

华海药业 (600521.SH)

动态分析

“杂质”事件接近尾声，短期阵痛换长期发展

医药 | 化学原料药 III

投资评级

增持-B(首次)

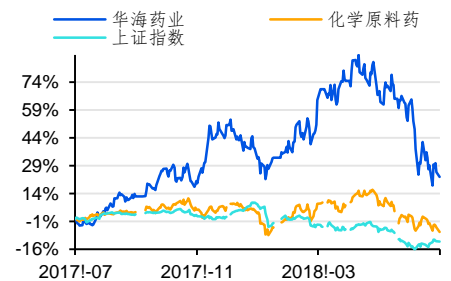
股价(2018-07-30)

20.33 元

交易数据

总市值(百万元)	25,429.55
流通市值(百万元)	25,054.03
总股本(百万股)	1,250.84
流通股本(百万股)	1,232.37
12个月价格区间	19.08/39.39 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-24.59	-22.76	34.95
绝对收益	-23.83	-29.67	23.14

分析师

 郑巧
 SAC 执业证书编号: S0910518070003
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20377052

报告联系人

 李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

相关报告

投资要点

- ◆ **事件：**7月29日，国家药监局新闻发言人就“华海药业缬沙坦原料药检出微量N-亚硝基二甲胺（NDMA）杂质”的有关情况作了介绍。
- ◆ **“杂质”事件始末理清，调查结果基本落地：**根据国际癌症研究机构2017年公布的致癌物清单，NDMA属于2A类致癌物（即动物实验证据充分，人体致癌证据有限）。2A类致癌物共有81种，包括油炸食品中普遍存在的丙烯酰胺、温度高于65℃的饮料、红肉等物质。根据药监局公布的数据，NDMA的每日最大摄入限量为0.1μg，相当于EMA暂定参考限定值0.3ppm（按每日服用320mg缬沙坦计算）。根据这个标准，国内在产的7家缬沙坦原料药生产企业中，只有公司缬沙坦原料药NDMA杂质超出限值。因此，本次涉事药物不会对患者造成严重的健康风险，但从摄入剂量的角度看，公司缬沙坦原料药中NDMA杂质的含量超过了建议限值，有潜在的安全隐患。公司和各国药监部门也在事件发生后及时采取了停止销售、召回等风险控制措施，较大地降低了事件的影响程度。此前各国药品监管机构均未对NDMA杂质提出检测要求，公司缬沙坦原料药的生产工艺也分别于2012年、2013年通过了欧洲药品管理局（EMA）、美国食品药品监督管理局（FDA）的认可，可见公司生产的缬沙坦符合国际药品质量标准，不属于劣质药品的范畴，而NDMA是公司检测发现后主动上报的，本次“缬沙坦杂质”事件更不应被定性为公司主观造假，准确地说，NDMA是随着产品科学认知的深入、科学技术的发展以及检测手段的提升而在缬沙坦中新发现的杂质。
- ◆ **短期或有阵痛，长期影响有限：**缬沙坦属于心血管系统用药，主要用于轻、中度原发性高血压的治疗。心脑血管疾病目前是人类头号杀手，相关治疗药物市场需求强劲，这也带动了上游原料药市场的发展。公司缬沙坦相关的产品分为原料药和制剂两大类，其中缬沙坦制剂产品主要是缬沙坦片和缬沙坦/氢氯噻嗪片，分别于2015年9月和2016年5月在美国上市，国内尚未销售。2017年，公司缬沙坦原料药销售额32833万元，缬沙坦制剂销售额2043万美元，合计占公司营业收入9.33%左右，占有一定的比重。公司正在对缬沙坦原有的生产工艺进行优化，新工艺能够避免在生产过程中产生NDMA杂质。同时，由于不涉及注册重大变更，公司预计将在短时间内采用新工艺恢复缬沙坦生产和供应。此外，公司也对其他沙坦类产品进行了核查，因生产工艺不同，其他沙坦类产品中不存在NDMA杂质。综合来看，缬沙坦相关产品在公司的收入中占据一定比重，我们认为本次“缬沙坦杂质”事件导致公司相关产品的大面积召回会在短期内对业绩产生一定的影响；由于公司已经着手可避免引入NDMA杂质的新工艺优化，且有望于近期恢复生产，长期来看“缬沙坦杂质”事件对公司的影响有限，完成工艺升级后公司的缬沙坦业务将重新步入正轨。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司2018年至2020年每股收益分别为0.62、0.78和0.94元。（1）“缬沙坦杂质”事件的负面影响有望在短期内逐步消除（2）公司是国内仿制药一致性评价进展最快的公司之一（3）医改政策利好。基于以上因素综合考

虑，给予公司增持-B 评级。

◆ **风险提示：**公司声誉受影响，新工艺研发不达预期，市场竞争加剧

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	4,092.9	5,002.0	6,136.5	7,887.2	9,884.2
同比增长(%)	16.9%	22.2%	22.7%	28.5%	25.3%
营业利润(百万元)	507.9	791.2	921.1	1,171.0	1,422.7
同比增长(%)	3.0%	55.8%	16.4%	27.1%	21.5%
净利润(百万元)	500.8	639.2	769.8	980.9	1,177.9
同比增长(%)	13.2%	27.6%	20.4%	27.4%	20.1%
每股收益(元)	0.40	0.51	0.62	0.78	0.94
PE	50.8	39.8	33.0	25.9	21.6
PB	5.8	5.2	4.7	4.2	3.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、“杂质”事件始末理清，调查结果基本落地.....	4
二、心血管药物市场需求仍然强劲.....	5
三、短期或有阵痛，长期影响有限.....	6
四、盈利预测.....	7
五、风险提示.....	8

图表目录

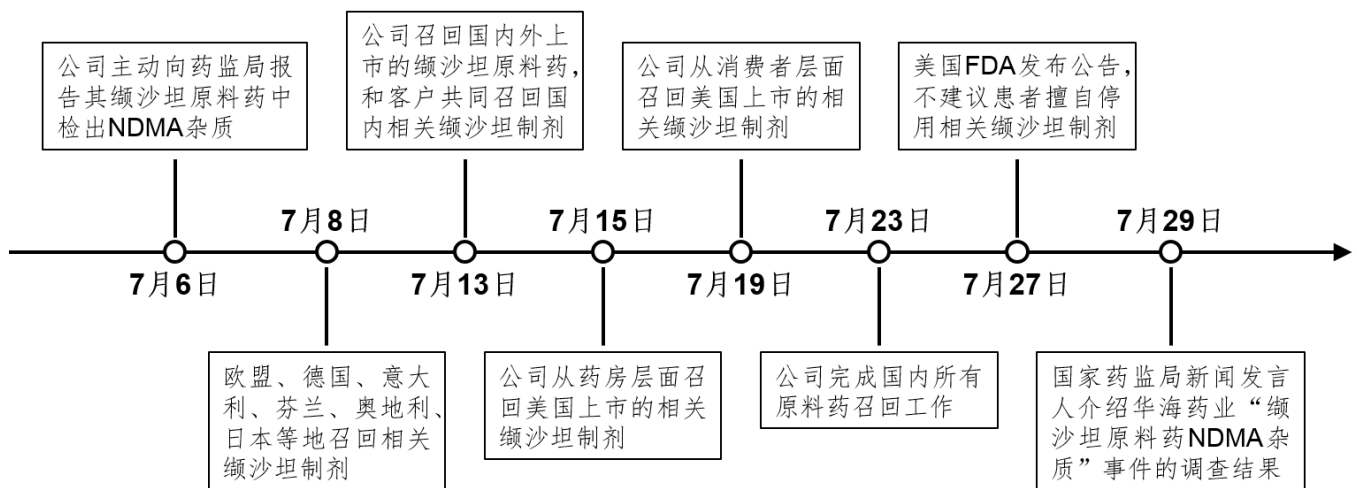
图 1：“缬沙坦杂质”事件梳理.....	4
图 2：2016 年全球人群死因分布.....	5
图 3：2007-2016 年全球心血管疾病死亡人数.....	5
图 4：2012-2018Q1 国内样本医院缬沙坦销售额.....	6
图 5：2017 年缬沙坦原料药和制剂占公司营业收入比例.....	6
表 1：2018-2020 年公司主营业务收入预测.....	7

事件：7月29日，国家药监局新闻发言人就“华海药业缬沙坦原料药检出微量N-亚硝基二甲胺（NDMA）杂质”的有关情况作了介绍。

一、“杂质”事件始末理清，调查结果基本落地

本次“缬沙坦杂质”事件始于公司在7月6日晚间发布的公告，公司在其缬沙坦原料药中检出微量N-亚硝基二甲胺（NDMA）杂质并主动向药监局报告。之后公司暂停了所有缬沙坦原料药国内外市场放行和发货，并于7月8日、13日和15日先后启动了全球各地相关原料药和制剂的召回程序。截至7月23日，公司已完成国内所有原料药的召回工作。此外，美国FDA于7月27日发布通告认为，服用召回缬沙坦的患者应继续服用目前的药物，直到医生提供可替代药品或不同的治疗方案，这在一定程度上为本次事件定了性，避免了患者因“缬沙坦杂质”事件恐慌盲目停药而造成更严重的后果。7月29日，国家药监局介绍了事件初步调查结果，同样也提醒正在服用缬沙坦药品的患者不要擅自停药。

图 1：“缬沙坦杂质”事件梳理



资料来源：华金证券研究所整理

根据世界卫生组织（WHO）所属机构国际癌症研究机构（IARC）2017年10月27日公布的致癌物清单，NDMA属于2A类致癌物（即动物实验证据充分，人体致癌证据有限）。2A类致癌物共有81种，包括油炸食品中普遍存在的丙烯酰胺、温度高于65℃的饮料、红肉等物质。此外，昼夜节律打乱的轮班工作也属于2A类致癌风险行为。从生产工艺的角度看，NDMA属于按照现行注册工艺生产过程中产生的意料之外的微量工艺杂质，是溶剂降解产生的微量杂质与后一步试剂副反应的产物。

根据药监局公布的数据，NDMA的每日最大摄入限量为0.1μg，相当于EMA暂定参考限值0.3ppm（按每日服用320mg缬沙坦计算）。根据这个标准，国内在产的7家缬沙坦原料药生产企业中，只有公司缬沙坦原料药NDMA杂质超出限值。

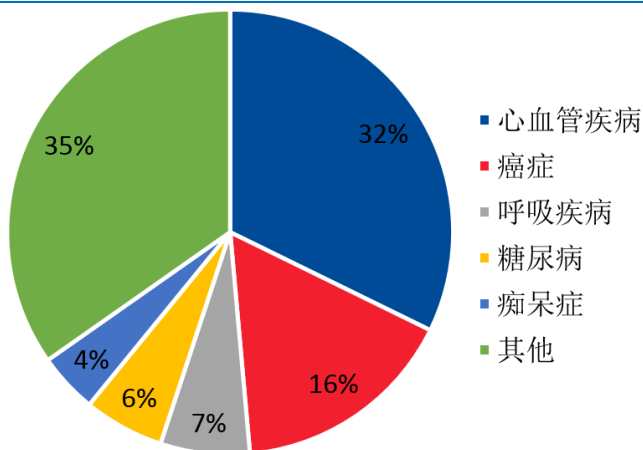
因此，本次涉事药物不会对患者造成严重的健康风险，但从摄入剂量的角度看，公司缬沙坦原料药中 **NDMA** 杂质的含量超过了建议限值，有潜在的安全隐患。公司和各国药监部门也在事件发生后及时采取了停止销售、召回等风险控制措施，较大地降低了事件的影响程度。

此前各国药品监管机构均未对 **NDMA** 杂质提出检测要求，公司缬沙坦原料药的生产工艺也分别于 2012 年、2013 年通过了欧洲药品管理局 (EMA)、美国食品药品监督管理局 (FDA) 的认可，可见公司生产的缬沙坦符合国际药品质量标准，不属于劣质药品的范畴，而 **NDMA** 是公司检测发现后主动上报的，本次“缬沙坦杂质”事件更不应被定性为公司主观造假，准确地说，**NDMA** 是随着产品科学认知的深入、科学技术的发展以及检测手段的提升而在缬沙坦中新发现的杂质。

二、心血管药物市场需求仍然强劲

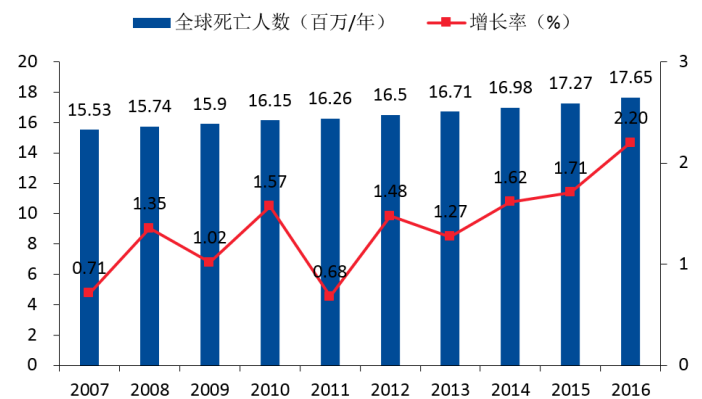
缬沙坦属于心血管系统用药，主要用于轻、中度原发性高血压的治疗。根据 Our World in Data 的统计数据，心血管疾病是目前人类的头号杀手，2016 年全球因心血管疾病死亡的人数达到了全部死亡人数的 32%，是排名第二的癌症的 2 倍。从绝对数量上看，最近 10 年里全球心血管疾病死亡人数逐年上升，且增长率整体呈现上升趋势，心血管药物市场需求强烈，市场空间巨大。

图 2：2016 年全球人群死因分布



资料来源：Our World in Data，华金证券研究所

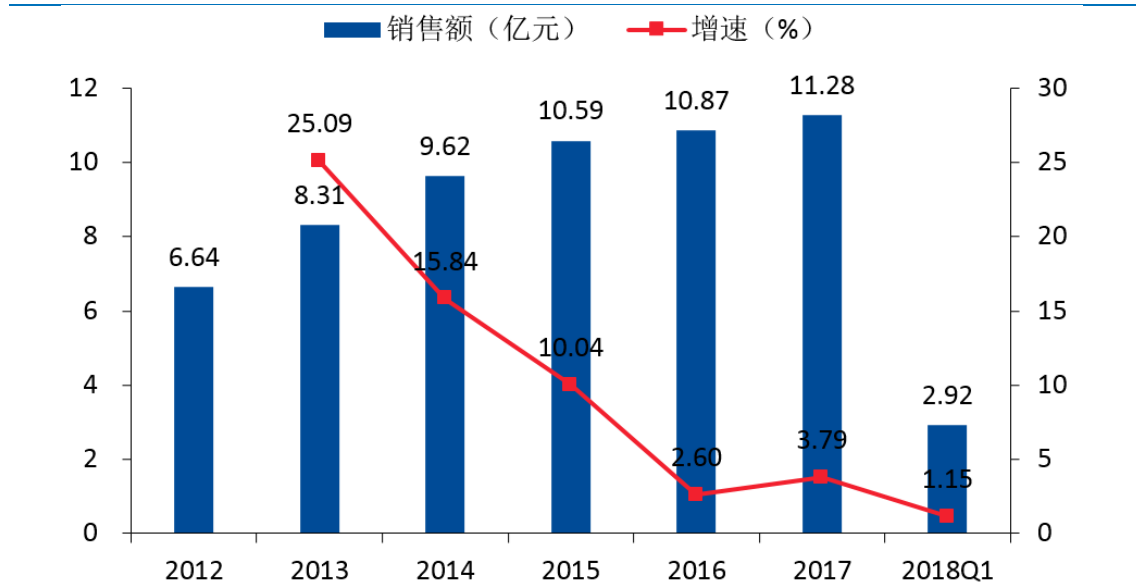
图 3：2007-2016 年全球心血管疾病死亡人数



资料来源：Our World in Data，华金证券研究所

经过几十年的发展，心血管药物市场已经进入成熟期，目前市面上有数十个药物或药物复方正在销售。缬沙坦属于血管紧张素 II 受体拮抗剂类高血压药物，同类竞品包括厄贝沙坦、氯沙坦、替米沙坦等，市场竞争激烈，故而近年来国内缬沙坦销售增速持续下降，逐渐向心血管患者人数增长率趋近。尽管如此，缬沙坦目前仍然在国内血管紧张素 II 受体拮抗剂类高血压药物中市场份额最大的品种，市场需求很大，这也带动了上游原料药市场的发展。

图 4: 2012-2018Q1 国内样本医院缬沙坦销售额

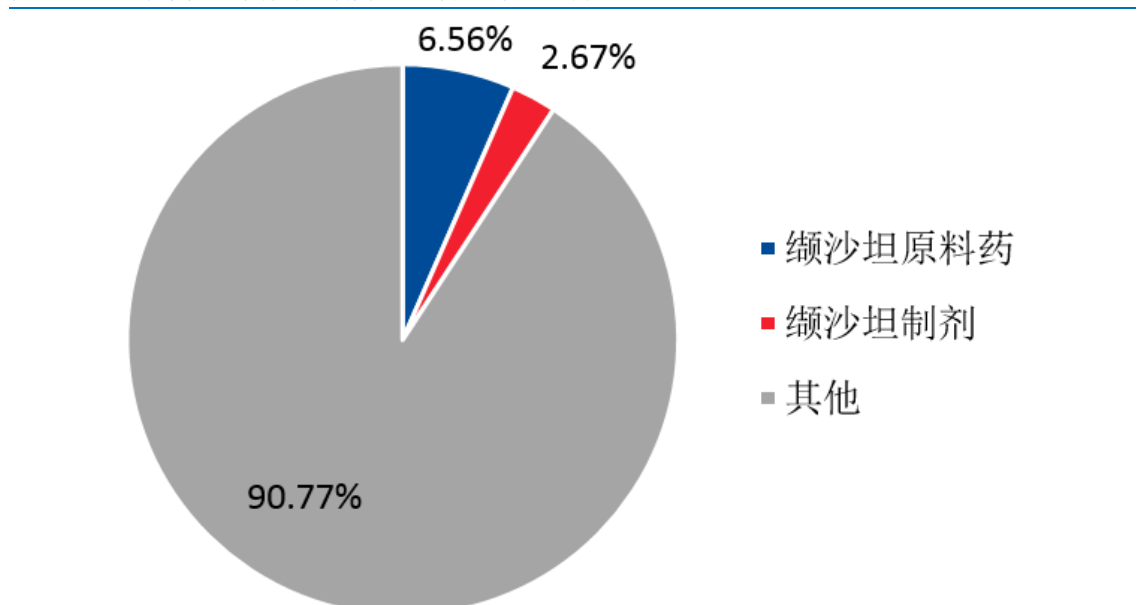


资料来源: PDB, 华金证券研究所

三、短期或有阵痛，长期影响有限

公司缬沙坦相关的产品分为原料药和制剂两大类，其中缬沙坦制剂产品主要是缬沙坦片和缬沙坦/氢氯噻嗪片，分别于 2015 年 9 月和 2016 年 5 月在美国上市，国内尚未销售。2017 年，公司缬沙坦原料药销售额 32833 万元，缬沙坦制剂销售额 2043 万美元。以 2017 年末美元兑人民币汇率 6.5342 粗略估计，缬沙坦制剂 2017 年销售额为 13349 万元左右。2017 年，缬沙坦相关产品合计占公司营业收入 9.33%，占有一定的比重。

图 5: 2017 年缬沙坦原料药和制剂占公司营业收入比例



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

根据公司 7 月 6 日发布的公告，公司正在对缬沙坦原有的生产工艺进行优化，新工艺能够避免在生产过程中产生 NDMA 杂质。同时，由于不涉及注册重大变更，公司预计将在短时间内

采用新工艺恢复缬沙坦生产和供应。此外，公司也对其他沙坦类产品进行了核查，因生产工艺不同，其他沙坦类产品中不存在 **NDMA** 杂质。

综合来看，缬沙坦相关产品在公司的收入中占据一定比重，我们认为本次“缬沙坦杂质”事件导致公司相关产品的大面积召回会在短期内对业绩产生一定的影响；由于公司已经着手可避免引入 **NDMA** 杂质的新工艺优化，且有望于近期恢复生产，长期来看“缬沙坦杂质”事件对公司的影响有限，完成工艺升级后公司的缬沙坦业务将重新步入正轨。

四、盈利预测

缬沙坦相关产品对公司收入有一定的贡献，但比重不是特别大，且公司新的生产工艺可避免 **NDMA** 杂质的引入，我们认为“缬沙坦杂质”事件对公司只是短期的影响，不会影响公司长期的发展。随着工艺改造的完成，“缬沙坦杂质”事件的负面影响也会逐渐消除。

表 1：2018-2020 年公司主营业务收入预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务								
收入(百万)	2296.4	2585.0	3500.4	4092.9	5002.0	6136.5	7887.2	9884.2
增速		12.57%	35.41%	16.93%	22.21%	22.68%	28.53%	25.32%
毛利率	43.86%	44.68%	49.22%	49.85%	55.96%	58.12%	58.80%	59.54%
成品药销售								
收入(百万)	824.6	990.6	1605.3	1964.0	2639.7	3629.5	4755.4	6222.9
增速		20.13%	62.05%	22.35%	34.40%	37.50%	31.02%	30.86%
毛利率	60.67%	62.61%	60.38%	56.65%	66.78%	66.52%	66.54%	66.03%
原料药及中间体销售								
收入(百万)	1446.9	1569.8	1823.2	1882.3	2143.5	2236.6	2796.0	3150.3
增速		8.49%	16.15%	3.24%	13.88%	4.35%	25.01%	12.67%
毛利率	34.12%	32.77%	40.53%	46.92%	44.73%	45.82%	45.78%	45.80%
进出口业务								
收入(百万)				219.2	150.2	150.2	150.2	157.8
增速					-31.47%	0.00%	0.00%	5.00%
毛利率				9.51%	7.57%	7.02%	7.02%	7.02%
技术服务								
收入(百万)	2.8	3.0	4.4	15.4	48.1	101.1	176.9	270.9
增速		9.71%	44.84%	250.05%	212.79%	110.30%	75.00%	53.12%
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
其他								
收入(百万)	22.1	21.5	67.4	11.9	20.6	18.9	8.6	82.4
增速		-2.57%	213.39%	-82.31%	72.22%	-7.81%	-54.65%	858.59%
毛利率	46.82%	80.26%	15.10%	69.41%	89.08%	82.39%	69.03%	62.19%

资料来源：华金证券研究所

我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.62、0.78 和 0.94 元。(1)“缬沙坦杂质”事件的负面影响有望在短期内逐步消除 (2) 公司是国内仿制药一致性评价进展最快的公司之一 (3) 医改政策利好。基于以上因素综合考虑，给予公司增持-B 评级。

五、风险提示

公司声誉受影响，新工艺研发不达预期，市场竞争加剧

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,092.9	5,002.0	6,136.5	7,887.2	9,884.2
减:营业成本	2,052.7	2,202.7	2,569.9	3,249.5	3,999.2
营业税费	40.3	61.1	74.9	96.3	120.7
销售费用	614.7	904.6	1,234.0	1,658.7	2,219.0
管理费用	859.5	999.9	1,255.8	1,615.7	2,007.8
财务费用	-8.0	110.3	58.0	81.6	104.3
资产减值损失	26.2	-7.8	22.5	13.6	9.4
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.5	-2.4	-0.1	-0.7	-1.1
营业利润	507.9	791.2	921.1	1,171.0	1,422.7
加:营业外净收支	59.2	-11.9	17.3	24.6	13.1
利润总额	567.1	779.2	938.4	1,195.7	1,435.8
减:所得税	110.2	155.7	187.5	238.8	286.8
净利润	500.8	639.2	769.8	980.9	1,177.9

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	791.6	691.3	490.9	631.0	790.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,296.1	1,613.4	1,831.3	2,680.8	2,970.0
应收票据	25.9	52.8	41.9	77.7	68.9
预付帐款	35.7	76.4	34.8	107.0	76.7
存货	1,330.2	1,593.8	1,991.1	2,650.3	3,429.1
其他流动资产	31.8	44.4	53.2	55.1	63.8
可供出售金融资产	21.3	30.9	20.1	24.1	25.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	334.8	446.4	595.2	793.6
投资性房地产	-	1.2	1.2	1.2	1.2
固定资产	1,865.2	2,233.4	2,294.7	2,296.8	2,275.0
在建工程	695.9	704.9	767.0	858.7	912.9
无形资产	430.6	562.1	603.6	644.5	694.9
其他非流动资产	202.0	327.3	250.9	127.0	-47.5
资产总额	6,726.4	8,266.8	8,827.2	10,749.3	12,054.4
短期债务	462.4	1,059.8	1,535.5	1,901.4	2,335.1
应付帐款	408.1	520.5	480.8	824.1	792.6
应付票据	397.1	369.6	546.0	627.6	845.9
其他流动负债	246.2	885.3	597.8	682.5	784.4
长期借款	534.7	222.2	-	427.4	256.3
其他非流动负债	100.1	154.9	122.5	125.8	134.4
负债总额	2,148.6	3,212.1	3,282.8	4,588.8	5,148.6
少数股东权益	194.3	172.5	153.6	129.6	100.8
股本	1,043.0	1,042.5	1,250.8	1,250.8	1,250.8
留存收益	3,382.7	3,861.1	4,139.9	4,780.1	5,554.2
股东权益	4,577.8	5,054.7	5,544.4	6,160.6	6,905.8

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	456.9	623.6	769.8	980.9	1,177.9
加:折旧和摊销	251.0	290.0	318.4	364.7	414.3
资产减值准备	26.2	-7.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-14.8	106.3	58.0	81.6	104.3
投资损失	-0.5	2.4	0.1	0.7	1.1
少数股东损益	-43.9	-15.7	-18.9	-24.0	-28.9
营运资金的变动	-337.8	-437.7	-453.8	-1,187.1	-838.7
经营活动产生现金流量	433.1	546.2	673.8	216.7	830.0
投资活动产生现金流量	-706.7	-1,135.1	-472.7	-504.0	-499.1
融资活动产生现金流量	408.8	556.6	-401.5	427.4	-171.1

财务指标

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	16.9%	22.2%	22.7%	28.5%	25.3%
营业利润增长率	3.0%	55.8%	16.4%	27.1%	21.5%
净利润增长率	13.2%	27.6%	20.4%	27.4%	20.1%
EBITDA 增长率	9.6%	50.4%	14.9%	24.6%	20.0%
EBIT 增长率	2.6%	67.8%	16.7%	27.9%	21.9%
NOPLAT 增长率	-0.9%	79.1%	8.6%	27.9%	21.9%
投资资本增长率	20.8%	26.4%	9.9%	20.0%	11.6%
净资产增长率	23.0%	10.4%	9.7%	11.1%	12.1%
盈利能力					
毛利率	49.8%	56.0%	58.1%	58.8%	59.5%
营业利润率	12.4%	15.8%	15.0%	14.8%	14.4%
净利润率	12.2%	12.8%	12.5%	12.4%	11.9%
EBITDA/营业收入	18.3%	22.6%	21.1%	20.5%	19.6%
EBIT/营业收入	12.2%	16.8%	16.0%	15.9%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	31.9%	38.9%	37.2%	42.7%	42.7%
负债权益比	46.9%	63.5%	59.2%	74.5%	74.6%
流动比率	2.32	1.44	1.41	1.54	1.56
速动比率	1.44	0.87	0.78	0.88	0.83
利息保障倍数	-62.28	7.60	16.87	15.35	14.64
营运能力					
固定资产周转天数	152	147	133	105	83
流动营业资本周转天数	137	138	137	142	149
流动资产周转天数	279	273	250	243	248
应收帐款周转天数	103	105	101	103	103
存货周转天数	106	105	105	106	111
总资产周转天数	538	540	501	447	415
投资资本周转天数	374	379	362	325	299
费用率					
销售费用率	15.0%	18.1%	20.1%	21.0%	22.5%
管理费用率	21.0%	20.0%	20.5%	20.5%	20.3%
财务费用率	-0.2%	2.2%	0.9%	1.0%	1.1%
三费/营业收入	35.8%	40.3%	41.5%	42.5%	43.8%
投资回报率					
ROE	11.4%	13.1%	14.3%	16.3%	17.3%
ROA	6.8%	7.5%	8.5%	8.9%	9.5%
ROIC	10.4%	15.5%	13.3%	15.5%	15.7%
分红指标					
DPS(元)	0.15	0.17	0.22	0.28	0.32
分红比率	37.5%	32.6%	35.3%	35.1%	34.4%
股息收益率	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.40	0.51	0.62	0.78	0.94
BVPS(元)	3.50	3.90	4.31	4.82	5.44
PE(X)	50.8	39.8	33.0	25.9	21.6
PB(X)	5.8	5.2	4.7	4.2	3.7
P/FCF	-181.6	128.3	244.3	47.7	41.2
P/S	6.2	5.1	4.1	3.2	2.6
EV/EBITDA	28.6	19.7	20.4	16.8	14.1
CAGR(%)	27.9%	22.6%	19.8%	27.9%	22.6%
PEG	1.8	1.8	1.7	0.9	1.0
ROIC/WACC	1.0	1.5	1.3	1.5	1.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

郑巧声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com