

通化东宝 (600867.SH)

生物技术行业

评级：买入 维持评级

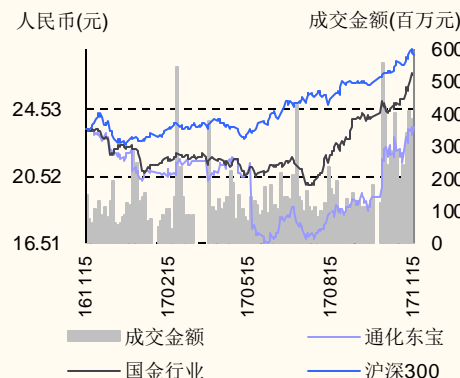
公司点评

市场价格 (人民币): 23.49 元

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)	1,644.42
总市值(百万元)	40,198.35
年内股价最高最低(元)	23.49/16.51
沪深 300 指数	4073.67
上证指数	3402.52



## 相关报告

- 1.《胰岛素制剂保持快速增长，三季度业绩亮眼-通化东宝公司点评》，2017.10.26
- 2.《甘精胰岛素报产受理，胰岛素龙头再起航-通化东宝公司点评》，2017.10.11
- 3.《一季报业绩增长 31%，收入端超预期-通化东宝公司点评》，2017.4.26
- 4.《2016 年收入增长超预期，经营质量全面提升-通化东宝公司点评》，2017.4.13
- 5.《复牌点评：业绩消化估值，具备投资价值-通化东宝公司点评》，2017.3.30

孙笑悦

分析师 SAC 执业编号: S1130517050002  
(8621)60230233  
sunxy@gjzq.com.cn

## 新靶点降糖药利拉鲁肽临床申请获得受理， 降糖药产品线梯队布局完整

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.434	0.451	0.484	0.617	0.806
每股净资产(元)	2.17	2.77	3.15	3.70	4.46
每股经营性现金流(元)	0.26	0.51	0.60	0.73	0.97
市盈率(倍)	62.60	48.65	48.56	38.05	29.16
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	76.19%	30.02%	29.16%	27.64%	30.46%
净资产收益率(%)	20.04%	16.27%	18.47%	20.11%	21.71%
总股本(百万股)	1,135.83	1,421.93	1,711.30	1,711.30	1,711.30

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

## 事件

- 通化东宝利拉鲁肽原料药和利拉鲁肽注射液药品的临床试验申请获得受理。研发投入 1513 万元。

## 点评

- **1.GLP-1 药物是近年来新兴起的糖尿病治疗新靶点，诺和诺德重磅降糖药：**
- 利拉鲁肽是一种人胰高糖素样肽-1 (GLP-1) 类似物，用于治疗糖尿病。
- GLP-1 是近年来兴起的糖尿病治疗新靶点。GLP-1 是回肠内分泌细胞分泌的一种脑肠肽 (肠促胰岛素)，在进食后，该类激素可促进胰岛素分泌。
- 天然 GLP-1 半衰期太短，不具备成药性，因而延长半衰期就成为 GLP-1 受体激动剂类药物开发的主要技术创新点。近些年，在降糖药市场，GLP-1 受体激动剂增长最快，成为糖尿病市场扩容的最大动力。
- 诺和诺德的利拉鲁肽已经跻身于 2016 年全球第三大降糖药物，单产品销售额仅次于甘精胰岛素和西格列汀 (图 1)。
- GLP-1 代表药物包括利拉鲁肽 (诺和诺德)、艾塞纳肽 (阿斯利康)、度拉鲁肽 (礼来)。
- 通过对国际降糖药厂家明星产品在全球市场所处的竞争格局分析，可以说胰岛素和新靶点用药已经掌握了全球降糖药市场 (图 2)。
- **2.利拉鲁肽半衰期长、安全性高：**
- 利拉鲁肽就是一种酰胺化的 GLP-1 受体激动剂，克服了天然 GLP-1 易降解的缺点，不仅降低血糖水平，且避免了低血糖风险。此外，根据美国 FDA 公布的数据显示，利拉鲁肽还能使心血管受益，降低糖尿病患者患心血管疾病的风险。
- 利拉鲁肽 97% 的氨基酸与人 GLP-1 同源；通过酰基化与白蛋白结合。
- 由于与人 GLP-1 同源性高，利拉鲁肽较少产生抗体，而竞品艾塞纳肽由于抗体导致治疗效果低于利拉鲁肽 (图 3)。
- **3.利拉鲁肽是当前全球最畅销的 GLP-1 药物：**
- 利拉鲁肽 (商品名: Victoza) 的原研厂家是诺和诺德，于 2009 年 7 月首先在欧盟上市，2010 年在美国上市，2011 年进入中国市场。2016 年的全球销

售额已达 29.10 亿美元，此外，利拉鲁肽另外还有明显的减轻体重的作用，作为减肥药获批的利拉鲁肽（商品名：Saxenda）也已上市，2016 年实现了 2.3 亿美元的销售额（图 4）。

- 以利拉鲁肽为代表的 GLP-1 已经成为全球降糖药巨头诺和诺德药物研发的重点，利拉鲁肽在诺和诺德的销售额占比中以及从 2010 年的 4% 提高到 2016 年的 18%。除了利拉鲁肽，诺和诺德研发的索玛鲁肽也是未来 GLP-1 重磅降糖药物的代表。
- **4. 利拉鲁肽新进医保，未来在中国发展前景可期：**
- 利拉鲁肽 2016 年在中国实现了 0.37 亿美元销售额，相比全球 30 亿美金销售额来说占比非常小。但此前销售额一般的很大因素是因为用药费用高昂、不在医保报销目录内。今年 7 月份，人社部发布了《人力资源社会保障部关于将 36 种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》，利拉鲁肽注射液作为唯一的一个 GLP-1 受体激动剂列入了国家医保目录，410 元/支，按照患者 15 天使用一支，一年治疗费用约 1 万元。
- 由于产品本身相比于传统降糖药在安全性、有效性等方面的巨大优势，利拉鲁肽注射液在未来的国内的降糖药市场前景可期（图 5）。
- 目前国内企业研发利拉鲁肽还包括翰宇药业和华东医药，均已获批临床。
- **5. 通化东宝降糖药物布局完善，四种三代胰岛素和新靶点降糖药均有新的研发进展：**
- 最近几个月，公司四个三代胰岛素产品研发均有新的进展：
- 10 月 10 日，公司甘精胰岛素申报生产；
- 10 月 23 日，公司地特胰岛素获得临床批件；
- 11 月 8 日，赖脯胰岛素临床申请获得受理，此外门冬胰岛素也拟报生产。
- 公司四个三代胰岛素产品近半年研发进展加快，全面布局三代胰岛素。加上此次新靶点重磅降糖药物利拉鲁肽临床申请获得受理，公司在降糖药产品线方面布局完善（图 6）。
- **6. 提供从前端诊断检测到后端用药指导一体化的糖尿病一站式解决方案：**
- 公司不仅是糖尿病治疗端的公司，更提供从前端诊断检测到后端用药指导一体化的糖尿病解决方案。慢病管理平台逐渐对上市公司业绩产生拉动（图 7）。

#### 盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年归属母公司净利润分别为 8.3 亿、10.6 亿、13.8 亿。

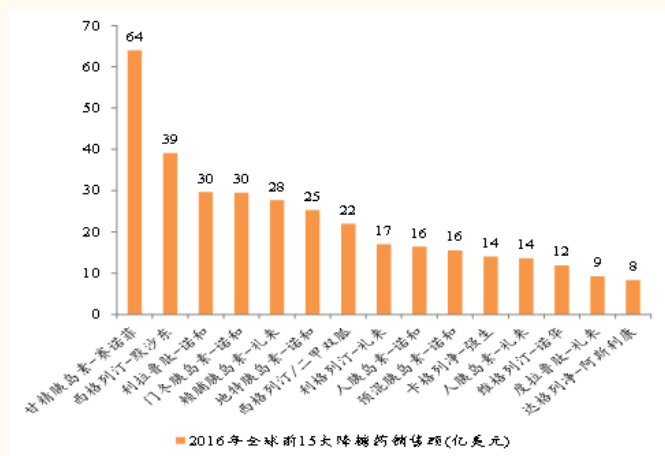
#### 投资建议

- 维持“买入”评级。

#### 风险提示

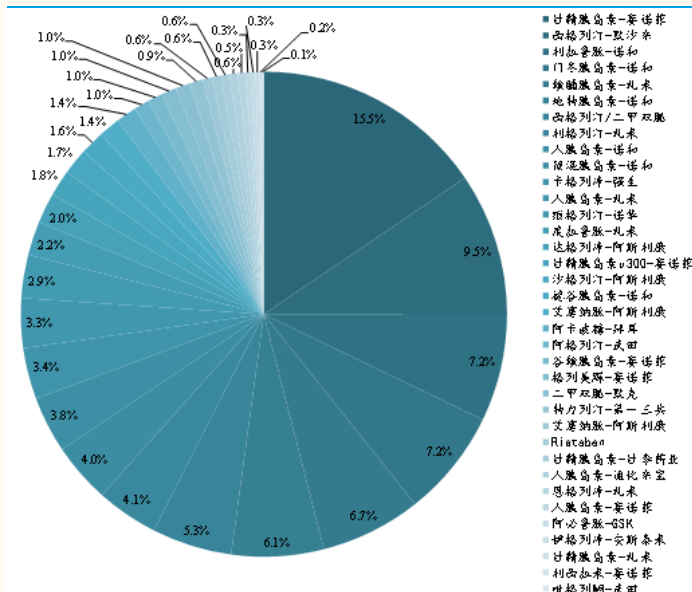
- 研发风险、推广风险、政策风险。

图表 1: 2016 年全球前 15 大降糖药销售额 (亿美元)



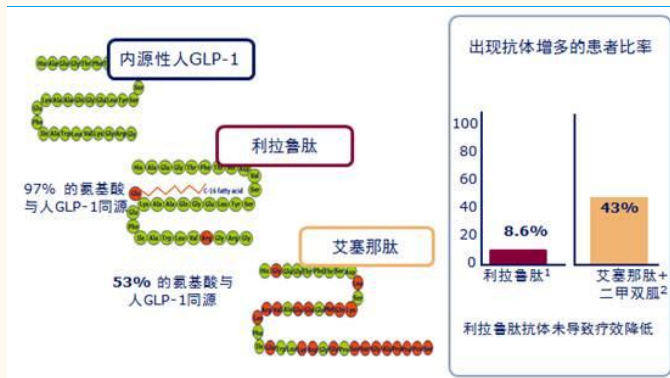
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

**图表 2：2016 年各降糖药市场份额**



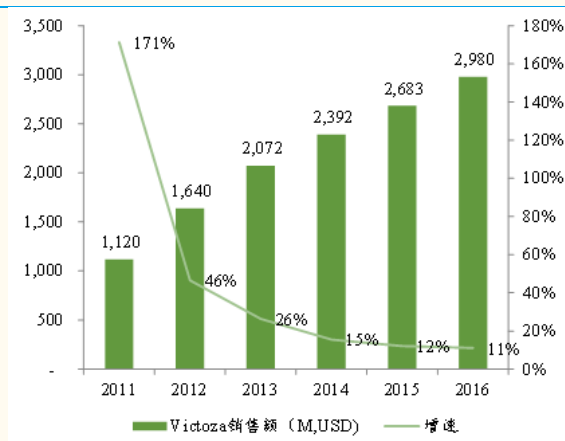
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

**图表 3：利拉鲁肽比艾塞纳肽同源性高**



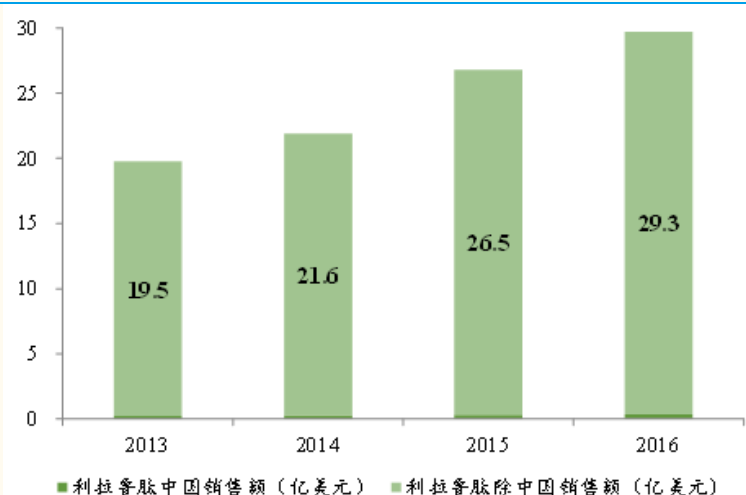
来源：九源基因，国金证券研究所

图表 4: 诺和诺德利拉鲁肽销售额 (百万美元) 及增速



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 5：利拉鲁肽国内外销售额情况（亿美元）



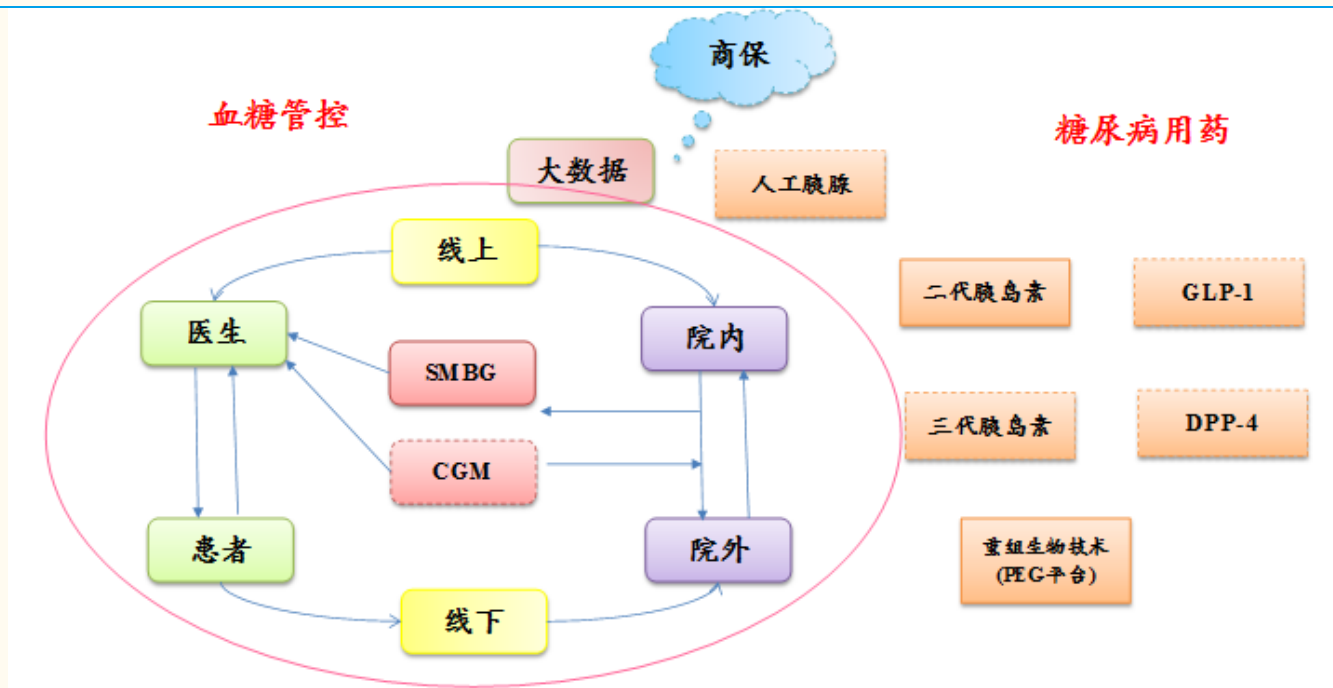
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 6：通化东宝研发管线布局

类别	产品	研发阶段	进展	累计研发投入(万)
胰岛素类似物	甘精胰岛素注射液	申报生产	申报生产获得受理	3,865
	门冬胰岛素注射液	III 期临床的最后数据整理阶段	临床试验数据整理、HIS 查询、项目自查和机构质控阶段	5,473
	门冬胰岛素30注射液	III期临床研究阶段	确定临床研究方案	
	门冬胰岛素50注射液	III期临床研究阶段	受试者招募	
	地特胰岛素	获得临床批件	获得临床批件	4,280
	赖脯胰岛素系列	申报临床获得受理	申报临床获得受理	3,904
激动剂类降糖药(GLP-1)	度拉糖肽注射液	申报临床获得受理	申报临床获得受理	1,513
	利拉鲁肽注射液	临床前		
化学口服降糖药	瑞格列奈片	BE预试验，结果符合预期，即将启动正式BE研究		461
	瑞格列奈二甲双胍片	获批临床	BE研究	633
	曲格列汀	临床申请审评阶段	已结束该品种的技术审评工作	501
	西格列汀	临床前		
	西格列汀二甲双胍片	临床前		
	维格列汀	临床前		

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：通化东宝战略布局



来源：公司公告，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,451</b>	<b>1,669</b>	<b>2,040</b>	<b>2,442</b>	<b>2,911</b>	<b>3,615</b>
增长率		15.0%	22.2%	19.7%	19.2%	24.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-452</b>	<b>-413</b>	<b>-492</b>	<b>-577</b>	<b>-652</b>	<b>-743</b>
<b>%销售收入</b>	<b>31.1%</b>	<b>24.7%</b>	<b>24.1%</b>	<b>23.6%</b>	<b>22.4%</b>	<b>20.5%</b>
<b>毛利</b>	<b>999</b>	<b>1,256</b>	<b>1,549</b>	<b>1,865</b>	<b>2,259</b>	<b>2,872</b>
<b>%销售收入</b>	<b>68.9%</b>	<b>75.3%</b>	<b>75.9%</b>	<b>76.4%</b>	<b>77.6%</b>	<b>79.5%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-6</b>	<b>-19</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>
<b>营业费用</b>	<b>-440</b>	<b>-467</b>	<b>-494</b>	<b>-606</b>	<b>-699</b>	<b>-875</b>
<b>%销售收入</b>	<b>30.3%</b>	<b>28.0%</b>	<b>24.2%</b>	<b>24.8%</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.2%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-184</b>	<b>-211</b>	<b>-229</b>	<b>-269</b>	<b>-314</b>	<b>-390</b>
<b>%销售收入</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.6%</b>	<b>11.2%</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.8%</b>	<b>10.8%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>364</b>	<b>573</b>	<b>806</b>	<b>979</b>	<b>1,232</b>	<b>1,589</b>
<b>%销售收入</b>	<b>25.1%</b>	<b>34.3%</b>	<b>39.5%</b>	<b>40.1%</b>	<b>42.3%</b>	<b>44.0%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-27</b>	<b>-17</b>	<b>-47</b>	<b>-27</b>	<b>-25</b>	<b>-8</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.2%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-16</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>-14</b>	<b>15</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
<b>%税前利润</b>	<b>1.9%</b>	<b>3.5%</b>	<b>n.a</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.9%</b>
<b>营业利润</b>	<b>327</b>	<b>569</b>	<b>739</b>	<b>962</b>	<b>1,231</b>	<b>1,610</b>
<b>营业利润率</b>	<b>22.6%</b>	<b>34.1%</b>	<b>36.2%</b>	<b>39.4%</b>	<b>42.3%</b>	<b>44.5%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>20</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
<b>税前利润</b>	<b>324</b>	<b>571</b>	<b>759</b>	<b>972</b>	<b>1,241</b>	<b>1,620</b>
<b>利润率</b>	<b>22.3%</b>	<b>34.2%</b>	<b>37.2%</b>	<b>39.8%</b>	<b>42.6%</b>	<b>44.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-47</b>	<b>-80</b>	<b>-120</b>	<b>-146</b>	<b>-186</b>	<b>-243</b>
<b>所得税率</b>	<b>14.6%</b>	<b>14.1%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>277</b>	<b>490</b>	<b>639</b>	<b>826</b>	<b>1,055</b>	<b>1,377</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>280</b>	<b>493</b>	<b>641</b>	<b>828</b>	<b>1,057</b>	<b>1,378</b>
<b>净利率</b>	<b>19.3%</b>	<b>29.5%</b>	<b>31.4%</b>	<b>33.9%</b>	<b>36.3%</b>	<b>38.1%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>277</b>	<b>490</b>	<b>639</b>	<b>826</b>	<b>1,055</b>	<b>1,377</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>非现金支出</b>	<b>128</b>	<b>138</b>	<b>167</b>	<b>193</b>	<b>215</b>	<b>243</b>
<b>非经营收益</b>	<b>22</b>	<b>-5</b>	<b>60</b>	<b>7</b>	<b>-4</b>	<b>-24</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-223</b>	<b>-329</b>	<b>-141</b>	<b>-172</b>	<b>-228</b>	<b>-220</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>205</b>	<b>293</b>	<b>725</b>	<b>854</b>	<b>1,038</b>	<b>1,376</b>
<b>资本开支</b>	<b>-106</b>	<b>-400</b>	<b>-411</b>	<b>-526</b>	<b>-600</b>	<b>-600</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>47</b>	<b>-439</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>-225</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>25</b>	<b>30</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-106</b>	<b>-578</b>	<b>-838</b>	<b>-512</b>	<b>-575</b>	<b>-570</b>
<b>股权募资</b>	<b>41</b>	<b>28</b>	<b>1,045</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>67</b>	<b>513</b>	<b>-637</b>	<b>39</b>	<b>-127</b>	<b>-371</b>
<b>其他</b>	<b>-223</b>	<b>-247</b>	<b>-272</b>	<b>-317</b>	<b>-316</b>	<b>-300</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-114</b>	<b>294</b>	<b>136</b>	<b>-278</b>	<b>-443</b>	<b>-672</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-15</b>	<b>9</b>	<b>22</b>	<b>64</b>	<b>20</b>	<b>134</b>

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>202</b>	<b>212</b>	<b>236</b>	<b>300</b>	<b>320</b>	<b>454</b>
<b>应收款项</b>	<b>431</b>	<b>416</b>	<b>477</b>	<b>526</b>	<b>628</b>	<b>779</b>
<b>存货</b>	<b>630</b>	<b>955</b>	<b>1,048</b>	<b>1,175</b>	<b>1,327</b>	<b>1,512</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>50</b>	<b>51</b>	<b>450</b>	<b>458</b>	<b>464</b>	<b>472</b>
<b>流动资产</b>	<b>1,312</b>	<b>1,634</b>	<b>2,210</b>	<b>2,459</b>	<b>2,739</b>	<b>3,217</b>
<b>%总资产</b>	<b>44.4%</b>	<b>43.1%</b>	<b>47.3%</b>	<b>46.6%</b>	<b>46.0%</b>	<b>47.3%</b>
<b>长期投资</b>	<b>243</b>	<b>193</b>	<b>333</b>	<b>333</b>	<b>333</b>	<b>333</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,280</b>	<b>1,587</b>	<b>1,851</b>	<b>2,300</b>	<b>2,715</b>	<b>3,097</b>
<b>%总资产</b>	<b>43.3%</b>	<b>41.9%</b>	<b>39.6%</b>	<b>43.6%</b>	<b>45.6%</b>	<b>45.6%</b>
<b>无形资产</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>200</b>	<b>100</b>	<b>81</b>	<b>67</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,644</b>	<b>2,154</b>	<b>2,465</b>	<b>2,813</b>	<b>3,210</b>	<b>3,578</b>
<b>%总资产</b>	<b>55.6%</b>	<b>56.9%</b>	<b>52.7%</b>	<b>53.4%</b>	<b>54.0%</b>	<b>52.7%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,956</b>	<b>3,788</b>	<b>4,675</b>	<b>5,272</b>	<b>5,949</b>	<b>6,795</b>
<b>短期借款</b>	<b>310</b>	<b>873</b>	<b>430</b>	<b>500</b>	<b>372</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>129</b>	<b>136</b>	<b>182</b>	<b>193</b>	<b>220</b>	<b>260</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>27</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>125</b>
<b>流动负债</b>	<b>461</b>	<b>1,027</b>	<b>639</b>	<b>725</b>	<b>631</b>	<b>384</b>
<b>长期贷款</b>	<b>298</b>	<b>250</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>61</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>37</b>	<b>32</b>	<b>31</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>796</b>	<b>1,309</b>	<b>730</b>	<b>785</b>	<b>691</b>	<b>445</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,138</b>	<b>2,459</b>	<b>3,939</b>	<b>4,483</b>	<b>5,255</b>	<b>6,349</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,956</b>	<b>3,788</b>	<b>4,675</b>	<b>5,272</b>	<b>5,949</b>	<b>6,795</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.272	0.434	0.451	0.484	0.617	0.806
每股净资产	2.075	2.165	2.770	3.152	3.696	4.465
每股经营现金净流	0.199	0.258	0.510	0.601	0.730	0.967
每股股利	0.185	0.185	0.200	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	13.09%	20.04%	16.27%	18.47%	20.11%	21.71%
总资产收益率	9.46%	13.01%	13.71%	15.70%	17.76%	20.29%
投入资本收益率	11.21%	13.66%	15.31%	16.48%	18.40%	21.07%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	20.52%	15.02%	22.23%	19.69%	19.21%	24.16%
EBIT 增长率	60.81%	57.41%	40.80%	21.36%	25.86%	28.99%
净利润增长率	52.13%	76.19%	30.02%	29.16%	27.64%	30.46%
总资产增长率	9.72%	28.14%	23.41%	12.78%	12.83%	14.23%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	91.8	84.9	74.7	74.7	74.7	74.7
存货周转天数	393.0	700.2	743.1	743.1	743.1	743.1
应付账款周转天数	36.7	46.5	53.3	53.3	53.3	53.3
固定资产周转天数	305.7	247.2	219.0	205.1	186.5	158.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	18.80%	36.73%	6.45%	5.79%	2.14%	-6.19%
EBIT 利息保障倍数	13.6	33.8	17.3	36.5	49.7	205.7
资产负债率	26.92%	34.56%	15.61%	14.90%	11.62%	6.55%



**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	2	22	32	36	48
增持	2	7	11	14	24
中性	0	3	4	4	8
减持	0	1	1	1	1
评分	1.50	1.48	1.46	1.45	1.53

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-11-04	买入	23.93	30.00~36.00
2	2017-01-08	买入	20.85	N/A
3	2017-02-24	买入	21.23	N/A
4	2017-03-30	买入	21.39	N/A
5	2017-04-13	买入	21.16	N/A
6	2017-04-26	买入	21.18	N/A
7	2017-10-11	买入	19.90	N/A
8	2017-10-26	买入	22.86	N/A

来源：国金证券研究所

**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


**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为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。

**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 7GH