

工商业保持良好增长势头，研发投入助力转型

——华东医药（000963.SZ）19年中报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布半年报。19H1 公司实现营业收入 182.49 亿元，同比上升 19.08%，实现归属净利润 15.96 亿元，同比增长 23.42%；实现扣非归属净利润 14.74 亿元，同比增长 16.16%（非经常性损益主要为非流动资产处置损益）；上半年，**还原研发费用的扣非业绩增速达 26.72%**。EPS 为 0.91 元。

其中，19Q2 公司实现营业收入 85.44 亿元，同比上升 14.09%，实现归属净利润 6.89 亿元，同比增长 8.65%；实现扣非归属净利润 6.18 亿元，同比增长 0.87%；**还原研发费用的扣非业绩增速为 18.53%**。EPS 为 0.62 元。

2. 我们的分析与判断

（一）工商业保持良好增长势头，费用影响利润

报告期内公司各版块收入实现快速增长：

医药商业实现销售收入 122.87 亿元，同比增长 12.69%；板块毛利率 8.08%（+0.58pp）。在消化“两票制”实行初期调拨业务流失的影响后，逐渐稳步回升，估计全年增速 10%以上。未来公司拟通过创新商业模式，充分发挥现有渠道、规模及品牌优势，变传统商业为现代服务业，向生产和销售终端延伸各种专业化服务，构建西药、中药、器械、健康美容等核心产业和优势产业，致力于成为能提供“医药综合解决方案”的新型商业企业。考虑到调拨业务流失，向纯销和独家代理、与跨国药企合作等高毛利业务转化，我们认为未来公司商业毛利率将呈现上升趋势。

医药工业实现销售收入 56.96 亿元，同比增长 28.85%；板块毛利率 86.03%（-0.85pp）。其中工业核心子公司中美华东销售收入 57.02 亿元（+29.29%），实现净利润 13.13 亿元（+24%），净利率较去年同期下降 0.97pp，估计主要由研发费用大幅增加导致。我们分品种估测公司核心产品收入规模及增速如下：1.百令受益于基层的积极拓展，估计整体增速超过 15%，高于去年；2.阿卡波糖受益于一致性评价的通过，增速 30%+；3.免疫线整体增速 25%以上；4.泮托拉唑收入增速 20%+。

华东医药（000963.SZ）

推荐 维持评级

分析师

余宇

☎：010-83571335

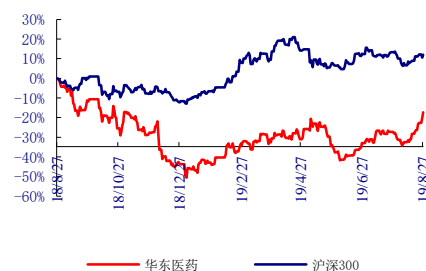
✉：sheyu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010003

市场数据

2019-08-27

A 股收盘价(元)	32.05
A 股一年内最高价(元)	37.96
A 股一年内最低价(元)	23.16
沪深 300 指数	3816.95
市盈率 (TTM)	22.30
总股本 (万股)	174980.95
实际流通 A 股(万股)	174980.95
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	560.81



资料来源：中国银河证券研究院

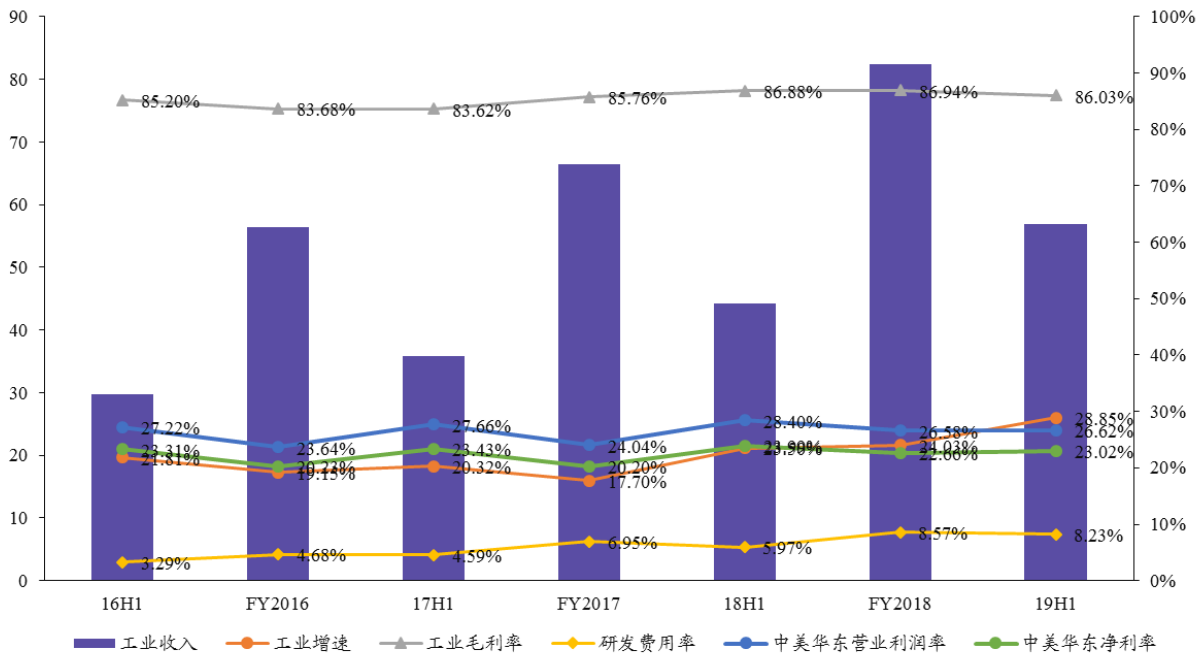
相关研究

华东医药（000963.SZ）一季报点评：工业维持高增速，商业增速大幅回暖

华东医药（000963.SZ）2018 年报点评：工业高速增长，研发有序推进，当前显著低估

华东医药（000963）三季报跟踪：工业保持快速增长，商业仍需静待拐点

图 1: 公司医药工业板块收入及盈利能力



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

此外, 国际医美业务实现销售收入 2.65 亿元人民币。Sinclair 公司继续开拓全球市场业务, 上半年营业收入较去年同期增长 40% 以上, 上半年还未实现盈利。

报告期内 (尤其是二季度) 公司扣非业绩增速低于收入增速主要是由于期间费用增速较高所致。报告期内, 公司销售费用率为 16.73% (同比+1.58pp) 主要由于 Sinclair 纳入合并所致; 管理费用率为 2.89% (同比+0.73pp), 一方面由于报告期内公司引进人才、增加薪酬, 另一方面也由于 Sinclair 纳入合并所致; 财务费用率为 0.37% (+0.24pp), 提升主要是由于商业蓬勃发展, 需要资金导致的有息负债增加和存款利息减少。报告期内公司研发费用大幅增加 2.05 亿元, 研发费用率从去年同期的 1.72% 升至 2.57%, 研发费用占工业收入比重达到 8.57% (同比+2.25pp)。我们认为下半年研发费用对净利润增速的影响会大大减少, 因为 18H2 时研发费用已经大幅提升了。因此, 我们认为下半年业绩增速将会恢复正常。

此外, 公司上半年经营活动现金流净额 9.63 亿元, 同比下滑 10%, 我们认为这主要是由医药商业业务本质上需要大规模资金及公司医药商业板块回暖导致的, 公司工业板块现金流正常无忧。

(二) 研发投入助力公司转型, 研发管线进展顺利

据公司 18 年年报, 2019 年随着公司研发领域的产品增多, 重点在研产品逐步进入临床和开展 BE 试验, 公司研发费用将保持持续增长趋势, 公司预计 2019 年研发费用增长较 2018 年将超过 30%, 则我们估测 19 年研发费用绝对值至少为 9.18 亿元, 研发费用率在 9% 以上。我们认为在当前国家药品政策下, 公司的研发投入是未来发展不可或缺的积累, 是能否成功转型的关键。

我们认为公司后续研发管线充实，研发投入支撑有力，能够支撑公司未来长期快速发展。

报告期内公司研发工作主要涉及以下三个方面：一是积极践行自主研发+合作委托开发+外部并购和产品授权引进(License-in)相结合的新药研发模式，跟踪国际上最新的药物作用机制和靶点以及临床应用研究进展，加快 first-in-class、me-better 的创新药布局和国外内创新药项目的引进，报告期内已完成多个潜力创新药初步评估、立项及引进；二是聚焦于临床优效和特殊人群，加快高端仿制药及改良型新药(505b(2))的研发布局，实现制剂产品的创新和国际化；三是坚持质量和成本领先的差异化战略，综合各种技术手段不断提高原料药和制剂的工艺及质量水平，降低成本，积极开展在线产品的多剂型开发，强化市场竞争力。

通过我们对公司研发管线进展与 18 年末的对比，可以看出公司管线厚实且进展迅速、全面：**1.利拉鲁肽**：目前已全面启动全国多中心 III 期临床试验，争取明年上半年提交上市申请；**2.迈华替尼**：用于一/二线罕见基因突变的 II 期单臂临床试验已启动，目前已入组接受治疗患者显示出良好的疗效，待获得第一阶段结果后与 CDE 进行沟通，争取以 II 期临床结果直接申报，力争提前上市。**3.化学仿制药**：卡泊芬净、西格列汀二甲双胍复方片、复方奥美拉唑胶囊、阿那曲唑片有望 2019 年年底或 2020 年上半年获得生产批文；来曲唑片、恩格列净二甲双胍复方片已完成 BE 试验，正在准备资料，即将申报生产，米卡芬净及冻干粉针还在进行发补资料研究；利奈唑胺片、卡格列净片、卡格列净二甲双胍复方片、恩格列净片、马昔腾坦片等有望 2019 年年底或 2020 年上半年申报生产。

表 1：公司研发管线及进展

产品领域	编号	项目名称	注册分类	适应症领域	研发进展
糖尿病及其并发症	1	TTP273	化药1类	2型糖尿病	获得临床通知书，开展I期临床研究
	2	HD118及片	化药1类	2型糖尿病(DPP-4类)	I期药代试验建模，初步桥接成功，与CDE沟通咨询
	3	利拉鲁肽	生物制品10类	2型糖尿病，GLP-1类似物	全面开展III期临床试验，加快受试者入组
	4	吡格列酮二甲双胍片(15/850mg)	补充申请	2型糖尿病	处方工艺优化
	5	※卡格列净及片	化药原3类	2型糖尿病	已完成BE试验，准备进行工艺验证
	6	※曲格列汀及片	化药原3类	2型糖尿病，长效	完成BE试验，准备开展大临床
	7	※卡格列净二甲双胍复方片	化药原3类	2型糖尿病	完成BE试验，准备工艺验证
	8	※西格列汀二甲双胍复方片	化药4类	2型糖尿病	完成发补资料，提交CDE
	9	※恩格列净及片	化药4类	2型糖尿病	完成BE样品生产，正在进行BE试验
	10	※恩格列净二甲双胍复方片	化药4类	2型糖尿病	完成BE试验，即将申报生产
	11	※利格列汀二甲双胍复方片	化药4类	2型糖尿病	完成BE样品生产，正在进行BE试验
	12	地特胰岛素	生物制品15类	长效胰岛素，用于1型、2型糖尿病	已获得临床批文，正在开展I期临床试验
	13	门冬胰岛素	生物制品15类	重组胰岛素，用于1型、2型糖尿病	临床前研究
	14	德谷胰岛素	生物制品15类	长效胰岛素，用于1型、2型糖尿病	正在申请召开Pre-IND会议，预计于2019年年底申报临床
	15	雷珠单抗	生物制品15类	老年性黄斑变性(AMD)	已申报临床，正在进行相关发补资料研究
抗肿瘤	1	HDSY313	化药1类	广谱抗肿瘤	正在开展原料药及制剂的小试研究，相关杂质研究
	2	迈华替尼及片	化药原1.1类	非小细胞肺癌	罕见突变II期正在入组病例，预计下半年开展一线多中心临床III期临床试验
	3	依鲁替尼及胶囊	化药原3类	淋巴瘤等	制剂处方工艺优化
	4	波舒替尼及片	化药原3类	白血病	已通过预BE试验，正在制备BE样品，准备正式BE试验
	5	※伊马替尼片	化药4类	白血病	完成预BE试验
	6	※厄洛替尼及片	化药原3+6类	非小细胞肺癌	进行预BE/BE样品生产
	7	※索拉非尼及片	化药原3+6类	肝癌	开展预BE试验
	8	※来曲唑片	化药原6类	乳腺癌	完成BE试验和工艺验证生产，准备申报生产
	9	※阿那曲唑片	化药原6类	乳腺癌	已申报生产，提交工艺信息表
超级抗生素	1	※卡泊芬净及注射剂	化药原3+6类	抗真菌	已申报生产，提交工艺信息表
	2	※米卡芬净及注射剂	化药原3+6类	抗真菌	开展发补资料研究
	3	※非达霉素及片	化药原3类	超级抗生素	开展预BE研究
	4	※利奈唑胺片	化药原6类	超级抗生素	已经通过BE，准备进行工艺验证，预计年底申报生产
	5	※达巴万星及冻干粉针	化药原3类	超级抗生素	开展工艺放大研究
消化道	1	复方奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	化药原3类	胃溃疡	申报生产，完成发补研究，等待现场检查
	2	左辛托拉唑钠及冻干粉针	化药原3类	胃溃疡	完成临床样品生产，开展临床试验
	3	沃诺拉赞及片	化药原3类	胃溃疡	进行预BE/BE样品生产
	4	右兰索拉唑及冻干粉针	化药原3+2类	胃溃疡	申报临床后，发补资料研究
心血管	1	呋喃布芬片(100mg)	补充申请	静脉血栓	完成补充资料上报
	2	马昔腾坦及片	化药原3类	肺动脉高压	已通过预BE，准备开展BE试验
	3	※西里帕格及片	化药3类	肺动脉高压	孤儿药，等待场地生产预BE/BE样品
免疫抑制剂	1	他克莫司缓释胶囊	化药原6类	免疫抑制	处方工艺优化，进行预BE/BE样品生产
其他	1	百合疏肝胶囊	中药6.2类	肝病	正在进行IIa期临床试验
	2	百合颗粒剂二次开发	补充申请	肺肾领域	处方工艺优化，改善口感和服药依从性，预计2019年底前补充申报

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院；注：蓝色底说明距离 18 年末有新的阶段性进展；标“*”的项目由杭州华东医药集团新药研究院为公司定向开发，产权归属于杭州华东医药集团新药研究院，但开发成功后将按约定独家转让给公司或公司下属企业

（三）公司产品及在研品种显著受益于医保目录调整

公司现有品种及在研品种显著受益于此次医保目录调整：

1. **吡格列酮二甲双胍**此次被纳入医保常规目录，未来有望快速放量。此前吡格列酮二甲双胍在全国 12 个省市的增补目录上（包括上海、河南、河北、湖南、湖北等，但是不包括广东、浙江、江苏和北京等用药大省），此次被纳入一方面可以得免增补目录取消的风险；另一方面可以边际增加多个省市的收入。预计该品种 19 年收入可达 3.5 亿元，明年可冲击 5 亿以上。

2. 在研品种中西格列汀二甲双胍 I、西格列汀二甲双胍 II、利格列汀二甲双胍 I、利格列汀二甲双胍 II、德谷胰岛素等新纳入医保常规目录，且这些品种竞争格局很好，如能成功上市将有望享受快速放量。

3. 在研品种中利拉鲁肽等属于协议期内谈判药品，根据此次医保常规目录调整的规则，只要仿制药品上市就可以在下一调整时直接纳入常规目录，享受无需谈判的放量。

4. 此次的医保常规目录调整规则体现出对于慢病品种尤其是慢病复方制剂的高度友好，大量独家慢病复方制剂直接调入常规目录，如果此种调整思路未来延续将对公司未来产品进入常规目录构成长期利好。

表 2：公司在研品种纳入医保常规目录情况

序号	药品名称	药品分类	剂型	备注	公司研发进展
1	西格列汀二甲双胍 I 西格列汀二甲双胍 II	口服复方降糖药	口服常释剂型	限二线用药	完成发补资料，提交 CDE
2	利格列汀二甲双胍 I 利格列汀二甲双胍 II	口服复方降糖药	口服常释剂型	限二线用药	完成 BE 样品生产，正在进行 BE 实验
3	地特胰岛素	胰岛素及其类似物，长效	注射剂	限 1 型糖尿病患者；限中长效胰岛素难以控制的 2 型糖尿病患者	已获得临床批文，正在开展 I 期临床试验
4	门冬胰岛素	胰岛素及其类似物，短效	注射剂	限 1 型糖尿病患者；限其他短效胰岛素或口服药难以控制的 2 型糖尿病患者	临床前研究
5	德谷胰岛素	胰岛素及其类似物，长效	注射剂	限中长效胰岛素难以控制的 2 型糖尿病患者	预计将于 2019 年年底前申报临床
6	伊马替尼	蛋白激酶抑制剂	口服常释剂型	限有慢性髓性白血病诊断并有费城染色体阳性的检验证据的患者；有急性淋巴细胞白血病诊断并有费城染色体阳性的检验证据的儿童患者；难治的或复发的费城染色体阳性的急性淋巴细胞白血病成人患者；胃肠间质瘤患者。	完成预 BE 实验
7	来曲唑	激素拮抗剂及相关药物	口服常释剂型		完成 BE 试验和工艺验证生产，准备申报生产

8	阿那曲唑	激素拮抗剂及相关药物	口服常释剂型		已申报生产,正在审评
9	卡泊芬净	其他全身用抗真菌药	注射剂	限三唑类衍生物无效的念珠菌血症;其他治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌病的二线治疗	已申报生产,等待审评
10	米卡芬净	其他全身用抗真菌药	注射剂	限三唑类衍生物无效的念珠菌血症;其他治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌病的二线治疗	开展发补资料研究
11	利奈唑胺	其他抗菌药	口服常释剂型	限万古霉素治疗不可耐受的重症感染的二线治疗;限耐万古霉素的肠球菌感染	已通过 BE,准备进行工艺验证,预计 2019 年底申报生产
12	他克莫司	钙神经素抑制剂	缓释控释剂型		处方工艺优化,进行预 BE/BE 样品生产

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

表 3: 公司在研品种纳入协议期内谈判药品部分情况

序号	药品名称	药品分类	剂型、规格	备注	公司研发进展
1	利拉鲁肽	胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物	注射剂: 3ml:18mg/支, 预填充注射笔	限二甲双胍等口服降糖药或胰岛素控制效果不佳的 BMI ≥ 25 的患者, 并需二级及以上医疗机构专科医师处方。	正在开展 III 期临床试验
2	雷珠单抗	眼血管病用药	注射剂: 10mg/ml 0.2ml/支、10mg/ml 0.165ml/支 (预充式)	限 50 岁以上湿性年龄相关性黄斑变性患者, 并符合以下条件: 1.需三级综合医院眼科或二级及以上眼科专科医院医师处方; 2.病眼基线矫正视力 0.05-0.5; 3.事前审查后方可用, 初次申请需有血管造影及 OCT (全身情况不允许的患者可以提供 OCT 血管成像) 证据; 4. 每眼累计最多支付 9 支, 每个年度最多支付 4 支。	已申报临床
3	厄洛替尼	蛋白激酶抑制剂	口服常释剂型: 150mg/片、100mg/片	限 EGFR 基因敏感突变的晚期非小细胞肺癌。	进行预 BE/BE 样品生产
4	索拉非尼	蛋白激酶抑制剂	口服常释剂型: 0.2g/片	限以下情况方可支付: 1.不能手术的肾细胞癌。2.不能手术或远处转移的肝细胞癌。3.放射性碘治疗无效的局部复发或转移性、分化型甲状腺癌。	开展预 BE 实验

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

3. 投资建议:

公司是全国仿制药龙头之一,我们看好公司未来成为创新和首仿并重的创新型药企。我们看好公司的专科集群战略和基层下沉能力。我们认为公司后续有丰厚 pipeline, 辅以强大渠道优势, 可支撑公司长期快速发展。预计 19-21 年归属净利润约为 28.09 亿元/34.14 亿元/40.04 亿元, 对应 EPS 为 1.61/1.95/2.29 元, 对应 PE18/15/13 倍。维持“推荐”评级。

4.风险提示:

医改等医药行业政策的不确定性；药品降价风险；药品研发失败或进度不达预期的风险。

报表预测 (百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						
营业收入	25379.67	27831.82	30663.37	35412.27	40284.87	45705.86
减:营业成本	19219.11	20561.72	21774.71	24364.73	27252.22	30358.89
营业税金及附加	131.75	163.06	170.95	197.43	224.59	254.82
营业费用	3298.62	3728.91	4297.36	5311.84	6203.87	7312.94
管理费用	759.31	1067.95	785.17	1913.96	2230.62	2715.29
财务费用	94.09	47.48	86.48	87.36	83.98	39.17
资产减值损失	46.91	25.73	51.02	41.22	41.22	41.22
加:投资收益	26.61	17.65	34.76	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-706.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	1856.49	2254.62	2826.41	3495.73	4248.36	4983.54
加:其他非经营损益	25.78	-16.90	-37.03	0.00	0.00	0.00
利润总额	1882.27	2237.73	2789.38	3495.73	4248.36	4983.54
减:所得税	346.86	403.64	449.73	524.36	637.25	747.53
净利润	1535.41	1834.08	2339.65	2971.37	3611.11	4236.01
减:少数股东损益	88.82	108.71	127.94	162.49	197.47	231.64
归属母公司股东净利润	1446.59	1725.37	2211.71	2808.89	3413.64	4004.37
资产负债表						
货币资金	2202.39	1800.35	1705.20	4249.47	4834.18	5484.70
应收和预付款项	5770.51	6140.48	6706.64	7557.31	8408.99	9326.56
存货	3084.42	3406.38	3875.65	4385.65	5041.66	5768.19
其他流动资产	192.48	740.02	38.10	38.10	38.10	38.10
长期股权投资	64.56	74.91	88.92	88.92	88.92	88.92
投资性房地产	13.81	25.40	23.84	23.84	23.84	23.84
固定资产和在建工程	1930.57	2178.56	2650.59	3174.96	3647.91	4069.45
无形资产和开发支出	505.13	652.79	2966.19	2966.19	2966.19	2966.19
其他非流动资产	174.90	179.81	327.00	320.76	314.52	314.52
资产总计	13938.77	15198.68	18382.13	22805.20	25364.31	28080.46
短期借款	473.12	375.57	625.73	2169.53	2697.39	1428.93
应付和预收款项	4784.57	5021.81	5984.92	6790.95	7858.11	9048.29
长期借款	1010.78	992.44	995.55	1418.11	0.00	0.00
其他负债	28.47	0.00	350.41	40.90	40.90	40.90
负债合计	6296.93	6389.82	7956.61	10419.50	10596.41	10518.13
股本	486.06	972.12	1458.17	1458.17	1458.17	1458.17
资本公积	3436.25	2941.59	2455.53	2455.53	2455.53	2455.53
留存收益	3356.22	4479.57	6024.45	7822.14	10006.86	12569.66
归属母公司股东权益	7278.52	8393.27	9938.15	11735.84	13920.57	16483.36
少数股东权益	363.32	415.59	487.38	649.87	847.33	1078.97
股东权益合计	7641.84	8808.86	10425.53	12385.70	14767.90	17562.33

负债和股东权益合计	13938.77	15198.68	18382.13	22805.20	25364.31	28080.46
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	1372.82	1666.01	2046.36	2557.60	3388.75	3971.02
投资性现金净流量	-613.63	-1006.05	-1560.74	-617.00	-617.00	-617.00
筹资性现金净流量	457.56	-912.10	-430.44	603.67	-2187.03	-2703.50
现金流量净额	1216.75	-252.14	32.75	2544.27	584.71	650.52

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

余宇，医药行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：翠香兰 0755-83471963cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479wangting@chinastock.com.cn