

华海药业 (600521.SH) 化学制药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：21.28元

专利挑战成功，跻身国际一流仿制药企业

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,024.33
总市值(百万元)	22,185.69
年内股价最高最低(元)	27.00/18.35
沪深 300 指数	3646.17
上证指数	3173.20



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.558	0.480	0.593	0.764	0.986
每股净资产(元)	4.53	4.20	4.81	5.37	6.16
每股经营性现金流(元)	0.25	0.42	1.06	0.77	1.05
市盈率(倍)	45.51	45.88	36.70	28.52	22.09
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	66.66%	13.19%	23.52%	28.69%	29.10%
净资产收益率(%)	12.32%	11.43%	12.34%	14.21%	16.01%
总股本(百万股)	793.14	1,043.05	1,042.56	1,042.56	1,042.56

来源：公司年报、国金证券研究所

【事件】

2017年6月14日，美国律所 Haynes and Boone, LLP 发布新闻声称在帮助帮忙华海药业美国孙公司 Princeton Pharmaceutical 与 Sebela International Limited 就关于 Brisdelle 仿制药的专利诉讼中胜诉。

【点评】

■ **专利挑战成功，有望获得首仿资格，但是没有 180 天独占权。** 地方法院胜诉表明 New Jersey federal court 认为华海药业在甲磺酸帕罗西汀胶囊的专利方面已经不侵犯原研企业的利益，但是根据美国的专利法，原研企业有权向 Federal Circuit 提出进一步的专利申诉，就是否侵犯专利进行新一轮的诉讼，对于原研企业是否上诉仍旧存在不确定性。Paragraph IV 的 FTF(First-to-File) 专利挑战在 2014 年 4 月 7 日递交，按照 30 个月的遏止期，于 2016 年 10 月 7 日到期，因此丧失了 180 days exclusivity 的资格。

■ **盈利弹性：**由于 Brisdelle 是 505(b)(2) 产品，上市后需要企业进行医生教育和学术推广，目前美国终端市场 3000 万美金左右，并且过去两年保持 100% 左右的高速增长，16 年增速下滑，市场保持稳健。如果华海 17 年专利挑战成功且首仿，预计收入在 6000-7000 万人民币左右。根据历史经验，我们预计净利润在 3000-4000 万人民币左右。

■ **专利挑战成功，进入国际仿制药第一梯队。** 华海药业在 Brisdelle 的成功证明了公司目前已经建立起世界一流的专利挑战团队，从专利研究规避，仿制药开发，专利诉讼方面建立起良好的体系，未来有望在重磅品种实现突破，带来公司盈利的腾飞。同时，如果海外的产品可以规避专利提前上市，未来也可以通过制剂出口转报国内获得加速上市，实现国内在专利期的提前上市。

【投资建议】

■ 我们预计公司 17-19 年净利润分别为 6.19/7.96/10.28 亿。如果未来更多品种进入优先审评并且产品获批，将增厚公司业绩，我们将根据后续的获批时间、销售情况再进行调整。综合考虑公司制剂出口的龙头地位，在国内制剂业务的巨大潜力及单抗业务的长期布局，给予“买入”评级。

【风险】

■ ANDA 获批不达预期、国内审批慢于预期、销售整合慢于预期、环保风险

相关报告

- 《度洛西汀美国获批，国内有望加速上市-华海药业公司点评》，2017.5.25
- 《替米沙坦美国获批，国内有望加速上市-华海药业公司点评》，2017.5.8
- 《龙头地位不改，费用投入保证长期前景-华海药业公司点评》，2017.4.25
- 《制剂出口龙头，内外两翼齐飞-华海药业公司深度研究》，2017.4.6
- 《收购美国本土工厂，进军高毛利细分市场-华海药业公司点评》，2016.12.8

王建礼 联系人
wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

专利挑战成功，跻身国际一流仿制药企业

帕罗西汀胶囊 (Paroxetine Methylate)

- 商品名 Brisdelle，由美国 Noven 制药公司开发，2013 年 6 月 28 日获得 FDA 的上市批准，用于治疗中到重度更年期妇女血管舒缩症状(VMS)。VMS 俗称为“热潮红”，虽不危机生命，但颇令人困扰。能引起不适、不安、睡眠紊乱等症状。有高达 75%的更年期妇女经历热潮红，而且持续时间长达五年或者更久。Brisdelle 是目前唯一的一个经 FDA 批准上市的治疗更年期妇女 VMS 的非激素用药。由于很多更年期妇女不能或者是不愿意采用激素疗法，致使很多患者未得到治疗。其活性成分甲磺酸帕罗西汀（商品名 Pexeva）和盐酸帕罗西汀（商品名 Paxil）之前均已上市，临床常用于治疗重度抑郁障碍、强迫性神经失调、惊恐性障碍、泛焦虑症、创伤后应激障碍等精神疾病。Brisdelle 是一种低剂量（7.5mg/天）的甲磺酸帕罗西汀胶囊，虽然目前药理机制还不明确。两项涉及 1174 例患者的临床试验中，治疗 12 周后，相比于安慰剂，热潮红的中位日发作频率降低 0.9-1.7 次。

图表 1: Brisdelle 产品信息

药品名称		BRISDELLE		
申请号	204516	产品号	1	
活性成分	PAROXETINE MESYLATE	市场状态	处方药	
剂型或给药途径	CAPSULE;ORAL	规格	EQ 7.5MG BASE	
治疗等效代码		参比药物	是	
批准日期	2013/6/28	申请机构	NOVEN THERAPEUTICS LLC	
化学类型	New dosage form	审评分类	Standard review drug	
与本品相关的专利信息（来自橙皮书 Orange Book）				
专利号	专利过期日	是否化合物专利	是否产品专利	专利用途代码
8658663	2029/4/6	Y	Y	U-904
8946251	2026/8/4	Y	Y	U-904
5874447	2017/6/10	Y		
7598271	2023/2/12	Y		
与本品相关的市场独占权保护信息				
独占权代码	失效日期			
NP	2016/6/28			

来源：FDA、国金证券研究所

涉及专利

- 由于 Brisdelle 是老药新用，其专营保护期有 3 年，即期 NP（New Product）的专营保护期至 2016 年 6 月 28 日到期，在此之后 FDA 就可以审批 ANDA 上市。根据终端数据，首家 Paragraph IV 专利挑战的 ANDA 申请在 2014 年 4 月 7 日递交。目前有华海 Prinston 和 Actavis 两家与原研企业进行专利挑战的官司，主要涉及四个专利。新泽西州的美国地方法院 2016 年 12 月举行了为期五天的审判庭审判，并在审判通报结束后，提出在二月和三月份可以再进行几天的辩论。2017 年 6 月 9 日，法院作出裁定，认定一项专利权利要求不得侵犯，其他两项专利无效，因为该等专利的申索对该领域以前知之甚少。此外，法院确定，如果没有发现后两项专利显而易见，则将以另外两项独立理由使其无效。

图表 2: Brisdelle 专利诉讼情况

原研	挑战者	Patent No.	专利内容	专利颁发时间	专利过期日	Case NO.	Court	Notice Letter	诉讼开始时间	诉讼结束时间	法庭结论
Noven	Princeton	8946251	Method of Treating Thermoregulatory Dysfunction with Paroxetine	2015/2/3	2026/8/4	2:15-cv-05308	District Court of New Jersey	2015/3/3	2015/7/7	2015/9/16	Noven并未在45天内提出针对251专利的诉讼
		5874447	4-Phenylpiperidine Compounds for Treating Depression	1999/2/23	2017/6/10	2:14-cv-07400	District Court of New Jersey	2014/10/16	2014/11/26	2016/11/30	胜诉
		7598271	Crystalline Paroxetine Methane Sulfonate	2009/10/6	2025/5/4	2:14-cv-07400	District Court of New Jersey	2014/10/16	2014/11/26	2016/11/30	胜诉
		8658663	Method of Treating Thermoregulatory Dysfunction with Paroxetine	2014/2/25	2029/4/6	2:14-cv-07400	District Court of New Jersey	2014/10/16	2014/11/26	2016/11/30	胜诉
	Actavis	8946251	Method of Treating Thermoregulatory Dysfunction with Paroxetine	2015/2/3	2026/8/4	2:15-cv-06225	District Court of New Jersey	2015/7/31	2015/8/14	2015/9/17	暂无
		5874447	4-Phenylpiperidine Compounds for Treating Depression	1999/2/23	2017/6/10	2:14-cv-06414	District Court of New Jersey	2014/9/4	2014/10/16	进行中	暂无
		7598271	Crystalline Paroxetine Methane Sulfonate	2009/10/6	2025/5/4	2:14-cv-06414	District Court of New Jersey	2014/9/4	2014/10/16	进行中	暂无
		8658663	Method of Treating Thermoregulatory Dysfunction with Paroxetine.	2014/2/25	2029/4/6	2:14-cv-06414	District Court of New Jersey	2014/9/4	2014/10/16	进行中	暂无

来源: FDA、国金证券研究所

专利挑战成功, 有望获得首仿资格, 但是没有 180 天独占权。

- 地方法院胜诉表明 New Jersey federal court 认为华海药业在甲磺酸帕罗西汀胶囊的专利方面已经不侵犯原研企业的利益, 但是根据美国的专利法, 原研企业有权向 Federal Circuit 提出进一步的专利申诉, 就是否侵犯专利进行新一轮的诉讼, 对于原研企业是否上诉仍旧存在不确定性。Paragraph IV 的 FTF(First-to-File) 专利挑战在 2014 年 4 月 7 日递交, 按照 30 个月的遏止期, 于 2016 年 10 月 7 日到期, 因此丧失了 180 days exclusivity 的资格。目前华海药业专利挑战成功, 但尚未获得 ANDA 的批准; 同期竞争对手 Actavis 专利挑战尚未胜诉, 但是于 2017 年 6 月 20 日获得 ANDA。

图表 3: Brisdelle 专利挑战情况

DRUG NAME	DOSAGE FORM	STRENGTH	RLD	DATE OF SUBMISSION
Paroxetine	Capsules	7.5 mg	Brisdelle	4/7/2014

来源: FDA、国金证券研究所

图表 4: Brisdelle 美国仿制情况

Active Ingredient	Proprietary Name	Appl No	Dosage Form	Route	Strength	TE Code	RLD	RS	Applicant Holder	Approval Date
PAROXETINE MESYLATE	BRISDELLE	N204516	CAPSULE	ORAL	EQ 7.5MG BASE	AB	RLD	RS	SEBELA IRELAND LTD	2013/6/28
PAROXETINE MESYLATE	PAROXETINE MESYLATE	A207139	CAPSULE	ORAL	EQ 7.5MG BASE	AB			ACTAVIS LABORATORIES FL INC	2017/6/20

来源: FDA、国金证券研究所

公司两种可能的战略选择

- 1) 不论原研企业是否上诉, 基于在 New Jersey federal court 的胜诉, 公司有信心相信自己的产品不侵犯原研的专利。在此时, 公司可以选择在产品通过 FDA 审批获得 ANDA 之后立即上市销售, 此种情形下公司可以获

得 FTM (First-to-Market) 的资格。一方面价格体系更好，产品毛利高，另外一方面可以获取更大的市场份额，这也是目前国际仿制药企业比较倾向的一种选择。

- 2) 如果原研上诉，等待 Federal Circuit 胜诉及 FDA 批准之后上市销售，这种情况下，原研上诉的周期具有不确定性，公司会损失一段时间的市场销售，另外一方面，FDA 首仿药专利挑战的 30 个月的遏止期到期，FDA 有可能批准其他公司的仿制药上市，导致市场份额和毛利的相对恶化。

图表 5：两种可能战略选择对比

编号	情形	利	可能风险
1	不论原研企业是否上诉，直接上市销售	先发优势，最大可能获得市场份额和高毛利，盈利最大化。	Federal Circuit 法院败诉，对原研企业进行赔偿
2	如果原研企业上诉，等待 Federal Circuit 胜诉之后再上市销售	最为稳妥，规避由于 Federal Circuit 败诉带来的巨额赔偿风险	错失市场，一方面损失一定时间的销售，另外可能面对新的仿制药企业上市带来的竞争格局恶化和盈利损失。

来源：国金证券研究所

盈利弹性

- 由于 Brisdelle 是 505(b)(2) 产品，上市后需要企业进行医生教育和学术推广，目前美国终端市场 3000 万美金左右，并且过去两年保持 100% 左右的高速增长，16 年增速下滑，市场保持稳健。静态来看，Brisdelle 每个季度的销售额在 700-800 万美金之间。由于 Brisdelle 是 505(b)(2) 新药，在临床上需要专业的学术队伍推广，因此我们认为市场在 NOVEN 的持续推广下有进一步扩大的可能。如果华海 17 年专利挑战成功且首仿，预计收入在 6000-7000 万人民币左右。根据历史经验，我们预计净利润在 3000-4000 万人民币左右。

图表 6：华海药业帕罗西汀胶囊盈利弹性

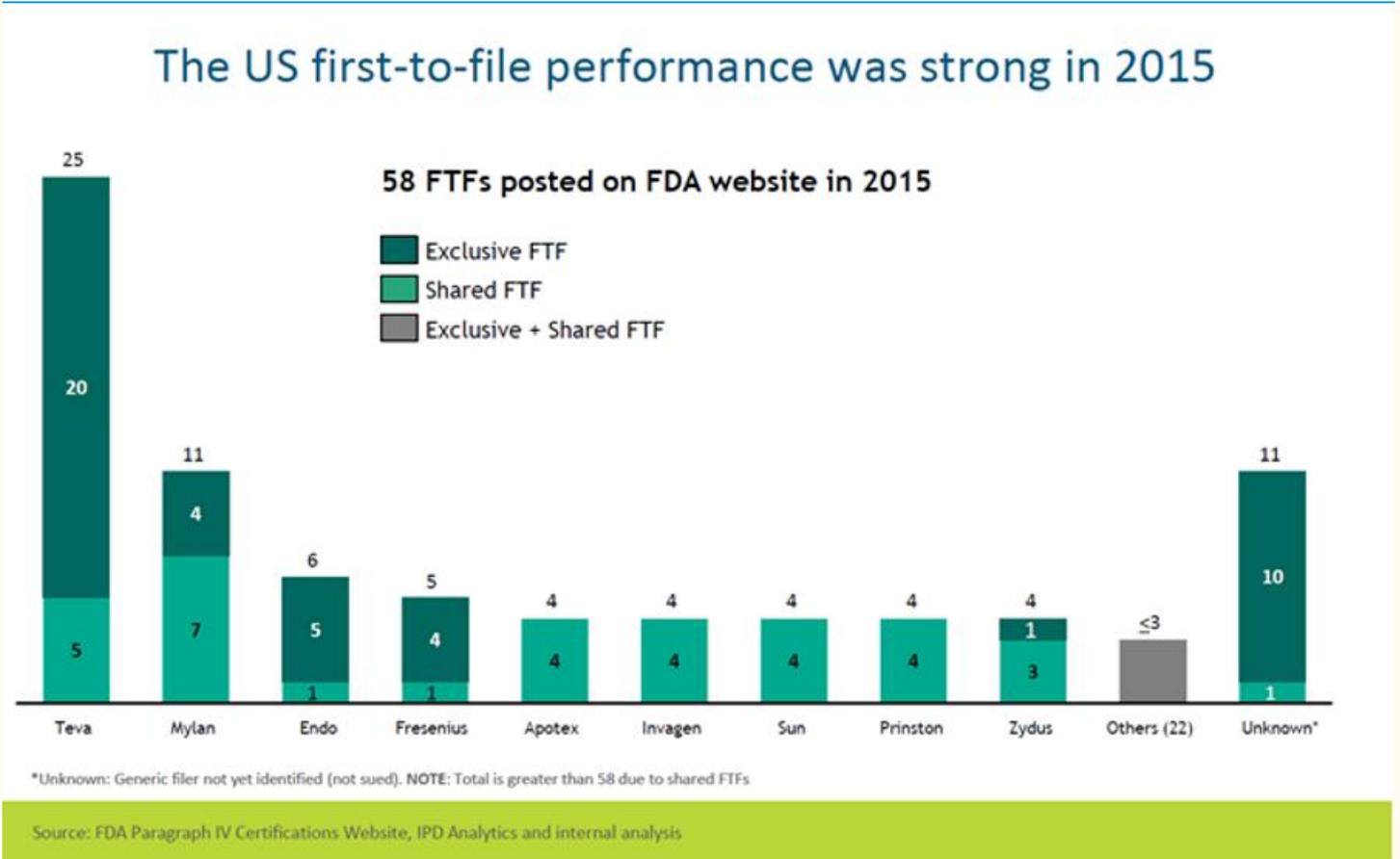
\$mn	市场空间	价格下降	市场份额	净利润率	收入	净利润
情形一：华海药业独家首仿	30	80%	40%	50%	9.6	4.8
情形二：华海和 Actavis 同时上市	30	50%	30%	30%	4.5	1.4

来源：FDA、国金证券研究所

专利挑战成功，进入国际仿制药第一梯队。

- 华海药业在 Brisdelle 的成功证明了公司目前已经建立起世界一流的专利挑战团队，从专利研究规避，仿制药开发，专利诉讼方面建立起良好的体系，这是公司的核心竞争力之一。我们认为，公司目前已经建立起常态化的首仿药申报和专利挑战体系，并且有多个具有 FTF (First-to-File) 资格的 Paragraph IV 的专利挑战注册申请，未来有望在重磅品种实现突破，带来公司盈利的腾飞。同时，如果海外的产品可以规避专利提前上市，未来也可以通过制剂出口转报国内获得加速上市，实现国内在专利期的提前上市。

图表 7：华海药业 FTF 申报情况



来源：FDA、TEVA、国金证券研究所

【投资逻辑】

- **制剂出口**：十年投入成功创造“华海模式”。拥有成熟的高技术固体制剂仿制药研发、申报注册平台，现有产品集群已经形成，Solco 销售平台产品已经进入美国主流销售渠道，并且在多奈哌齐、缬沙坦等品种形成竞争优势。公司后续申报产品多以缓控释等高毛利产品为主，并且专利挑战进入常态化，公司业务有望通过专利挑战成功实现质变。同时，公司通过“制剂出口平台”与国内企业合作产品在美国注册销售，打造中国制造叠加美国渠道的双赢模式。
- **国内制剂**：“优先审评审批”+“等同于通过一致性评价”+“招标优势”国内逻辑完全打通，静待产品批量上市。公司通过合作销售、自建销售团队等不同模式加速推广优势产品。长期来看，随着医保支付价、两票制等政策的执行，医药由以前的“市场销售”导向型进入以“研发、产品”为主的阶段，而华海药业完全符合该趋势的发展。
- **原料药**：公司的业务的基石，新品种和产能释放保证稳定增长，带来持续现金流，保证公司的产品质量、成本优势和供应链的稳定。
- **生物药**：高仿产品，目前临床中，以 biosimilar 优势节省注册时间和临床费用，其中针对 TNF α 的 biosimilar 进展较快，并有生物创新药在研。

【投资建议】

- 我们预计公司 17-19 年净利润分别为 6.19/7.96/10.28 亿。如果未来更多品种进入优先审评并且产品获批，将增厚公司业绩，我们将根据后续的获批

时间、销售情况再进行调整。综合考虑到公司制剂出口的龙头地位，在国内制剂业务的巨大潜力及单抗业务的长期布局，给予“买入”评级。

【风险】

- ANDA 获批不达预期、国内审批慢于预期、销售整合慢于预期、环保风险

附录：三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,585	3,500	4,093	4,809	5,674	6,725
增长率		35.4%	16.9%	17.5%	18.0%	18.5%
主营业务成本	-1,430	-1,777	-2,053	-2,424	-2,811	-3,194
% 销售收入	55.3%	50.8%	50.2%	50.4%	49.5%	47.5%
毛利	1,155	1,723	2,040	2,385	2,863	3,531
% 销售收入	44.7%	49.2%	49.8%	49.6%	50.5%	52.5%
营业税金及附加	-10	-28	-40	-48	-56	-67
% 销售收入	0.4%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-274	-448	-615	-577	-681	-807
% 销售收入	10.6%	12.8%	15.0%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-526	-714	-860	-981	-1,157	-1,412
% 销售收入	20.3%	20.4%	21.0%	20.4%	20.4%	21.0%
息税前利润（EBIT）	345	533	526	779	968	1,245
% 销售收入	13.3%	15.2%	12.8%	16.2%	17.1%	18.5%
财务费用	-31	6	8	-85	-69	-62
% 销售收入	1.2%	-0.2%	-0.2%	1.8%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-18	-49	-26	-13	-2	-3
公允价值变动收益	-17	2	0	0	0	0
投资收益	28	2	0	1	1	1
% 税前利润	9.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	307	493	508	682	899	1,181
营业利润率	11.9%	14.1%	12.4%	14.2%	15.8%	17.6%
营业外收支	6	31	59	60	60	60
税前利润	313	524	567	742	959	1,241
利润率	12.1%	15.0%	13.9%	15.4%	16.9%	18.5%
所得税	-56	-87	-110	-134	-173	-223
所得税率	18.0%	16.6%	19.4%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	257	437	457	609	786	1,018
少数股东损益	-9	-6	-44	-10	-10	-10
归属于母公司的净利润	266	442	501	619	796	1,028
净利率	10.3%	12.6%	12.2%	12.9%	14.0%	15.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	257	437	457	609	786	1,018
少数股东损益	-9	-6	-44	-10	-10	-10
非现金支出	170	247	277	280	296	322
非经营收益	17	-37	-37	-8	-24	-24
营运资金变动	-115	-451	-264	227	-258	-223
经营活动现金净流	329	195	433	1,108	800	1,093
资本开支	-437	-524	-732	-428	-449	-350
投资	0	-70	-13	-1	0	0
其他	539	194	38	1	1	1
投资活动现金净流	102	-399	-707	-428	-448	-349
股权募资	150	106	463	0	0	0
债权募资	-66	243	142	-590	0	1
其他	-522	-103	-145	-41	-246	-246
筹资活动现金净流	-439	245	459	-630	-246	-245
现金净流量	-8	41	186	49	107	499

来源：公司公告、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	527	602	792	841	948	1,447
应收款项	825	1,092	1,322	1,286	1,518	1,799
存货	786	1,077	1,330	1,262	1,463	1,663
其他流动资产	219	61	68	43	50	56
流动资产	2,357	2,832	3,511	3,432	3,979	4,965
% 总资产	52.3%	51.3%	52.2%	50.0%	52.2%	57.0%
长期投资	0	8	21	22	21	21
固定资产	1,723	2,094	2,561	2,908	3,128	3,223
% 总资产	38.2%	38.0%	38.1%	42.3%	41.0%	37.0%
无形资产	383	492	554	426	422	418
非流动资产	2,154	2,684	3,215	3,434	3,650	3,740
% 总资产	47.7%	48.7%	47.8%	50.0%	47.8%	43.0%
资产总计	4,510	5,515	6,726	6,867	7,628	8,705
短期借款	497	862	490	0	0	0
应付款项	526	635	824	907	1,053	1,199
其他流动负债	175	185	200	227	265	386
流动负债	1,197	1,682	1,514	1,134	1,318	1,585
长期贷款	0	0	535	535	535	536
其他长期负债	47	113	100	0	0	0
负债	1,244	1,795	2,149	1,669	1,853	2,121
普通股股东权益	3,221	3,591	4,384	5,014	5,601	6,420
少数股东权益	45	129	194	184	174	164
负债股东权益合计	4,510	5,515	6,726	6,867	7,628	8,705

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.338	0.558	0.480	0.593	0.764	0.986
每股净资产	4.100	4.528	4.203	4.807	5.370	6.155
每股经营现金净流	0.418	0.246	0.415	1.062	0.767	1.048
每股股利	0.150	0.200	0.180	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	8.24%	12.32%	11.43%	12.34%	14.21%	16.01%
总资产收益率	5.89%	8.02%	7.45%	9.01%	10.44%	11.81%
投入资本收益率	7.51%	9.70%	7.56%	11.14%	12.59%	14.34%
增长率						
主营业务收入增长率	12.57%	35.41%	16.93%	17.49%	17.99%	18.52%
EBIT增长率	-16.93%	54.62%	-1.40%	48.23%	24.30%	28.57%
净利润增长率	-26.08%	66.66%	13.19%	23.52%	28.69%	29.10%
总资产增长率	0.98%	22.29%	21.95%	2.08%	11.09%	14.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.0	95.2	103.4	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	200.6	191.3	214.1	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	57.6	56.2	63.5	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	170.0	166.9	166.3	137.5	111.4	88.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.91%	7.00%	5.08%	-5.89%	-7.15%	-13.84%
EBIT利息保障倍数	11.2	-91.6	-65.5	9.1	14.1	20.0
资产负债率	27.58%	32.55%	31.94%	24.30%	24.29%	24.36%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-05	买入	22.96	28.00~32.00
2	2016-12-08	买入	23.57	N/A
3	2017-04-06	买入	22.20	28.00~32.00
4	2017-04-25	买入	21.78	28.00~33.00
5	2017-05-08	买入	18.99	28.00~33.00
6	2017-05-25	买入	19.27	28.00~33.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD