

业绩符合预期，拥抱国际化+创新化，优质白马再出发

公司动态

◆事件：

公司发布 2017 年年报：实现收入 278 亿、归母净利润 17.8 亿，分别同比增长 9.7%、23%，业绩符合预期。同时，拟 10 转 5 派 7.2 元（含税）。

◆点评：

核心品种百令+15%、阿卡+30%稳健增长，二线品种多点开花。中美华东 17 年收入 66 亿、净利润 13.4 亿，均增长 22%。百令在 Q4 部分地区突击控费的影响下，依靠基层和 OTC 端放量，仍实现 15% 增长，突破 23 亿。阿卡波糖受益于医保报销比例提升、分级诊疗、进口替代，实现 30% 增长，突破 20 亿。免疫抑制剂受益于医保限制消除，整体增速 25-30%。泮托拉唑增速达 20%，突破 8 亿。达托霉素新进医保，实现收入 3000 万。

居安思危，主动拥抱研发创新、国际化。近年来公司主动转型，拥抱研发创新和国际化，通过自主研发、集团内合作、海外引等方式构建了丰富的研发管线，美国旧金山硅谷和波士顿两地的科研办事机构已开始运营，预计每年将有 1-2 个海外引进品种落地。目前，迈华替尼正进行 2 期临床，引进的 DPP-4 即将开展临床，GLP-1 预计 18 年下半年申报临床。同时公司积极推进在产品国际化，泮托拉唑即将通过 ANDA 审核，阿卡波糖、辛伐他汀、奥美拉唑、他克莫司、达托霉素等也在海外申请认证过程中。

商业触底，预计 18 年逐季向好，玻尿酸继续 75% 高增长。商业 17 年下半年收入 107 亿，同比仅增长 2%，原因在于 Q4 执行两票制，调拨业务受冲击，扣除此因素影响，预计下半年增速在 13% 左右，符合预期，预计 18 年商业将逐季改善。虽然 17 年因国际事件，海关报关一度进度较慢，但宁波公司玻尿酸代理业务仍贡献 7 亿收入，增长 75%，预计 18 年将超 10 亿。凭借优秀渠道，预计宁波公司后续还将引进肉毒杆菌等类似产品。

◆盈利预测与投资评级

公司作为优质白马，主要品种稳健增长，在研管线丰富。研发费用投入略高于预期，我们小幅下调预测 18-20 年 EPS 为 2.26、2.80、3.45 元（原为 2.35、2.94、3.62 元），同比增长 23%/24%/23%，当前股价对应 18 年 29 倍 PE，维持“增持”评级。

◆风险提示：核心品种增速低于预期；在研品种进度低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	25,380	27,832	31,214	35,962	40,895
营业收入增长率	16.81%	9.66%	12.15%	15.21%	13.72%
净利润（百万元）	1,447	1,780	2,196	2,717	3,350
净利润增长率	31.88%	23.01%	23.43%	23.72%	23.28%
EPS（元）	1.49	1.83	2.26	2.80	3.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.87%	21.20%	22.21%	23.05%	23.71%
P/E	44	36	29	23	19
P/B	3	3	3	2	2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

增持（维持）

当前价：65.50 元

分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）
021-22167311
linxiaowei@ebsecn.com

经煜基（执业证书编号：S0930517050002）
021-22169312
jingys@ebsecn.com

梁东旭（执业证书编号：S0930517120003）
liangdongxu@ebsecn.com

联系人

宋硕
021-22169338
songshuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：9.72
总市值(亿元)：636.74
一年最低/最高(元)：43.68/96.98
近 3 月换手率：28.65%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	18.77	24.85	30.67
绝对	15.05	21.57	43.47

相关研报

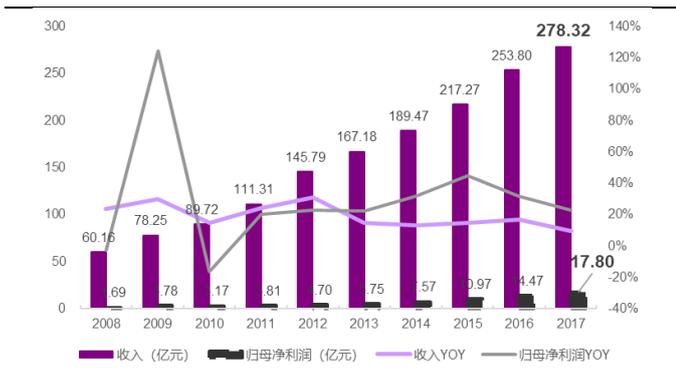
华东医药 2017 年中报点评——业绩符合预期，加大 OTC 销售，业绩有望保持快速增长

.....2017-08-30

1、业绩符合预期，优质白马再出发

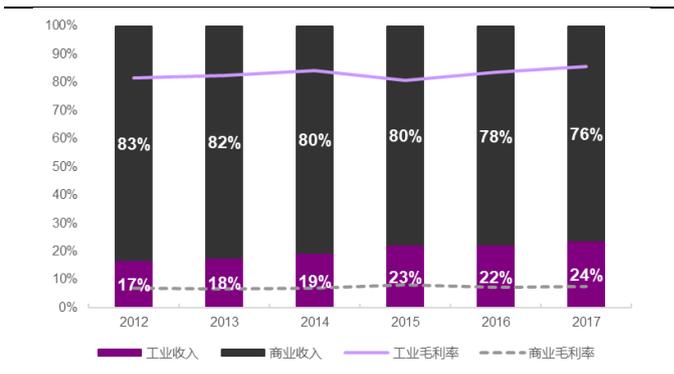
公司发布 2017 年年报，实现收入 278.32 亿、归母净利润 17.8 亿，分别同比增长 9.66%、23.01%，业绩符合预期。17 年是华东医药重要转型之年，在主要在产品种稳健增长的情况下，主动转型，拥抱国际化、创新化，优质白马再出发！

图 1：公司 17 年收入和利润分别增长 9.7%、23%



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 2：高毛利的工业业务占比持续提高



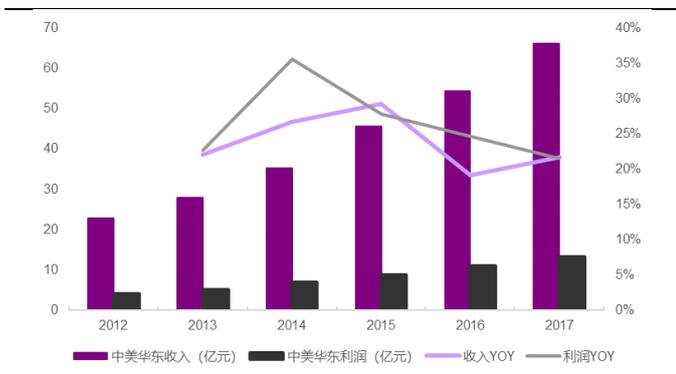
资料来源：公司公告、光大证券研究所

2、工业：居安思危，主动转型国际化、创新化

2.1、百令、阿卡均破 20 亿，二线品种接力，业绩持续稳健增长可期

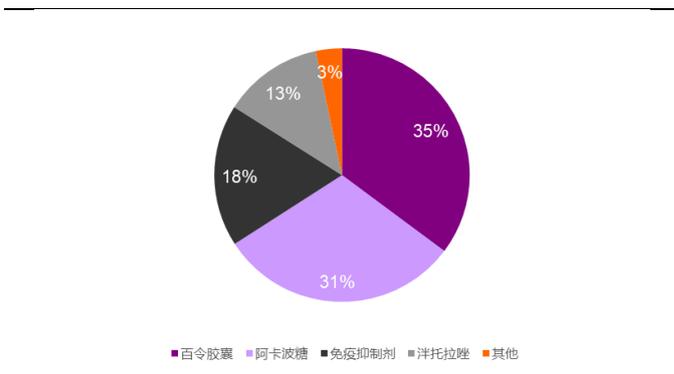
公司工业业务的主体是全资子公司中美华东，17 年中美华东实现收入 66.13 亿元、净利润 13.36 亿元，均同比增长 22%。

图 3：中美华东业绩持续稳健增长



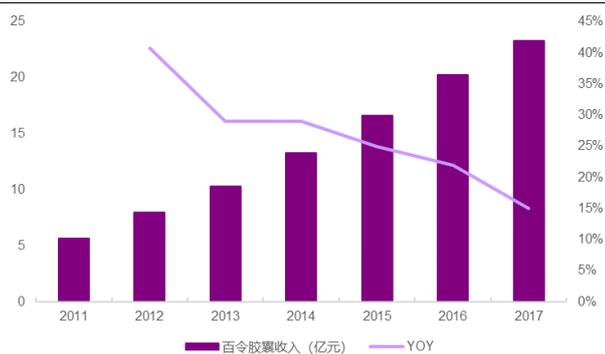
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 4：2017 年工业业务主要品种收入占比



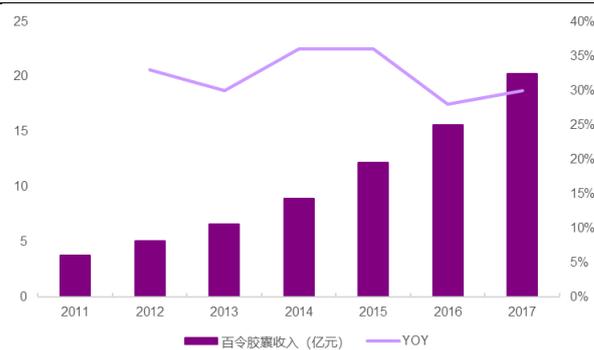
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 5：百令胶囊 17 年增长 15%，超 23 亿



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 6：阿卡波糖 17 年增长 30%，超 20 亿



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.1.1、百令胶囊：新产能+新医保+新渠道，预计 18 年仍接近 15% 增长

百令胶囊 17 年 15% 增长，突破 23 亿。百令胶囊是公司第一大品种，17 年前三季度增长 16%，在第四季度全国部分地区突击控费的影响下，17 年全年仍实现 15% 增长，贡献收入突破 23 亿。

新产能投产+新医保背书，加速新渠道拓展。此前，百令胶囊受限于产能，主要在城市医院进行推广销售，大部分的基层市场仍是空白，基层渠道占比仅 10%。具体科室方面，目前百令胶囊约三分之二应用在肾科和呼吸科。随着新产能投产、新医保背书，我们认为百令胶囊在基层市场和新科室推广将更加顺畅，预计 18 年百令胶囊仍将保持接近 15% 增长：

1) **新产能：江东一期投产，破除产能瓶颈。**年产能 1200 吨发酵虫草菌粉的江东一期于 16 年 7 月投产，足以支撑百令 30 亿以上销售体量；

2) **新医保：“气血双补剂”强力背书。**17 年新医保目录公布，百令胶囊从原先的“肿瘤辅助用药（乙类）限器官移植抗排异，肾功能衰竭及肺纤维化”调整为“气血双补剂”，不再受辅助用药限制。新医保的强力背书，有利于百令胶囊在多科室推广。

2.1.2、阿卡波糖：医保甲类+分级诊疗+进口替代，预计 18 年保持 30% 以上增长

阿卡波糖 17 年 30% 增长，突破 20 亿。阿卡波糖是公司另一个核心品种，17 年实现 30% 增长，突破 20 亿。值得注意的是，该品种增速呈上升趋势，下半年增速超过 30%。

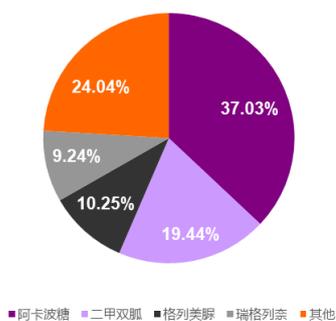
医保调整、分级诊疗、一致性评价三重利好，阿卡波糖 18 年仍将保持 30% 增长。阿卡波糖是国内口服降糖药领域最大单品，占据 37% 份额，其中原研拜耳仍占据 66%。在医保调整、分级诊疗、一致性评价三重利好下，公司的阿卡波糖将受益于市场整体扩容和市占率提升，我们预计 18 年仍将保持 30% 增长，远期有望成为 50 亿级别大品种：

1) **医保：进入甲类目录，市场扩容。**17年2月，新医保目录公布，阿卡波糖从原先的乙类升为甲类，报销比例提升。慢性病患者普遍对价格较为敏感，我们预计，阿卡波糖在进入医保甲类目录后，市场将显著扩容。

2) **分级诊疗：依托基层布局优势，受益糖尿病药下沉。**随着分级诊疗的推进，以糖尿病为代表的慢性病用药渠道下沉趋势明显。一直以来，基层市场是华东阿卡波糖的优势所在，公司阿卡波糖产品线1500名药学服务人员中有500人专做基层市场，已经覆盖了全国大部分的县级基层医院。

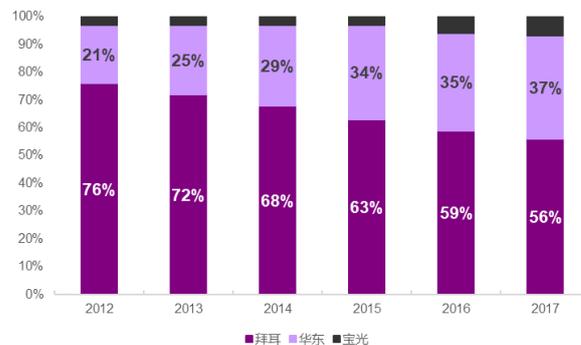
3) **进口替代：一致性评价即将申报审评，咀嚼片对标原研。**目前，华东的阿卡波糖普通片剂已经完成BE试验，即将申报一致性评价审评。虽然原研拜耳的价格比公司的高50%，但仍占据66%份额，进口替代空间极大。我们预计，在通过一致性评价后，随着各地支持配套政策落地，公司将凭借价格优势和质量国家背书，加速进口替代。另外，咀嚼片定位高端，在逐步进入省级医保增补目录后，将在高端医院渠道部分替代原研。

图7：17年阿卡波糖占口服降糖药市场37%份额



资料来源：PDB、光大证券研究所

图8：原研占据阿卡波糖56%份额（销量）



资料来源：PDB、光大证券研究所

2.1.3、免疫抑制剂：受益医保消限，预计18年将保持25-30%增长

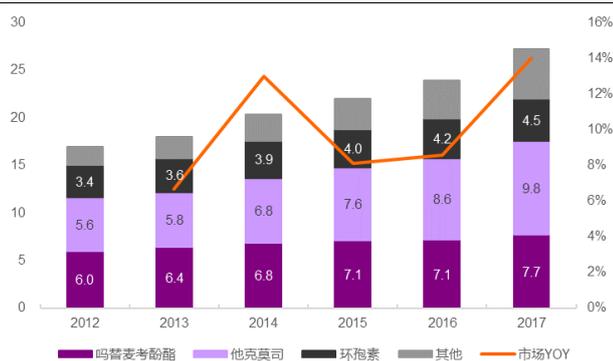
三个品种17年增长接近30%。免疫抑制剂是公司的优势领域，公司拥有环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯三个品种。这三个品种也是免疫抑制剂市场的主力，合计占80%份额。三者协同发展，17年贡献收入增长接近30%。

医保限制取消，一致性评价进展顺利，预计18-20年将保持25-30%增长。

1) **医保：取消限制。**17年新医保目录中，环孢素、他克莫司、吗替麦考酚酯的适应症限制均有不同程度放开。受益于此，17年增速相比于16年明显抬升；

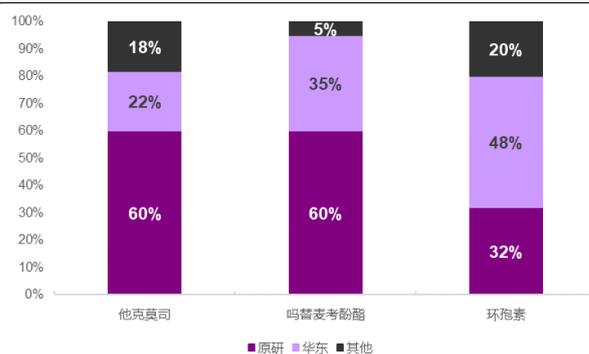
2) **进口替代：一致性评价进展顺利，仍有替代空间。**公司环孢素、他克莫司正在进行BE试验，他克莫司、吗替麦考酚酯仍有较大替代空间。

图 9：免疫抑制剂样本医院销售额及增速（亿元）



资料来源：PDB、光大证券研究所

图 10：17 年三大免疫抑制剂市场格局



资料来源：PDB、光大证券研究所

2.2、主动拥抱国际化、创新化，奠基华东下一个十年

居安思危，多种方式主动转型，拥抱国际化、创新化。公司在在产品种仍保持高速稳定增长的同时，主动转型，以多种方式布局国际化、创新化：

1) 在产品种的国际化：公司正积极推进在产重点品种的国际化进程，其中泮托拉唑已经通过 FDA 现场核查，即将通过 ANDA 申请审核；阿卡波糖、辛伐他汀片、奥美拉唑肠溶胶囊通过欧盟现场核查；他克莫司胶囊完成了海外 BE 实验，并已提交了美国 ANDA 申请；达托霉素、阿卡波糖等产品正准备申请美国 ANDA 申请。

2) 在研品种的国际化、创新化：公司通过自主研发、集团内定向开发、海外引等方式构建起了丰富的研发管线。值得注意的是，公司于 2018 年 3 月 6 日公告，拟在美国旧金山硅谷和波士顿两地分别设立科研办事机构，用以引进海外项目。目前，该两地的办事机构已经开始运营。我们预计公司每年将有 1-2 个海外引进品种落地。

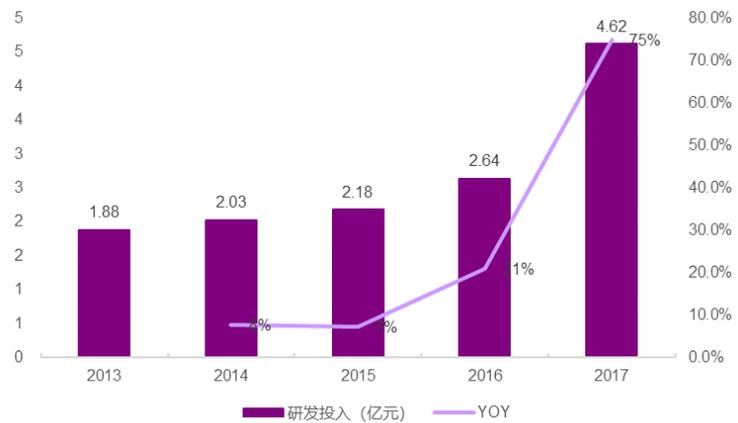
表 1：推进在产品种国际化

药品名称	美国认证	欧盟认证
泮托拉唑	已通过现场审查	
阿卡波糖	准备 ANDA 申请	已通过现场审查
辛伐他汀片		已通过现场审查
奥美拉唑肠溶胶囊		已通过现场审查
他克莫司胶囊	提交 ANDA 申请	完成 BE 试验
达托霉素	准备 ANDA 申请	

资料来源：公司公告、光大证券研究所

17 年研发费用 4.6 亿，随着在研品种陆续进入临床后期，预计研发费用将持续提升。17 年共取得 2 个新药生产批件、6 个新药临床批件。随着新药临床、海外认证、一致性评价等工作的推进，年报中预计 18、19 年研发费用增长均在 30% 以上。

图 11: 17 年研发投入增长 75%，达到 4.6 亿



资料来源：公司公告、光大证券研究所

表 2: 公司以多种方式构建起丰富研发管线

适用领域	药品名称	注册分类	适应症	研发阶段	立项方式
糖尿病及其并发症	TTP273	化药 1.1	2 型糖尿病	目前处于国内技术转移, 临床前研究阶段	美国引进,
	HD-118 及片	化药 1.1	2 型糖尿病 (DPP-4 类)	目前已获得国内临床批文, 开展 I 期临床试验	美国引进,
	利拉鲁肽	生物制品 10	2 型糖尿病, GLP-1 类似物	受让获得临床批文, 已开始 1 期临床试验	受让九源基因
	吡格列酮二甲双胍片 (15/850mg)	补充申请	2 型糖尿病	获得临床批文, 制备临床样品, 开展临床试验	自主立项
	卡格列净及片	化药 3+3	2 型糖尿病	获得临床批文, 已制备临床样品, 开始临床试验	受让华东研究院
	曲格列汀及片	化药 3+3	2 型糖尿病	获得临床批文, 已制备临床样品, 开始临床试验	受让华东研究院
	卡格列净二甲双胍复方片	化药 3.2	2 型糖尿病	获得临床批文, 制备临床样品, 开始临床试验	受让华东研究院
	西格列汀二甲双胍复方片	化药 4	2 型糖尿病	已完成 BE 备案, 正在开展 BE 试验	受让华东研究院
	地特胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素, 用于 1 型、2 型糖尿病	已于 2017 年底申报临床	自主立项
	门冬胰岛素	生物制品 7	重组胰岛素, 用于 1 型、2 型糖尿病	临床前研究	自主立项
	德谷胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素, 用于 1 型、2 型糖尿病	临床前研究	自主立项
雷珠单抗	生物制品 2	老年性黄斑变性 (AMD)	临床前研究	自主立项	
抗肿瘤	硼替佐米及注射剂	化药 3+6	多发性骨髓瘤	完善资料, 重新申报	受让华东研究院
	迈华替尼及片	化药 1.1	非小细胞肺癌	开始 II 期临床方案设计和试验	自主立项
	依鲁替尼及胶囊	化药 3.1	淋巴瘤等	获得临床批文, 制备临床样品, 开展临床试验	自主立项
	波舒替尼及片	化药 3.1	白血病	获得临床批文, 制备临床样品, 开展临床试验	自主立项
	伊马替尼片	化药 6	白血病	获得临床批文, 已制备临床样品, 开始 BE 试验	受让华东研究院

	厄洛替尼及片	化药 3+6	非小细胞肺癌	获得临床批文, 制备临床样品, 开展 BE 试验	受让华东研究院
	索拉非尼及片	化药 3+6	肝癌	获得临床批文, 制备临床样品, 开展临床试验	受让华东研究院
	来曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种, 按新要求已开始 BE 试验	受让华东研究院
	阿那曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种, 按新要求已开始 BE 试验	受让华东研究院
超级抗 生素	卡泊芬净及注射剂	化药 3+6	抗真菌	开展发补研究	受让华东研究院
	米卡芬净及注射剂	化药 3+6	抗真菌	开展发补研究	受让华东研究院
	非达霉素及片	化药 3+3	超级抗生素	获得临床批文, 制备临床样品, 开展临床试验	受让华东研究院
	利奈唑胺片	化药 6	超级抗生素	获得临床批文, 已制备临床样品, 开始 BE 试验	受让华东研究院
	达巴万星及冻干粉针	化药 3+3	超级抗生素	获得临床批文, 制备临床样品, 开始临床试验	受让华东研究院
消化道	复方奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	化药 3.2	胃溃疡	已于 2017 年底申报生产	自主立项
	左泮托拉唑钠及注射剂	化药 3.1	胃溃疡	获得临床批文, 已制备临床样品, 开始临床试验	自主立项
	沃诺拉赞及片	化药 3.1	胃溃疡	获得临床批文, 制备临床样品, 开展临床试验	自主立项
心血管	磺达肝葵钠及注射液	化药 3+6	静脉血栓	完善资料, 重新申报	自主立项
免疫抑 制剂	他克莫司缓释胶囊	化药 6	免疫抑制	获得临床批文, 已制备临床样品, 开始 BE 试验	自主立项
其他	百令疏肝胶囊	中药 6.1	肝病	IIa 期临床试验	自主立项

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

3、商业：黎明前最后的黑暗，预计 18 年将逐季改善

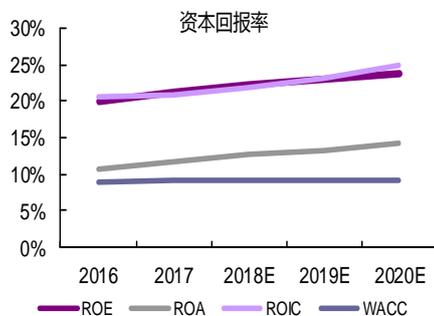
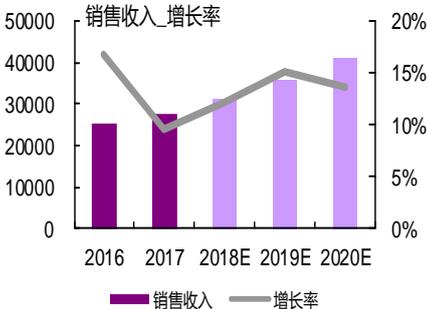
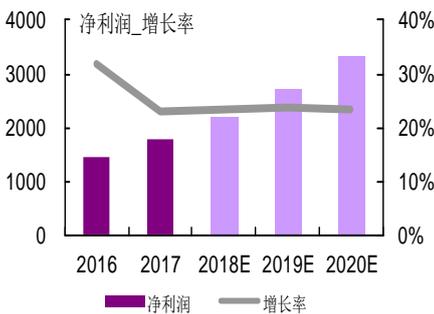
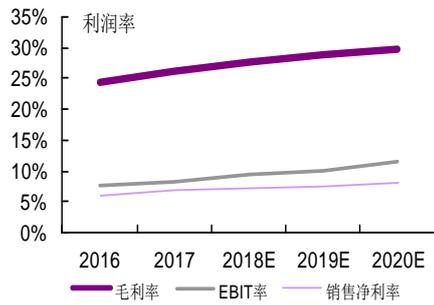
商业业务触底，预计 18 年将逐季改善。浙江省在 17 年 8 月 1 日两票制开始落地，并留有三个月过渡期，自 17 年 11 月 1 日起全面严格执行两票制。两票制执行初期，大型一级分销商的调拨业务受到直接冲击，华东的商业业务 17 年下半年收入 107 亿，同比仅增长 2%。扣除调拨因素影响，17 年下半年增速在 13% 左右。由于调拨业务的冲击具有一过性，我们预计 18 年商业将逐季改善。

玻尿酸继续 75% 高增长。虽然 17 年因国际事件，海关报关一度进度较慢，但宁波公司玻尿酸代理业务仍贡献 7 亿收入，增长 75%，我们预计 18 年将超 10 亿。凭借优秀渠道，我们预计宁波公司后续还将引进肉毒杆菌等类似产品。

4、风险提示

核心品种增速低于预期。医保控费压力持续存在，后续随着医保支付标准、带量采购在各省落地，竞争格局差、临床疗效不明确的品种将面临巨大压力。

在研品种进度低于预期。药品研发过程中，临床试验的进度、结果，以及审批的进度、结果均具有较大不确定性。



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,380	27,832	31,214	35,962	40,895
营业成本	19,219	20,562	22,559	25,569	28,730
折旧和摊销	217	280	37	50	64
营业税费	132	163	183	211	240
销售费用	3,299	3,729	4,098	4,675	5,263
管理费用	759	1,068	1,398	1,760	2,052
财务费用	94	47	17	52	47
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	27	18	25	15	15
营业利润	1,856	2,341	2,981	3,608	4,636
利润总额	1,882	2,324	2,713	3,356	4,136
少数股东损益	89	109	7	9	10
归属母公司净利润	1,446.59	1,779.51	2,196.46	2,717.45	3,350.05

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	14,456	15,987	17,331	20,448	23,658
流动资产	11,709	12,793	13,678	16,552	19,486
货币资金	2,661	2,505	1,561	1,798	2,045
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	4,466	4,885	5,479	6,321	7,181
应收票据	957	966	1,083	1,284	1,433
其他应收款	30	46	52	54	66
存货	3,084	3,406	3,737	4,192	4,743
可供出售投资	91	91	227	200	200
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	65	75	75	75	75
固定资产	1,850	1,977	2,158	2,345	2,534
无形资产	491	610	628	645	672
总负债	6,815	7,178	7,018	8,226	9,087
无息负债	5,302	5,810	5,851	7,249	7,993
有息负债	1,512	1,368	1,167	976	1,095
股东权益	7,642	8,809	10,313	12,222	14,571
股本	486	972	972	972	972
公积金	3,794	3,434	3,434	3,434	3,434
未分配利润	2,999	3,987	5,484	7,384	9,724
少数股东权益	363	416	423	431	441

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1,347	1,661	436	1,475	1,407
净利润	1,447	1,780	2,196	2,717	3,350
折旧摊销	217	280	37	50	64
净营运资金增加	857	906	2,028	1,575	2,294
其他	-1,174	-1,304	-3,826	-2,868	-4,301
投资活动产生现金流	-614	-1,006	-533	-278	-325
净资本支出	-466	-477	-310	-320	-340
长期投资变化	65	75	0	0	0
其他资产变化	-212	-604	-223	42	15
融资活动现金流	458	-912	-847	-959	-836
股本变化	52	486	0	0	0
债务净变化	-2,260	-144	-201	-190	118
无息负债变化	901	508	41	1,398	743
净现金流	1,191	-257	-944	237	247

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.81%	9.66%	12.15%	15.21%	13.72%
净利润增长率	31.88%	23.01%	23.43%	23.72%	23.28%
EBITDA 增长率	22.78%	19.77%	17.39%	22.74%	28.07%
EBIT 增长率	21.78%	18.74%	30.12%	22.60%	28.07%
估值指标					
PE	44	36	29	23	19
PB	9	8	6	5	5
EV/EBITDA	15	25	22	18	14
EV/EBIT	17	28	22	18	14
EV/NOPLAT	21	35	27	22	17
EV/Sales	1	2	2	2	2
EV/IC	4	7	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	24.27%	26.12%	27.73%	28.90%	29.75%
EBITDA 率	8.43%	9.21%	9.64%	10.27%	11.57%
EBIT 率	7.58%	8.21%	9.52%	10.13%	11.41%
税前净利润率	7.42%	8.35%	8.69%	9.33%	10.11%
税后净利润率 (归属母公司)	5.70%	6.39%	7.04%	7.56%	8.19%
ROA	10.62%	11.81%	12.72%	13.33%	14.20%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.87%	21.20%	22.21%	23.05%	23.71%
经营性 ROIC	20.67%	20.92%	21.86%	23.14%	24.85%
偿债能力					
流动比率	2.03	2.09	1.99	2.07	2.23
速动比率	1.49	1.54	1.45	1.55	1.69
归属母公司权益/有息债务	4.81	6.14	8.48	12.07	12.91
有形资产/有息债务	9.18	11.14	14.25	20.20	20.93
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.49	1.83	2.26	2.80	3.45
每股红利	0.68	0.72	0.84	1.04	1.28
每股经营现金流	1.39	1.71	0.45	1.52	1.45
每股自由现金流(FCFF)	0.52	0.80	0.12	1.25	1.20
每股净资产	7.49	8.63	10.17	12.13	14.54
每股销售收入	26.11	28.63	32.11	36.99	42.07

资料来源：光大证券、上市公司

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		