

2017年12月12日

华海药业 (600521.SH)

管中窥豹，从阿立哌唑看美国仿制药市场变化及未来中国市场发展方向

■公司今年第9个ANDA品种阿立哌唑获批，海外研发投入产出加快：阿立哌唑片目前总共有几十家企业拥有ANDA批文，其中有实际销售的企业18家。根据IMS数据，2017年前三季度销售额约2.17亿美元，原研药仍占据最大市场份额（23%）。公司今年获批ANDA速度明显加快，显示前几年在美国投入的研发费用陆续产出。由于拥有阿立哌唑的原料药DMF，公司有望凭借成本优势获得可观的市场份额。

■2016-2017年的美国仿制药市场：降价浪潮中，两类品种大有可为：2016年以来美国仿制药市场的新一轮降价潮主要受前些年流通业整合及FDA有意加强竞争引导降价有关。不同品种的壁垒决定了其价格走势，仿制药企的竞争优势可以建立在两大类品种上：高技术壁垒品种（如抢首仿、高难度剂型等）和规模优势品种。公司的33个ANDA中有29个可以自供原料药，成本优势显著，同时在高壁垒品种方面也多有斩获，为其市场份额的提升奠定基础。

■国内仿制药行业向无品牌时代转型，行业龙头勇担使命：我们判断一致性评价促使国产仿制药质量大幅提升后，国内有望迎来无品牌仿制药时代，成本、规模因素主导市场格局重新划分，而非销售能力，公司作为行业龙头之一有望受益于行业整合。

■一致性评价已申报17个品种，有望于明年陆续获批：公司目前已总共申报品种17个，涉及29个文号（缬沙坦有望于今年底或明年初获批），明年有望成为通过评价品种数量领先的企业。

■投资建议：首次覆盖，买入-A投资评级。我们预计公司2017年-2019年净利润为6.11/7.62/10.38亿元，增速为22.1%/24.7%/36.1%。看好公司在一致性评价中的机遇，首次给予买入-A的投资评级。

■风险提示：产品降价风险；一致性评价进展不达预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,500.4	4,092.9	4,946.7	5,904.8	7,292.5
净利润	442.5	500.8	611.4	762.6	1,038.1
每股收益(元)	0.42	0.48	0.59	0.73	1.00
每股净资产(元)	3.44	4.20	4.59	5.05	5.67

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	67.7	59.8	49.0	39.3	28.9
市净率(倍)	8.3	6.8	6.3	5.7	5.1
净利润率	12.6%	12.2%	12.4%	12.9%	14.2%
净资产收益率	12.3%	11.4%	12.8%	14.5%	17.6%
股息收益率	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	1.3%
ROIC	12.7%	10.4%	12.3%	14.8%	19.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

化学原料药

投资评级 买入-A

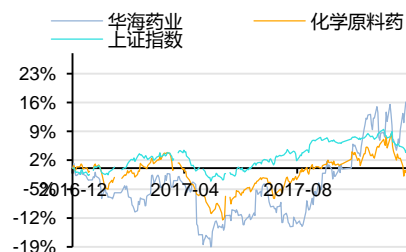
首次评级

6个月目标价：35.5元
 股价(2017-12-11) 28.73元

交易数据

总市值(百万元)	29,950.75
流通市值(百万元)	29,504.93
总股本(百万股)	1,042.49
流通股本(百万股)	1,026.97
12个月价格区间	18.35/28.73元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.01	31.02	21.34
绝对收益	17.79	29.41	24.11

徐衍鹏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120002
 xuyip1@essence.com.cn
 021-35082113

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
 cuiwl@essence.com.cn
 010-83321412

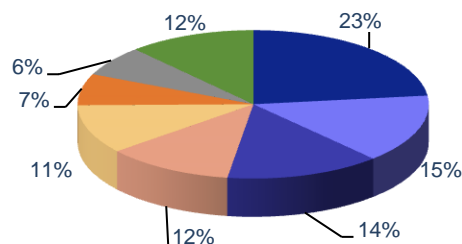
相关报告

1. 今年第 9 个 ANDA 品种阿立哌唑获批，海外研发投入产出加快

近日公司公告阿立哌唑片获得 FDA 批准，包括 2 /5 /10 /15 /20 /30 mg 共 6 个规格。阿立哌唑片主要用于治疗精神分裂症，原研为日本大冢 (Otsuka) 公司，其专利于 2015 年 4 月到期后仿制药陆续上市，目前总共有几十家企业拥有 ANDA 批文，其中有实际销售的企业 18 家。根据 IMS 数据，美国市场 2016 年销售额约 8.96 亿美元，2017 年前三季度销售额约 2.17 亿美元。从 2017 年市场格局来看，原研药仍占据最大市场份额 (23%)，仿制药企份额排名在前的有 AMNEAL、CAMBER、AJANTA、TORRENT 等。

图 1: 2017 年美国阿立哌唑市场格局

■ OTSUKA AMERICA ■ AMNEAL PHARMA ■ CAMBER PHARMA ■ AJANTA PHARMA
■ TORRENT PHARMAC ■ DR.REDDY'S LAB ■ TEVA USA ■ 其它



资料来源: Symphony Health Solutions, 安信证券研究中心

该产品是公司今年获批的第 9 个 ANDA 产品，从获批速度上看今年明显加快，显示公司前几年在美国投入的研发费用陆续产出。尽管阿立哌唑目前美国市场格局竞争较为激烈，但公司拥有阿立哌唑的原料药 DMF 备案，有望凭借成本优势获得可观的市场份额。

2. 2016-2017 年的美国仿制药市场：降价浪潮中，两类品种大有可为

自 2016 年以来，美国仿制药市场迎来新一轮降价浪潮，其主要原因是：

- ✓ 过去十年美国流通渠道深度整合后，集中度大幅提升，向药企采购的议价能力大幅提升（美国三大药品批发商 McKesson、Amerisource Bergen Corp 和 Cardinal Health 合计的采购金额占到美国整个仿制药市场的 80% 以上）；同时批发企业为了获得更多的零售药店客户而竞相主动降价，而零售药店在采购时也更加积极地寻找价格便宜的供货商，甚至直接从厂家进货。
- ✓ 美国新一届政府上台后对高药价保持高压态势，FDA 基于对美国仿制药市场竞争不够充分的判断进一步加快了审评节奏，仅 2017 上半年 FDA 批准 ANDA 共 888 个，数量同比增长 18%。新竞品上市加快，导致价格战加剧。

降价导致仿制药企和批发企业盈利缩水，股价也遭遇重创。从 2016 年 6 月到 2017 年 6 月，美国仿制药市场整体处方量持平，但由于降价导致仿制药整体销售收入减少 12%。美国几大批发商也纷纷预测在新的供需平衡形成之前，预计美国仿制药市场价格水平每年会下降 7%-9% 左右。

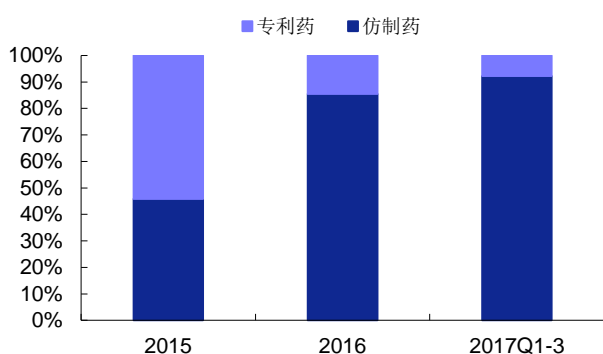
实际上美国的仿制药市场化调节比较显著，供需变化时常会导致价格波动。尽管仿制药难以像专利药那样享受知识产权壁垒带来的高溢价，但作为满足临床用药的主要品类（仿制药在美国处方量中占比超过 90%），这仍然是一个空间大、壁垒高、盈利强的行业。不同品种的壁垒决定了其价格走势，仿制药企的竞争优势可以建立在两大类品种上：高技术壁垒品种（如抢首仿、高难度剂型等）和规模优势品种。特别是临床用药量巨大的普药类品种，在价格下降过程中，不具规模优势的中小企业盈利大幅减少会逐步退出市场，最终在一个均衡的状态下由龙头企业形成相对稳定的供应，同样可以获得不菲的盈利回报。当然极端的情况下在历

史上美国也经常会出现由于供给不足，价格大幅上升的例子。

我们以阿立哌唑为例，说明一个典型的美国仿制药市场格局变化：

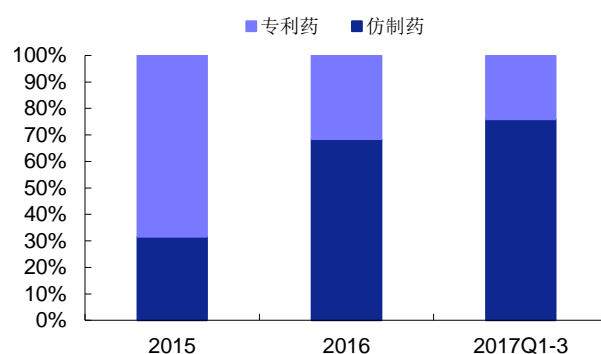
- ✓ 阿立哌唑临床应用有多个规格，其中以5mg处方量最大。2015年仿制药上市后，由于价格便宜迅速替代原研药，到2017年前三季度处方量份额已超过90%；销售份额也达到70%以上。可见在美国市场上仿制药由于质量疗效与原研一致，一旦上市后对原研药的替代进程非常迅速，这与中国市场动辄几十个仿制药也难以撼动原研药市场份额形成了鲜明的对比。
- ✓ 另一方面，由于仿制企业众多，阿立哌唑的价格也一路下跌，在这一过程中具备成本优势的企业才能够最终胜出获得相对稳定的市场份额。

图 2：美国市场阿立哌唑处方量占比变化



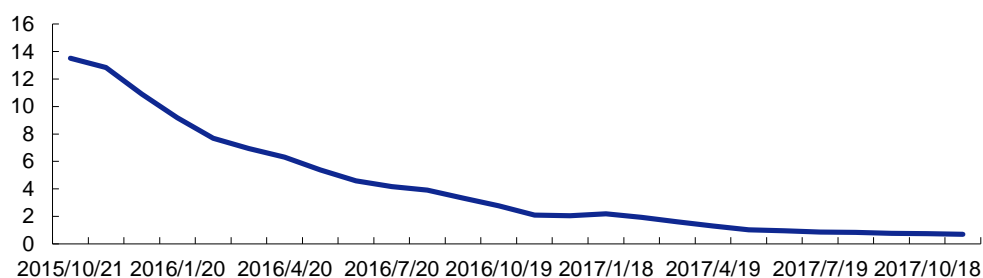
资料来源：Symphony Health Solutions，安信证券研究中心

图 3：美国市场阿立哌唑销售额占比变化



资料来源：Symphony Health Solutions，安信证券研究中心

图 4：美国阿立哌唑仿制药平均采购价格变化（5mg 规格，单位：美元/片）



资料来源：Symphony Health Solutions，安信证券研究中心

在充分竞争的仿制药市场上，成本优势的重要性也可以从华海药业的出口制剂销售情况看出。公司目前在美国获批的 33 个 ANDA 品种(FDA 网站)，其中有 29 个是可以自供原料药的，特别是在普利和沙坦类领域，公司是全球最大的原料药供应商之一。由于成本优势显著，公司在相应下游制剂的销售都从激烈的竞争中夺得了非常可观的市场份额。

表 1：华海药业海外品种市场份额变化情况

	2017H1	2016	2015
盐酸罗匹罗尼	36.9%	39.1%	30.4%
盐酸苯那普利	68.8%	56.5%	34.6%
盐酸多奈哌齐	54.4%	55.6%	52.4%
厄贝沙坦片	33.6%	35.1%	39.1%
拉莫三嗪控释	39.4%	53.3%	66.2%
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	15.1%	17.3%	12.6%
赖诺普利	13.5%	10.2%	2.5%
左乙拉西坦缓释	9.5%	2.9%	0.1%
利培酮片	17.0%	15.8%	0.9%
盐酸安非他酮缓释片	7.0%	2.9%	0.4%
缬沙坦片	46.3%	35.3%	1.7%
艾司西酞普兰	2.6%	1.3%	
缬沙坦氢氯噻嗪片	13.4%	4.8%	
伏立康唑	0.1%		
强力霉素缓释片	0.7%		

资料来源：Symphony Health Solutions，安信证券研究中心

3. 国内仿制药行业向无品牌时代转型，行业龙头勇担使命

根据不同国家和地区内仿制药的市场行为不同，可将仿制药市场分为两类：无品牌仿制药市场（pure generic）和品牌仿制药市场（branded generic）：

- ✓ 无品牌仿制药市场（pure generic）：上市的仿制药品均无品牌和商标，医生开具处方时列示药物的国际通用名称，由病人到药品供应商处自行选择和购买（不同厂商的仿制药价格不同，满足不同支付能力患者的需求）。由于医生并不能控制病人选择哪家产品购买，无品牌仿制药市场下，生产商通常不对医生进行营销。仿制药品能否进入药品供应链是决定销量的关键因素，因此药品生产企业维护好与药品批发、零售商（采购方）和医疗基金、保险（支付方）的关系至关重要。无品牌仿制药市场代表国家如美国、英国、加拿大、荷兰、以色列等。
- ✓ 品牌仿制药市场（branded generic）：上市的仿制药品也有商标，并明确列示在医生开具的处方之中。因此，医生对仿制药品的销售起到决定作用，也就需要生产企业对其进行推广和营销。品牌仿制药市场如俄罗斯、中国、拉丁美洲部分国家。

除此之外，在部分国家如德国、日本、法国、意大利及西班牙等同时存在以上两种仿制药市场行为，因此仿制药企业在进入当地市场时需要针对不同的市场特征采取销售策略。

中国目前属于品牌仿制药市场，导致药企为实现仿制药的销售需要投入大量费用，其根源在于仿制药质量水平参差不齐，而且在营销过程中实际上消耗了大量本该投入到研发上的资金。我们认为此次国家强力推行仿制药一致性评价后，意在治本，未来中国向无品牌仿制药市场转型已是势在必行。在这个行业巨变中，必然会有一些行业龙头担负起历史使命。华海药业作为国内最早探索制剂出口的龙头企业，在此次一致性评价中迎来历史性机遇，有望成为行业转型中的中坚力量。

4. 公司一致性评价已申报 17 个品种，有望于明年陆续获批

过去十年多制剂出口积淀的质量优势为公司此次参与国内一致性评价构筑强大的竞争优势，受益于 CFDA 相关政策，今年以来公司已在欧美规范市场获批的品种正通过“绿色通道”快速申报，特别是 9 月份正式受理一致性评价申报以来公司加快申报，目前已总共申报品种 17 个（缬沙坦已于 2016 年 12 月获得优先审评，其中一个文号已完成 CDE 的技术审评阶段，有望于今年底或明年初获批），涉及 29 个文号。考虑到公司产品属于出口转内销的特殊类型，在评价流程方面远快于普通的申报品种，我们预计公司产品有较大概率能够快速获批通过评

价，并有望于 2018 成为通过一致性评价品种数量领先的企业。

表 2：华海药业申报已受理的一致性评价品种

受理号	药物名称	公司名称	承办日期
CYHS1700307	草酸艾司西酞普兰片	浙江华海药业股份有限公司	2017-12-8
CYHS1700308	草酸艾司西酞普兰片	浙江华海药业股份有限公司	2017-12-8
CYHS1700451	拉莫三嗪片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-27
CYHS1700454	左乙拉西坦片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-27
CYHS1700453	左乙拉西坦片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-27
CYHS1700452	拉莫三嗪片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-27
CYHS1700334	赛洛多辛胶囊	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-20
CYHS1700265	伏立康唑片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-17
CYHS1700269	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-17
CYHS1700268	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-17
CYHS1700267	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-17
CYHS1700266	伏立康唑片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-17
CYHS1700256	缙沙坦氢氯噻嗪片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-17
CYHS1700084	盐酸多奈哌齐片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-17
CYHS1700085	盐酸多奈哌齐片	浙江华海药业股份有限公司	2017-11-17
CYHB1704618	赖诺普利片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1704624	利培酮片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1704622	氯沙坦钾片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1704621	氯沙坦钾片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1704619	赖诺普利片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1703359	奈韦拉平片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1703366	厄贝沙坦片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1703363	福辛普利钠片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1703361	盐酸帕罗西汀片	浙江华海药业股份有限公司	2017-09-25
CYHB1704627	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	浙江华海药业股份有限公司	2017-08-17
CYHB1702594	厄贝沙坦	浙江华海药业股份有限公司	2017-05-25
CYHB1511595	赖诺普利片	浙江华海药业股份有限公司	2016-09-21
CYHB1511597	赖诺普利片	浙江华海药业股份有限公司	2016-09-21
CYHB1605889	缙沙坦	浙江华海药业股份有限公司	2016-08-24

资料来源：CDE，安信证券研究中心

5. 首次覆盖，给予“买入-A”评级

看好一致性评价为公司国内制剂销售带来的巨大弹性，给予“买入-A”评级。我们预计公司 2017 年-2019 年净利润为 6.11/7.62/10.38 亿元，增速为 22.1%/24.7%/36.1%；EPS 为 0.59/0.71/1.00 元，当前股价对应 PE 为 49/39/28x。公司作为受益一致性评价的龙头企业，目前申报进展迅速，看好华海药业高品质制剂在国内弯道超车的巨大机会，给予“买入-A”评级。

6. 风险提示

产品降价风险；一致性评价进展不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,500.4	4,092.9	4,946.7	5,904.8	7,292.5	成长性					
减:营业成本	1,777.5	2,052.7	2,378.2	2,788.3	3,381.0	营业收入增长率	35.4%	16.9%	20.9%	19.4%	23.5%
营业税费	27.5	40.3	35.5	49.0	61.6	营业利润增长率	60.4%	3.0%	36.3%	27.9%	35.0%
销售费用	448.1	614.7	890.4	1,062.9	1,312.7	净利润增长率	66.7%	13.2%	22.1%	24.7%	36.1%
管理费用	714.2	859.5	905.2	1,080.6	1,312.7	EBITDA 增长率	39.6%	9.6%	26.9%	18.4%	27.2%
财务费用	-5.8	-8.0	24.7	7.1	3.4	EBIT 增长率	44.1%	2.6%	43.4%	24.5%	34.3%
资产减值损失	49.0	26.2	31.0	35.4	30.9	NOPLAT 增长率	46.5%	-0.9%	43.4%	24.5%	34.3%
加:公允价值变动收益	1.6	-	0.5	-0.4	0.1	投资资本增长率	21.8%	21.3%	2.8%	2.0%	11.5%
投资和汇兑收益	1.6	0.5	10.1	4.1	4.9	净资产增长率	13.9%	23.0%	8.2%	8.9%	10.8%
营业利润	493.1	507.9	692.3	885.3	1,195.3	利润率					
加:营业外净收支	30.7	59.2	31.8	14.0	14.0	毛利率	49.2%	49.8%	51.9%	52.8%	53.6%
利润总额	523.8	567.1	724.1	899.3	1,209.3	营业利润率	14.1%	12.4%	14.0%	15.0%	16.4%
减:所得税	87.1	110.2	140.7	174.7	234.9	净利润率	12.6%	12.2%	12.4%	12.9%	14.2%
净利润	442.5	500.8	611.4	762.6	1,038.1	EBITDA/营业收入	19.6%	18.3%	19.3%	19.1%	19.7%
						EBIT/营业收入	13.9%	12.2%	14.5%	15.1%	16.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	144	152	128	95	67
货币资金	601.7	791.6	395.7	472.4	583.4	流动营业资本周转天数	131	137	136	135	138
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	267	279	251	231	231
应收账款	1,050.0	1,296.1	1,513.4	1,774.3	2,353.2	应收账款周转天数	95	103	102	100	102
应收票据	41.8	25.9	52.5	47.5	72.4	存货周转天数	96	106	96	94	94
预付账款	39.7	35.7	55.3	53.7	74.9	总资产周转天数	516	538	476	405	360
存货	1,077.3	1,330.2	1,301.9	1,791.2	2,028.2	投资资本周转天数	364	378	348	298	258
其他流动资产	21.0	31.8	78.9	43.9	51.5	投资回报率					
可供出售金融资产	8.1	21.3	9.8	13.1	14.7	ROE	12.3%	11.4%	12.8%	14.5%	17.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	6.8%	9.2%	10.5%	12.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	12.7%	10.4%	12.3%	14.8%	19.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,600.2	1,865.2	1,658.0	1,450.8	1,243.6	销售费用率	12.8%	15.0%	18.0%	18.0%	18.0%
在建工程	492.2	695.9	695.9	695.9	695.9	管理费用率	20.4%	21.0%	18.3%	18.3%	18.0%
无形资产	421.0	483.0	454.6	426.1	397.7	财务费用率	-0.2%	-0.2%	0.5%	0.1%	0.0%
其他非流动资产	162.4	149.6	143.2	151.2	148.0	三费/营业收入	33.0%	35.8%	36.8%	36.4%	36.0%
资产总额	5,515.5	6,726.4	6,359.1	6,920.0	7,663.6	偿债能力					
短期债务	837.8	462.4	349.6	85.0	179.4	资产负债率	32.5%	31.9%	22.1%	22.0%	22.0%
应付账款	399.6	408.1	458.9	574.4	697.6	负债权益比	48.3%	46.9%	28.4%	28.2%	28.2%
应付票据	225.5	397.1	272.7	531.2	453.0	流动比率	1.68	2.32	2.58	2.94	3.25
其他流动负债	219.6	246.2	237.9	233.7	260.1	速动比率	1.04	1.44	1.59	1.68	1.97
长期借款	-	534.7	-	-	-	利息保障倍数	-83.76	-62.28	29.02	124.96	348.53
其他非流动负债	112.7	100.1	86.6	99.8	95.5	分红指标					
负债总额	1,795.1	2,148.6	1,405.6	1,524.1	1,685.6	DPS(元)	0.15	0.18	0.23	0.27	0.38
少数股东权益	129.2	194.3	167.8	130.5	68.1	分红比率	35.9%	37.5%	39.2%	37.5%	38.1%
股本	793.1	1,043.0	1,043.0	1,043.0	1,043.0	股息收益率	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	1.3%
留存收益	2,877.8	3,382.7	3,742.7	4,222.4	4,866.9						
股东权益	3,720.4	4,577.8	4,953.5	5,395.9	5,978.0						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	436.7	456.9	611.4	762.6	1,038.1	EPS(元)	0.42	0.48	0.59	0.73	1.00
加:折旧和摊销	197.5	251.0	235.6	235.6	235.6	BVPS(元)	3.44	4.20	4.59	5.05	5.67
资产减值准备	49.0	26.2	-	-	-	PE(X)	67.7	59.8	49.0	39.3	28.9
公允价值变动损失	-1.6	-	0.5	-0.4	0.1	PB(X)	8.3	6.8	6.3	5.7	5.1
财务费用	-6.9	-14.8	24.7	7.1	3.4	P/FCF	265.5	-181.9	-168.3	73.4	53.0
投资损失	-1.6	-0.5	-10.1	-4.1	-4.9	P/S	8.6	7.3	6.1	5.1	4.1
少数股东损益	-5.8	-43.9	-27.9	-38.0	-63.8	EV/EBITDA	29.8	31.0	31.5	26.3	20.6
营运资金的变动	-291.5	-313.1	-361.7	-338.9	-799.0	CAGR(%)	18.4%	28.7%	31.5%	18.4%	28.7%
经营活动产生现金流量	195.3	433.1	472.5	624.0	409.5	PEG	3.7	2.1	1.6	2.1	1.0
投资活动产生现金流量	-399.4	-706.7	21.6	0.8	3.3	ROIC/WACC	1.2	1.0	1.2	1.4	1.9
融资活动产生现金流量	209.5	408.8	-890.0	-548.2	-301.7	REP	4.3	5.0	5.3	4.2	2.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

徐衍鹏、崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034