

2019年12月09日

证券研究报告·公司研究报告

博瑞医药 (688166) 医药生物

增持 (首次)

当前价: 28.67元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

打造创新药+高端原料与制剂一体化药企

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司凭借高难度核心技术平台驱动, 拥有包括恩替卡韦、黄达肝癸钠、卡泊芬净、阿尼芬净、米卡芬净等 40 多个中间体或原料药的制备技术和合成工艺, 产品在 10 多个欧美日韩等多个国家注册通过, 将带来持续的利润增长。公司未来将以创新药研发为核心, 已有 1 项抗肿瘤获得临床受理, 3 个创新药分子进入临床研究阶段。
- **国内特色原料药研发与生产企业。** 公司是国内最具实力的化学药物合成与生产技术平台之一, 拥有多项核心技术平台, 掌握 40 多个复杂 API 及中间体的制备技术, 产品市场竞争力优势明显, 近 60% 的毛利率处于同行业可比上市公司中的前端位置。目前公司核心产品有阿卡波糖、恩替卡韦、卡泊芬净等多个市场需求较大的特色原料药及中间体产品, 下游客户包括以色列梯瓦制药、美国迈兰、日本日医工等 10 余家全球知名仿制药企业, 以及国内的恒瑞医药、正大天晴、华东医药、扬子江药业等近 10 家国内大型制药企业。
- **依靠特色原料药技术优势, 逐步向下游制剂产品拓展。** 公司正逐步打通“原料药起始物-cGMP 高难度中间体-特色原料药-制剂产品”的全链条, 进一步向制剂产品领域拓展, 拓展产业链下游部分更广阔的利润空间。公司目前已经拥有恩替卡韦、卡泊芬净、阿卡波糖、磺达肝癸钠等众多高技术壁垒的 API 产品, 保障了国内外大型制剂企业相关制剂产品的原料药供应。依靠原料药产品的技术壁垒, 公司给制剂企业供应特色原料药的同时, 能够获得稳定的制剂的销售分成。此外, 公司以这些 API 产品着手, 逐步向下游制剂产品延伸, 依托前端特色 API 技术优势, 抢占终端制剂市场份额, 1 个制剂产品已提交 FDA 的 ANDA 申请, 多个产品正加快 ANDA 申报前的研发工作。
- **以原料药主营为基础, 加快创新药研发转型。** 公司实施仿制药 API+制剂领域拓展的同时, 增加创新药研发力度, 研发费用/营业收入比例达到 23%, 是可比公司中比例最高的企业。在创新药领域, 公司目前已经拥有 4 个在研创新药品种, 其中两个创新药 BR61501 和 BGC0222 已完成技术转让, 并保留了药品上市后的销售分成权利。创新药将成为公司未来发展的核心部分, 以原料药+制剂作为基础, 成为一个优质的仿创结合的药企。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.27 元、0.38 元、0.48 元, 未来三年归母净利润复合增速为 39%, 对应 PE 分别为 106/76/59 倍。参考原料药行业估值情况, 行业可比公司平均估值 2019 年为 41 倍 PE, 公司当前 PE106 倍, 考虑到公司当前正处于快速成长期, 现有原料药产品线通过放量销售+权益分成仍处于高速放量阶段, 持续加码研发投入创新药, 由高壁垒特色原料药向创新药拓展, 看好公司长期发展潜力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原料药降价、环保政策影响、制剂与创新药研发低于预期等风险。

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进
 执业证号: S1250517100002
 电话: 021-68416017
 邮箱: cj@swsc.com.cn

基础数据

总股本(亿股)	0.48
总资产(亿元)	9.19
总市值(亿元)	122.10
每股净资产(元)	2.26

相关研究

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	407.50	529.09	666.34	808.88
增长率	28.64%	29.84%	25.94%	21.39%
归属母公司净利润(百万元)	73.20	111.25	154.57	198.68
增长率	59.56%	51.98%	38.94%	28.53%
每股收益 EPS(元)	0.18	0.27	0.38	0.48
净资产收益率 ROE	9.51%	12.64%	14.93%	16.10%
PE	161	106	76	59
PB	15.27	13.35	11.36	9.53

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

1 公司主营：特色原料药+新药研发型企业

博瑞生物医药（苏州）股份有限公司成立于 2001 年，是一家研发驱动、参与国际竞争的化学制药全产业链平台型企业，致力于发展成为一家全球领先的创新型高端化学制药公司。

公司核心业务分为两大部分，高端化合物原料药与制剂为现金流业务，创新药研发为长期成长动力。

高端化合物原料药与制剂：在多手性合成和发酵半合成领域实现了一系列市场相对稀缺、技术难度较高的药物的仿制，现已掌握了包括恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净、泊沙康唑、依维莫司及磺达肝癸钠在内的四十多种高端化学药物的生产核心技术，公司自主研发和生产的多个医药中间体和原料药产品已经在全球数十个国家实现了销售，部分产品帮助客户在特定市场上实现了首仿上市；亦有部分在研产品通过技术授权实现收入。

图 1：公司核心原料药及制剂产品



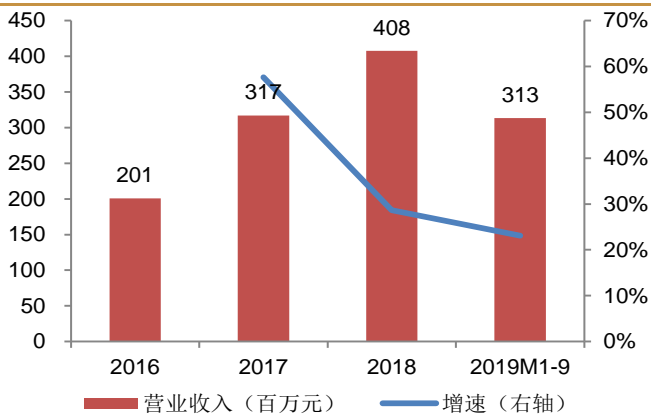
数据来源：wind，西南证券整理

创新药物研发：公司采用多手性药物技术拆分出的高活性单体，已获得国家药监局一类新药临床批件；凭借自身原创的靶向高分子偶联技术开发的抗肿瘤药物 BGC0222 已经向国家药监局递交了临床申请，该两项产品在报告期内已完成技术转让或签订技术转让合同并保留了药品上市后的销售分成权利。此外，公司尚有多项抗病毒感染和抗肿瘤的新药进入临床前研究。

2 经营情况：特色原料药+新药研发型企业

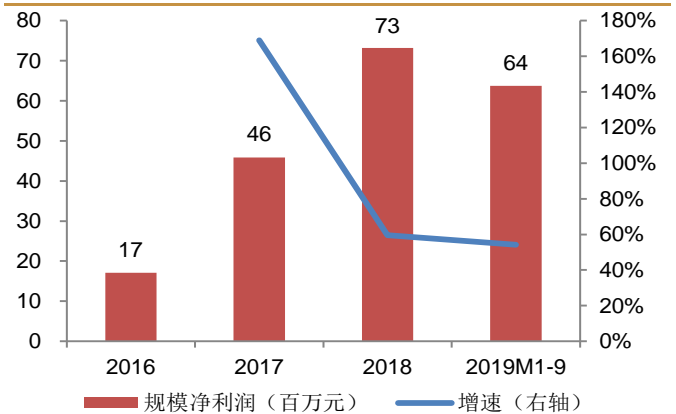
2016-2018 年期间，公司营业收入由 2 亿元快速增长至 4 亿元，复合增速为 45%；归母净利润由 0.17 亿快速增长至 0.76 亿元，复合增速为 111%。2019 年前三季度公司实现收入 3.1 亿 (+23%) 和规模净利润 0.64 亿 (+54%)。公司正处于发展上升阶段，未来仍将有望保持高速增长势头。

图 2：2016-2019 前三季公司营收及增速



数据来源：wind，西南证券整理

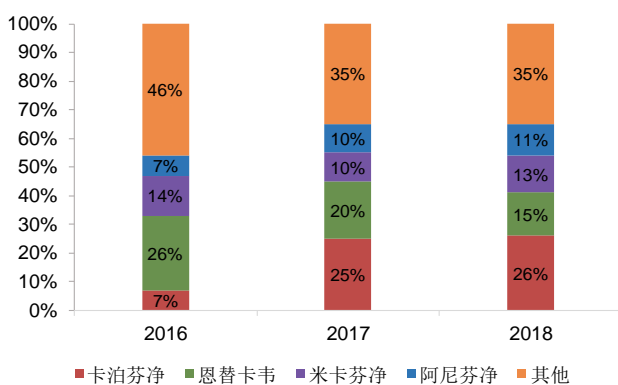
图 3：2016-2019 前三季公司归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

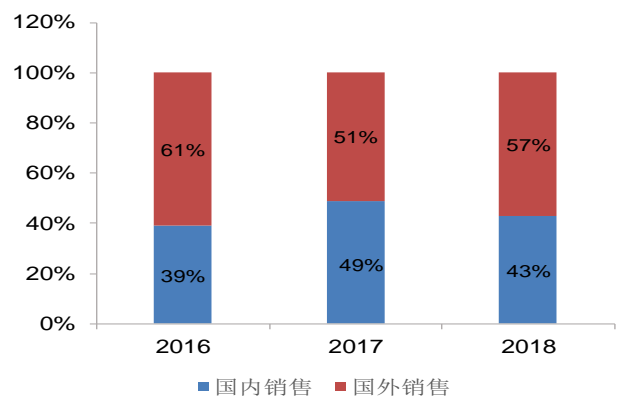
公司主营业务收入主要为销售高端仿制药原料药及其中间体的收入，以及将研究开发的技术成果转让获得的报酬。公司主要销售的高端仿制药包括卡泊芬净、恩替卡韦、米卡芬净、阿尼芬净、吡美莫司等，其中卡泊芬净、吡美莫司等产品销售规模增长速度较快，是驱动公司收入增长的主要因素之一。公司对外销售收入占比高于内销收入，连续三年海外销售额超过 50%。公司的最终客户为全球知名仿制药厂家，包括以色列梯瓦制药、美国迈兰、日本日医工以及国内的恒瑞医药、正大天晴等。

图 4：2016-2018 公司主营业务收入按产品构成情况



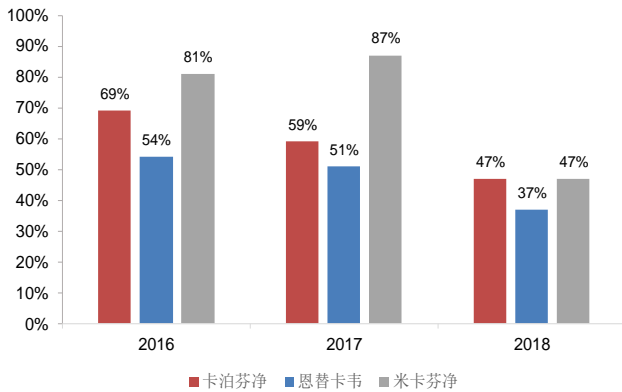
数据来源：wind，西南证券整理

图 5：2016-2018 公司主营业务收入按地区构成情况

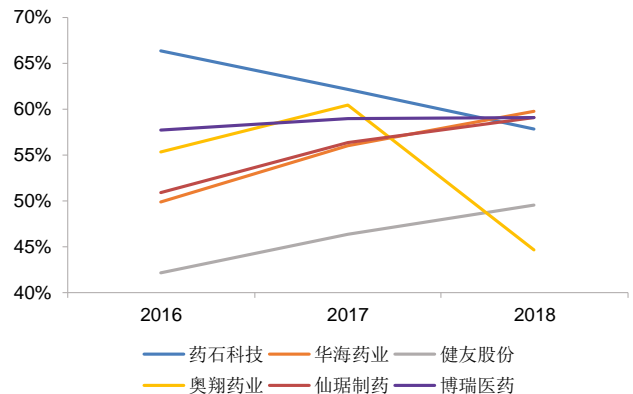


数据来源：wind，西南证券整理

盈利能力：销售毛利率略高于可比上市公司平均水平，公司从事高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产，产品技术附加值高，并且形成了多元化的盈利模式，整体的毛利率能够持续维持较高水平。

图 6: 2016-2018 主要产品毛利率


数据来源: wind, 西南证券整理

图 7: 2014-2018 前三季毛利率与同行业公司对比情况


数据来源: wind, 西南证券整理

公司注重研发, 仿制药和创新药销售以及技术转让业务综合盈利能力行业领先。和行业同类公司相比, 在综合毛利率、扣非后净利率、研发/收入比例这三个指标数据中, 公司均处于行业领先地位。

表 1: 公司与行业可比公司指标对比 (2018 年年报)

行业对比公司	毛利率	扣非后净利率	研发/收入占比
药石科技	58%	28%	10%
华海药业	60%	3%	8%
健友股份	50%	25%	6%
普利制药	45%	18%	14%
仙琚制药	59%	10%	4%
博瑞医药	59%	19%	23%

数据来源: wind, 西南证券整理

与可比公司对比来看, 公司综合毛利率处于领先地位。主要原因有如下几个方面: 1) 公司一直从事高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品的研发和生产业务, 产品技术附加值高; 2) 公司形成了医药中间体和原料药产成品向下游客户直接销售、技术转让以及向下游客户合作开发制剂产品并获得销售分成等多元化的盈利模式, 权益分成收入贡献的为纯毛利, 因此整体毛利率水平较高。

依托公司强大的技术平台优势, 公司已累计申请发明专利 300 余项, 累计取得境外发明专利 80 件, 攻克了多项重磅药物的关键合成技术, 包括恩替卡韦、黄达肝癸钠、卡泊芬净、阿尼芬净等中间体或原料药产品的制备技术和合成工艺。公司通常选择技术门槛高、上市时间短、市场前景好的创新药为目标, 再创新药临床数据公布后即开始研发准备工作, 讲竞争范围限制在拥有高研发实力和市场响应力的同行业公司范围内, 尽量避免参与低价竞争。公司在欧日韩已申报并获批的有抗真菌类产品醋酸卡泊芬净、阿尼芬净、原料药恩替卡韦中间体和抗病毒类产品恩替卡韦, 另外仍有 7 项产品待审批, 包括米卡芬净钠、阿尼芬净、阿加曲班、依维莫司、恩替卡韦-水合物; 在美国已申报 18 项产品, 大部分已激活 DMF, 恩替卡韦片待审批状态; 国内已申报待注册产品 9 项, 包括黄达肝癸钠原料药、米卡芬净钠原料药及注射用米卡芬净钠、醋酸卡泊芬净原料药及注射用醋酸卡泊芬净、恩替卡韦片、埃索美拉

唑钠原料药及注射用埃索美拉唑钠、奥拉西坦原料药及注射液、黄达肝癸钠注射液、阿加曲班原料药、盐酸帕罗西汀原料药。

仿制药仍有 25 项产品在研发进程中，其中磷酸奥司他韦原料药、胶囊、分别进行到稳定性研究、BE 试验阶段，阿托伐他汀钙片 BE 试验已完成，舒更葡糖钠原料药、注射用伏立康唑进行至稳定性研究阶段，其余在研仿制药均进行至中试阶段。

图 8：公司在研仿制药产品

类别	名称	小试及中试放大	稳定性研究	BE 实验	整理资料，待申报
抗病毒	磷酸奥司他韦原料药/胶囊/干混悬剂	→	→		
降血脂	阿托伐他汀钙片 ANDA	→			
选择性松弛拮抗剂	舒更葡糖钠原料药	→	→		
抗真菌	注射用伏立康唑	→	→		
抗病毒	磷丙替诺韦原料药 磷丙替诺韦片	→			
抗肿瘤	甲磺酸艾日布林原料药、注射用曲贝替定、曲贝替定原料药、美登素中间体、番红菌素 B 中间体、安丝菌素 P3 中间体、米喹妥林原料药及制剂	→			
抗真菌	特拉万星原料药、注射用达巴万星及原料药	→			
补铁剂	多聚糖超顺磁纳米氧化铁原料药及制剂、羧基麦芽糖铁原料药及制剂、异麦芽糖酐铁 1000 注射液、枸橼酸铁原料药及制剂、蔗糖铁原料药及制剂	→			
法尼醇 X 受体激动剂	奥贝胆酸原料药及片剂	→			
外周 μ 阿片受体拮抗剂	阿维莫潘原料药	→	→		
孕激素类	地屈孕酮原料药及制剂	→	→		
免疫抑制剂	吡美莫司乳膏	→	→		
兽药	乙基多杀菌素原料药、多杀菌素原料药、艾默德斯原料药	→	→		

数据来源：公司招股书，西南证券整理

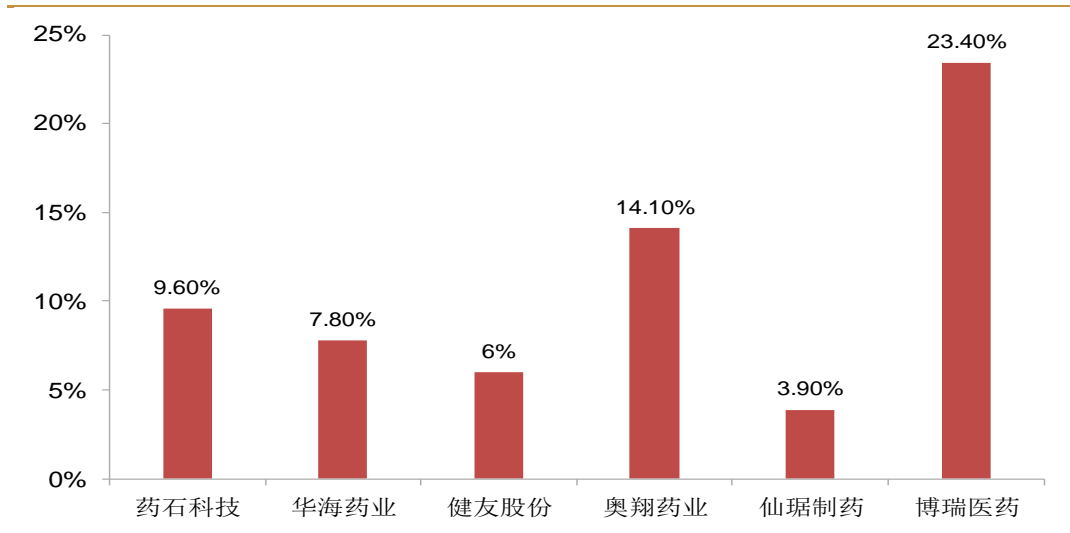
伴随着仿制药领域技术不断积累，公司同时在创新药领域逐步布局，进一步丰富产品线布局，采用多手性药物激素和拆分出的高活性单体。公司在创新药领域重点布局抗体偶联药物（ADC）。ADC 是指将具有高度靶向性的单克隆抗体，通过特定的多肽片段，实现同具有细胞毒性抗肿瘤药物的偶联，从而将抗体的高度选择性与药物的抗肿瘤活性合二为一。司开发的高分子靶向偶联药物，以高分子靶头取代抗体，通过肽链结合传统细胞毒药物形成新的化合物，实现了精准连接不脱落，分子量比 ADC 药物更小，从而能够顺利渗透肿瘤细胞，进入肿瘤细胞组织内释放药物，达到杀死肿瘤的目的。同时试验证明公司开发的高分子靶向偶联药物能穿透血脑屏障，打开脑胶质瘤和肿瘤脑转移的治疗窗口。

表 2: 公司在研创新药

药品名称	治疗领域	适应症	研发进度	转让情况
注射用 BGC0222	抗肿瘤	食管癌, 大肠癌, 胰腺癌, 肝癌等消化道实体瘤。	申报 IND 阶段	2018 年 10 月签署转让协议
注射用 BGC0228	抗肿瘤	乳腺癌, 胰腺癌等实体瘤。	临床前研究	未转让
BGC0705	抗肿瘤	肿瘤靶向的小分子免疫激动剂, 改变肿瘤的微环境, 激活肿瘤抗原递呈细胞, 激发免疫细胞转向自然杀伤细胞和 T 细胞的活力。	临床前阶段	未转让
BGC0902	抗肿瘤	肿瘤靶向作用的 PEG 偶联蛋白, 激发免疫细胞转化未自然杀伤细胞和 T 细胞, 促进 PD-1 的作用。	临床前阶段	未转让

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

公司目前有 4 个 ADC 创新药处在研发序列中, 其中 BGC0222 以完成临床前研究, 目前正在申报 IND, 并在 2018 年 19 月签署了相关转让协议。和可比公司相比, 公司的研发费用/营收比例处于高水平, 符合研发型企业标准。

图 9: 公司与同行业可比公司研发费用率对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

3 盈利预与估值

核心产品关键假设:

假设 1: 医药产品: 受益于恩替卡韦和芬净类等原料药市场需求庞大以及技术壁垒较高, 预计 2019-2021 年医药产品销量增速分别为 31%、26%、21%, 毛利率维持 60% 左右;

假设 2: 技术服务: 公司在高难度原料药生产工艺方面积累了丰富的技术, 公司在原料药技术领域取得稳定收入, 预计 2019-2021 年技术服务增速维持 10%, 毛利率维持 65%;

假设 3: 权益分成: 公司擅长技术壁垒较高的特色原料药领域, 部分产品与制剂企业合作并获得稳定的权益分成, 预计 2019-2021 年权益分成增速维持 30%, 毛利率维持 100%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 3: 公司收入分拆及预测

百万元	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计: 营业总收入	200.8	315.7	406.4	527.7	664.6	806.7
yoy		52.9%	27.9%	29.8%	25.9%	21.4%
合计: 营业总成本	85.1	129.3	168.5	199.6	244.9	292.9
毛利率	58.1%	56.6%	55.3%	62.2%	63.2%	63.7%
医药产品收入合计						
收入	186.1	289.1	368.6	481.9	608.6	737.7
yoy		55.35%	27.50%	30.74%	26.29%	21.21%
成本	79.7	127.3	162.5	194.2	239.3	287.1
毛利率	57.17%	55.97%	55.91%	59.70%	60.68%	61.08%
技术服务						
收入	16.2	35.6	32.0	35.2	38.8	42.6
yoy		120.5%	-10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	10.3	11.0	12.7	12.3	13.6	14.9
毛利率	36.2%	69.2%	60.5%	65.0%	65.0%	65.0%
权益分成						
收入	6.5	7.7	26.0	33.8	43.9	57.1
yoy		18.6%	239.4%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.27 元、0.38 元、0.48 元, 未来三年归母净利润复合增速为 39%, 预计 2019-2021 年 PE 分别为 106 倍、76 倍、59 倍。参考原料药行业估值情况, 行业可比公司平均估值 2019 年为 41 倍 PE, 公司当前 PE106 倍, 考虑到公司当前正处于快速成长期, 现有原料药产品线通过放量销售+权益分成仍处于高速放量阶段, 持续加码研发投入创新药, 由高壁垒特色原料药向创新药拓展, 看好公司长期发展潜力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 4：行业可比公司估值情况

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300725.SZ	药石科技	95	1.3	1.8	2.6	3.6	73	53	37	26
600521.SH	华海药业	234	1.1	8.5	9.6	10.6	213	28	24	22
603707.SH	健友股份	302	4.2	5.9	8.1	10.6	72	51	37	28
300630.SZ	普利制药	160	1.8	3.1	5.1	7.8	89	52	31	21
002332.SZ	仙琚制药	96	3.0	4.1	5.1	6.5	32	23	19	15
平均							96	41	30	22

数据来源：wind，西南证券整理。注：wind 一致预期截止 2019-12-8

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	407.50	529.09	666.34	808.88	净利润	73.20	111.25	154.57	198.68
营业成本	169.30	200.09	245.50	293.64	折旧与摊销	27.11	34.52	34.52	34.52
营业税金及附加	2.92	4.60	5.73	6.79	财务费用	-1.32	-6.14	-21.17	-33.99
销售费用	13.11	15.87	19.99	20.22	资产减值损失	5.34	0.00	0.00	0.00
管理费用	43.84	201.05	256.54	315.46	经营营运资本变动	-138.35	-70.71	-76.74	-85.98
财务费用	-1.32	-6.14	-21.17	-33.99	其他	98.01	-6.00	-5.00	-9.00
资产减值损失	5.34	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	63.99	62.91	86.18	104.22
投资收益	-0.41	6.00	7.00	8.00	资本支出	-70.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-142.10	6.00	7.00	8.00
其他经营损益	0.00	4.00	5.00	6.00	投资活动现金流净额	-212.48	6.00	7.00	8.00
营业利润	81.84	123.61	171.75	220.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.62	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.22	123.61	171.75	220.76	股权融资	250.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.02	12.36	17.17	22.08	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	73.20	111.25	154.57	198.68	其他	-0.41	5.56	21.17	33.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	249.59	5.56	21.17	33.99
归属母公司股东净利润	73.20	111.25	154.57	198.68	现金流量净额	103.47	74.48	114.36	146.22
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	206.45	280.93	395.28	541.50	成长能力				
应收和预付款项	147.54	191.86	234.35	287.80	销售收入增长率	28.64%	29.84%	25.94%	21.39%
存货	103.33	130.12	154.88	186.34	营业利润增长率	66.37%	51.03%	38.94%	28.53%
其他流动资产	105.50	136.97	172.50	209.40	净利润增长率	59.56%	51.98%	38.94%	28.53%
长期股权投资	7.47	7.47	7.47	7.47	EBITDA 增长率	37.92%	41.21%	21.78%	19.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	221.59	194.37	167.15	139.93	毛利率	58.45%	62.18%	63.16%	63.70%
无形资产和开发支出	50.36	45.22	40.08	34.95	三费率	13.65%	39.84%	38.32%	37.30%
其他非流动资产	33.10	30.94	28.77	26.61	净利率	17.96%	21.03%	23.20%	24.56%
资产总计	875.33	1017.88	1200.49	1434.00	ROE	9.51%	12.64%	14.93%	16.10%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.36%	10.93%	12.88%	13.86%
应付和预收款项	100.73	131.73	158.49	191.95	ROIC	15.14%	16.09%	18.73%	21.01%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.41%	28.73%	27.78%	27.36%
其他负债	4.80	5.67	6.95	8.32	营运能力				
负债合计	105.52	137.40	165.44	200.27	总资产周转率	0.58	0.56	0.60	0.61
股本	48.36	410.00	410.00	410.00	固定资产周转率	2.42	2.68	3.91	5.65
资本公积	622.67	261.03	261.03	261.03	应收账款周转率	3.91	3.59	3.68	3.61
留存收益	98.20	209.45	364.02	562.71	存货周转率	1.79	1.71	1.71	1.71
归属母公司股东权益	769.80	880.48	1035.05	1233.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.51%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	769.80	880.48	1035.05	1233.73	资产负债率	12.06%	13.50%	13.78%	13.97%
负债和股东权益合计	875.33	1017.88	1200.49	1434.00	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.33	5.38	5.78	6.12
					速动比率	4.35	4.44	4.85	5.19
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.18	0.27	0.38	0.48
					每股净资产	1.88	2.15	2.52	3.01
					每股经营现金	0.16	0.15	0.21	0.25
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	107.63	151.99	185.09	221.28					
PE	160.58	105.66	76.05	59.16					
PB	15.27	13.35	11.36	9.53					
PS	28.85	22.22	17.64	14.53					
EV/EBITDA	10.86	75.42	61.31	50.62					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn