

2017年08月25日
证券研究报告·专题报告

恒瑞医药 (600276) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 54.79 元

目标价: 61.00 元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

超重磅吡咯替尼报产, 上市预期大概率提前

投资要点

- **事件:** 8月24日, 公司重磅抗肿瘤品种吡咯替尼申报生产上市获得CFDA药审中心的公开受理, 受理号为CXHS1700012、CXHS1700013、CXHS1700014。
- **超级重磅品种超预期报产, 有望提前1年以上时间获批上市。** 吡咯替尼是公司于2011年5月首次申报, 并于2012年5月首次获批临床批件, 目前该品种已经进入III期临床, 适应症为晚期转移性乳腺癌。2017年8月24日, 根据药审中心(CDE)最新数据显示, 该品种申报生产(NDA)已被受理(受理号为CXHS1700012、CXHS1700013、CXHS1700014)。如该品种顺利获批, 或将为公司第三个创新药品种; 我们认为该品种于2018H1前获批上市概率大, 相比原来2019H2获批预期, 将提前1年或1年半时间。
- **临床效果优秀, 或将以II期临床数据获批, 意义重大。** 公开资料显示, 吡咯替尼临床效果明显优于拉帕替尼(PFS: 35周 VS 27周)。从登记时间点判断, 2016年及以后登记的II期及III期临床试验目前均没有完成的可能; 因此, 我们判断, 公司报产使用的临床数据很可能为2015年6月登记的“马来酸吡咯替尼片联合卡培他滨对比拉帕替尼联合卡培他滨治疗HER2表达阳性转移性乳腺癌的I/II期临床研究”方案。若顺利获批, 则吡咯替尼将成为公司历史首个、国内第二个以II期临床数据获批的创新品种, 将为国内创新药审评审批的制度创新与改革提供宝贵经验, 意义重大。
- **以乳腺癌适应症为突破, 后期向多肿瘤适应症拓展, 市场空间巨大。** 吡咯替尼以乳腺癌适应症为主, 未来将延伸至胃癌和肺癌的治疗。根据国内乳腺癌、胃癌的发病率, 每年将新增约30万乳腺癌、47万胃癌患者, 按照乳腺癌与胃癌20%的Her2高表达率, 每年将新增15.4万的吡咯替尼适用患者; 假设按照拉帕替尼的使用成本(每年约8万元), 吡咯替尼国内乳腺癌与胃癌市场空间超120亿元, 加上肺癌等其他肿瘤适应症预期, 吡咯替尼未来市场空间巨大, 峰值销售预计超30亿元, 有望贡献10亿元业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.11元、1.41元、1.83元, 对应PE分别为49倍、39倍、30倍。我们坚定看好公司未来在国内医药行业中的龙头地位, 强者恒强效应逐步凸显, 近几年有多个重磅品种待获批, 吡咯替尼有望超预期获批, 给予55倍PE, 对应目标价为61元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药获批进度或低于预期, 药品销售或低于预期, 药品降价风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11093.72	13372.55	16626.33	21069.80
增长率	19.08%	20.54%	24.33%	26.73%
归属母公司净利润(百万元)	2588.95	3123.37	3970.67	5152.04
增长率	19.22%	20.64%	27.13%	29.75%
每股收益EPS(元)	0.92	1.11	1.41	1.83
净资产收益率ROE	20.46%	20.40%	20.87%	21.62%
PE	60	49	39	30
PB	11.99	9.72	7.83	6.25

数据来源: Wind, 西南证券

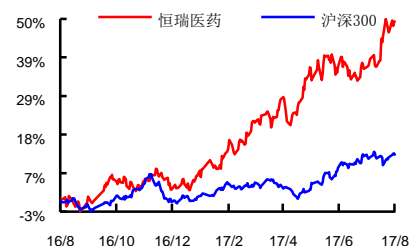
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	28.17
流通A股(亿股)	28.16
52周内股价区间(元)	42.68-60.2
总市值(亿元)	1,543.37
总资产(亿元)	153.02
每股净资产(元)	5.62

相关研究

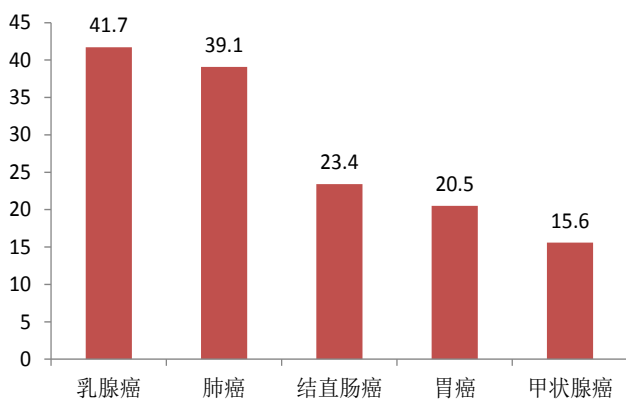
1. 恒瑞医药(600276): 阿帕替尼新进国家医保, 放量或将加速 (2017-07-24)
2. 恒瑞医药(600276): 地氟烷欧盟获批上市, 制剂出口步伐加快 (2017-07-17)
3. 恒瑞医药(600276): 紫杉醇重磅剂型进优先审评, 有望获批首仿 (2017-06-26)
4. 恒瑞医药(600276): 19K获优先审评, 过10亿重磅获批可期 (2017-05-25)
5. 恒瑞医药(600276): 稳健经营, 多品种获批国内外临床和生产 (2017-04-21)

请务必阅读正文后的重要声明部分

1 乳腺癌—女性健康第一“杀手”

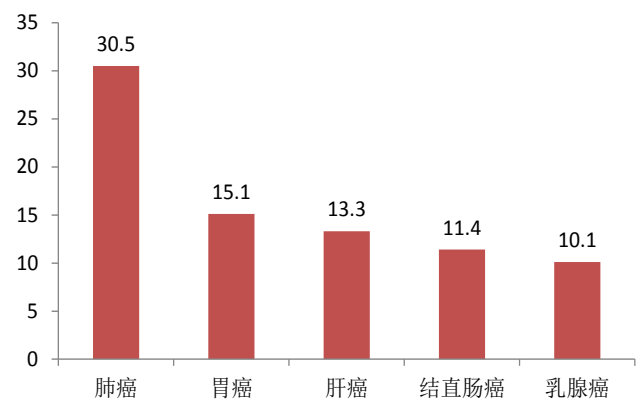
乳腺癌是女性第一大发病率肿瘤病种，是女性健康第一“杀手”。2017年初，国家癌症中心赫捷院士、陈万青教授等人发表了《Cancer incidence and mortality in China in 2013: an analysis based on urbanization level》，该研究报告分析了2013年中国恶性肿瘤发病率情况。2013年，中国女性肿瘤发病率乳腺癌为41.7/10万，依然居榜首，有继续上升趋势。由于乳腺癌的治疗效果明显优于其他恶性肿瘤，其死亡率远低于其他肿瘤；2013年，中国女性乳腺癌死亡率为10.1/10万，远低于女性肺癌30.5/10万的死亡率，仅排女性肿瘤死亡率排名第五。

图 1：2013 年中国女性肿瘤发病率前五排名（1/10 万）



数据来源：CNKI, 西南证券

图 2：2013 年中国女性肿瘤死亡率前五排名（1/10 万）



数据来源：CNKI, 西南证券

2 乳腺癌治疗—重磅靶向药物云集

乳腺癌异质性较大，为非单一分子疾病。随着分子生物学的快速发展，乳腺癌的分子标志物及相应的分子分型在诊断及治疗上获得了越来越多的重视。目前临床上主要关注三类乳腺癌分子标志物：雌激素受体(estrogen receptor, ER)，黄体酮受体 (progesterone receptor, PR) 以及人表皮生长因子受体 2 (HER-2) 不同的乳腺癌分子分型发展出了不同的治疗策略。

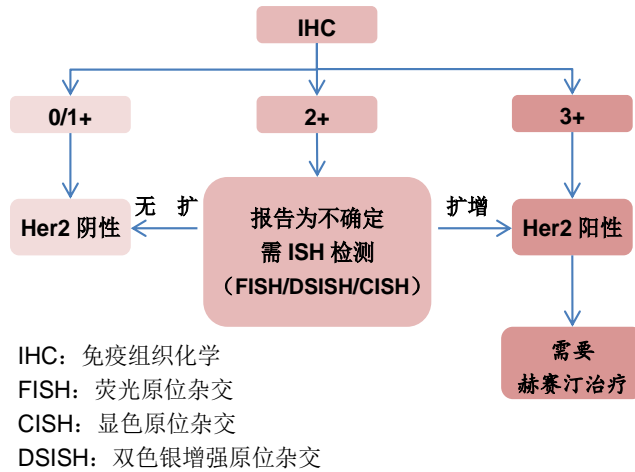
表 1：乳腺癌分子分型及治疗方案

分子分型	分子标志物情况	占比	治疗方案	预后	备注
Luminal A 型	ER 阳性和/或 PR 阳性, HER-2 阴性	40%	单内分泌治疗；腋窝淋巴结转移超过 3 个或其他高危因素者联合化疗；帕博西尼联合内分泌治疗。	最好	对新辅助化疗疗效较差
Luminal B 型	ER 阳性或 PR 阳性, HER-2 阳性	10%	淋巴瘤小于 0.5cm 或者组织学分级 1 级者单纯内分泌治疗；原发肿瘤 0.6-1cm, 组织学分级 2 级或 3 级, 有不良预后因素患者, 内分泌治疗+化疗+分子靶向治疗；淋巴结阳性或原发肿瘤大于 1cm 者内分泌治疗、化疗或分子靶向治疗。	较好	复发风险最大
HER-2 过表达型	ER、PR 阴性, HER-2 阳性	20%	化疗与分子靶向药物联合应用较普遍；对紫杉醇类化疗药物敏感；吉非替尼、曲妥珠单抗（赫赛汀）、多西他赛联合治疗有效。	差	对内分泌治疗不敏感，靶向治疗效果良好。
Basal-like 型	ER、PR、HER-2 均为阴性	10%	对铂类化疗药物敏感，对紫杉醇类不敏感；多西他赛+顺铂疗效佳。	差	对抗激素治疗和赫赛汀治疗无效

数据来源：CNKI, 西南证券整理

目前，针对乳腺癌的靶向治疗主要是针对过表达的 Her2 靶点，Her2 过表达患者约占整个乳腺癌患者数量的 20%-30%。通过对乳腺癌患者进行 Her2 的诊断，以确定患者是否是 Her2 过表达。若患者是 Her2 过表达型，以曲妥珠单抗（赫赛汀）为基础的标准治疗方案已经成为全球乳腺癌治疗的标准方案。

图 3：乳腺癌 Her2 诊断



数据来源：CNKI，西南证券整理

目前，多家药企针对乳腺癌已经开发出多款靶向药物，多数品种是以 Her2 为靶点，用于治疗 Her2 阳性过表达患者。罗氏制药凭借赫赛汀等三款抗 Her2 单抗，成为 Her2 阳性乳腺癌治疗领域的最强药企，2016 年，罗氏三款抗 Her2 单抗全球销售额已达 96 亿美元；而辉瑞的帕博西尼的上市，使 Her2 阴性乳腺癌的治疗进入靶向时代。

表 2：以乳腺癌为主要适应症的靶向药物信息

企业	产品	靶点	2016 年全球销售额 (亿美元)	FDA 批准时间	国内是否上市
罗氏	曲妥珠单抗 (赫赛汀)	Her2	68.8	1998.09	是
	帕妥珠单抗 (Perjeta)		18.7	2012.06	否
	Ado-trastuzumab emtansine (T-DM1, Kadcyla)		8.4	2013.02	否
GSK	拉帕替尼 (Tykerb)	EGFR+Her2	1.2	2007.03	是
辉瑞	帕博西尼 (Ibrance)	CDK4/ CDK6	21.4	2015.02	否
Puma	来那替尼 (Nerlynx)	EGFR+Her2	—	2017.07	否

数据来源：EvaluatePharma，西南证券整理

3 吡咯替尼—疗效更好的晚期乳腺癌靶向治疗药物

3.1 超预期报产，全球竞品较少

吡咯替尼是公司于 2011 年 5 月首次申报，并于 2012 年 5 月首次获批临床批件，目前该品种已经进入 III 期临床，适应症为晚期转移性乳腺癌。2017 年 8 月 24 日，根据药审中心 (CDE) 最新数据显示，该品种申报生产 (NDA) 已被受理 (受理号为 CXHS1700012、CXHS1700013、CXHS1700014)，如该品种顺利获批，或将为公司第三个创新药品种。

图 4：公司吡咯替尼注册申报生产获受理信息

受理号	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	企业名称	承办日期
CXHS1700012	马来酸吡咯替尼	化药	新药	1	江苏盛迪医药有限公司 江苏恒瑞医药股份有限公司 江苏盛迪医药有限公司 上海恒瑞医药有限公司	2017-08-24
CXHS1700013	马来酸吡咯替尼片	化药	新药	1	江苏恒瑞医药股份有限公司 江苏恒瑞医药股份有限公司 上海恒瑞医药有限公司	2017-08-24
CXHS1700014	马来酸吡咯替尼片	化药	新药	1	江苏恒瑞医药股份有限公司 江苏恒瑞医药股份有限公司 上海恒瑞医药有限公司	2017-08-24

数据来源：CDE 网站，西南证券整理

吡咯替尼 (Pyrotinib) 是一种口服、不可逆、泛-ErbB 受体酪氨酸激酶抑制剂 (TKI)，同时具有抗 EGFR/HER1、HER2 以及 HER4 活性。目前，全球与吡咯替尼靶点相同、适应症相似的品种有 GSK 的拉帕替尼和 Puma 公司的来那替尼，拉帕替尼是 GSK 于 2007 年获批的用于治疗晚期或转移 Her2 阳性乳腺癌的药物，而来那替尼是 Puma 公司于 2017 年 7 月份获批用于 Her2 阳性乳腺癌在赫赛汀标准治疗之后的维持治疗。在适应症方面，吡咯替尼与拉帕替尼更接近，而药品本身化合物性质则与来那替尼更为相似，因此，我们认为吡咯替尼是一款综合效果介于拉帕替尼与来那替尼之间的重磅创新药。

表 3：吡咯替尼与其类似药物对比

药品	适应症	优点	缺点
拉帕替尼	联合卡培他滨治疗 ErbB-2 过度表达的，既往接受过包括蒽环类、紫杉醇、曲妥珠单抗(赫赛汀)治疗的晚期或转移性乳腺癌。	相比赫赛汀等大分子单抗药物，小分子靶向药物更容易穿过血脑屏障，治疗转移性乳腺癌。	疗效不够突出、副反应较大。
吡咯替尼	联合卡培他滨治疗 ErbB-2 过度表达的，治疗的晚期或转移性乳腺癌。	已公布临床数据显示，吡咯替尼疗效优于拉帕替尼。	预计副反应发生率介于拉帕替尼与来那替尼之间。
来那替尼	用于 Her2 过表达、曲妥珠单抗辅助治疗后的维持治疗。	能够明显降低乳腺癌的复发风险。	39%的 3 级腹泻副反应。

数据来源：CNKI，西南证券整理

3.2 临床数据优秀，有望以 II 期临床数据获批

根据公司之前披露一项 I 期临床数据分析，吡咯替尼联合卡培他滨治疗 Her2 阳性晚期乳腺癌无进展生存期（PFS）为 35.4 周，而拉帕替尼早期公布的临床数据约 27 周，可见吡咯替尼临床效果明显由于拉帕替尼。

CFDA 网站临床信息登记平台信息显示，吡咯替尼已登记的临床试验已达 9 个，登记时间从 2014 年 2 月持续至 2017 年 6 月。从时间点上判断，考虑到临床患者入组需要花费较长时间，2016 年及以后登记的 II 期及 III 期临床试验目前均没有完成的可能；因此，我们判断，公司报产使用的临床数据很可能为 2015 年 6 月登记的“马来酸吡咯替尼片联合卡培他滨对比拉帕替尼联合卡培他滨治疗 HER2 表达阳性转移性乳腺癌的 I/II 期临床研究”（临床试验注册号：CTR20150279）。若顺利获批，则吡咯替尼将成为公司历史首个、国内第二个以 II 期临床数据获批的创新品种（第一个为西达本胺，2014 年 12 月获批），将为国内创新药审评审批的制度创新与改革提供宝贵经验，意义重大。

表 4：吡咯替尼国内临床登记信息

注册号	试验题目	适应症	试验分期	登记时间
CTR20170528	吡咯替尼同位素标记人体物质平衡试验	拟用于治疗 ErbB-2(HER2)过度表达的晚期乳腺癌	1 期	2017/6/9
CTR20170251	吡咯替尼与拉帕替尼分别联合卡培他滨治疗乳腺癌的研究	HER2 阳性转移性乳腺癌	3 期	2017/3/27
CTR20160434	吡咯替尼治疗 HER2 突变晚期非小细胞肺癌的研究	HER2 突变的晚期非小细胞肺癌	2 期	2016/8/31
CTR20160442	马来酸吡咯替尼与卡培他滨治疗晚期乳腺癌的研究	HER2 阳性晚期乳腺癌	3 期	2016/7/29
CTR20160326	吡咯替尼 BE 餐后研究	拟用于治疗 ErbB-2(HER2)过度表达的晚期乳腺癌	其它	2016/5/18
CTR20150279	马来酸吡咯替尼片联合卡培他滨对比拉帕替尼联合卡培他滨治疗 HER2 表达阳性转移性乳腺癌的 I/II 期临床研究	HER2 表达阳性转移性乳腺癌	其它	2015/6/10
CTR20150178	马来酸吡咯替尼 I 期临床耐受性及药代动力学试验	HER2 表达阳性晚期胃癌（包括胃食管结合部癌）	1 期	2015/4/29
CTR20150177	马来酸吡咯替尼的 Ic 期临床耐受性及药代动力学试验	HER2 表达阳性晚期乳腺癌	1 期	2015/4/14
CTR20132629	马来酸吡咯替尼 I 期临床人体安全性试验	乳腺癌	1 期	2014-02-21

数据来源：药物临床试验登记平台，西南证券整理

根据吡咯替尼的临床登记信息判断，乳腺癌是临床试验登记最多、进展最快的适应症，因此，乳腺癌将成为该品种首个获批适应症。同时，公司也在积极进行该品种的肺癌和胃癌的临床试验，我们认为，公司将以乳腺癌作为吡咯替尼的适应症突破口，未来将逐步拓展至肺癌、胃癌等具有较高 EGFR、Her2 表达率的肿瘤适应症。

3.3 以乳腺癌为突破，市场空间巨大

吡咯替尼以乳腺癌适应症为主，未来将延伸至胃癌和肺癌的治疗。根据国内乳腺癌、胃癌的发病率，每年将新增约 30 万乳腺癌、47 万胃癌患者，按照乳腺癌与胃癌 20% 的 Her2 高表达率，每年将新增 15.4 万的吡咯替尼适用患者；假设按照拉帕替尼的使用成本（每年约 8 万元），吡咯替尼国内乳腺癌与胃癌市场空间超 120 亿元，未来加上肺癌等其他肿瘤适应症预期，吡咯替尼未来市场空间巨大，峰值销售预计超 30 亿元，有望贡献 10 亿元业绩。

4 盈利预测与投资建议

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.11 元、1.41 元、1.83 元，对应 PE 分别为 49 倍、39 倍、30 倍。我们坚定看好公司未来在国内医药行业中的龙头地位，强者恒强效应逐步凸显，近几年有多个重磅品种待获批，吡咯替尼有望超预期获批，给予 55 倍 PE，对应目标价为 61 元，维持“买入”评级。

5 风险提示

传统仿制品种销售受招标降价、二次议价影响而低于预期；创新药品种销售受医保目录谈判降价影响而低于预期；在研发品种审评审批进展低于预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11093.72	13372.55	16626.33	21069.80	净利润	2634.19	3240.01	4114.68	5338.90
营业成本	1434.63	1668.33	1945.02	2342.86	折旧与摊销	255.37	321.95	360.02	374.10
营业税金及附加	202.66	236.30	294.44	374.82	财务费用	-165.94	-58.19	-81.12	-106.17
销售费用	4351.62	5161.80	6434.39	8132.94	资产减值损失	-5.19	0.00	0.00	0.00
管理费用	2266.35	2674.51	3341.89	4235.03	经营营运资本变动	-1916.72	-1240.65	-1473.26	-2044.06
财务费用	-165.94	-58.19	-81.12	-106.17	其他	1790.92	-15.41	-18.32	-20.26
资产减值损失	-5.19	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2592.63	2247.71	2902.00	3542.51
投资收益	14.75	16.37	18.17	20.17	资本支出	-706.16	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1943.43	16.37	18.17	20.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2649.59	-23.63	-21.83	-19.83
营业利润	3024.33	3706.17	4709.87	6110.49	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-11.15	-0.01	-3.20	-3.46	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3013.18	3706.16	4706.67	6107.02	股权融资	409.08	469.49	0.00	0.00
所得税	378.99	466.15	591.99	768.12	支付股利	-195.65	-233.25	-281.40	-357.74
净利润	2634.19	3240.01	4114.68	5338.90	其他	-408.33	58.60	81.12	106.17
少数股东损益	45.24	116.64	144.01	186.86	筹资活动现金流净额	-194.89	294.84	-200.28	-251.57
归属母公司股东净利润	2588.95	3123.37	3970.67	5152.04	现金流量净额	-220.97	2518.92	2679.90	3271.12
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4912.15	6961.58	9641.48	12912.60	成长能力				
应收和预付款项	4088.85	4932.36	6086.67	7666.10	销售收入增长率	19.08%	20.54%	24.33%	26.73%
存货	636.59	739.94	863.60	1041.26	营业利润增长率	18.19%	22.54%	27.08%	29.74%
其他流动资产	1755.63	2116.27	2631.19	3334.39	净利润增长率	18.45%	23.00%	27.00%	29.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	18.26%	27.50%	25.66%	27.86%
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	2473.94	2198.69	1885.37	1557.97	毛利率	87.07%	87.52%	88.30%	88.88%
无形资产和开发支出	284.72	278.48	272.24	266.01	三费率	58.16%	58.16%	58.31%	58.20%
其他非流动资产	178.18	177.72	177.25	176.79	净利率	23.74%	24.23%	24.75%	25.34%
资产总计	14330.06	17405.04	21557.81	26955.12	ROE	20.46%	20.40%	20.87%	21.62%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	18.38%	18.62%	19.09%	19.81%
应付和预收款项	1213.54	1256.71	1547.00	1921.18	ROIC	33.51%	33.60%	37.39%	41.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.07%	29.69%	30.01%	30.27%
其他负债	242.13	266.78	295.96	337.93	营运能力				
负债合计	1455.67	1523.48	1842.97	2259.11	总资产周转率	0.86	0.84	0.85	0.87
股本	2347.46	2816.89	2816.89	2816.89	固定资产周转率	7.16	7.36	8.83	12.61
资本公积	438.19	438.25	438.25	438.25	应收账款周转率	5.02	5.08	5.08	5.15
留存收益	9646.15	12066.77	15756.04	20550.34	存货周转率	2.45	2.41	2.41	2.45
归属母公司股东权益	12387.95	15278.48	18967.75	23762.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.29%	—	—	—
少数股东权益	486.44	603.08	747.09	933.95	资本结构				
股东权益合计	12874.39	15881.56	19714.84	24696.00	资产负债率	10.16%	8.75%	8.55%	8.38%
负债和股东权益合计	14330.06	17405.04	21557.81	26955.12	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.35	10.30	10.97	11.51
					速动比率	7.88	9.78	10.48	11.03
					股利支付率	7.56%	7.47%	7.09%	6.94%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.11	1.41	1.83
					每股净资产	4.57	5.64	7.00	8.77
					每股经营现金	0.92	0.80	1.03	1.26
					每股股利	0.07	0.08	0.10	0.13
业绩和估值指标									
EBITDA	3113.76	3969.93	4988.77	6378.42					
PE	59.61	49.41	38.87	29.96					
PB	11.99	9.72	7.83	6.25					
PS	13.91	11.54	9.28	7.33					
EV/EBITDA	39.67	37.08	28.97	22.15					
股息率	0.13%	0.15%	0.18%	0.23%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn