

## 引入国资战投推动公司发展

### 四大重磅品种有望明年陆续揭盲

核心观点：

#### 1. 事件

沃森生物自 2016 年 3 月 22 日起停牌，筹措重大资产重组。2016 年 9 月 21 日，公司发布公告，拟将山东实杰 85% 的股权以 6.97 亿元出售。9 月 27 日，玉溪地产、公司董事长李云春等高管合计转让 8.76% 股权给云南省工投集团，引入国资背景战略股东，为业务发展提供更强有力的支持。10 月 11 日公司公告将于 10 月 12 日复牌。在此公司复牌之即，我们将公司停牌工作、业务进展结合行业情况进行总结分析，帮助投资者厘清思路，更清晰地认识公司的最强生物药平台。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 引入国资战略投资者，管理、业务、资信全方位推动公司发展

云南省工投集团以 10.04 元/股（停牌前股价的 90%）受让玉溪地产、李云春、刘俊辉、黄镇分别持有的公司 3.06%、2.89%、2.46%、0.35% 股权，合计受让 8.76% 股权，成为公司的第一大股东。工投集团承诺后续通过参与增发、二级市场增持或与管理团队共同搭建控股平台等多种方式增持。

图 1、云南省工投集团受让股权成为公司第一大股东

股东名称	本次变动前持有股份		本次变动后持有股份	
	股数（股）	占总股本比例	股数（股）	占总股本比例
工投集团	0	0	122,994,959	8.76%
玉溪地产	67,000,500	4.77%	24,038,398	1.71%
李云春	162,103,218	11.55%	121,577,413	8.66%
刘俊辉	138,325,578	9.85%	103,744,183	7.39%
黄镇	22,691,322	1.62%	17,765,665	1.27%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

云南工投集团注册资本 64 亿元，控股股东和实际控制人为云南省国资委，是云南省重要的国有资本投资管理平台之一。工投集团的进入有望优化管理结构、推动业务发展和提供资信支撑，保证公司未来业绩平稳正向发展。工投集团产业整合能力卓越，旗下拥有云南医药工业股份有限公司等医药工业龙头企业，有望通过向子公司增资、建立并购基金、委托借款、融资担保、补充担保等多种方式与公司开展全方位、多层次的深度合作。沃森生物有望在依托现有在研和在售重磅品种的基础上，成长为生物医药资源的整合平台，孵化和培育一批优质的生物医药企业。

沃森生物（300142）

推荐 维持

分析师

李平祝

☎：(8610) 83574546

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

霍辰伊

☎：(8610) 83574699

✉：huochenyi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516080003

特此鸣谢

实习生王在存对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2016.03.21

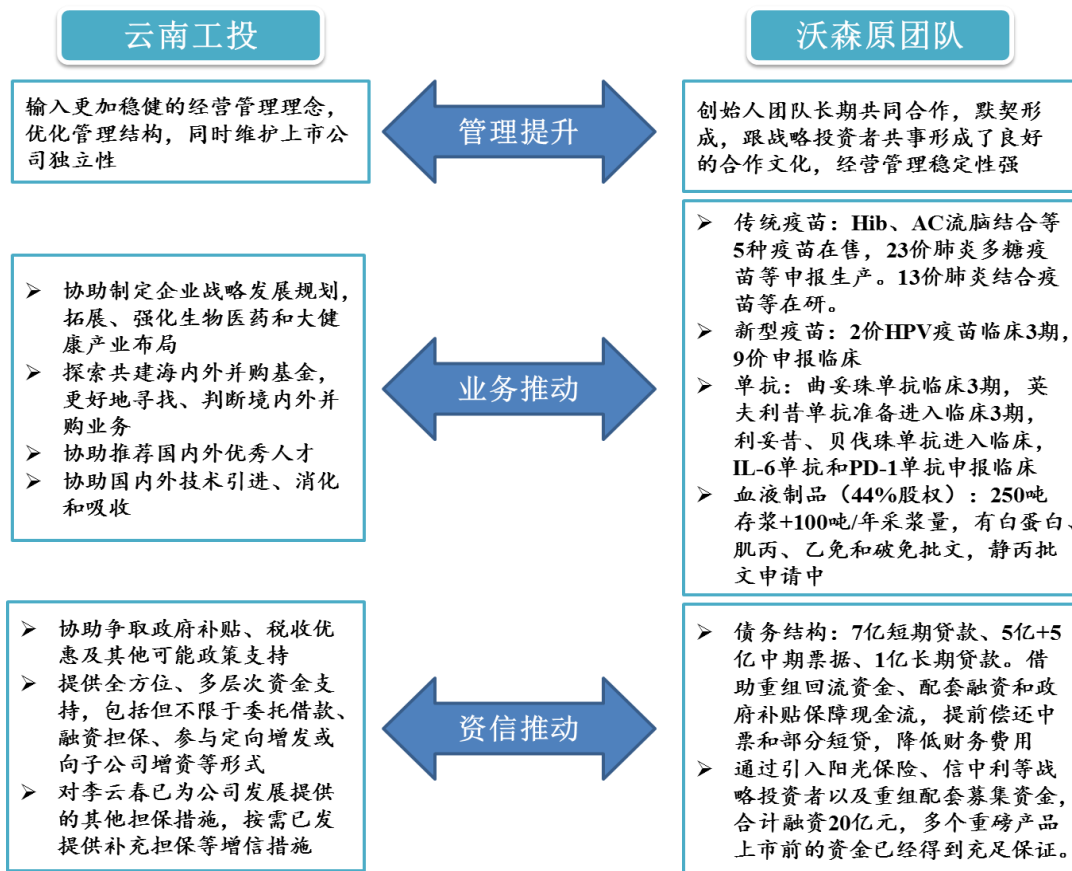
(停牌日)

A 股收盘价(元)	11.16
A 股一年内最高价(元)	16.49
A 股一年内最低价(元)	8.25
深证成指	10782.31
市净率	7.27
总股本（亿股）	14.04
实际流通 A 股（亿股）	10.86
流通 A 股市值（亿元）	156

相关研究

沃森生物（300142）深度报告：最强生物药平台，期待价值重估 2015-06-12

图 2、云南工投集团有望在管理、业务和资信方面推动公司发展



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 3、云南工投集团与公司可开展全方位、多层次的合作



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司以研发和科技创新为根基，获得国家和省政府的高度认可和全力支持。今年 5 月 30 日董事长李云春受科技部邀请参加全国科技创新大会，成为全国企业界科技工作者优秀代表，也是全国生物制药企业唯一代表、云南企业界唯一代表。公司自 2001 年成立以来，先后承担国家、省市级科技项目 90 余项，其中 863 计划 5 项、重大新药创制 7 项、国家发改委项目 6

项。今年7月6日，中央政治局委员、广东省委书记胡春华率广东省党政代表团在云南省省委书记李纪恒一行云南省市领导的陪同下，到访沃森，对企业研发、生产、销售情况进行调研参观。胡春华在调研后对沃森生物进行了高度赞扬和认可，云南省委书记李纪恒指示将**举全省之力支持沃森生物的发展壮大**。

表 1、沃森生物承担国家重要科技项目业内领先

科技计划项目 863 计划（5 项）	国家重大新药创制专项（7 项）	国家发改委项目（6 项）
1 新型人胚肺二倍体细胞基质 Walvax-2 的病毒广谱性研究及大规模培养技术平台的建立	创新性吸附无细胞百白破 3 组分联合疫苗的研究开发	昆明市现代中药与民族药、新型疫苗和生物技术药产业区域集聚试点
2 系列新型重组（汉逊酵母）乙型肝炎疫苗临床研究及产业化	重组人乳头瘤病毒（HPV）16/18 型（酵母）宫颈癌疫苗临床前研究	国家认定企业技术中心创新能力建设专项
3 新型佐剂 CpG 脱氧寡核苷酸（CpGODN）用于乙型肝炎（HBV）疫苗的制备研究	宫颈癌及人乳头瘤病毒（HPV）相关疾病的颗粒状多分子聚合物治疗性疫苗临床前研究	2012 年蛋白类生物药和疫苗发展专项
4 冻干剂 A、C 群脑膜炎多糖结合疫苗产业化技术研究	重组人乳头瘤病毒双价（16 / 18 型）疫苗中试放大工艺优化和临床 II / III 期研究	冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗产业化示范工程
5 精制甲型肝炎灭活疫苗（Vero）的中试研究	抗 HER2 单克隆抗体药物工艺技术再创新研究	昆明国家生物产业基地生物医药中试生产中心-疫苗中试生产中心
6	抗 VEGF 人源化单克隆抗体药物（GB222）的研究开发	b 型流感嗜血杆菌结合疫苗产业化示范工程
7	新一代抗 HER2 单抗及抗体偶联药物的临床前开发	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## （二）四大重磅品种临床进展顺利，有望从明年起陆续揭盲

公司重磅新品临床进展顺利，其中四大重磅产品国内临床领先，有望陆续于明年揭盲，并在国内率先上市。13 价肺炎结合疫苗已开展临床 3 期试验，预计明年二季度揭盲，该品种是疫苗领域全球销售额最高品，辉瑞的 PCV13 的 2015 年销售额达 60 亿美元。HPV 疫苗经过长时间积累也进展至临床 3 期，默沙东和葛兰素史克全球销售额逾 20 亿美元，目前葛兰素史克的 HPV 疫苗获批预计明年初国内上市，届时我国药监局有可能推动临床终点的改变、加速国内产品的上市进程。曲妥珠单抗是治疗 HER2 阳性乳腺癌用药，2015 年全球销售额 64 亿美元，原研单抗是国内销售额最高的抗体药品种，公司产品进入临床 3 期，有望在明年 3 季度揭盲。英夫利昔单抗是治疗类风湿性关节炎的抗体药，2015 年全球销售额 89 亿美元，该产品已完成临床 1 期准备进入临床 3 期，有望在明年 4 季度获得临床终点。

图 4、四大重磅产品将于 2017 年相继揭盲

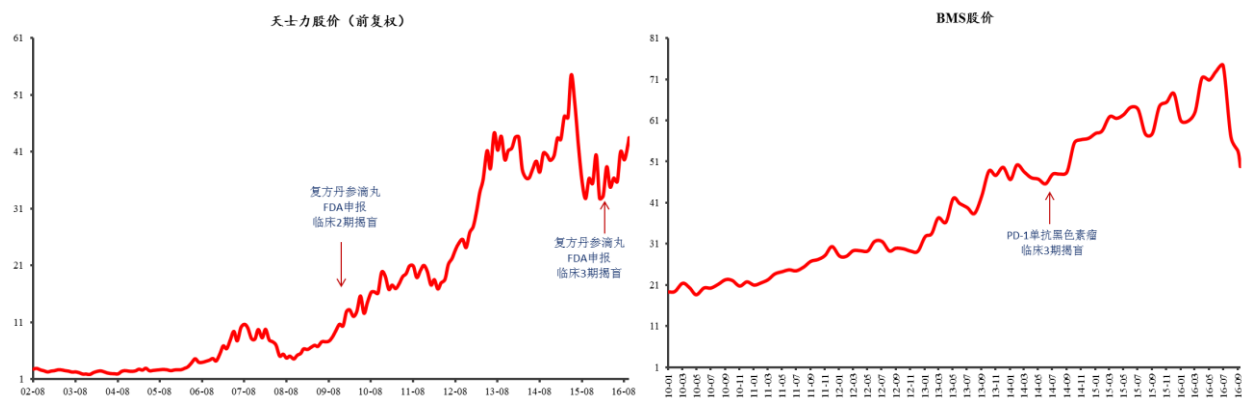


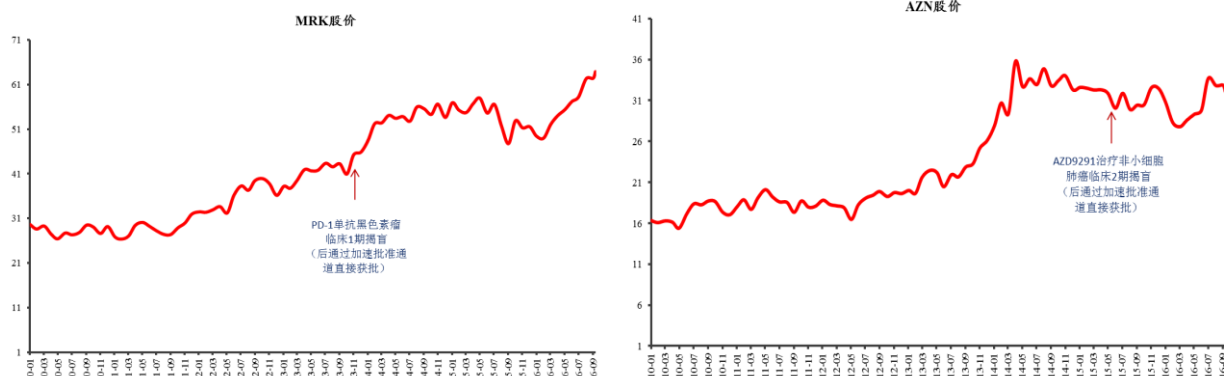
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

**临床试验揭盲是重要的投资时点。**揭盲指设计、执行和参与临床试验的各方知道分组别受试者的治疗方案的过程，一般在获得临床终点后开启。揭盲后试验人员会进一步进行终点差异分析、现场数据核查、以及亚组分析等，最终形成总结报告。如总结报告可在科学上证明产品疗效更优、副作用可控，则产品可申请生产批件和上市许可。一般而言，揭盲后是验证药品是否能上市的关键时点，重磅品种会在股价上有明显反应。

我们可以通过几个国内外的例子看到揭盲和股价的对应关系。企业和大品种包括：天士力的复方丹参滴丸、百施美施贵宝（BMS）的PD-1单抗 nivolumab、默沙东（MRK）的PD-1单抗 pembrolizumab、阿斯利康（AZN）的第三代EGFR抑制剂 AZD9291。

图 5、典型的大品种揭盲与股价对应关系图（天士力、百施美施贵宝、默沙东、阿斯利康）





资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究部

## 1. 中国首次批准 HPV 疫苗上市，国产品种上市进展有望加速

宫颈癌是妇女第六大恶性肿瘤，是发病率仅次于乳腺癌的第二大常见妇科癌症。该病死亡率高，达 50%，全球每年新发病例近 60 万，死亡约 30 万；中国每年新增病例约 15 万，死亡约 8 万人。HPV 疫苗是预防宫颈癌的有效手段，该疫苗自 2006 年已上市 10 年，已在全球一百多个国家和地区上市，全球生产企业 2 家，2015 年合计销售额超过 20 亿美元，是全球销售额第二大的疫苗产品。然而在我国 HPV 疫苗因为临床试验设计、临床终点选择等方面有多重博弈，导致我国至今尚未有预防宫颈癌的产品上市。我国 18-26 岁适龄接种女性有 2 亿人，空白市场空间很大，如果有 10% 的适龄女性接种，按照 400 元/针出厂价计算，即有超百亿规模的市场。

今年 7 月 18 日，GSK 宣布其 2 价 HPV 疫苗（希瑞适）获得药监局的上市许可，预计明年初将在我国上市销售。进口疫苗的获批将加快国产苗的获批进度，也为市场教育提供了良好的铺垫。公司子公司上海泽润生物的 HPV 疫苗临床试验方案具有明显优势，一方面可满足癌前病变和抗持续感染两种临床终点要求，另一方面在受试者基数方面远超竞争对手，所以大大提高了加速上市的几率。公司的 HPV 疫苗处于第一梯队、进展领先的地位，目前三期临床试验顺利进行。如果药监局修改临床终点，由抗癌前病变更改为抗持续感染的话，该产品预计于 2017 年一季度揭盲。公司目前针对 HPV 疫苗的产业化准备已经启动，产房建设已基本封顶，大型设备采购已基本完成，保证了产业化与研发的无缝对接和上市进度。此外公司也在加快 9 价 HPV 疫苗的临床申报，预计今年提交临床申请。



图 6、HPV 疫苗竞争格局：沃森处于第一梯队，领先优势明显

公司	HPV 价次	表达载体	临床审批	I 期临床	II 期临床	III 期临床	上市申报
GSK	2 价:16,18	昆虫细胞					
Merck	4 价:6,11,16,18	啤酒酵母	未取得临床终点				
厦门万泰	2 价:16,18	大肠杆菌					
上海泽润	2 价:16,18	毕赤酵母					
厦门万泰	2 价:6,11	大肠杆菌	非癌症相关型				
成都所	4 价:6,11,16,18	汉逊酵母					
上海博唯	4 价:6,11,16,18	汉逊酵母					
成都所	6 价:6,11,16,18,32,33,45,52,58	汉逊酵母					
Merck	9 价:6,11,16,18,31,33,45,52,58	啤酒酵母					
康乐卫士	3 价:16,18,58	大肠杆菌					
上海所	4 价:16,18,52,58	毕赤酵母					
厦门万泰	9 价:6,11,16,18,31,33,45,52,58	大肠杆菌					
江苏瑞科	2 价:16,18	汉逊酵母					
健康元	2 价:16,18	毕赤酵母					

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

公司与比尔盖茨基金会、克林顿健康行动组织等国际机构建立战略合作关系。比尔盖茨基金会先后 6 年派驻数百位专家考察公司的疫苗研发和生产质量，认可公司的产品和能力。去年盖茨基金会与公司签署合作协议，首期资助 500 万美金，并承诺 HPV 疫苗上市后采购 5 年，侧面印证公司产品力。公司成为首家也是唯一一家获得比尔盖茨基金会资助和订单的民营疫苗企业。

## 2. 13 价肺炎结合疫苗空间广阔

13 价肺炎球菌结合疫苗主要用于小儿预防肺炎，是辉瑞公司的重磅单品，也是全球销售最高的疫苗单品，2015 年全球销售额 61.14 亿美元，成为 2015 年全球最畅销药品第 9 名。据预测到 2020 年，辉瑞的 13 价肺炎疫苗市场销售额将为 69 亿美元，将占据全球疫苗市场高达

17%的市场份额。我国每年新生儿 1600-1700 万，全面二孩政策后可能增加到 1800-2000 万，人口基数庞大。肺炎结合疫苗市场潜力大，预计上市后有望达到 50% 的渗透率，以 250 元/针出厂价计算，有百亿级的市场规模。

**公司 13 价肺炎结合疫苗国内进展领先，有望仅次于进口产品辉瑞的“沛儿”上市。**公司于 2015 年 4 月拿到临床批件，于 2016 年 4 月启动 3 期临床试验，预计 2017 年揭盲。公司已完成生产车间的建设并具备符合新版 GMP 要求的生产条件。北京民海、北京科兴比公司更早拿到临床批件，但尚未开展临床试验，公司该产品有后来者居上之势。其他公司未开展临床试验的原因是难以获得对照品辉瑞的 7 价“沛儿”，而 7 价“沛儿”是后续疫苗开展临床试验必需的对照品。辉瑞于 2015 年 4 月宣布暂停 7 价“沛儿”在中国的业务，不再继续供货，导致多地断货，最后一批 7 价疫苗已于今年 5 月过期。**公司能获得对照品的优势有望拉开公司产品与竞争对手相比的上市进程。**

### 3. 资产荒背景下，抗体药公司受资本青睐，估值获明显提升

全球抗体药规模为药品规模的 10%，是生物药的明珠；我国抗体药行业规模尚小，未来有较大的发展空间。随着抗体药临床进展不断推进、政策逐步优化、以及市场对疗效确切药品的越发重视，抗体药公司正受到资本市场越来越多的关注。尤其是今年以来，货币超发而优质资产有限，抗体药公司整体获得了明显的估值提升。君实生物新三板做市市值为 70 亿元（乐普医疗以 49.5 亿元投后估值参股 4%），储备 12 个创新生物药，其 PD-1 单抗国内进展领先，处于临床 1 期，其他品种包括阿达木单抗、PCSK9 单抗、PD-L1 单抗等处于申报临床或临床前阶段。聚焦于生物制药研发、生产的平台型公司博威生物今年获得景旭创投 A 轮投资 2.26 亿元。我们草根调研也了解到，今年抗体药公司整体更易融资、估值水平也同比有所提升。

**沃森生物旗下的嘉和生物，在抗体药领域深耕多年，是行业内的龙头企业，具有丰富的产品线 and 较快的临床进展。**嘉和目前已有 4 个产品获批国内临床，其中**曲妥珠和英夫利昔单抗国内进展领先，预计将于明年下半年获得临床终点。**阿瓦斯汀和美罗华于今年 9 月获批临床，修美乐在韩国开展的 I 期临床试验基本完成。此外，公司的 PD-1 单抗于今年 2 月获得临床试验受理。曲妥珠单抗、英夫利昔单抗在玉溪嘉和疫苗产业区生产，已进入试生产和试运营阶段，并完成 3 批赫赛汀生产工艺产业化研究。

图 7、嘉和生物产品线丰富，临床进展领先

产品名称	适应症	临床审批	I 期临床	II 期临床	III 期临床	生产报批
赫赛汀 生物类似药	肿瘤	2011 年 2 季度				
类克 生物类似药	自身免疫疾病	2012 年 3 季度				
修美乐生物类似药 (国际)	自身免疫疾病	2013 年 4 季度				
阿瓦斯汀 生物类似药	肿瘤	2014 年 4 季度				
美罗华 生物类似药	B 细胞型霍奇金淋巴瘤，慢性淋巴细胞白血病等	2015 年 2 季度				
同类最优抗 IL-6 人源化单抗创新药 (中国)	自身免疫疾病，肿瘤恶病质，肿瘤免疫治疗中的细胞因子风暴控制	2015 年 4 季度				
同类最优抗 IL-6 人源化单抗创新药 (国际)	自身免疫疾病，肿瘤恶病质，肿瘤免疫治疗中的细胞因子风暴控制	2013 年 4 季度				
抗 PD-1 人源化单抗	癌症免疫治疗	2016 年 1 季度				
新型抗 Her2 全人单抗	Her2 阳性乳腺癌、胃癌	2016 年				
抗 Her2 单抗偶联药物	Her2 阳性乳腺癌、胃癌	2016 年				

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### (三) 重组转让山东实杰全部股权，多举措确保业绩稳步回升

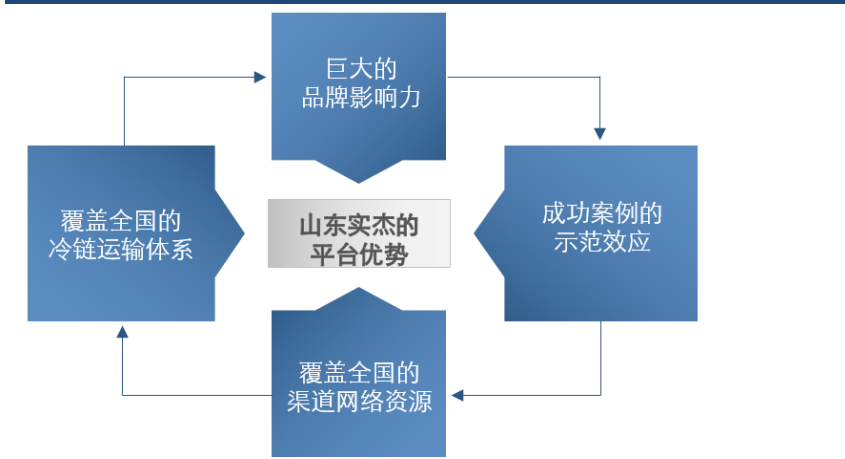
受“山东疫苗事件”的影响，实杰生物及其子公司圣泰药业先后因违法行为被食品药品监管部门撤销《药品经营质量管理规范认证证书》，随后相继被吊销《药品经营许可证》。2016 年 4 月，国务院公布《关于修改〈疫苗流通和预防接种管理条例〉的决定》(国务院令 第 668 号)，对原《疫苗流通和预防接种管理条例》作出二十四项修订，取消了疫苗批发企业经营疫苗的环节，不再允许药品批发企业经营疫苗。**二类疫苗流通变为“一票制”**，省级疾病预防控制机构组织在平台上集中采购，县级疾病预防控制机构向生产企业采购后供应给本行政区域的接种单位。国家新政导致二类疫苗流通全行业停摆，疫苗生产流通链条发生重构，**疫苗流通企业从原来承担分销、推广和冷链物流三大功能，变为只能进行推广和冷链物流**，而其他领域的竞争对手也可进入参与蛋糕分配。目前《条例》发布施行时间较短，地方性配套的具体实施细则与办法尚未完整出台，国内疫苗渠道公司的经营模式如何转变也未有定论。



公司和审评机构基于不确定性和审慎性原则，对渠道公司计提了大额减值，审评机构因此也对 2015 年度财务报表出具保留意见。公司为彻底消除疫苗事件给上市公司带来的不确定性，决定通过重组转让全部股权的方式将疫苗渠道在体外运营。公司公告以 6.97 亿元对价转让持有的山东实杰 85% 股权，德润天清和玉溪沃云分别受让 45% 和 40% 股权，德润天清为山东实杰管理团队，玉溪沃云实际控制人为公司董事长李云春，主要股东在体外参与，保留与实杰后续的战略合作空间。

山东实杰作为全国最大的疫苗流通平台，其平台优势未变。实杰具备覆盖全国的冷链物流体系和全国的渠道网络资源，在配送和市场推广方面仍发挥着重要作用。公司的传统疫苗和待上市重磅产品有望依托渠道平台获取更高的市场份额。

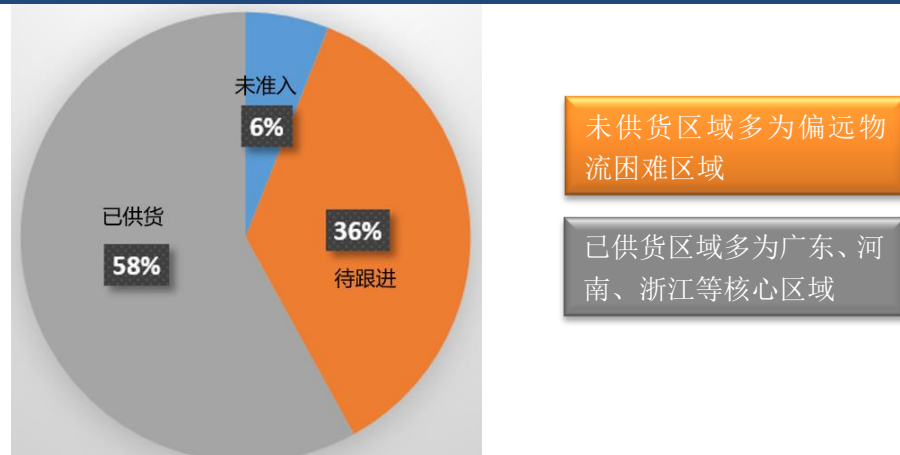
图 8、山东实杰有望继续发挥渠道平台优势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司 2016 年上半年自主疫苗产品销售是有同期增长的。原因之一，是疫苗事件促使产品价格机制变化，自主产品价格上升，且利润空间有明显提升；原因之二是新条例发布后，公司迅速恢复供货，已恢复供货近 20 省份，公司也积极启动全国开户备案工作，已在全国近千区县疾控进行开户备案，启动比例超 70%。预计在山东实杰的物流配送和市场推广的支持下，下半年销售增长趋势有望延续。

图 9、沃森生物在新政后已恢复供货情况



资料来源：公司资料、中国银河证券研究部

公司多个疫苗新品即将上市，对业绩形成支撑。23 价肺炎多糖疫苗已完成最后一次现场检查并获得多个省政府的大宗采购意向，用于区域内老人的肺炎预防接种。百白破疫苗已取得生产批件和 GMP 证书。破伤风疫苗申报生产，处入技术审评阶段。

图 10、多个疫苗新品即将上市



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司海外拓展获成效。俄罗斯大宗出口预计今年有所突破，四价流脑在印度尼西亚的海外注册已获证书。此外公司于近日启动 WHO PQ 认证工作，将 AC 流脑结合疫苗和 ACYW135 流脑多糖疫苗推向高标准的世界认证体系。

#### （四）员工持股和国资入股提供支撑价位，停牌期间行业走势向上

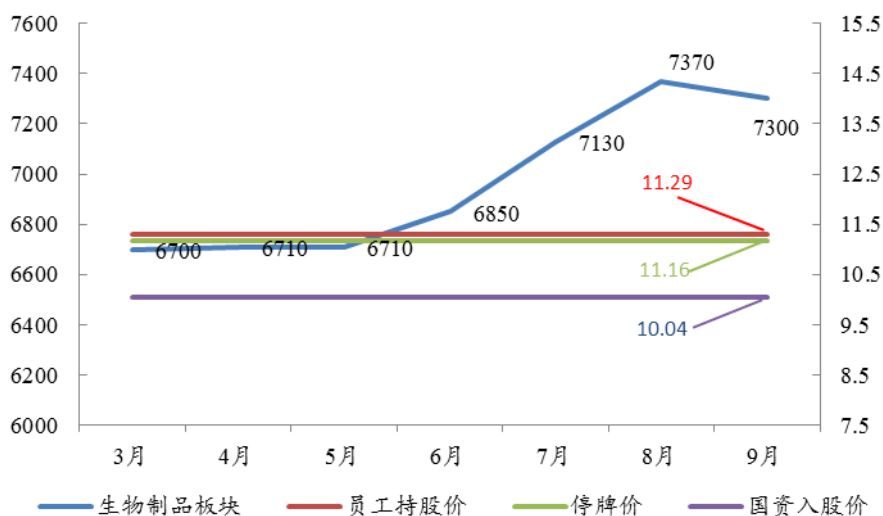
公司于 2015 年 10 月 16 日发布第一期员工持股计划，锁定价格 11.29 元。具体方案如下：

第一、第二大股东李云春、刘俊辉分别转让公司总股本的 3.5%、1.5% 用于员工持股，通过“创金合信-方略沃森-未来 1 号资产管理计划”开展。5% 的总股本对应 8 亿金额，覆盖 600 名公司员工（约 50%），主要针对中层骨干。锁定价格相当于目前 11.29 元，期限一年，未来是否延长由员工委员会确定。持股计划含 A、B、C 三类份额，比例分别为 4:1:1，员工认购 C 类份额，相当于 6 倍杠杆持有公司股权。利润分配将优先满足 A 类招商银行本金及 7.8% 的预期收益，再满足 B 类本金及 5% 的预期收益，最后剩余部分全部归 C 类份额持有人所有。董事长李云春提供 B 类夹层资金劣后并保本承诺。

云南工投入股价格 10.044 元，并承诺后续通过参与增发、二级市场增持或与管理团队共同搭建控股平台等多种方式增持。

自公司 3 月 22 日停牌至今，医药生物板块有 9.98% 的涨幅，生物制品子板块有 13.78% 的涨幅。这为公司复牌股价提供了安全支撑。

图 11、公司停牌期间生物制品板块走势和沃森支撑价位



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### 3、盈利预测与投资建议

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.38、0.15、0.30 元。公司是上市公司中最强的生物药平台企业，产业布局完善，团队能力全面，引入云南省工投集团提升管理、业务和资信能力。业绩方面，短期看销售恢复、新品上市以及国际化进展，长期看重重磅品种的陆续获批。公司申报临床的重磅品种近 10 个，储备产品线更为丰富，明年四大重磅品种有望陆续揭盲，将明显提升公司的估值和盈利能力。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

## 4、风险提示

新产品上市进展延缓，业务扩张带来的管理风险。

## 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、霍辰伊，医药行业证券分析师。**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。

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

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  
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  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

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