头格局（2017）



资料来源：公司公告、广证恒生

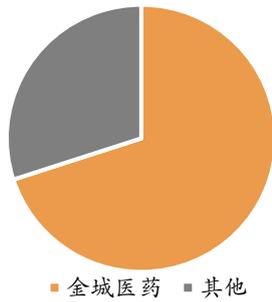
图表10. 他汀类原料药形成全球寡头格局（2014）



资料来源：公司公告、广证恒生

图表11. 头孢类原料药形成全球寡头格局（2016）

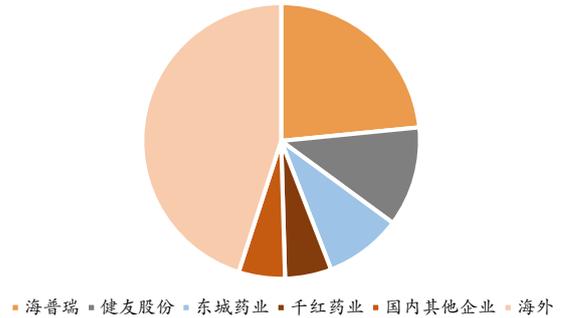
头孢克肟活性酯市占率



资料来源：公司公告、广证恒生

图表12. 肝素原料药形成全球寡头格局（2016）

肝素原料药市场份额



资料来源：公司公告、广证恒生

图表13. 部分特色原料药供需情况与价格周期梳理

特色原料药	产能供给	市场需求	价格走势
缬沙坦	合计产能 1747 吨，其中 中华海、天宇、美诺华、其他厂家分别 420 吨、338 吨、270 吨、720 吨	需求从 2012 年的 1030 吨增长至 2015 年 1175 吨，复合增速 4.5%。以每年 4% 增长估算，2019 年约 1375 吨需求	<p>—— 单价:缬沙坦(元/千克)</p>
肝素	国内产能约 37.4 亿单位，其中，海普瑞、千红制药、常山、东诚、健友产能分别为 13 亿单位、5.5 亿单位、3.85 亿单位、4 亿单位、4 亿单位	需求从 2007 年的 23.9 亿单位增长至 2015 年的 44.3 亿单位，预计 2019 年超过 55 亿单位	<p>—— 出口平均单价:肝素:当月值(美元/千克)</p>
阿托伐他汀	合计产能 400 吨(2014 年数据)，其中 新东港、美诺华、其他厂家分别 204 吨、40 吨、156 吨	需求从 2013 年的 350.7 吨提升至 2015 年的 447.29 吨，复合增速 12.93%。以每年 7% 增长估算，2019 年约 591 吨需求	<p>—— 单价:阿托伐他汀(元/千克)</p>
甾醇-雄烯二酮	--	--	<p>—— 雄烯二酮 (元/千克)</p>
双烯	--	--	<p>—— 双烯单价 (元/千克)</p>

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

- **药政环境：**一致性评价、关联审批、带量采购等药政环境一方面迫使制剂企业提升原料药质量和保证供给，更倾向于与大型原料药企业合作，强化寡头格局，另一方面药政环境长期逐步影响当前医药产业格局，医院端销售壁垒逐步降低，利好有一批具备竞争力的原料药企业转型延伸至制剂业务。

图表14. 当前核心药政梳理与分析，长期影响医药产业格局与趋势

颁布时间	相关政策	相关文件	颁布机构	主要内容
2016.02	一致性评价	《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》	国务院	原料药包装需提供合法证明，参比制剂首选原研药品，境外采购加严，公开生物等效性试验信息，支持中国境内企业生产的在欧盟、美国或日本批准上市的药品在中国上市
2017.11	关联审批	《关于调整原料药、药用辅料和药包材审评审批事项的公告（2017年第146号）》	国家药监局	申请人对申请、变更原料药的质量负责，国药监局进行现场检查和检验。并在获得登记号后按年提交产品质量管理报告
2018.11	带量采购	《4+7城市药品集中采购文件》	医保局	北京、天津、上海、重庆、沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市试点带量采购，涉及31个品种
		《4+7城市药品集中采购上海地区补充文件》	上海阳光医药采购网	明确了上海地区药品集中采购关于购销合同、药品配送、质量检测、未中选品种价格调整、医保支付标准等关键事项的细节

资料来源：国务院、国家药监局、医保局、上海阳光医药采购网、广证恒生

图表15. 环保管制的相关法规梳理与分析

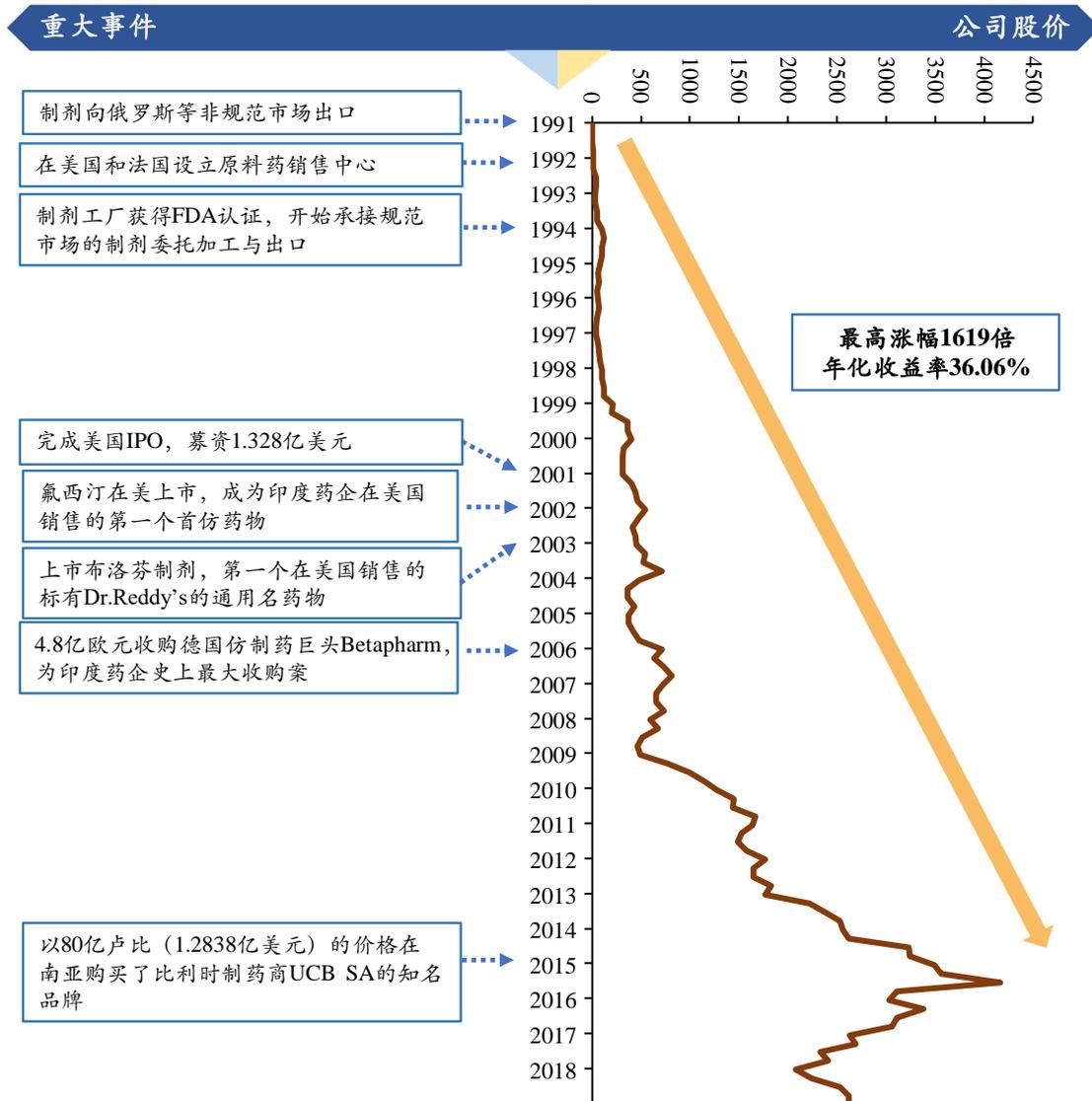
颁布时间	颁布政策	相关部门	主要内容
2010.07	《制药工业水污染物排放标准》	环保部	对污染物进行细致划分，规定的水污染排放限值更加严格，严于美国标准，与欧盟标准相近
2013.09	《大气污染防治行动计划》	国务院	所有新、改、扩建项目，必须全部进行环境影响评价；未通过环境影响评价审批的，一律不准开工建设；违规建设的，要依法进行处罚。到2017年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比2012年下降10%以上，在制药产业集聚区，通过集中建设热电联产机组逐步淘汰分散燃煤锅炉
2014.04	《中华人民共和国环境保护法》	全国人大常委会	史上最严厉新法，采取按日计罚、查封扣押、限产停产、信息公开等办法，并确定入刑标准
2016.11	《医药工业发展规划》	工业和信息化部	药品医疗器械审评审批制度改革全面实施，药品注册分类调整，注册标准提高，审评审批速度加快，药品上市许可持有人制度试点，仿制药质量和疗效一致性评价推进，全过程质量监管加强，环保标准提高和监督检查加强，对医药工业绿色发展提出更高要求
2016.11	《“十三五”生态环境保护规划》	国务院	全流程强化产品全生命周期绿色管理
2017.03	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	环保部	率先开展医药行业排污许可证核发工作、实施挥发性有机物（VOCs）综合治理、在采暖季原则上实施停产
2017.08	《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬大气污染防治综合治理攻坚行动方案》	环保部	推动原料药制造业VOCs综合治理、排污许可证核发工作，并在采暖季原则上实施停产
2017.11	《关于做好京津冀及周边地区医药企业2017-2018年采暖季错峰生产的通知》	工业和信息化部办公厅、食药监总局等	开展原料药生产企业排查，全面掌握本辖区原料药生产品种、产能产量等情况，建立采暖季错峰生产企业和品种清单。涉及原料药生产的VOCs排放工序，在采暖季（2017年11月15日至2018年3月15日）原则上实施停产，对民生需求类可适当调整
2018.01	《环境保护税法》	全国人大	排放应税大气污染物或者水污染物的浓度值低于排放标准30%的，减按75%征收环境保护税；低于排放标准50%的，减按50%征收环境保护税

资料来源：国务院、卫计委、CFDA、环保部、工信部、广证恒生

2.2 借印度原料药龙头 Dr. Reddy's 发展路径，鉴优质特色原料药企业转型延伸

根据我们之前发布的行业深度报告《从印度 API 产业龙头 Dr.Reddy's 看国内特色原料药龙头崛起》，印度通过《印度专利法》、药品价格管制法案（DPCO）等一系列关键政策，结合其医药分家的国情，充分发挥印度专利保护环境宽松、劳动力人口红利、善于对接国际药政和国际质量体系、原料药和制剂一体化等核心优势，引导印度原料药出口迅速崛起和制剂成功转型，其中 **Dr. Reddy's Labs 是受益于原料药转型至制剂的典型代表**，利润端从2001年的7.42亿卢比增长至2018年的98.06亿卢比，年复合增速约16.40%，**股价1991-2015年累计最高涨幅1619倍，年化收益率高达36.06%，通过业务延伸 Dr. Reddy's Labs 由周期转型成长。**

图表16. Dr.Reddy's 发展路径与股价走势



资料来源: 公司公告、Bloomberg、广证恒生

国内近年环保迫使中小原料药企业退出市场, 加速近期缬沙坦事件、猪瘟等突发因素, 部分原料药已形成寡头格局和一定供需缺口, 奠定中短期原料药提价基础与趋势; 药政环境如一致性评价、关联审批、带量采购等一方面强化寡头格局, 另一方面药政环境长期逐步影响当前医药产业格局, 医院端销售壁垒逐步降低, 国内原料药行业规模优势、技术和品种优势、医院销售优势不亚于印度环境, 中长期有望逐步取代印度成为国际 API 强国, 看好国内一批具备竞争力的原料药企业复制 Dr. Reddy's Labs 原料药转型制剂的成功路径

3.美诺华：领先的国际化特色原料药企业，重点布局心血管、肠胃、中枢神经等领域

公司主营特色原料药和医药中间体产品，目前产品线丰富，已经形成了心血管类（包括抗高血压类药物、降血脂类药物和抗血栓类药物）、肠胃类、中枢神经类药物等多类别产品格局。主导产品氯沙坦、缬沙坦、瑞舒伐他汀等均属于世界重磅炸弹级仿制药品种。

图表17. 公司主要产品按用途分类

类别	特色原料药及中间体	用途
心血管类	抗高血压类	缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦、培哌普利等
	降血脂类	瑞舒伐他汀、阿托伐他汀
	抗血栓类	氯吡格雷
肠胃类	埃索美拉唑	用于合成质子泵抑制剂，常与抗菌药物联合使用，组成三联或四联疗法，治疗消化道溃疡

资料来源：公开资料、广证恒生

3.1 沙坦类抗高血压药物：“行业环保整合+缬沙坦事件”造成供需缺口，2-3 年处于提价周期

高血压是世界常见心血管疾病，抗高血压药也是最大的慢病用药之一。目前临床用于治疗高血压的主要药物有地平类（钙拮抗剂）、普利类（血管紧张素转换酶抑制剂）、沙坦类（血管紧张素II受体拮抗剂）。其中，90 年代开发的沙坦类降压药由于效果稳定且克服了普利类抗压药干咳等不良反应，已成长为目前市场规模最大的抗高血压药物。沙坦类原料药整体需求端层面，沙坦类药物作为抗高血压慢病用药，需求相对稳定，全球沙坦类原料药保持约 5% 稳定增长。

美诺华生产的抗高血压类原料药品种主要包括缬沙坦、培哌普利、氯沙坦、坎地沙坦等，其中缬沙坦是高血压类原料药的主要品种。

图表18. 美诺华抗高血压类原料药品种的销售情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR
抗高血压类	1.46	1.64	1.63	2.01	2.33	2.26	9.13%
其中：缬沙坦	0.68	0.38	0.39	0.59	0.94	0.96	7.14%
培哌普利	0.30	0.45	0.60	0.28	0.47	0.74	19.79%
氯沙坦	0.32	0.30	0.29	0.68	0.40	0.25	-4.82%
坎地沙坦				0.43	0.47	0.23	-26.86%
其他	0.16	0.51	0.35	0.03	0.05	0.08	

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表19. 近年全球沙坦类原料药需求情况（单位：吨）

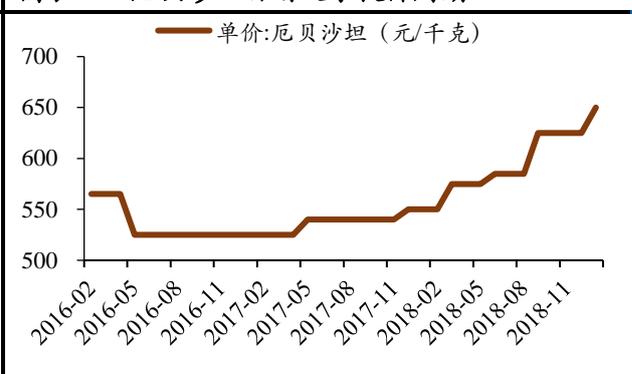
原料药品种	2012年	2013年	2014年	2015年
缬沙坦	1,053.11	1,109.53	1,147.30	1,193.55
氯沙坦钾	642.01	725.81	782.18	840.01
厄贝沙坦	732.75	750.61	777.34	791.28
坎地沙坦酯	55.2	58.98	61.98	64.78
奥美沙坦酯	94.28	106.14	113.73	119.76
替米沙坦	262.16	295.13	326.25	356.62
合计	2,839.50	3,046.20	3,208.76	3,366.01

资料来源：IMS、公司公告、广证恒生

梳理沙坦类原料药的价格情况，由于之前环保整治，大量中小型产能被迫退出市场，加上“缬沙坦事件”的影响，当前沙坦类原料药普遍处于提价周期。

图表20. 缬沙坦目前处于提价周期


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表21. 厄贝沙坦目前处于提价周期


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表22. 美诺华近年沙坦类原料药产能情况（单位：吨）

美诺华				
产品系列	项目	2016年	2015年	2014年
缬沙坦	产能	120	120	75
	产量	121.55	106.34	68.79
	产能利用率	101.29%	88.62%	91.72%
氯沙坦钾	产能	60	60	60
	产量	33.42	46.91	59.49
	产能利用率	55.70%	78.18%	99.15%
坎地沙坦	产能	10	10	10
	产量	7.91	10.55	9.97
	产能利用率	79.14%	105.50%	99.70%

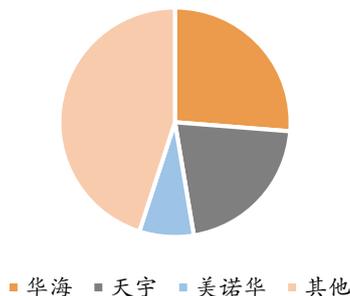
资料来源：公司公告、广证恒生

公司核心品种缬沙坦，由瑞士诺华公司与1996年开发，首先于德国上市，属于非肽类血管紧张素II受体拮抗剂（ARB），商品名为代文（Diovan），适用于各类轻至中度高血压，尤其适用于对ACE抑制剂不耐受的患者，并对心脑血管有较好的保护作用。

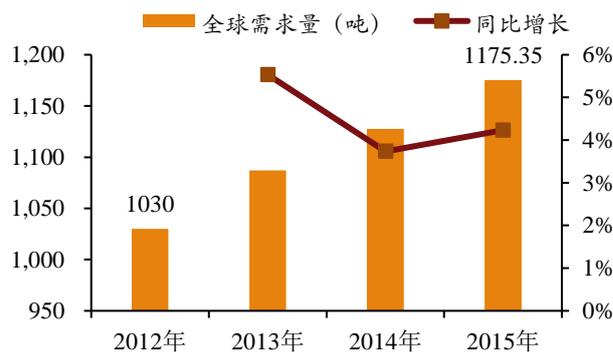
需求端，随着缬沙坦专利于2012年到期，其仿制药原料药的需求开始爆发，缬沙坦原料药全球需求量由2012年的1,030吨增长到2015年的1,175吨，复合增长4.5%。以每年4%增长估算，2019年约1375吨需求。供给端，当前华海、天宇、美诺华、其他厂家分别420吨、338吨、122吨、720吨，供给产能合计1599吨。华海缬沙坦事件后，从供需角度分析，缬沙坦存在一定供需缺口，为未来2-3年提价奠定基础。

图表23. 缬沙坦供给格局（2017年）

缬沙坦原料药产量分布



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表24. 缬沙坦原料药全球需求量逐年上升


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

3.2 他汀类降血脂药物：以瑞舒伐他汀和阿托伐他汀原料药为主

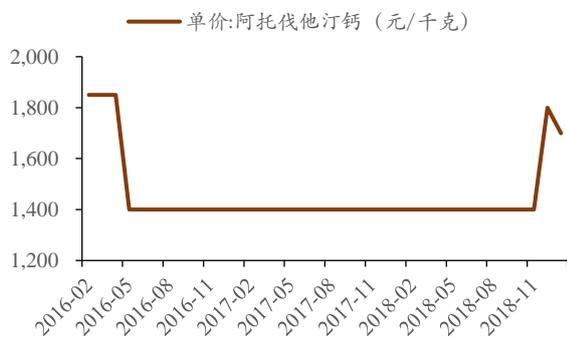
高脂血症是指血脂水平过高，其临床表现主要是脂质在真皮内沉积所引起的黄色瘤和脂质在血管内皮沉积所引起的动脉硬化。目前降血脂药按降脂机理和化学结构可以分为他汀类、盐酸类、贝特类、胆酸螯合剂、多烯类等。他汀类药物，即 3-羟基-3 甲基戊二酰辅酶 A (HMG-CoA) 还原酶抑制药，是目前最有效的降脂药物，不仅能强效地降低总胆固醇 (TC) 和低密度脂蛋白 (LDL)，而且能一定程度上降低三酰甘油(TG)，还能升高高密度脂蛋白(HDL)，所以他汀类药物也可以称为较全面的调脂药。美诺华生产的降血脂类原料药品种主要为瑞舒伐他汀和阿托伐他汀。

图表25. 美诺华降血脂类原料药品种

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	CAGR
降血脂类	0.66	0.84	1.25	1.51	1.02	1.11	10.96%
其中：瑞舒伐他汀	0.18	0.45	0.83	0.94	0.54	0.71	31.58%
阿托伐他汀	0.46	0.39	0.40	0.57	0.46	0.41	-2.28%
其他	0.01		0.02		0.01		

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

梳理他汀类原料药的价格情况，目前他汀类原料药已经止住近年价格下滑的趋势，行业集中度进一步提高，目前已形成稳定竞争格局，原料药价格迎来反弹上涨周期。

图表26. 瑞舒伐他汀目前处于提价周期


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表27. 辛伐他汀目前处于提价周期

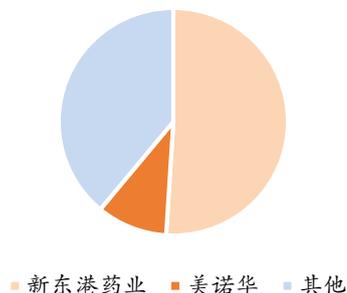

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

阿托伐他汀由辉瑞公司研发，商品名为立普妥 (Lipitor)，1997 年被美国 FDA 批准成为第五个用于治疗高胆固醇患者的他汀，专利于 2011 年陆续过期。需求端，阿托伐他汀原料药全球需求量由 2013 年的 350.70 吨增长到 2015 年的 447.29 吨，复合增长 12.9%，以每年 10% 增长估算，2019 年约 655 吨需求。供给端，目前阿托伐他汀原料药供应格局较为稳定，新东港药业约占据了一半的市场份额，目前的寡头式竞争格局

有利于未来原料药的提价。

图表28. 阿托伐他汀供给格局（2014年）

阿托伐他汀原料药产量分布



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

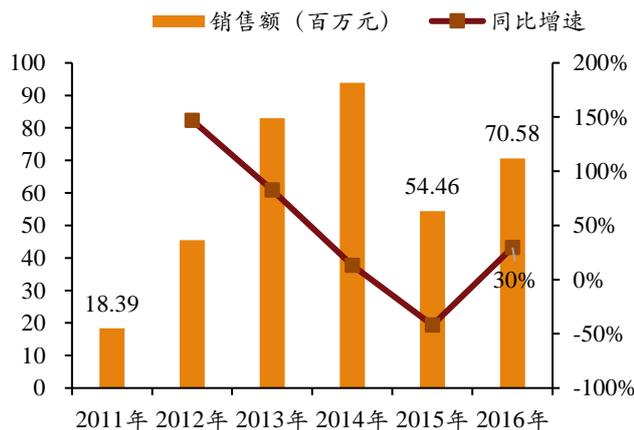
图表29. 阿托伐他汀原料药全球需求量



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

瑞舒伐他汀由盐野义制药研发，商品名为可定 (Crestor)，为第三代他汀类药物，对肝细胞具有选择性，是降低低密度脂蛋白胆固醇最强药物，被称为“超级他汀”，目前已超越阿托伐他汀成为他汀类第一品种。2013-2015年瑞舒伐他汀原料药全球需求量分别为79.47吨、88.37吨和96.55吨，随着专利逐步到期，预计原料药需求量将进一步快速增长。

图表30. 美诺华瑞舒伐他汀11-16销售额



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表31. 瑞舒伐他汀原料药全球需求量



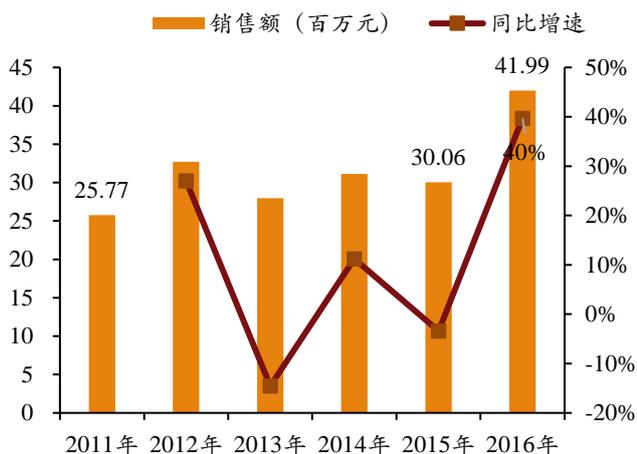
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

3.3 抗血栓药物：氯吡格雷原料药近年维持快速增长

血栓病是指由于血栓在血液循环系统中妨碍或阻断血流，使主要脏器发生缺血和堵塞而引起机能障碍的疾病。抗血栓药则用于血栓病的预防和治疗，且以预防为主。目前临床使用的抗血栓用药主要分为抗血小板凝集药物、抗凝血药和纤溶酶原激活剂三大类组成。目前美诺华生产的抗血栓类原料药品种主要是氯吡格雷。

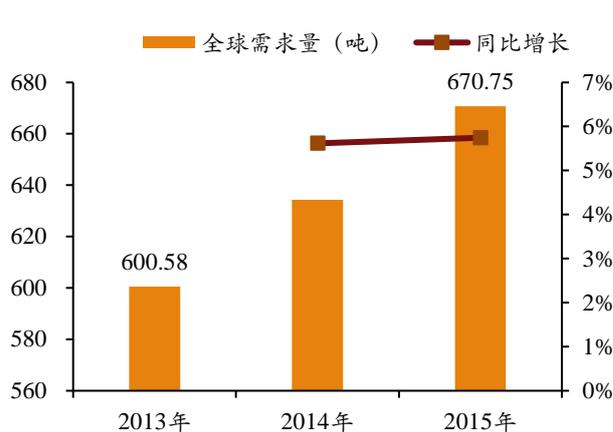
氯吡格雷属于血小板凝集抑制剂，由法国赛诺菲研发上市，商品名为波立维 (Plavix)，于2012年专利到期，在2011年曾是全球排名第二畅销药品，销售额达98.23亿美元。2013年-2015年氯吡格雷原料药全球需求量分别为600.58吨、634.31吨和670.75吨，增长保持平稳。

图表32. 美诺华氯砒格雷 11-16 年销售情况



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

图表33. 氯砒格雷原料药全球需求量逐年上升



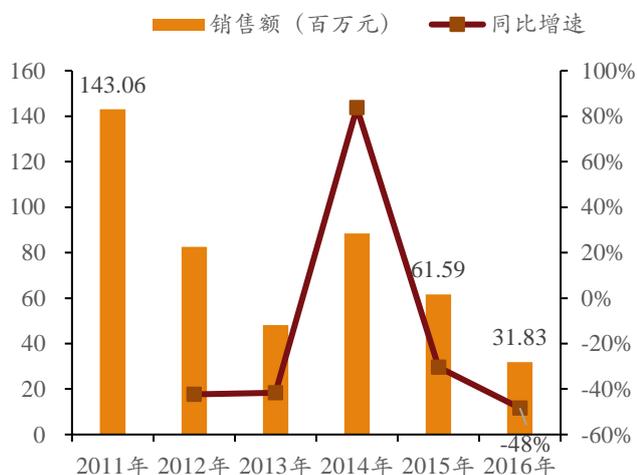
资料来源：公司公告、wind、广证恒生

3.4 拉唑类肠胃类药物：主要品种为艾索美拉唑原料药

拉唑类药物主要作用是抑制胃酸分泌，医学术语是质子泵抑制剂（PPI），能够阻止胃黏膜产生氢离子，抑制胃酸的生成。其作用特点是抑酸作用强、起效快、特异性高且持续时间长，并且对幽门螺杆菌(Hp)具有抑制和清除作用。目前美诺华生产的肠胃类原料药品种主要是艾索美拉唑。

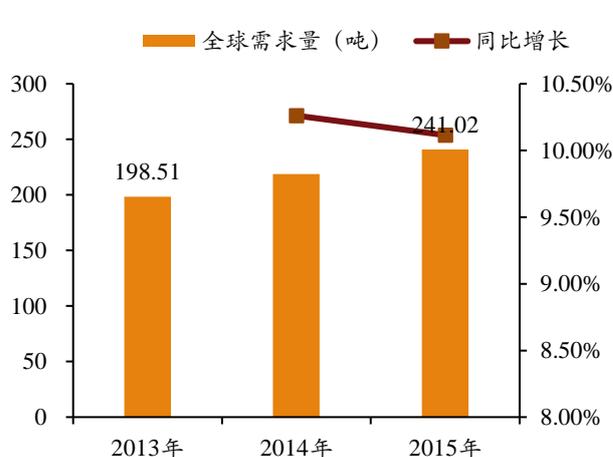
艾索美拉唑为奥美拉唑左旋异构体，起效快、抑酸效果更好。艾索美拉唑于 2001 年由阿斯利康获得美国 FDA 批准，商品名为耐信（Nexium），专利于 2015 年到期。2013 年-2015 年艾索美拉唑原料药全球需求量分别为 198.51 吨、218.88 吨和 241.02 吨，增长较快。

图表34. 美诺华-艾索美拉唑 11-16 销售额



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

图表35. 艾索美拉唑原料药全球需求量



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

4. 中长期研发推动原料药新品和制剂上市

公司原料药与制剂研发一体化布局，产业布局符合当前产业趋势。原料药品种有望不断丰富，制剂 CMO 业务逐步延伸，制剂业务有望实现转型升级。

其中，原料药研发方面，主要由“美诺华药物研究院”负责，自主研发的产品主要涉及心血管类、肠胃类、中枢神经类、呼吸系统类、抗肿瘤类、抗感染类和抗病毒系统类等领域；

图表36. 截至 2018 年美诺华原料药、制剂研发布局情况

研发项目	药（产）品基本信息	研发（注册）所处阶段	进展情况
原料药			
埃索美拉唑三水	用于治疗胃食管反流病、Hp(幽门螺杆菌)阳性的消化性溃疡及与胃酸有关的消化系统紊乱性疾病。	注册阶段	取得欧盟 CEP 证书、注册材料递交中国 CDE
氯吡格雷新工艺	用于预防和治疗因血小板高聚集引起的心、脑及其他动脉循环障碍疾病。	注册阶段	已在中国 CDE 登记
阿托伐他汀钙新工艺	为他汀类血脂调节药,适用于高胆固醇血症原发性高胆固醇血症患者。	注册阶段	注册材料递交 EDQM
瑞舒伐他汀钙新工艺	适用于原发性高胆固醇血症 (II a 型) 或混合性血脂障碍 (II b 型) 患者在节食或锻炼疗法不理想时的辅助治疗。	注册阶段	注册材料递交 EDQM、FDA
缬沙坦新工艺	缬沙坦是一款血管紧张素 II 受体拮抗剂抗高血压类药物。	注册阶段	通过中国 CDE 技术审批,注册材料递交 EDQM FDA
培哚普利叔丁胺新工艺	高血压治疗药	注册阶段	已在中国 CDE 登记
维格列汀	是一种具有选择性、竞争性、可逆的 DPP24 抑制剂,2-型糖尿病治疗	注册阶段	已在中国 CDE 登记

资料来源：公司公告、广证恒生

制剂 CMO 业务，与 KRKA 成立合资公司进行制剂委托加工，并将制剂转报国内市场，同步推进欧洲与中国市场。目前技术转移和商业化生产心血管领域产品项目约 6 个；

制剂研发方面，主要由“宁波制剂研发中心”和“杭州新诺华制剂中心”负责，以仿制药研发为主导，主要涉及心血管类、肠胃道类、抗感染类、降血糖类、抗抑郁类等领域，预计 3-5 年内制剂有望逐步上市。

图表37. 截至 2018 年美诺华原料药、制剂研发布局情况

研发项目	药（产）品基本信息	研发（注册）所处阶段	进展情况
制剂项目			
氯沙坦钾片	适用于治疗原发性高血压	临床研究准备阶段	临床前研究阶段
缬沙坦氢氯地平片	适用于治疗原发性高血压本品用于单药治疗不能充分控制血压的患者。	临床研究准备阶段	临床前研究阶段
瑞舒伐他汀钙片	适用于经饮食控制和其它非药物治疗（如：运动治疗、减轻体重）仍不能适当控制血脂异常的原发性高胆固醇血症 (IIa 型, 包括杂合子家族性高胆固醇血症) 或混合型血脂异常症 (IIb 型)。也适用纯合子家族性高胆固醇血症的患者，作为饮食控制和其它	临床研究准备阶段	临床前研究阶段



	降脂措施（如 LDL 去除疗法）的辅助治疗。		
埃索美拉唑肠溶胶囊	用于治疗胃食管反流病、Hp(幽门螺杆菌)阳性的消化性溃疡及与胃酸有关的消化系统紊乱性疾病。	药物研发阶段	工艺研究
盐酸二甲双胍缓释片	用于单纯饮食控制不满意的 2 型糖尿病人。	临床研究准备阶段	取得临床批件
赖诺普利片	本品用于治疗原发性高血压及肾血管性高血压。	注册申报阶段	完成注册申报
甲磺酸双氢麦角毒碱片	主要用于 1) 改善与老年化有关的精神退化的症状和体征。2) 急慢性脑血管病后遗症的功能、智力减退的症状。3) 轻中度血管性痴呆。4) 血管性头痛	注册申报阶段	等待补充申请批件
盐酸雷尼替丁胶囊	用于缓解胃酸过多所致的胃痛、胃灼热感（烧心）、反酸。	一致性评价研究阶段	完成材料递交
异烟肼片	(1) 与其它抗结核药联合, 适用于各型结核病的治疗, 包括结核性脑膜炎以及其他分枝杆菌感染。(2) 单用适用于各型结核病的预防。	一致性评价研究阶段	一致性评价研究
培哚普利片	血管紧张素 I 转换酶抑制药, 临床用于高血压与充血性心力衰竭。	药物研发阶段	完成药物研发
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	适用于与其他抗逆转录病毒药物联用, 治疗成人 HIV-1 感染。适用于治疗慢性乙肝成人和 ≥12 岁的儿童患者。适用于治疗 慢性乙肝成人和 ≥12 岁的儿童患者。	药物研发阶段	小试研究

资料来源：公司公告、广证恒生

5. 盈利预测与投资建议

根据公司现有业务情况，考虑到原料药价格维持稳定且订单需求驱动产能扩大，我们测算公司 19-21 年营收分别为 11.64 亿元、15.80 亿元、21.91 亿元，归母净利润分别为 1.35 亿元、1.87 亿元、2.63 亿元，EPS 分别为 0.90、1.25、1.76 元，对应 24、17、12 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。（各品种具体产能、产销情况拆分模型，请与广证恒生医药团队联系）

图表38. 营收和毛利拆分预测

单位：百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	490.24	486.65	501.73	636.30	597.17	578.09	605.32	848.96	1164.15	1579.93	2190.68
同比增长		-0.73%	3.10%	26.82%	-6.15%	-3.20%	4.71%	40.25%	37.13%	35.71%	38.66%
毛利润	158.64	160.40	172.60	210.17	196.71	216.55	206.23	276.42	390.77	544.52	787.14
毛利率 (%)	32.36	32.96	34.40	33.03	32.94	37.46	34.07	32.56	33.57	34.47	35.93
1. 自产销售	423.26	430.55	434.46	533.80	494.79	505.17	510.15	587.13	832.36	1174.54	1656.11
同比增长		1.72%	0.91%	22.87%	-7.31%	2.10%	0.99%	15.09%	41.77%	41.11%	41.00%
毛利润	149.96	152.03	158.58	191.15	176.00	200.75	187.07	223.64	320.46	455.72	648.37
毛利率 (%)	35.43	35.31	36.50	35.81	35.57	39.74	36.67	38.09	38.50	38.80	39.15
1.1 心血管类	238.29	284.02	320.35	383.22	366.55	379.09	419.98	587.13	832.36	1174.54	1656.11
同比增长		19.19%	12.79%	19.63%	-4.35%	3.42%	10.79%	39.80%	41.77%	41.11%	41.00%
毛利润	75.01	88.30	103.70	130.60	130.27	148.83	155.81	223.64	320.46	455.72	648.37
毛利率 (%)	31.48	31.09	32.37	34.08	35.54	39.26	37.10	38.09	38.50	38.80	39.15
1.1.1 抗高血压类	146.35	164.17	162.79	201.19	233.00	225.81	227.12	332.86	464.82	622.03	788.86
同比增长		12.18%	-0.84%	23.59%	15.81%	-3.09%	0.58%	46.56%	39.64%	33.82%	26.82%
1.1.2 降血脂类	65.65	84.21	124.85	150.58	101.66	111.10	160.00	133.82	180.84	281.80	501.80
同比增长		28.27%	48.26%	20.61%	-32.49%	9.29%	44.01%	-16.36%	35.14%	55.82%	78.07%
1.1.3 抗血栓类 (主要是氯吡格雷)	25.77	32.73	27.97	31.11	30.06	41.99	32.89	120.45	186.70	270.71	365.46
同比增长		27.01%	-14.54%	11.23%	-3.38%	39.69%	-21.68%	266.26%	55.00%	45.00%	35.00%
1.1.4 心血管类-其他	0.51	2.90	4.74	0.34	1.82	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增长		468.63%	63.45%	-92.83%	435.29%	-89.56%					
1.2 肠胃类 (主要是埃索美拉唑)	143.06	82.50	48.16	88.48	61.59	31.83	11.63	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增长		-42.33%	-41.62%	83.72%	-30.39%	-48.32%	-63.46%				
毛利润	61.47	33.16	28.48	40.47	15.51	14.69	1.26				
毛利率 (%)	42.97	40.19	59.13	45.74	25.19	46.16	10.81				
1.3 其他主营业务	41.91	64.03	65.95	62.10	66.65	94.24	78.54	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增长		0.53	0.03	-0.06	0.07	0.41	-0.17				
毛利润	13.47	30.56	26.42	20.10	30.22	37.25	30.01				
毛利率 (%)	32.15	47.73	40.06	32.37	45.34	39.53	38.21				
2. 贸易业务	60.14	51.00	66.47	97.11	94.76	64.47	91.44	95.39	100.16	105.17	110.43
同比增长		-15.20%	30.33%	46.10%	-2.42%	-31.96%	41.83%	4.32%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利润	8.30	8.14	12.69	16.30	18.24	13.93	15.97	12.86	14.02	15.78	17.67
毛利率 (%)	13.80	15.96	19.09	16.78	19.25	21.60	17.46	13.48	14.00	15.00	16.00
3. 中枢神经类等其他							90.17	152.57	213.60	277.68	347.10
同比增长							69.21%	40.00%	30.00%	25.00%	25.00%
毛利润							37.78	53.40	69.42	86.77	
毛利率 (%)							24.76	25.00	25.00	25.00	
4. 其他业务	6.84	5.10	0.79	5.40	7.62	8.44	3.72	13.87	18.03	22.54	27.05
同比增长		-25.44%	-84.51%	583.54%	41.11%	10.76%	-55.92%	272.85%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利润	0.38	0.26	1.33	2.69	2.46	1.89	3.22	2.17	2.88	3.61	4.33
毛利率 (%)	5.52	5.14	168.04	49.90	32.26	22.39	86.61	15.64	16.00	16.00	16.00
5. 制剂业务											50.00
同比增长											0.00%
毛利润											30.00
毛利率 (%)											60.00%

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

6. 风险提示

- 原料药提价不达预期
- 环保管制风险
- 研发进度不达预期



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1073.13	1122.99	1394.56	1643.10	营业收入	848.96	1164.15	1579.93	2190.68
现金	369.95	314.25	342.10	328.18	营业成本	572.50	773.38	1035.40	1403.54
应收账款	152.47	176.99	261.97	348.16	营业税金及附加	9.56	13.04	17.70	24.54
其它应收款	16.14	20.06	28.63	38.72	营业费用	18.87	24.45	33.18	54.77
预付账款	10.29	13.34	18.24	24.47	管理费用	109.40	164.73	230.67	332.98
存货	299.00	343.84	500.55	651.27	财务费用	11.05	15.13	20.54	28.48
其他	225.29	254.50	243.07	252.31	资产减值损失	7.85	1.75	2.37	3.29
非流动资产	1197.95	1403.92	1712.47	2139.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	113.89	176.43	145.16	160.79	投资净收益	28.31	10.00	10.00	10.00
固定资产	457.10	722.12	982.06	1295.66	营业利润	112.56	181.67	250.07	353.09
无形资产	161.22	213.63	285.88	392.74	营业外收入	1.46	0.00	0.00	0.00
其他	465.74	291.75	299.38	289.94	营业外支出	7.26	0.00	0.00	0.00
资产总计	2271.08	2526.92	3107.03	3782.24	利润总额	106.76	181.67	250.07	353.09
流动负债	779.44	898.09	1310.08	1740.10	所得税	1.70	32.70	45.01	63.56
短期借款	427.95	574.29	954.85	1214.25	净利润	105.06	148.97	205.06	289.53
应付账款	0.00	98.26	65.77	133.74	少数股东损益	8.71	14.04	18.17	26.47
其他	351.49	225.54	289.46	392.11	归属母公司净利润	96.35	134.93	186.89	263.06
非流动负债	151.48	133.13	139.44	139.09	EBITDA	176.04	274.92	392.02	552.23
长期借款	107.91	107.96	108.04	108.11	EPS (摊薄)	0.65	0.90	1.25	1.76
其他	43.58	25.17	31.39	30.98					
负债合计	930.92	1031.22	1449.52	1879.19	主要财务比率				
少数股东权益	143.01	157.05	175.22	201.69	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	149.13	149.13	149.13	149.13	成长能力				
资本公积	519.81	519.81	504.89	489.98	营业收入增长率	40.25%	37.13%	35.71%	38.66%
留存收益	564.61	669.71	828.26	1062.24	营业利润增长率	76.20%	61.41%	37.65%	41.19%
归属母公司股东权益	1194.43	1338.65	1482.29	1701.35	归属于母公司净利润增长率	115.66%	40.04%	38.51%	40.76%
负债和股东权益	2271.08	2526.92	3107.03	3782.24	获利能力				
					毛利率	32.56%	33.57%	34.47%	35.93%
					净利率	12.38%	12.80%	12.98%	13.22%
					ROE	7.70%	9.52%	11.85%	14.78%
					ROIC	7.12%	8.26%	9.14%	10.86%
					偿债能力				
					资产负债率	40.99%	40.81%	46.65%	49.68%
					净负债比率	57.56%	66.16%	73.33%	70.37%
					流动比率	137.68%	125.04%	106.45%	94.43%
					速动比率	99.32%	86.76%	68.24%	57.00%
					营运能力				
					总资产周转率	44.86%	48.53%	56.09%	63.60%
					应收账款周转率	745.29%	706.70%	719.83%	718.10%
					应付账款周转率	1129.14%	1574.16%	1262.42%	1406.94%
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	64.61%	90.47%	125.32%	176.39%
					每股经营现金流 (最新摊薄)	33.43%	55.48%	75.20%	247.93%
					每股净资产 (最新摊薄)	800.91%	897.61%	993.93%	1140.82%
					估值比率				
					P/E	33.28	23.76	17.16	12.19
					P/B	2.68	2.40	2.16	1.88
					EV/EBITDA	3.84	13.57	10.46	7.97

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



广证恒生医药团队介绍:

唐爱金: 医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士,曾就职于东阳光药先后任研发工程师及市场营销推广,具备优秀的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。五年证券分析从业经验,团队曾经获得“天眼”中国最佳分析师评选 2016 年医药行业第一名。

冯俊曦: 美国 Syracuse University 金融硕士,拥有出色的海外研究能力和研究体系,专注于药品制剂、医药商业和医疗服务领域,2017 年加入广证恒生。

广证恒生:

地 址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话: 020-88836132, 020-88836133

邮 编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中 性: 6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动;

回 避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内,公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东(广州证券股份有限公司)各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度,有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下,投资者阅读本报告时,我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易,或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下,我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险,投资需谨慎。