

## 中药现代化龙头，即将实现我国新药 FDA 零的突破 ——天士力（600535）点评报告

天士力(600535.SH)

**推荐 维持**

### 投资要点:

#### 1. 事件

近日我们对公司进行了跟踪更新。

#### 2. 我们的分析与判断

**丹滴Ⅲ期临床结果待揭盲，有望对公司及行业产生重大意义：**公司的丹滴美国 FDA 三期临床试验有望近期揭盲并形成临床试验报告。我们对结果有信心。公司后续将按 FDA 要求整理材料并争取在 16 年年底前上报，有望于明年年底时上市。丹滴如能获批，将成为我国首个美国 FDA 批准的创新药。丹滴在治疗慢性稳定性心绞痛领域与美国现有竞品相比具有绝对竞争优势。目前丹滴已广受美国销售渠道关注，公司将在销售推广、市场开发方面与美国拥有渠道和网络的机构展开合作。此外，丹滴也受到美国保险公司热情欢迎。丹滴三期为全球多中心试验，获得 FDA 认证后，将很快实现在多个国家的上市。此外，其在中国本土市场也将同步受益，公司已经开始着手准备相应的学术推广活动。此外，公司具备了中药国际化的可复制的通路，对后续品种起到辐射作用，有望帮助公司其他自有品种和合作公司品种共同打造中医药国际化的集团军。

**医药工业因渠道去库存而体现报表下滑：**2016H1 公司加强应收账款管理，严控工业应收账款规模，减少发货，压缩渠道长度，在渠道端去库存。结果为报表体现出发货端销售收入减少，公司医药工业营业收入 26.08 亿元，同比下滑 15.31%，但实际终端销售增速高于 15%。从我们查到的第三方数据，公司上半年医院终端增速 21%。我们认为公司此次控货为未来的健康发展打下坚实基础。

**公司积极推进五个品种调入新版医保目录。**其中，重组人尿激酶原、注射用益气复脉、丹参多酚酸三品种拥有较大可能性。

**投资建议：**我们认为公司即将成为我国首个在美国 FDA 取得新药认证的企业。我们认为丹滴在美国 FDA 的获批不仅仅对于天士力意义重大，对于我国医药产业也是非常重大的事件。我们在这个时点战略性推荐天士力，主要的原因：一方面是对公司产品终端增长和未来两年的业绩有信心；另一方面对丹参滴丸的 FDA 认证有信心。丹滴的获批将进一步推动后续系列产品的 FDA 认证步伐。我们认为丹滴获批之时天士力将享受医药板块第一线的估值。公司成为中药现代化和国际化的绝对龙头企业。我们预计公司 16-18 年净利润为 14.90 亿元/18.62 亿元/23.32 亿元，对应 EPS 为 1.38 元/1.72 元/2.16 元，对应 PE 为 31/25/20 倍。我们认为公司是未来两年的战略性配置品种，维持“推荐”评级。

**风险提示：**复方丹参滴丸国际化进程低于预期的风险。

### 分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

霍辰伊

☎: 010-83574699

✉: huochenyi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516080003

特此鸣谢

余宇 010-83571335

(sheyu@chinastock.com.cn)

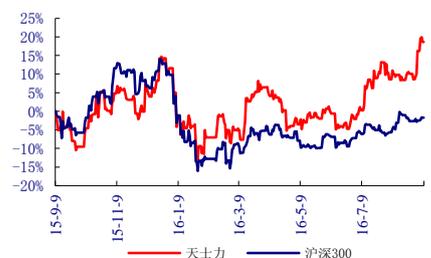
对本报告的编制提供信息。

### 市场数据

2016-09-08

A 股收盘价(元)	42.99
A 股一年内最高价(元)	44.50
A 股一年内最低价(元)	31.28
沪深 300	3340.82
市盈率	35
总股本(万股)	108047.59
实际流通 A 股(万股)	103284.27
限售的流通 A 股(万股)	4763.32
流通 A 股市值(亿元)	444.02

### 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究

天士力（600535）年报点评：业绩符合预期，

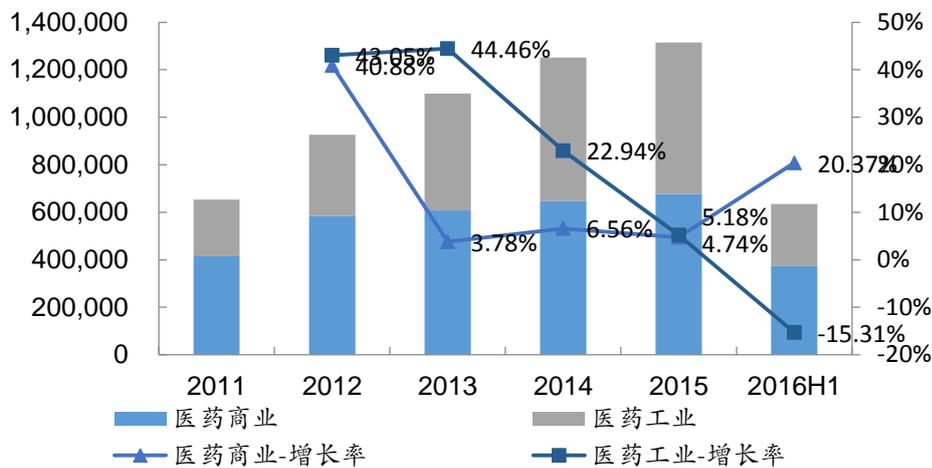
中药国际化逐步清晰

### (一) 公司基本情况

公司从事业务范围包括中成药、化学药、生物药研发、生产和销售,拥有独立完整的采购、生产和销售体系,产品涵盖心脑血管用药、抗肿瘤、感冒发烧、消化肝病用药和糖尿病用药等多领域,主要产品包括复方丹参滴丸、养血清脑颗粒(丸)、注射用益气复脉以及替莫唑胺胶囊(蒂清)、水飞蓟宾胶囊(水林佳)、藿香正气滴丸、穿心莲内酯滴丸、注射用丹参多酚酸、阿德福韦酯片、氟他胺、芪参益气滴丸等。

公司 2016H1 营业收入为 63.99 亿元,同比增长 2.71%,其中医药商业收入增长 20.37%,医药工业收入减少 15.31%。医药工业因渠道去库存而体现报表下滑。2015 年公司营业收入为 132.22 亿元,同比增长 5.21%,收入增速由于医保控费等原因有所趋缓。

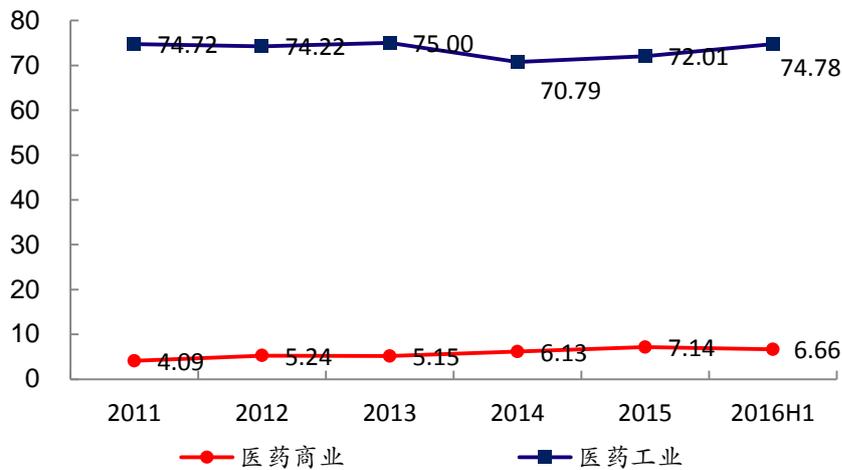
图 1: 天士力近年营业收入情况(万元)



资料来源:公司公告、中国银河证券研究部

公司 2016H1 总毛利率为 34.55%,2015 为 38.72%。分行业看,占营收规模比重略高于 50%的医药商业板块毛利率 6%左右,其中 2016H1 为 6.66%,2015 年为 7.14%,与行业均值类似,其上升为公司医药商业业态优化,减少药品调拨业务,加强医院等终端销售所致。营收规模占比略低于 50%的医药工业板块毛利率在 70%以上,2016H1 为 74.78%,2015 年约为 72%,皆远高于工业行业均值。2016H1 总毛利率有所下降主要因为收入下降而固定成本的刚性较大导致的。

图 2: 天士力分业务毛利率(%)情况



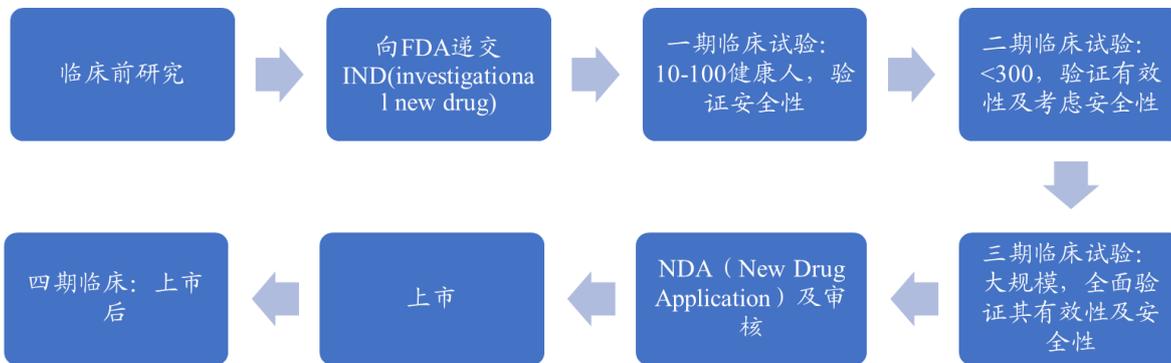
资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

公司 2016H1 归母净利润为 6.85 亿元, 同比下降 17.50%。2015 年为 14.79 亿元, 同比增长 8.06%。公司历年净利率稳定在 11% 以上。

## (二) 丹滴 III 期临床结果待出, 有望对公司及行业产生极大促进

公司的丹滴美国 FDA 三期临床试验即将揭盲并形成临床试验报告。公司目前进度为: 主要结局指标所用数据已于 16 年 3 月收集完毕, 近期即将得出结果并形成临床试验报告, 届时公司将予以公告。公司在三期临床原预计于 16 年 6-8 月揭盲。但在实际中发现再增加一个统计指标有助于更好体现丹滴的药效, 利于将来的学术推广, 因此公司与 FDA 沟通增加一组统计数据。预计三期试验结果将很快揭盲并公布。其后, 公司将按 FDA 要求整理材料并在 16 年年底前争取上报, 经历 9 个月审批周期(由于已被授予 SPA(special protocol assessment), 将不会出现评审时被要求补充材料的可能性), 有望于明年年底时上市。我们认为丹滴在中国已有 20 余年临床使用的历史, 其有效性和安全性确定性较高。

图 3: FDA 新药 (植物药) 审批流程



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图 4: 公司二期及三期临床时间表



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

**二期临床 vs 三期临床对比:** 对二期临床对比, 三期临床主要区别在于参与人数增多、日剂量加大及试验目的不同, 二期临床主要考察有效性, 三期临床则全面验证 T89 的有效性和安全性。此外三期临床比二期临床所涉及的国家/地区也有所增多, 二期只在美国, 三期临床涉及 9 个国家及地区。

表 1: 二期临床与三期临床对比

	二期临床	三期临床
官方名称	双盲、安慰剂控制、随机、多中心、平行对照评价 T89 (复方丹参滴丸) 治疗慢性稳定性心绞痛有效性和安全性的 II 期临床研究	确认 Dantonic(T89)治疗慢性稳定性心绞痛患者的抗心绞痛疗效的三期临床试验
参与人数	124	960
研究开始时间	2007.02	2012.08
试验结束时间 (预计)	2010.01	2016.07
主要完成日期 (主要结局指标所用数据的最后收集日期)	2009.12	2016.03
适应症	心绞痛	心绞痛
终点分类	有效性研究	安全性/有效性研究
主要目的	治疗	治疗
分组方式	随机	随机
干预模式	平行安排	平行安排
盲法	双盲	双盲
参与地区	美国佛罗里达、德克萨斯等 11 个州的临床中心	9 个国家/地区的 127 个临床中心
对照组	安慰剂	安慰剂
试验设计	<b>1.试验组: 低剂量组</b> 每次服用 2 粒 T89 胶囊和 1 粒安慰剂, 每天两次, 日剂量 250mg。 <b>2.试验组: 高剂量组</b> 每次服用 3 粒 T89 胶囊, 每天两次, 日剂量 375mg。 <b>3.安慰剂对照组: 安慰剂</b> 每次服用 3 粒安慰剂, 每天两次, 日剂量为 0mg。	<b>1.试验组: 高剂量组</b> T89, 日剂量为 450mg。(225mg*2) <b>2.试验组: 低剂量组</b> T89, 日剂量为 300mg。(150mg*2) <b>3.试验组: 三七+冰片</b> 三七+冰片, 日剂量为 450mg。(225mg*2) <b>4.安慰剂对照组: 安慰剂</b> 安慰剂, 日剂量为 450mg。(225mg*2)

资料来源: Clinicaltrials, 中国银河证券研究部

**与北美现有竞品相比优势显著:** 丹滴如能获批, 定义为“一款治疗慢性稳定性心绞痛的创新药”, 是以指向具体疾病治疗的创新药物的身份上市 (而非某种保健品或只在华人圈子使用的草药)。丹滴在最初向 FDA 申报时有 5 个方面适应症可以申请 IND, 公司综合考虑市场因素及丹滴的多物质成分多靶点优势后选择了慢性稳定性心绞痛这一领域。**美国针对同一适应症的现有竞品与丹滴相比皆缺乏竞争力:** 在过往 20 年中, FDA 在慢性稳定性心绞痛领域内认证了两种新药: 雷诺嗪和一种已经退出市场的老药。其中雷诺嗪存在较严重副反应 (导致 T 波延长等), 其最高销售额约在 7 亿美元左右。而丹滴则在稳定性心绞痛治疗上具备绝对优势, 安全性高 (不仅自身不良反应出现率极低, 而且联合用药能冲减阿司匹林的副作用), 性价比好, 符合药物经济学。

**丹滴已广受美国销售渠道关注:** 公司将在销售推广、市场开发方面与美国拥有渠道和网络的机构展开合作。丹滴早在 II 期临床结果报告时即收到部分美国相关机构的关注与合作邀请,

然而由于当时时机不成熟而未能推进。去年起，公司开始接触美国的商业体系，从近百家机构中筛选出四、五家继续针对合作方式、比例、市场推广方式等模式进行沟通谈判。其中部分机构已帮助公司进行了深入市场调研并给出乐观的销售预期，甚至建议定价比雷诺嗪略低即可。结合公司自己所请的第三方调研机构，公司将能对未来销售情况有客观预估。除受销售渠道关注外，**丹滴也受到美国保险公司热情欢迎**：丹滴二期临床结果显示与雷诺嗪比不良反应少，意味着保险公司出险少；而价格低廉则意味着保险公司出钱少，使用丹滴符合保险公司利益。

**其他国家/地区上市所需时间有望缩短**：复方丹参滴丸美国 FDAIII 期临床试验项目在美国、加拿大、俄罗斯、乌克兰、格鲁吉亚、白俄罗斯、墨西哥、巴西及中国台湾 9 个国家/地区，127 个临床中心进行。在除美国之外的国家/地区，公司也与当地药品监管审批机构提前沟通、保持良好关系。FDA 如能获批并不等于其他国家的获批准入，仍需各国机构独立的审核，但是前期在当地做过临床试验+在 FDA 获批的影响力可以缩短在其他国家/地区的上市时间。

**产能也不会构成限制性因素**。公司为三期临床准备的车间厂房将能满足初期（1-2 年）市场需求。并且公司拥有现成的场地和厂房，产能扩张周期非常快。

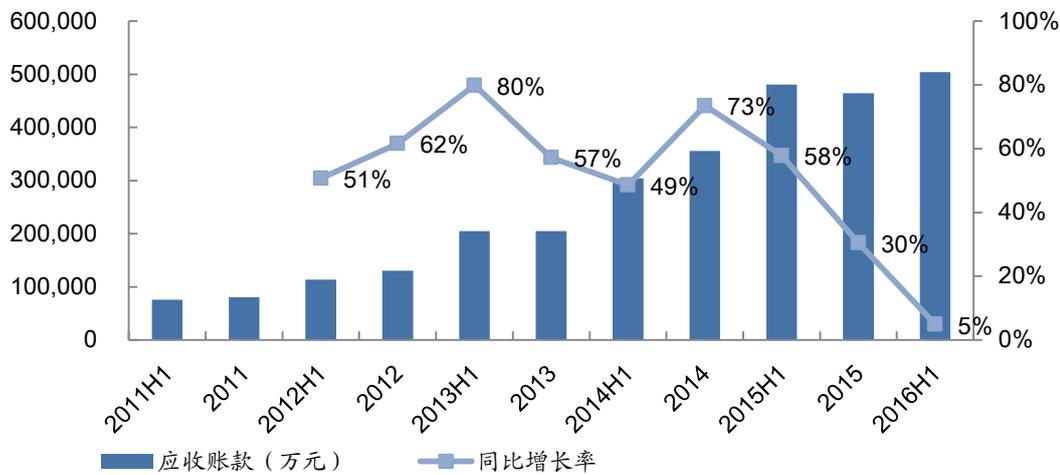
**中国本土市场也有受益空间**：如能获 FDA 批准（甚至即使因故未能获批），此次三期临床试验都意味着以最严格的临床标准作出的数据证明丹滴安全有效，因而在国内有积极正面的学术影响。目前，丹滴与地奥心血康、脑心通、速效救心丸、通心络等位处同一市场，然而在国内市场没有完全重合的竞品，因为不同中药根据不同的处方、有不同的机理，国内市场影响因素复杂也导致存在一定竞争难度。现今在心血管治疗领域，开丹滴处方的医生目前仅有约 20%-30%，其他医生可能存在对中药有偏见或对丹滴不了解等情况，推广空间仍然很大。但三期临床试验及 FDA 获批后丹滴受主流体系认可，更多中国医生会对其有效性与安全性予以参考。目前公司在国内已经开始做三期临床结果学术推广活动的预热，未来本土市场同步受益可期。

**后续品种有望形成中医药国际化的集团军**：此次丹滴如能成功获得 FDA 认证意味着公司具备了中药国际化的可复制的通路，对后续品种起到辐射作用。未来公司有望全面推进国际化战略，其中公司自有品种包括穿心莲内酯滴丸（已递交 FDA-IND）、水林佳+帝泊尔提取的茶素（已递交 FDA-IND）、丹参多酚酸（计划今年递交）。其他 9 个合作企业的 11 个品种也在准备递交申请，公司向中医药世界联盟企业提供国际化 CRO 服务，自 10 年开始筛选项目，后又有联盟外企业加入，以子公司天士力北美药业为依托提供国际药政法规、开发性研究、市场推广、项目引进等服务，有望形成中医药国际化的集团军。

## （二）医药工业因渠道去库存而体现报表下滑

**2016H1 公司加强应收账款管理，严控工业应收账款规模，减少发货，压缩渠道长度，在渠道端去库存**。结果为报表体现出发货端销售收入减少，公司医药工业营业收入 26.08 亿元，同比下滑 15.31%，但实际终端销售增速高于 15%，从我们查到的第三方数据上半年增速 21%（反应大医院市场）。公司此举平衡了市场扩张与经营质量之间的关系，为未来发展打下基础：一方面，前两年公司应收账款持续走高，高于行业平均水平，受医保控费等行业政策的影响，存在控制的必要；另一方面，为适应两票制等新政策的变化，公司出于风控考虑控制向小商业的发货，将发货归拢至大商业。目前公司经营质量改善较大，销售回款增长 24%-25%，应收账款改善约 2 亿元，经营性现金流较上年同期增加 5 亿元，同比增长 291.32%。公司此项调整力度一季度时最大，目前调整成效已现，未来预计调整速度可能放缓，直到行业平均水平为止。

图 6: 公司近年应收账款 (万元) 及其增长率



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

### (三) 多个品种调入医保目录预期强烈

公司积极推进五个品种调入新版医保目录, 其中多个品种预期强烈: 医保目录调整是今年人社部工作重点, 似于 7 月启幕, 有望年底完成。优先进入目录的品种标准: 1. 已经进入省级医保目录 15 个以上的品种; 2. 被收载入各类询证医学指南、临床治疗指南的药品; 3. 具有性价比优势的。公司积极推进五个品种调入医保目录: 重组人尿激酶原 (普佑克)、注射用益气复脉、丹参多酚酸、消渴清、痰咳净, 其中前三个具有重点优势, 依次为: 普佑克为国家一类生物新药, 且已进入两个指南; 益气复脉已进入 14 省份增补医保; 丹参多酚酸为国家重大科技专项。

## 3. 投资建议:

我们认为公司即将成为我国首个在美国 FDA 取得新药认证的企业。我们认为丹滴在美国 FDA 的获批不仅仅对于天士力意义重大, 对于我国医药产业也是非常重大的事件。我们在这个时点战略性推荐天士力, 主要的原因: 一方面是对公司产品终端增长和未来两年的业绩有信心; 另一方面对丹参滴丸的 FDA 认证有信心。丹滴的获批将进一步推动后续系列产品的 FDA 认证步伐。我们认为丹滴获批之时天士力将享受医药板块第一线的估值。公司成为中药现代化和国际化的绝对龙头企业。我们预计公司 16-18 年净利润为 14.90 亿元/18.62 亿元/23.32 亿元, 对应 EPS 为 1.38 元/1.72 元/2.16 元, 对应 PE 为 31/25/20 倍。我们认为公司是未来两年的战略性配置品种, 维持“推荐”评级。

## 4. 风险提示:

复方丹参滴丸国际化进程低于预期的风险。

**报表预测 (百万元)**

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	11097.87	12566.90	13221.67	13645.67	15385.46	17374.81
减: 营业成本	7042.66	7856.88	8101.60	8507.82	9180.07	9991.94
营业税金及附加	95.42	101.60	121.35	117.63	132.63	149.78
营业费用	1552.78	1821.90	1990.93	2115.08	2477.06	2901.59
管理费用	814.25	810.09	959.15	956.90	1078.91	1218.41
财务费用	147.62	291.12	260.57	135.61	222.21	243.48
资产减值损失	57.80	-16.43	52.30	52.30	52.30	52.30
加: 投资收益	3.81	-0.80	5.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.06	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	10.20	8.22	5.85	8.09	8.09	8.09
<b>营业利润</b>	<b>1401.40</b>	<b>1709.09</b>	<b>1747.23</b>	<b>1768.42</b>	<b>2250.37</b>	<b>2825.40</b>
加: 其他非经营损益	16.53	23.98	48.19	29.56	29.56	29.56
<b>利润总额</b>	<b>1417.93</b>	<b>1733.07</b>	<b>1795.42</b>	<b>1797.99</b>	<b>2279.94</b>	<b>2854.97</b>
减: 所得税	251.61	282.69	271.75	269.70	341.99	428.24
<b>净利润</b>	<b>1166.32</b>	<b>1450.38</b>	<b>1523.67</b>	<b>1528.29</b>	<b>1937.95</b>	<b>2426.72</b>
减: 少数股东损益	66.06	82.11	45.12	38.21	75.58	94.64
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1100.26</b>	<b>1368.27</b>	<b>1478.55</b>	<b>1490.08</b>	<b>1862.37</b>	<b>2332.08</b>
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	719.45	624.58	528.31	443.30	2618.02	2166.02
应收和预付款项	3404.88	5054.71	6691.44	7083.06	7022.10	8892.56
存货	1265.03	1476.64	1763.73	1639.12	2032.61	1963.84
其他流动资产	212.75	137.46	361.58	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	411.72	400.63	522.51	522.51	522.51	522.51
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2924.26	3516.30	3687.77	4097.80	4459.22	4772.05
无形资产和开发支出	732.36	819.50	972.97	1276.57	1564.89	1837.94
其他非流动资产	217.56	306.91	237.30	135.35	29.30	29.30
<b>资产总计</b>	<b>9888.01</b>	<b>12336.73</b>	<b>14765.63</b>	<b>15197.70</b>	<b>18248.66</b>	<b>20184.22</b>
短期借款	1799.46	3432.19	2970.66	1470.66	2970.66	2970.66
应付和预收款项	2505.56	2945.97	2744.99	2073.46	2217.24	2390.71
长期借款	868.63	812.23	798.45	2298.45	2298.45	2298.45
其他负债	570.86	77.88	533.75	533.75	533.75	533.75
<b>负债合计</b>	<b>5744.51</b>	<b>7268.27</b>	<b>7047.85</b>	<b>6376.31</b>	<b>8020.09</b>	<b>8193.57</b>
股本	1032.84	1032.84	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48
资本公积	230.21	244.41	1771.45	1771.45	1771.45	1771.45
留存收益	2569.11	3560.63	4617.56	5682.97	7014.56	8682.00
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3832.16</b>	<b>4837.88</b>	<b>7469.48</b>	<b>8534.89</b>	<b>9866.49</b>	<b>11533.92</b>
少数股东权益	311.34	230.58	237.45	275.65	351.23	445.88
<b>股东权益合计</b>	<b>4143.49</b>	<b>5068.46</b>	<b>7706.93</b>	<b>8810.55</b>	<b>10217.72</b>	<b>11979.80</b>

负债和股东权益合计	9888.01	12336.73	14754.78	15186.86	18237.81	20173.37
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
经营性现金净流量	348.62	621.13	348.86	1577.52	2525.14	1552.73
投资性现金净流量	-765.68	-566.43	-910.82	-1107.88	-1103.78	-1103.78
筹资性现金净流量	320.82	71.09	286.32	-554.65	753.36	-900.95
<b>现金流量净额</b>	<b>-97.68</b>	<b>125.57</b>	<b>-276.81</b>	<b>-85.01</b>	<b>2174.72</b>	<b>-452.00</b>

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## 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。

**李平祝，霍晨伊，生物医药行业分析师。** 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。本报告清晰准确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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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。

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 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)