

投资 Waterstone，心血管药品布局持续完备 ——乐普医疗（300003）事件跟踪

核心观点：

1. 事件：

2月28日晚，公司发布公告，全资子公司乐普控股拟使用1400万美元，收购 ABUNDANT NEW INVESTMENT LIMITED 持有的 Waterstone Cayman 25% 股权。

Waterstone Cayman 控股子公司中美华世通生物医药科技（武汉）有限公司是其在国内的运营平台公司，是一家主营降血糖（DPP-4 与 SGLT-2）、降血脂、肾病用药、创新药等制剂和原料药研发、生产和销售的高新技术企业。股权转让完成后，乐普医疗将间接持有华世通 20% 股权，并将在降血糖、降血脂、肾病用药等领域与华世通展开深度合作。

华世通承诺乐普医疗投资后两年内，完成阿格列汀、卡格列净、依折麦布、非布司他四个药品的正式生产注册。

2. 我们的分析与判断

（一）华世通高管团队阵容强大，且拥有多个领域在研药物

华世通高管团队的经验丰富且专业能力强，实际控制人张发明博士曾任礼来公司高级科学家及药物研发部全球主管。中美华世通生物医药科技有限公司是 Waterstone Cayman 在国内的运营平台公司，公司的管理团队拥有丰富的研发/管理经验：实际控制人张发明博士曾任印第安纳大学化学和生物化学系副教授、武汉大学药学院特聘教授、中组部“千人计划”特聘专家，为蛋白多肽和基因工程药物研发领域著名科学家，具有 30 多年生物医药研发及管理背景。曾在国际权威学术期刊发表论文 20 余篇，并以第一作者在《Nature》发表论文 2 篇，同时拥有 9 项蛋白质大分子药物及靶向药物设计的国际专利。资深副总裁施雄伟为国家“千人计划”特聘专家，拥有 10 余年美国默克公司的工艺合成工作经验。首席技术官刘陆平博士为浙江省“千人计划”，拥有 10 余年的雅培、默克公司的研发经验。此外，公司其他高管均拥有数十年的医药行业生产管理经验。

乐普医疗(300003.SZ)

推荐 维持评级

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

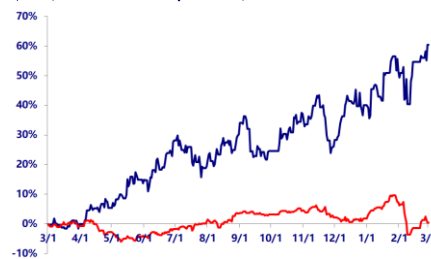
(wangxiaqi@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

市场数据 2018-2-28

A 股收盘价(元)	27.67
A 股一年内最高价(元)	27.94
A 股一年内最低价(元)	16.92
上证指数	3259.41
市盈率-TTM	54.90
总股本(万股)	178165.29
实际流通 A 股(万股)	141166.39
限售的流通 A 股(万股)	36998.90
流通 A 股市值(亿元)	390.61

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

1. 2018-01-31 乐普医疗业绩预告点评：业绩延续高增长，继续看好
2. 2018-1-8 乐普医疗事件点评：高瞻远瞩，强势进军肿瘤免疫治疗领域
3. 2017-12-19 乐普医疗事件点评：参设人寿股份，战略布局商业健康保险
4. 2017-10-26 乐普医疗三季报点评：业绩高增势头延续，里程碑式布局三代胰岛素

表 1: 华世通部分高管履历

姓名	职务	履历
张发明博士	CEO	中科院博士、美国德州大学博士后，中组部“千人计划”，科技部创新创业人才、武汉 3551 人才，曾任美国礼来全球开发部主管，《自然》杂志发表论文 2 篇
罗霄	总裁	中国中原实业总公司 CFO，武汉中原医药产业管理有限公司董事长，武汉弘济骨科医院有限公司总经理
施雄伟	资深副总裁	国家“千人计划”特聘专家，美国康乃尔大学博士后，十余年美国默克工艺合成经验，上海桑迪亚医药执行副总裁，嘉兴桑迪亚联友制药董事长
刘陆平博士	首席技术官	美国马凯特大学博士，浙江省“千人计划”，十多年美国雅培、默克公司研发经验，20 余项美国专利、10 多篇美国论文
赵从华	副总经理	华南理工大学学士，30 年医药行业生产及管理经验，高级工程师、执业药师
刘敏	副总经理	商业管理硕士，曾任丝宝集团总经理十余年，丰富人事、行政管理经验

资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

华世通在研药品涉及降糖、降血脂、消化系统等多个领域，且公司承诺在乐普投资 2 年内完成阿格列汀、卡格列净、依折麦布、非布司他四个药品的正式生产注册。华世通主要从事降血糖（包括 DPP-4 与多款 SGLT-2 类药物）、降血脂、肾病用药、创新药等制剂和原料药研发、生产和销售，全资子公司湖北华世通是其制剂、API 及原料药生产基地，拥有符合 GMP 和 cGMP 标准的 API 生产线、cGMP 标准公斤级 API 生产线，以及公斤级实验室 25000m²。目前华世通拥有包括仿制药和创新药在内的多款在研药品，公司承诺承诺乐普医疗投资后两年内，完成阿格列汀、卡格列净、依折麦布、非布司他四个药品的正式生产注册。

表 2: 华世通部分在研仿制药/创新药的进展

研发类型	药品名称	治疗领域	受理号	申请类型	审评结果	承办/状态开始日期
仿制药	阿格列汀	糖尿病类药物	CYHS1700328	申请生产	审评审批中	2018-01-15
	达格列净	糖尿病类药物	CXHL1402112	申请临床	批准临床	2016-02-04
	恩格列净	糖尿病类药物	CXHL1500598	申请临床	制证完毕	2016-08-12
	卡格列净	糖尿病类药物	CXHL1401191	申请临床	批准临床	2016-03-17
	依折麦布	心血管病药物-降血脂	CXHL1401011	申请临床	批准临床	2016-02-19
	地拉罗司	血液药物	CXHL1500673	申请临床	制证完毕	2016-08-01
	兰索拉唑	消化系统类药物	CYHS1301767	申请生产	审评审批中	2017-04-18
	盐酸阿考替胺	消化系统类药物	CXHL1500412	申请临床	制证完毕	2016-08-01
	非布司他	痛风类药物	CXHS1300220	申请生产	制证完毕	2016-06-27
	拉莫三嗪	神经系统类药物-抗癫痫	CYHS1300161	申请生产	审评审批中	2013-05-28
创新药	塞来昔布	骨科药物	CYHS1400372	申请生产	审评审批中	2014-07-15
	SCY-635	抗 HBV 药物				
	WS-008	非酒精性脂肪肝高度有效低副作用				
	WS-009	降糖减肥药物				

资料来源：药智网，公司官网，中国银河证券研究部

表 3: 华世通可生产的原料药

治疗领域	可生产原料药种类
糖尿病类药物	阿格列汀、曲格列净、卡格列净、恩格列净、达格列净
消化系统类药物	奥贝胆酸、单磷酸阿糖腺苷、盐酸阿考替胺、兰索拉唑*、右旋兰索拉唑*
痛风类药物	非布司他
骨科药物	塞来昔布*、盐酸雷洛昔芬
心血管病药物	依折麦布*
血液药物	地拉罗司*、艾曲波帕
勃起功能障碍药物	他达拉非

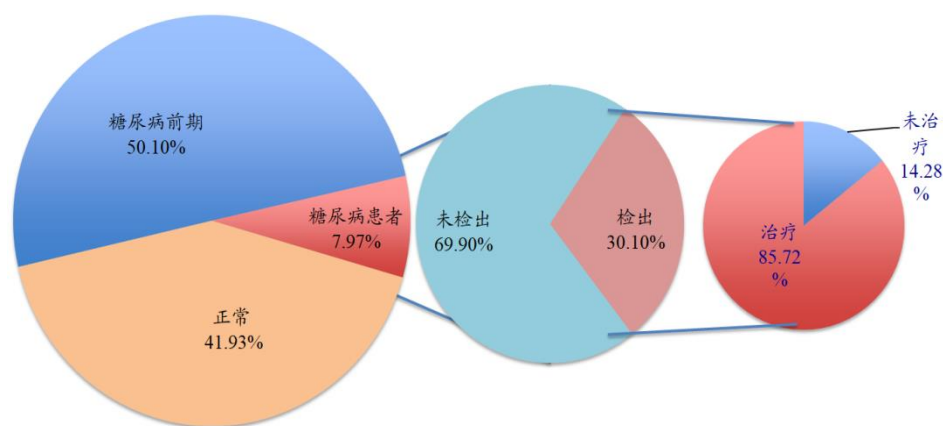
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部

注: 上述原料药已获批在中国、美国或欧洲地区销售, *代表经 FDA 批准可在美国销售、且处于在售状态的原料药。

(二) 糖尿病用药布局进一步完备, 跻身国内口服降糖药研发第一梯队

我国糖尿病患者人群基数大, 用药水平极低, 形势不容乐观。我国糖尿病患病情况不容乐观, 据 IDF 统计, 2015 年全球糖尿病患者总数为 4.15 亿, 我国糖尿病患者人数达 1.096 亿, 占全球患者总数的 26%。同时, 我国有超过 50% 的人口为糖尿病前期患者, 即已发生 IFG (空腹血糖受损) 和 IGT (糖耐量减低), 是易患糖尿病的高危人群。此外, 我国糖尿病患者检出率仅 30.1%, 治疗率约 25.8%。并且我国糖尿病用药水平极低: 据 IDF 统计, 2015 年我国糖尿病用药市场规模约 414 亿元, 其中胰岛素 176 亿元。而全球糖尿病用药市场规模约 600 亿美元, 胰岛素占 342 亿美元。我国糖尿病用药市场规模占全球约 10%, 胰岛素市场规模仅占全球约 7%, 相比于我国超过全球 1/4 的糖尿病患者, 用药水平极低, 糖尿病治疗市场潜力巨大。

图 1: 2013 年我国糖尿病患者检出情况

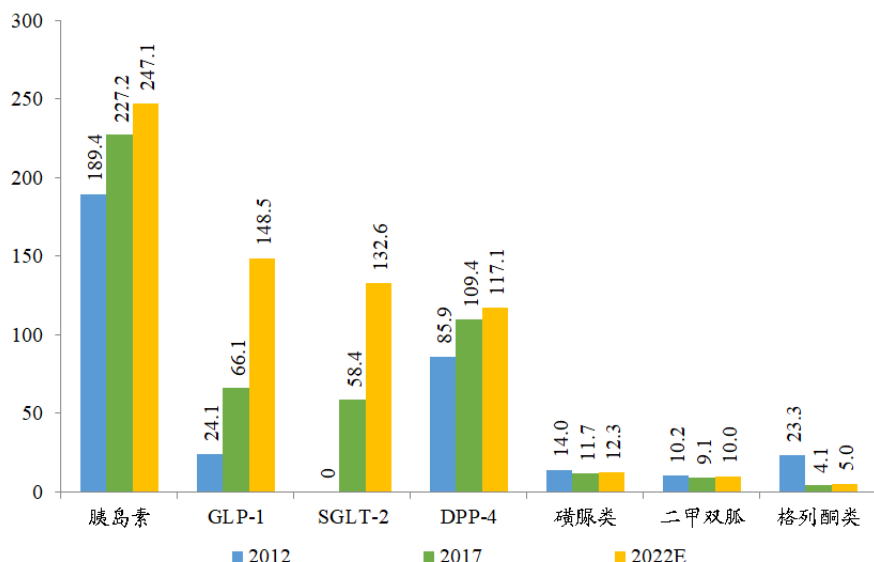


资料来源: JAMA, 中国银河证券研究部

口服降糖药是糖尿病患者病程前期的主要用药, 全球口服降糖药以 DPP-4 和 SGLT-2 为主。根据糖尿病治疗指南, 糖尿病患者病程前期主要依靠口服降糖药物, 必要时辅助胰岛素进行控制。随着病程推进, 中后期需依赖胰岛素类药物进行治疗。因此口服降糖药是糖尿病患者病程前期的主要用药。据 Evaluate Pharma 统计, 2017 年全球糖尿病用药市场规模约 500 亿美元, 其中 DPP-4 抑制剂规模约 109.4 亿美元, SGLT-2 抑制剂规模约 58.4 亿美元, 二者合计占比非胰岛素类药物规模的 61.4%。预计 2022 年全球糖尿病用药

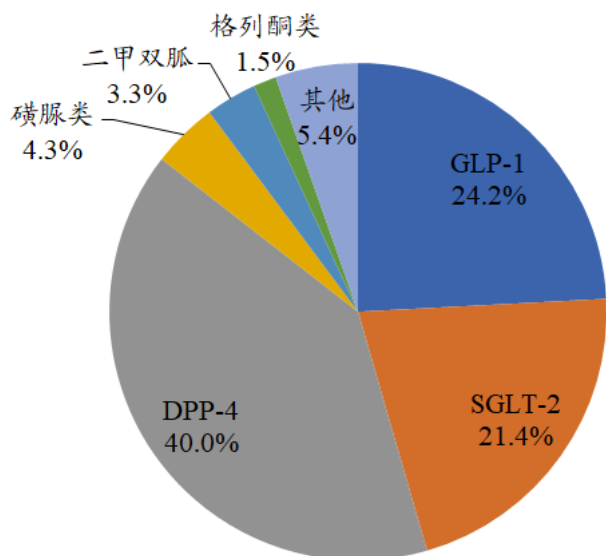
市场规模约 691 亿美元，其中 DPP-4 抑制剂和 SGLT-2 抑制剂销售规模分别约 117.1 亿美元和 132.6 亿美元，合计占非胰岛素药物规模的 56.3%，仍然保持较高占比。

图 2：全球糖尿病类药物销售规模统计及预测



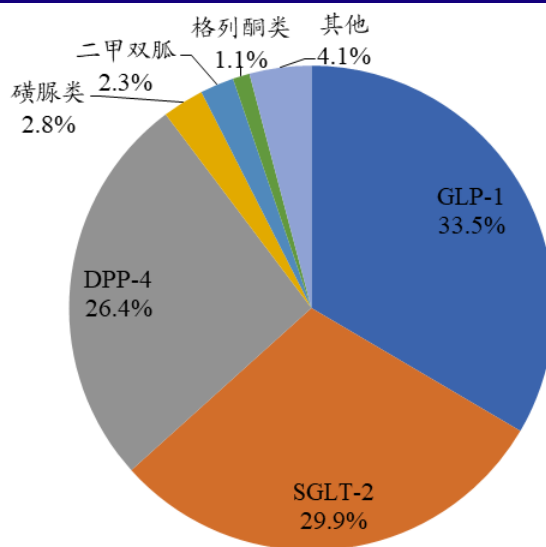
资料来源：EvaluatePharma、中国银河证券研究部

图 3：2017 年全球非胰岛素类药物竞争格局



资料来源：EvaluatePharma、中国银河证券研究部

图 4：预测 2022 年全球非胰岛素类药物竞争格局



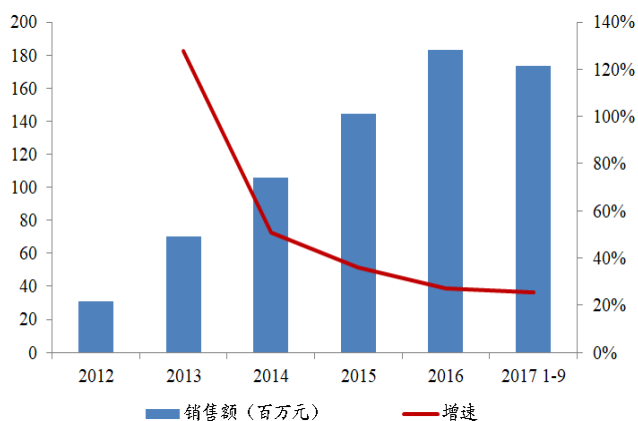
资料来源：EvaluatePharma、中国银河证券研究部

中国市场 DPP-4 抑制剂均为原研进口产品，新进医保目录将加速放量。目前在国内销售的 DPP-4 抑制剂均为原研进口产品，包括西格列汀、沙格列汀、维格列汀、利格列汀和阿格列汀等。PDB 数据显示，2017 年 1-9 月样本医院 DPP-4 抑制剂销售额约 1.73 亿元，同比增长 27.1%，其中阿格列汀占比约 3.1%。同时，DPP-4 类药物已被纳入 2017 年国家医保乙类目录，未来有望加速放量。

首个原研 SGLT-2 药物达格列净 2017 年 3 月获批进入中国市场，处于快速放量阶段。2017 年 3 月 CFDA 批准阿斯利康的达格列净在国内上市，是首个进入中国市场的 SGLT-2

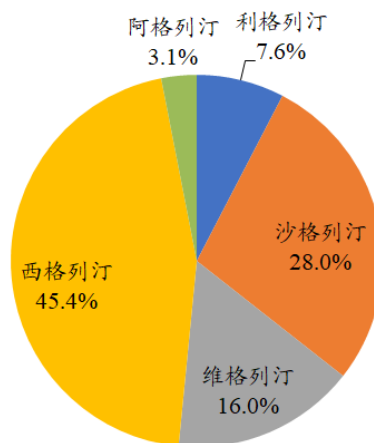
药物，目前仍处于快速放量阶段，2017 年第三季度样本医院销售额已突破 54 万元，环比增长 521%。

图 5: 国内样本医院 DPP-4 销售额（百万元）及增速



资料来源：PDB，中国银河证券研究部

图 6: 2017 年 1-9 月国内样本医院 DPP-4 市场竞争格局



资料来源：PDB，中国银河证券研究部

华世通具备口服降糖药制剂+原料药的一体化优势，同时阿格列汀与卡格列净研发进度领先，将助力乐普跻身国内口服降糖药研发第一梯队，加速完善糖尿病领域布局。药智网显示，目前国内共有约 20 家企业申报生产阿格列汀，华世通产品的上市申请已于 2018 年 2 月进入审评审批环节，处于第一梯队。此外，国内卡格列净的研发中，目前仅有江苏豪森的产品已于 2018 年 2 月报产，其他处于临床研发阶段的企业共有约 20 家，华世通产品正处于 BE 试验之中，并承诺于乐普投资后 2 年内完成正式生产注册。我们认为华世通具备口服降糖药制剂与原料药的一体化优势，尤其是在一致性评价和环保趋严的大背景下，原料药资源的珍贵性凸显。同时，阿格列汀和卡格列净均有望以国内首仿的身份获批，将助力乐普快速进入口服降糖药物领域，且华世通后续仍有多款 SGLT-2 在研品种（达格列净、恩格列净），同时结合乐普前期已有的布局，包括三代胰岛素、艾塞那肽、无针注射器 Lejet、智能血糖仪和血糖管理 APP 等，我们认为公司在糖尿病慢病管理领域的闭环已基本形成，未来有望通过公司强大的医疗机构+药店 OTC 销售团队快速实现产品放量。

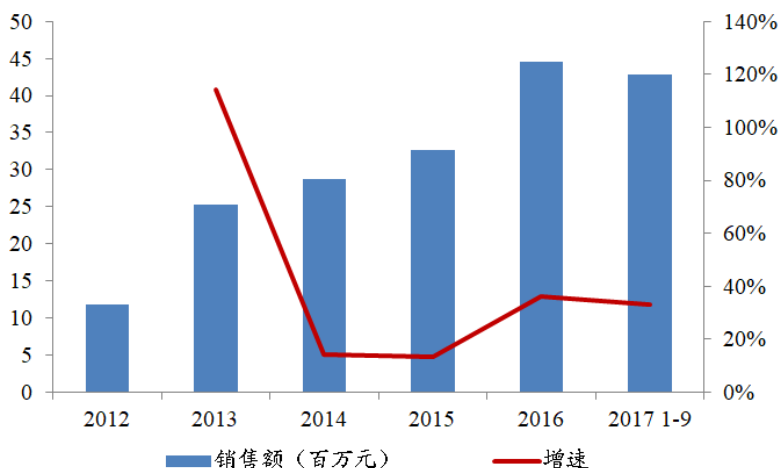
（三）新收获降脂和痛风领域药品亦值得期待

依折麦布通过抑制肠道吸收胆固醇达到降血脂效果，可与他汀类联用增强疗效且安全性好。依折麦布是一种新型的胆固醇吸收抑制剂，通过附着于小肠绒毛刷边缘，选择性地抑制胆固醇和植物固醇的吸收，从而降低小肠中的胆固醇向肝脏中转运，使得肝脏中胆固醇储量减少从而达到降脂目的。该药既不增加胆汁分泌，也不抑制胆固醇在肝脏中的合成，且可与他汀类药物联用增强降脂效果，同时安全性较好。

目前国内依折麦布仅原研产品在售，公司产品若成功获批有望凭借渠道优势迅速放量。2017 年国家医保目录新纳入依折麦布，目前国内仅原研先灵雅宝在售，且近年销售额增速较快。PDB 数据显示，近年来依折麦布销售额保持快速增长，2017 年 1-9 月样本

医院销售额约 4281.7 万元，同比增长 33.3%。公司产品目前正处于 BE 试验阶段，按承诺将于乐普投资后 2 年内完成生产注册，获批后有望凭借销售渠道优势迅速放量。

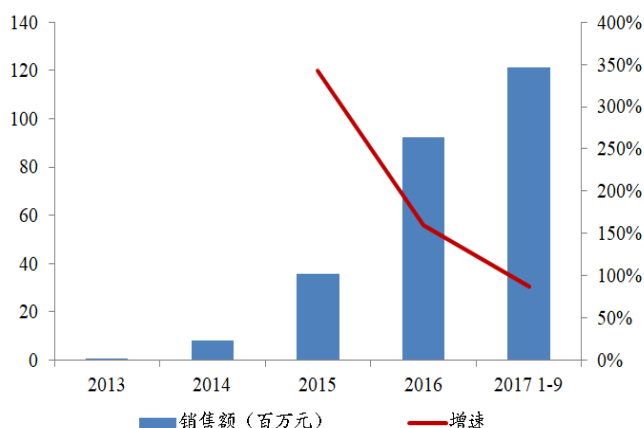
图 7：样本医院依折麦布销售额（百万元）及增速



资料来源：PDB、中国银河证券研究部

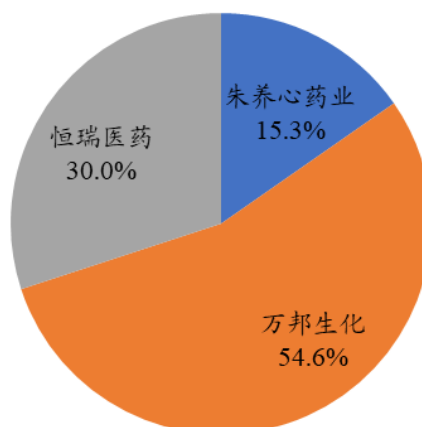
国内非布司他销售额维持高速增长，且已纳入 2017 年国家医保乙类目录，公司产品若成功获批有望分羹市场。非布司他作为嘌呤类选择性 XO 抑制剂，通过抑制患者体内尿酸的形成，大幅降低血尿酸水平。PDB 数据显示，国内样本医院非布司他销售额维持高速增长，2017 年前三季度实现销售额 1.21 亿元，同比增长 87.3%。目前国内市场被万邦生化和恒瑞医药主导，二者合计占据约 85% 市场份额。同时，非布司他已被纳入 2017 年国家医保乙类目录，未来有望加速放量。此外，按承诺非布司他将于乐普投资后 2 年内完成生产注册，获批后有望分羹市场。

图 8：国内样本医院非布司他销售额（百万元）及增速



资料来源：PDB、中国银河证券研究部

图 9：2017 年 1-9 月国内样本医院非布司他市场竞争格局



资料来源：PDB、中国银河证券研究部

3. 投资建议

我们认为本次投资华世通，其一助力公司迅速跻身国内口服降糖药研发第一梯队，标志着糖尿病慢病管理领域布局初步完备；其二将进一步完善公司心血管药品板块布局，实现药品板块业务的纵向延伸；其三通过对华世通的高效整合，可大力提升公司的新药研发能力，进一步扩展并完善公司药品板块的战略布局。总体来看，作为心血管大健康全生态平台型企业，公司器械板块产品线齐全，以 NeoVas 为代表的里程碑式新品陆续获批，有望加速进口替代过程，推动业绩跨越式增长。公司药品板块在抗凝、降压、降脂和降糖领域的布局持续完备，且销售团队真正掌控基层医疗机构和药店终端，覆盖范围持续扩大，未来有望凭借创新推广方式量价齐升。同时公司在医疗服务和新型医疗领域的布局亦将加速销售渠道下沉，促进各细分业务协同发展。此外，公司战略布局肿瘤免疫治疗领域并搭建行业竞争壁垒，未来有望成为业绩长期高速增长的新动能。我们认为公司业绩将维持高速增长态势，预计 2017-2019 年归母净利润为 8.99/12.63/16.51 亿元，EPS 为 0.50/0.71/0.93 元，对应 PE 为 55/39/30 倍。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

研发进度不及预期，整合不及预期。

附表 1. 主要财务指标

单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1668.64	2768.72	3467.75	4607.22	6380.00	8300.00
营业收入增长率	28.03%	65.93%	25.25%	32.86%	38.48%	30.09%
净利润（百万元）	423.19	520.89	679.26	898.52	1263.07	1650.92
净利润增长率	17.02%	23.09%	30.40%	32.28%	40.57%	30.71%
EPS（元）	0.24	0.29	0.38	0.50	0.71	0.93
P/E	116.49	94.64	72.58	54.87	39.03	29.86
P/B	15.69	10.26	8.91	7.89	6.80	5.75
EV/EBITDA	37.48	27.34	43.96	32.06	24.45	19.63

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2: 公司财务报表 (百万元)

报表预测 (百万元)						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1668.64	2768.72	3467.75	4607.22	6380.00	8300.00
减: 营业成本	608.28	1236.94	1354.14	1796.82	2456.30	3195.50
营业税金及附加	20.74	30.72	48.62	64.60	89.46	116.38
营业费用	341.34	432.17	638.06	899.36	1300.57	1716.85
管理费用	180.39	347.34	476.54	618.75	848.54	1103.90
财务费用	-10.52	29.49	57.42	61.76	39.92	13.16
资产减值损失	13.14	16.83	26.54	28.00	37.00	46.00
加: 投资收益	1.59	8.81	-2.21	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	516.86	684.04	864.21	1137.93	1608.21	2108.21
加: 其他非经营损益	19.77	16.90	26.75	24.12	25.32	26.92
利润总额	536.64	700.94	890.96	1162.05	1633.53	2135.13
减: 所得税	84.40	104.95	144.25	174.31	245.03	320.27
净利润	452.24	595.99	746.71	987.75	1388.50	1814.86
减: 少数股东损益	29.04	75.10	67.45	89.23	125.43	163.94
归属母公司股东净利润	423.19	520.89	679.26	898.52	1263.07	1650.92
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	449.69	1690.58	1699.40	1945.79	2616.93	3471.01
应收和预付款项	958.72	1414.06	1481.55	2330.78	2909.90	3865.56
存货	249.70	518.56	574.16	726.63	1051.59	1261.77
其他流动资产	0.04	17.80	173.10	173.10	173.10	173.10
长期股权投资	160.06	268.63	560.40	560.40	560.40	560.40
投资性房地产	17.20	66.89	100.91	89.08	77.25	65.42
固定资产和在建工程	727.51	1005.40	1164.35	955.45	737.55	510.65
无形资产和开发支出	934.07	2404.46	2782.74	2696.32	2609.89	2523.47
其他非流动资产	254.73	140.30	708.00	689.80	677.46	696.36
资产总计	3751.71	7526.68	9244.61	10167.35	11414.06	13127.74
短期借款	235.00	600.43	649.66	400.01	200.01	0.00
应付和预收款项	224.12	764.91	621.88	916.22	1153.36	1480.63
长期借款	0.00	310.00	1323.75	1323.75	1323.75	1323.75
其他负债	0.00	512.73	636.00	709.60	789.60	899.60
负债合计	459.12	2188.07	3231.28	3349.58	3466.72	3703.98
股本	812.00	871.79	1781.65	1781.65	1781.65	1781.65
资本公积	752.77	1951.39	1144.40	1144.40	1144.40	1144.40
留存收益	1577.80	1983.72	2608.35	3323.57	4327.71	5640.19
归属母公司股东权益	3142.56	4806.90	5534.40	6249.62	7253.76	8566.24
少数股东权益	150.03	531.71	478.93	568.15	693.58	857.52

股东权益合计	3292.59	5338.61	6013.32	6817.77	7947.34	9423.76
负债和股东权益合计	3751.71	7526.68	9244.61	10167.35	11414.06	13127.74
现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	348.75	430.16	688.70	732.91	1157.17	1392.39
投资性现金净流量	-688.65	-1216.46	-1438.73	9.68	13.52	12.98
筹资性现金净流量	129.90	2103.11	777.93	-496.21	-499.55	-551.29
现金流量净额	-210.99	1319.13	30.38	246.39	671.14	854.08

资料来源：中国银河证券研究部

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，医药行业分析师。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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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

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
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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

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