

氯吡格雷 ANDA 获批，有望快速通过一致性评价参与国内巨大市场瓜分

■**华海美国子公司氯吡格雷 ANDA 获批：**公司公告，华海美国子公司申请的氯吡格雷片获得 FDA 批准，ANDA 文号为 206376，包括 75mg 和 300mg 两种规格。氯吡格雷片作为临床应用最为广泛的抗凝血药物，在美国及中国市场均具有较大的使用量。该产品也是公司今年以来获批的第 4 个 ANDA 品种，进一步丰富了公司的制剂出口管线。

■**美国市场氯吡格雷仿制药竞争激烈：**氯吡格雷片由 Sanofi 研发，于 1997 年在美国上市，并在 2011 年达到销售峰值 91 亿美元。2012 年专利过期后，仿制药陆续上市，目前已共有 21 家企业获得 ANDA 文号，预计上市销售企业数量也在十几家。激烈的价格竞争导致市场规模迅速萎缩，2017 年 IMS 数据显示美国市场的氯吡格雷销售额为 1.11 亿美元。华海药业该产品在美国市场上市有望产生一定收入，但预计对业绩贡献有限。

■**国内氯吡格雷市场格局良好，国产品正加速替代原研药：**2017 年国内 PDB 样本医院氯吡格雷市场规模为 23.95 亿元，同比增长 2.2%。估计全国总市场规模在 100 亿元左右；而控药占比等因素导致渠道下沉，基层市场增长不断加快。两家国内企业信立泰和乐普药业不断替代原研赛诺菲，我们根据样本医院数据计算结果估算各家产品 2017 年的覆盖人群占比分别为信立泰 44%，赛诺菲 37%，乐普药业 19%。除了在 25mg 规格上的主导优势，两家国内企业近几年在 75mg 规格的销售也开始发力，不断替代原研药的市场份额。

■**一致性评价迎来契机，华海药业有望快速通过评价参与巨大市场的瓜分。**氯吡格雷的巨大市场吸引国内企业竞相仿制，一致性评价竞争激烈。目前进度领先的企业包括：信立泰（两规格均已通过评价）、优生制药（75mg 已完成审评）、石药欧意（75mg 发补后已提交申请）、乐普药业（75mg 已完成 BE 试验，即将申报；25mg 正在开展 BE 试验）、联环药业（75mg 已完成 BE 试验）。根据公司此前转报节奏，我们预计华海药业也将尽快提交一致性评价申请，作为共线生产品种有望通过优先审评快速通过评价。而公司在心内科产品线丰富，有相对成熟的渠道覆盖，估计未来 3-5 年华海氯吡格雷在国内市场年销售额有望达到 5 亿元以上。

■**投资建议：**维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 45.00 元。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 23.4%、24.2%、22.7%，净利润增速分别为 22.6%、29.6%、30.9%。作为制剂出口龙头，未

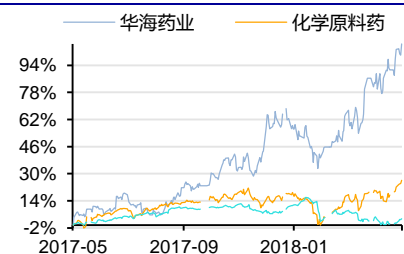
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**45.00 元**
股价 (2018-05-10) **37.65 元**

交易数据

总市值 (百万元)	39,249.76
流通市值 (百万元)	38,665.52
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	18.37/37.65 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.92	46.8	97.67
绝对收益	12.42	48.23	101.66

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

华海药业：业绩基本符合预期，一致性评价品种迎来放量期/徐衍鹏	2018-05-01
华海药业：国内销售网络布局成效显著，高品质仿制药有望迎来快速增长期/崔文亮	2018-03-29
华海药业：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/徐衍鹏	2017-12-12

来三年公司国内制剂有望借一致性评价机遇，高品质仿制药加快放量，实现业绩快速增长，维持买入-A 的投资评级。考虑到氯吡格雷等后续海外制剂转报国内的积极影响及下半年的估值切换，我们上调 6 个月目标价至 45.00 元，分别对应 2018/2019 年 60、46 倍的动态市盈率。

■风险提示：一致性评价进展不达预期；产品降价风险；海外市场研发及销售不达预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	4,092.9	5,002.0	6,172.1	7,666.1	9,403.8
净利润	500.8	639.2	783.8	1,015.4	1,328.7
每股收益(元)	0.48	0.61	0.75	0.97	1.27
每股净资产(元)	4.20	4.68	5.26	6.04	7.12

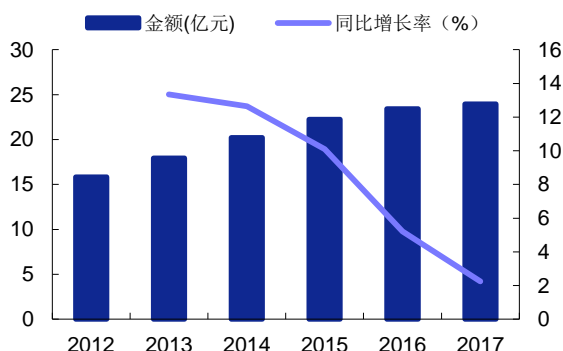
盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	78.4	61.4	50.1	38.7	29.5
市净率(倍)	9.0	8.0	7.2	6.2	5.3
净利润率	12.2%	12.8%	12.7%	13.2%	14.1%
净资产收益率	11.4%	13.1%	14.3%	16.1%	17.9%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
ROIC	10.4%	15.3%	13.3%	17.7%	19.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

国内氯吡格雷市场格局良好，原研药市场份额仍近60%

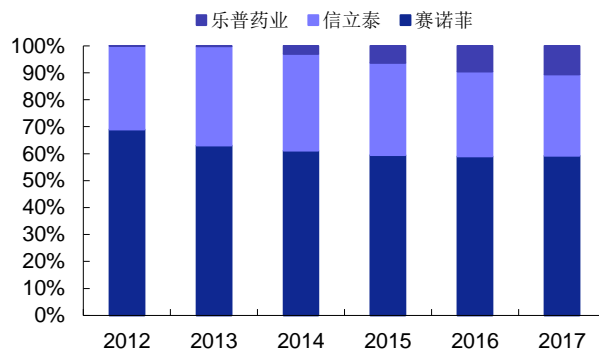
2017年PDB样本医院的氯吡格雷销售额达到23.95亿元，同比增长2.26%。市场由三家企业瓜分：原研赛诺菲销售额为14.1亿元，信立泰为7.2亿元，乐普药业为2.5亿元。我们估计全国实际总的市场规模接近100亿元，其中赛诺菲60亿元左右，信立泰超过30亿元，乐普药业接近7亿元。

图1：样本医院氯吡格雷销售金额增长情况



资料来源：PDB、安信证券研究中心

图2：样本医院氯吡格雷销售金额占比变化情况



资料来源：PDB、安信证券研究中心

国产品正加快对原研的替代，从产品覆盖人群来看，信立泰已超过原研企业

氯吡格雷片剂有3种规格：300mg、75mg和25mg。其中，300mg规格为首次服用剂量，用量较小，市场份额也很小。后续服用时临床通常有两种方案（也是国内企业早期与原研不同的竞争策略）：每日一次一片75mg规格；或每日一次两片25mg规格。国内市场目前已上市的三家企业均有75mg规格，但市场大部分由原研药企占据；而25mg规格市场只有信立泰和乐普药业两家国内企业占据。

表1：2017年各企业氯吡格雷的样本医院销售情况

药品通用名	企业名称	年份	销售金额(元)	数量	规格
氯吡格雷	赛诺菲(杭州)制药有限公司	2017	1,245,767,672	77,306,922	75 MG
氯吡格雷	Sanofi(赛诺菲)	2017	173,034,898	10,631,908	75 MG
氯吡格雷	乐普药业股份有限公司	2017	59,168,885	8,751,451	75 MG
氯吡格雷	深圳信立泰药业股份有限公司	2017	7,785,764	1,002,267	75 MG
氯吡格雷	深圳信立泰药业股份有限公司	2017	713,850,456	208,520,530	25 MG
氯吡格雷	乐普药业股份有限公司	2017	195,468,242	72,803,390	25 MG

资料来源：PDB、安信证券研究中心

考虑到不同规格产品的服用量不同，我们根据PDB 2017年的销售量，将25mg规格产品按数量折半计算（每天服用一次，每次需要两片），估算各家产品的服用人次：

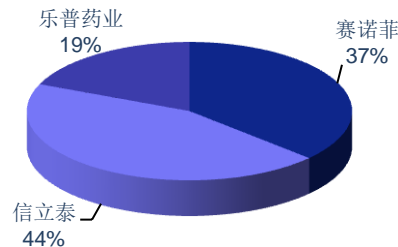
- ✓ 赛诺菲：87百万人次
- ✓ 信立泰：208*50%+1=105百万人次
- ✓ 乐普药业：72*50%+8=44百万人次

由此可得出各家企业氯吡格雷2017年的服用人次占比（即覆盖人群数量占比）分别为信立泰44%，赛诺菲37%，乐普药业19%。可见信立泰在人群覆盖上已超过原研，乐普药业份额也在快速增长过程中。

按规格来看，2017年PDB样本医药销售量对应的75mg规格消费人次为96百万人次，25mg规格则为140百万人次。此前国内两家企业主推25mg规格，但近两年各自的75mg产规格产品对原研的替代明显加速。乐普药业对两种规格同时加大推广，2017年75mg销量保持30%以上快速增长。信立泰在2017年其75mg规格实现快速放量，2016-2017年样本医院

销量由 8 万片增长到 100 万片。而原研药品近几年在样本医院销售只有个位数增长。国产药品价格便宜（两家国内药企 75mg 规格产品的中标价只有原研药的一半），通过一致性评价后产品质量获得保证，未来对原研药的竞争力将大大增强。

图 3：样本医院氯吡格雷的市场格局（按不同企业产品的消费人次来看）



资料来源：PDB、安信证券研究中心整理

一致性评价迎来契机，华海药业有望快速通过评价参与巨大市场的瓜分

目前国内氯吡格雷一致性评价进展如下：（信息来自各公司公告、CDE 网站）

- 1) 信立泰：75mg 和 25mg 均已首家通过质量和疗效一致性评价；
- 2) 优生制药：75mg 规格按进口产品在国内申请注册，2018 年 4 月 16 日已完成审评，有望近期获批；
- 3) 石药集团欧意药业：公司的硫酸氢氯吡格雷片已经获得美国 ANDA 文号（2017 年 2 月获批，75mg，ANDA 号：204359），并于 2017 年 3 月提出注册申请，2017 年 6 月列入优先审评名单。公司已在发补后已于 2018 年 4 月 8 日提交补充申请；预计未来几个月将获批；
- 4) 乐普药业：75mg 规格已完成 BE 试验，正处于材料撰写整合阶段，预计将很快报产；25mg BE 试验已招募完成，正在开展试验；
- 5) 除此外，也有几家国内企业已备案 BE，目前正在不同的进展阶段，具体见下表：

表 2：国内氯吡格雷的 BE 试验备案情况

登记号	试验题目	试验状态	申办单位	试验机构	登记时间	样本大小
CTR20180403	空腹单次口服硫酸氢氯吡格雷片生物等效性试验	进行中（尚未招募）	山德士（中国）制药有限公司	上海市徐汇区中心医院	2018-03-30	国内试验:36 人;
CTR20171640	硫酸氢氯吡格雷片人体生物等效性试验	已完成	江苏联环药业股份有限公司/	江苏省中医院	2018-01-15	国内试验:80 人;
CTR20171581	硫酸氢氯吡格雷片（75mg）在健康受试者中的生物等效性试验	进行中（尚未招募）	意大利依赛特大药厂	中南大学湘雅医院 I 期临床试验研究中心	2018-01-31	国内试验:81 人;
CTR20171430	硫酸氢氯吡格雷片的生物等效性试验方案	进行中（招募完成）	乐普药业股份有限公司	航天中心医院国家药物临床试验机构	2018-01-02	国内试验:88 人;
CTR20171198	硫酸氢氯吡格雷片空腹生物等效性试验	进行中（尚未招募）	南京正大天晴制药有限公司	泰达国际心血管病医院	2017-10-26	国内试验:72 人;
CTR20171197	硫酸氢氯吡格雷片餐后生物等效性试验	进行中（尚未招募）	南京正大天晴制药有限公司	泰达国际心血管病医院	2017-10-14	国内试验:48 人;
CTR20170734	硫酸氢氯吡格雷片的人体生物等效性试验	进行中（招募完成）	河北龙海药业有限公司/	首都医科大学宣武医院 I 期临床试验研究室	2017-07-17	国内试验:144 人;
CTR20170669	硫酸氢氯吡格雷片的生物等效性试验方案	已完成	乐普药业股份有限公司	航天中心医院国家药物临床试验机构	2017-06-26	国内试验:88 人;

CTR20170120	硫酸氢氯吡格雷片人体生物等效性试验	已完成	江苏联环药业股份有限公司/	江苏省中医院临床药理科	2017-04-24	国内试验:10 (预试验) 人;
CTR20170113	硫酸氢氯吡格雷片人体生物等效性试验	已完成	江苏联环药业股份有限公司/	江苏省中医院临床药理科	2017-05-31	国内试验:12 (预试验) 人;
CTR20160893	硫酸氢氯吡格雷片在餐后条件下人体生物等效性试验	已完成	优生制药厂股份有限公司/YushengPharmaceuticalCo.,Ltd 优生制药厂股份有限公司	国防医学院三军总医院临床试验中心	2016-11-14	国内试验:62 人;
CTR20160868	硫酸氢氯吡格雷片空腹条件下人体生物等效性试验	已完成	优生制药厂股份有限公司/YushengPharmaceuticalCo.,Ltd 优生制药厂股份有限公司	三军总医院临床试验中心	2016-12-05	国内试验:48 人;
CTR20160682	氯吡格雷进食条件下人体生物等效性试验	已完成	深圳信立泰药业股份有限公司	吉林大学第一医院	2016-10-12	国内试验:48 人;
CTR20160645	氯吡格雷空腹条件下人体生物等效性试验	已完成	深圳信立泰药业股份有限公司	吉林大学第一医院	2016-09-14	国内试验:72 人;
CTR20150208	评价硫酸氢氯吡格雷片的安全性 and 有效性研究	已完成	天方药业有限公司/	长春中医药大学附属医院国家药物临床试验机构	2015-07-13	国内试验:60 人;
CTR20150121	硫酸氢氯吡格雷片人体生物等效性试验	进行中 (招募完成)	河南普瑞制药有限公司/	辽宁中医药大学附属医院国家药物临床试验机构	2015-03-20	国内试验:60 人;
CTR20150087	硫酸氢氯吡格雷片餐前人体生物等效性试验 (正式试验)	已完成	上海美优制药有限公司/	吉林大学第一医院 I 期药物临床试验病房	2015-10-19	国内试验:100 人;
CTR20150084	硫酸氢氯吡格雷片餐前人体生物等效性试验 (预试验)	已完成	上海美优制药有限公司/	吉林大学第一医院 I 期药物临床试验病房	2015-10-19	国内试验:14 人;
CTR20150083	硫酸氢氯吡格雷片餐后人体生物等效性试验 (正式试验)	已完成	上海美优制药有限公司/	吉林大学第一医院 I 期药物临床试验病房	2015-04-03	国内试验:40~50 人;
CTR20131935	硫酸氢氯吡格雷片餐后人体生物等效性试验 (预试验)	已完成	上海美优制药有限公司/	吉林大学第一医院 I 期药物临床试验病房	2014-11-25	国内试验:14 人;
ChiCTR-IIR-17010615	硫酸氢氯吡格雷片人体生物等效性研究	正在进行	中南大学湘雅医院	中南大学湘雅医院 I 期临床研究室	2017-02-12	甲组 18; 乙组 18
ChiCTR-IIR-16008193	硫酸氢氯吡格雷片在健康男性受试者中的单次剂量、随机、开放生物等效性研究	尚未开始 Not yet recruiting	中南大学湘雅医院	中南大学湘雅医院 I 期临床研究室	2016-03-31	1 组 28

资料来源: CDE、安信证券研究中心整理

我们预计华海药业氯吡格雷有望尽快通过评价, 未来 3-5 年实现 5 亿元以上年销售额

从目前进展来看, 在 75mg 规格的竞争上, 除信立泰已通过评价外, 优生制药和石药欧意目前也处于审评的后期阶段, 预计将很快通过评价。除此外, 乐普药业正准备报产。根据公司此前转报节奏, 我们预计此次华海药业获批 ANDA 后将尽快在国内提交注册申请, 从进度上来看, 公司仍有望成为前 5 家通过评价的企业。

根据 PDB 数据, 目前国内氯吡格雷 75mg 规格市场主要由原研占据, 估计市场规模在 60 亿元左右。假设国产品均按照原研一半左右定价, 同时考虑到基层市场用药需求的不断释放, 估计未来 3-5 年内国内氯吡格雷仿制药市场 (假设原研份额仍占 20%左右) 仍能保持 30 亿元以上的规模。华海药业作为较早通过评价的厂家之一, 同时在心内科渠道方面已有积累, 未来 3-5 年其氯吡格雷有望在国内市场实现 5 亿元以上年销售额。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,092.9	5,002.0	6,172.1	7,666.1	9,403.8	成长性					
减:营业成本	2,052.7	2,202.7	2,713.7	3,264.7	3,881.7	营业收入增长率	16.9%	22.2%	23.4%	24.2%	22.7%
营业税费	40.3	61.1	61.6	81.9	103.0	营业利润增长率	3.0%	55.8%	19.7%	34.4%	31.2%
销售费用	614.7	904.6	1,147.1	1,463.1	1,841.8	净利润增长率	13.2%	27.6%	22.6%	29.6%	30.9%
管理费用	859.5	999.9	1,234.4	1,533.2	1,880.8	EBITDA 增长率	9.6%	50.4%	12.0%	25.0%	23.9%
财务费用	-8.0	110.3	46.0	36.2	16.2	EBIT 增长率	2.6%	67.8%	18.3%	31.8%	28.8%
资产减值损失	26.2	-7.8	22.5	13.6	9.4	NOPLAT 增长率	-0.9%	79.1%	10.9%	31.8%	28.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.3%	28.0%	-1.0%	15.2%	-1.6%
投资和汇兑收益	0.5	-2.4	-0.1	-0.7	-1.1	净资产增长率	23.0%	10.4%	11.9%	14.7%	17.8%
营业利润	507.9	791.2	946.8	1,272.6	1,669.7	利润率					
加:营业外净收支	59.2	-11.9	26.0	13.3	13.0	毛利率	49.8%	56.0%	56.0%	57.4%	58.7%
利润总额	567.1	779.2	972.7	1,285.9	1,682.8	营业利润率	12.4%	15.8%	15.3%	16.6%	17.8%
减:所得税	110.2	155.7	189.0	249.8	326.9	净利润率	12.2%	12.8%	12.7%	13.2%	14.1%
净利润	500.8	639.2	783.8	1,015.4	1,328.7	EBITDA/营业收入	18.3%	22.6%	20.5%	20.6%	20.8%
						EBIT/营业收入	12.2%	16.8%	16.1%	17.1%	17.9%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	152	147	123	88	63
货币资金	791.6	691.3	493.8	613.3	1,070.4	流动营业资本周转天数	137	138	130	137	137
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	279	273	238	231	235
应收账款	1,296.1	1,613.4	1,851.3	2,534.3	2,841.8	应收账款周转天数	103	105	101	103	103
应收票据	25.9	52.8	51.5	74.2	79.5	存货周转天数	106	105	94	94	93
预付账款	35.7	76.4	41.0	101.4	76.9	总资产周转天数	538	540	474	408	369
存货	1,330.2	1,593.8	1,616.2	2,392.2	2,444.7	投资资本周转天数	378	386	350	302	261
其他流动资产	31.8	44.4	32.4	36.2	37.7	投资回报率					
可供出售金融资产	21.3	30.9	20.1	24.1	25.1	ROE	11.4%	13.1%	14.3%	16.1%	17.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.8%	7.5%	9.8%	11.0%	13.7%
长期股权投资	-	334.8	334.8	334.8	334.8	ROIC	10.4%	15.3%	13.3%	17.7%	19.7%
投资性房地产	-	1.2	1.2	1.2	1.2	费用率					
固定资产	1,865.2	2,233.4	1,995.4	1,757.4	1,519.3	销售费用率	15.0%	18.1%	18.6%	19.1%	19.6%
在建工程	695.9	704.9	704.9	704.9	704.9	管理费用率	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
无形资产	483.0	704.4	670.7	637.0	603.2	财务费用率	-0.2%	2.2%	0.7%	0.5%	0.2%
其他非流动资产	149.6	185.0	166.9	168.0	173.1	三费/营业收入	35.8%	40.3%	39.3%	39.6%	39.8%
资产总额	6,726.4	8,266.8	7,980.2	9,378.9	9,912.6	偿债能力					
短期债务	462.4	1,059.8	730.2	876.0	-	资产负债率	31.9%	38.9%	29.1%	30.8%	22.9%
应付账款	408.1	520.5	536.8	774.2	795.0	负债权益比	46.9%	63.5%	41.1%	44.6%	29.7%
应付票据	397.1	369.6	472.9	573.8	693.1	流动比率	2.32	1.44	1.86	2.08	3.07
其他流动负债	246.2	885.3	460.2	540.9	644.9	速动比率	1.44	0.87	1.12	1.21	1.93
长期借款	534.7	222.2	-	-	-	利息保障倍数	-62.28	7.60	21.60	36.19	103.98
其他非流动负债	100.1	154.9	122.5	125.8	134.4	分红指标					
负债总额	2,148.6	3,212.1	2,322.7	2,890.8	2,267.4	DPS(元)	0.18	-	0.18	0.20	0.19
少数股东权益	194.3	172.5	172.5	193.2	220.3	分红比率	37.5%	0.0%	24.4%	20.6%	15.0%
股本	1,043.0	1,042.5	1,042.5	1,042.5	1,042.5	股息收益率	0.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.5%
留存收益	3,382.7	3,861.1	4,442.6	5,252.4	6,382.4						
股东权益	4,577.8	5,054.7	5,657.5	6,488.1	7,645.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	456.9	623.6	783.8	1,015.4	1,328.7	EPS(元)	0.48	0.61	0.75	0.97	1.27
加:折旧和摊销	251.0	290.0	271.7	271.7	271.7	BVPS(元)	4.20	4.68	5.26	6.04	7.12
资产减值准备	26.2	-7.8	-	-	-	PE(X)	78.4	61.4	50.1	38.7	29.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.0	8.0	7.2	6.2	5.3
财务费用	-14.8	106.3	46.0	36.2	16.2	P/FCF	-238.4	362.5	-862.7	126.9	61.8
投资损失	-0.5	2.4	0.1	0.7	1.1	P/S	9.6	7.8	6.4	5.1	4.2
少数股东损益	-43.9	-15.7	-	20.7	27.1	EV/EBITDA	31.0	28.8	31.4	25.2	19.7
营运资金的变动	-313.1	-347.7	-195.4	-1,181.0	-169.1	CAGR(%)	31.4%	29.5%	21.5%	31.4%	29.5%
经营活动产生现金流量	433.1	546.2	906.2	163.7	1,475.7	PEG	2.5	2.1	2.3	1.2	1.0
投资活动产生现金流量	-706.7	-1,135.1	10.7	-4.7	-2.0	ROIC/WACC	1.0	1.5	1.3	1.7	1.9
融资活动产生现金流量	408.8	556.6	-1,114.4	-39.5	-1,016.6	REP	4.9	3.6	5.2	3.4	3.0

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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

lihuan@essence.com.cn chaomw@essence.com.cn fanhq@essence.com.cn

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