

生物制品

创新疫苗大产品大时代将进入第二波大浪潮，板块迎来布局良机

创新疫苗大产品大时代将进入第二波大浪潮。创新疫苗行业进入大产品大时代，我们认为17年下半年到18年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以HPV疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应，而当前沃森的13价肺炎结合疫苗预计将上市销售以及康泰生物当前13价的可喜进展有望成为行业的大催化剂，我们认为疫苗板块将进入第二波大浪潮，同时行业端在“山东疫苗事件”和“长生疫苗事件”后发展趋势也有所变化，疫苗板块龙头型个股有望受益行业变化。

当前市场环境下，建议投资者以品种筛选为主，主要在以下两个投资趋势寻找机会。**(1) 潜力创新品种。**包括EV71疫苗、13价肺炎结合疫苗以及HPV疫苗等品种。从必要性角度来讲，疫苗所涉及的传染性疾病可能造成严重后果的，居民接种意识普遍较强。对于部分品种，比如13价肺炎和HPV疫苗来说，由于已经在海外销售多年国内尚未上市，国内的媒体报道和政府宣传已经在无形之中降低了企业的推广成本，产品上市后加上生产企业的大力推广和市场渠道开拓很容易实现快速放量。**(2) 多联多价大品种。**多联多价疫苗符合免疫经济学发展，是未来疫苗的发展趋势，多价品种预防相关疾病效力更高，多联在减少接种次数的同时降低了患者痛苦、减少了不良反应的发生率，建议关注三联苗、四联苗以及四价流感疫苗等品种。

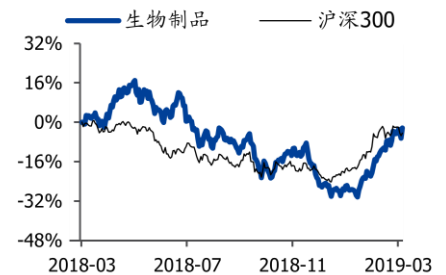
疫苗板块迎布局迎良机，后续衍变趋势逐渐明朗。对于当前疫苗板块，我们建议投资者重点关注，不论是行业的趋势变革，还是板块中个股的衍变，都将有望受益持续相关事件的催化和行业发展良机，疫苗板块也迎来布局良机。**(1) 国产13价肺炎球菌多糖结合疫苗研发进展喜人，**将成行业巨大催化剂。对于国内企业的研发进展，沃森生物和康泰生物处于领先地位。**(2) 疫苗事件洗礼，产业壁垒增加，**发展趋势有所变化。对于行业的趋势发展变化，不管是全方位的严格管理，还是行业的重组整合，亦或是股权层面的合作，我们认为目前的行业龙头型公司都将受益。**(3) 个股资质优异，**创新大产品大时代下迅速发展。

投资建议。疫苗板块受益良好的行业发展趋势，行业内龙头公司都将显著受益，建议重点关注智飞生物、康泰生物以及沃森生物。

风险提示：行业负面事件影响；批签发进度放缓；相关产品研发进度落后。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjinyangwater@163.com

研究助理 祁瑞

邮箱: qirui@gszq.com

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
00425	智飞生物	买入	0.27	0.91	1.67	2.26	185	55	30	22
603197	康泰生物		0.51	0.71	0.98	1.49	93	50	54	35
002920	沃森生物		-0.35	0.68	0.36	0.74	-52	28	66	32

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 (注: 康泰生物、沃森生物使用wind一致预期)



内容目录

1. 创新疫苗大产品大时代将进入第二波大浪潮	
2. 疫苗板块迎布局迎良机，后续衍变趋势逐渐明朗	
2.1 国产 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗研发进展喜人，将成行业巨大催化剂	
2.2 疫苗事件洗礼，产业壁垒增加，发展趋势有所变化	
2.3 个股资质优异，创新大产品大时代下迅速发展	
2.3.1 智飞生物：持续高速增长，创新疫苗品种临近审评尾声，未来的大生物药企业	
2.3.2 康泰生物：13 价肺炎研发进展顺利，研发管线体现公司核心价值	
2.3.3 沃森生物：13 价肺炎结合疫苗处于技术审评尾声，未来的国际化的疫苗企业	
风险提示	

图表目录

图表 1：历年疫苗行业产值测算（亿元）	
图表 2：13 价肺炎疫苗国内研发进展	

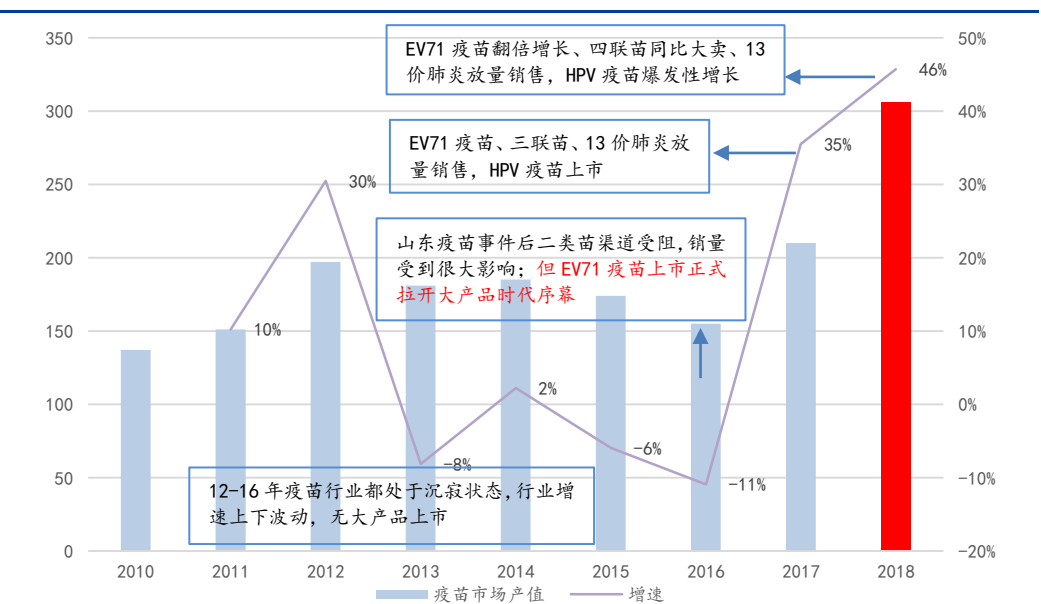
1. 创新疫苗大产品大时代将进入第二波大浪潮

创新疫苗大产品大时代将进入第二波大浪潮。创新疫苗行业进入大产品大时代，我们认为17年下半年到18年上半年是疫苗行业出现了第一波浪潮的表现，以HPV疫苗投入市场快速放量为主导带来了板块整体的催化效应，而当前沃森的13价肺炎结合疫苗预计将上市销售以及康泰生物当前13价的可喜进展有望成为行业的大催化剂，我们认为疫苗板块将进入第二波大浪潮，同时行业端在“山东疫苗事件”和“长生疫苗事件”后发展趋势也有所变化，疫苗板块龙头型个股有望受益行业变化。

大产品大时代继续前行，第二波浪潮中行业规模预计将持续扩大。根据批签发量和疫苗品种的中标价格计算，截止2016年国内疫苗市场近年总体规模徘徊在150-200亿之间，一直未能突破200亿大关，16年的山东疫苗事件更是给国内疫苗流通领域重重一击，好在作为行业净化中的重要一环，流通环节“一票制”之后，疫苗生产企业普遍受益，毛利率和净利率都有所提升，再加上国家对疫苗运输产生更高的要求，大的生产企业竞争优势将会更加明显，也为创新重磅品种的快速放量提供了孵育温床。

17年行业全面复苏，大产品大时代正式来临，EV71疫苗放量、HPV疫苗上市销售、国产联苗的放量驱使国内疫苗市场空间迅速扩大，18年虽然行业再次遇到疫苗事件影响，但是疫苗的刚需属性以及疫苗大产品的持续渗透，预计整体市场规模已经达到300亿左右，同比17年增长46%左右。由于13价肺炎疫苗、EV71疫苗、HPV疫苗等品种均是上市1-2年的品种，还处在放量阶段，我们预计19年板块仍将保持高速增长，创新疫苗大产品大时代继续前行。

图表1：历年疫苗行业产值测算（亿元）



资料来源：中检院，药智网，国盛证券研究所

大时代背景下，大品种上市后一直可以实现快速放量，我们认为催化因素主要有以下几个方面：

- ◆ **疫苗产品招标周期短、市场准入快。**各省份基本每年招一次标（个别省份两年次），准入制的招标方式，独家品种或生产厂家较少的品种基本100%都会中标。
- ◆ **医保影响小。**价格低，部分品种刚需，医保影响小。销售终端是各县级CDC，对采购需求并无限制（药占比），对放量影响较小。
- ◆ **创新疫苗品种更加受益于消费升级。**最安全的药物，人群接受程度更高，尤其对于涉及重大疾病如肺炎、宫颈癌等相关的疫苗品种更是部分人群的必选消费品之一，

因此疫苗具有消费升级属性。

- ◆ **终端放量时间短，上量速度快。**销售前端不用在医院销售那样通过药事委员会，好多医院药事会一年才开一次，疫苗的 CDC 渠道完全可以避开这些，快速放量。
- ◆ **创新疫苗研发周期长、壁垒高、格局好、重磅创新可预见的直接或间接竞争对手少。**壁垒高，可预见的直接或者间接竞争对手少，竞争格局好，易快速成长为超级大品种。

当前市场环境下，建议投资者以品种筛选为主，主要在以下两个投资趋势寻找机会：

(1) 潜力创新品种。包括 EV71 疫苗、13 价肺炎结合疫苗以及 HPV 疫苗等品种。从必要性角度来讲，疫苗所涉及的传染性疾病可能造成严重后果的，居民接种意识普遍较强。对于部分品种，比如 13 价肺炎和 HPV 疫苗来说，由于已经在海外销售多年国内尚未上市，国内的媒体报道和政府宣传已经在无形之中降低了企业的推广成本，产品上市后加上生产企业的大力推广和市场渠道开拓很容易实现快速放量。

(2) 多联多价大品种。从替代性和便捷性角度来讲，多联多价疫苗符合免疫经济学发展，是未来疫苗的发展趋势，多价品种预防相关疾病效力更高，多联在减少接种次数的同时降低了患者痛苦、减少了不良反应的发生率，符合目前疫苗行业的发展趋势，**建议关注三联苗、四联苗以及四价流感疫苗等品种。**

2. 疫苗板块迎布局迎良机，后续衍变趋势逐渐明朗

对于当前疫苗板块，我们建议投资者重点关注，不论是行业的趋势变革，还是板块中个股的衍变，都将有望受益持续相关事件的催化和行业发展良机，疫苗板块也迎来布局良机，其中国产 13 价肺炎结合疫苗的进展将成为板块最大的催化剂。

2.1 国产 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗研发进展喜人，将成行业巨大催化剂

13 价肺炎多糖结合疫苗被称为全球“疫苗销售之王”，由辉瑞公司独家生产，目前已进入全球 100 多个国家的免疫规划当中，13 价肺炎结合疫苗是目前唯一一款用于全年龄组人群注射的肺炎疫苗，是全球使用最为广泛的肺炎球菌多糖结合疫苗。18 年全球销售 58 亿美元，继续强劲势头。

国产 13 价肺炎疫苗沃森生物和康泰生物处于领先地位，相关进展将成为疫苗板块第二波浪潮的巨大催化剂。按照当前的研发进度，沃森生物于 2018 年 3 月份获得优先审评，经过两次资料的发补，目前已处于技术审评的尾声阶段，我们预计公司将于 5-6 月进入生产现场检查阶段，我们预计公司产品将于 19 年三季度获批上市销售；康泰生物目前进展来看，公司小年龄组数据已揭盲，目前在临床资料整理中，大年龄组临床数据我们预计在 4-5 月揭盲，之后公司将申报生产，预计将于 20 年底到 21 年初的时间获批。

图表 2: 13 价肺炎疫苗国内研发进展

在研类型	在研情况
沃森生物	优先审评, 申报尾声
民海生物	III 期小年龄组揭盲
北京科兴、兰州所	临床 II 期
智飞生物	15 价肺炎临床 I 期
康希诺	13 价肺炎临床 I 期
成都安特金	申报临床批件

资料来源: CDE, 国盛证券研究所

目前辉瑞的 13 价肺炎结合疫苗在国内已上市销售, 但我们认为国内潜在市场空间大, 即使按照单年龄组计算, 20% 的接种渗透率, 国内潜在市场已超百亿, 未来 13 价肺炎结合疫苗将逐渐渗透, 并且我们认为国产品种具有明显优势:

- ◆ **接种程序更加灵活。**辉瑞在国内获批的接种程序是 2/4/6 月龄各接种一针, 12-15 月再加强一针, 对于超过 6 月龄的儿童无法进行接种。相比之下国内品种沃森和康泰临床设计上更加灵活, 接种程序适龄人群更广, 总接种人群涉及 6 周龄-5 周岁, 其中 6 周-6 月龄接种 4 针, 7-11 月龄总接种 3 针, 12-23 月龄总接种 2 针, 24-5 周岁接种 1 针, 接种程序更加灵活, 适龄人群也更广。
- ◆ **销售能力更强, 区域覆盖更广。**沃森和康泰都是在国内深耕多年的疫苗企业, 国内销售实力强劲, 辉瑞自 7 价沛儿再注册到期后, 已解散了原先的销售队伍, 目前还在重新组建中。国内生产企业有望依靠多年的终端积累和广阔的区域覆盖能力, 迅速抢占市场份额。
- ◆ **产能优势明显, 未来将开拓国际市场。**辉瑞全球供应订单紧张, 对中国供应量有限, 也是目前国内市场断货的原因之一。而从沃森和康泰来看, 国内产能重组, 沃森预计目前产能最高可达到 2000 万剂, 康泰的产能预计也至少在 1000 万剂以上, 并且未来仍将扩大。

2.2 疫苗事件洗礼, 产业壁垒增加, 发展趋势有所变化

疫苗事件驱使显露行业高壁垒属性, 公司作为龙头企业行业竞争力提高。2016 年疫苗事件使流通格局重塑, 智飞由于自身大部分地区就采用直销队伍经营, 直接掌握终端销售资源, 销售模式上并不需要发生很多变化, 因此省级招标平台建立后, 公司在行业中的竞争能力有所提高的。2018 长生疫苗事件促发《疫苗管理办法》意见稿的出台驱使行业在研发、临床、生产、接种、流通、监测、赔偿以及监督管理全方位进行严格管理, 小企业各环节成本明显增高, 疫苗行业将呈现强者恒强局势, 龙头企业受益明显。

行业的一些发展趋势, 我们预计也将发生变化, 包括可能严控新开办疫苗企业, 提高市场准入标准; 推动疫苗行业重组整合; 加强疫苗产品质量监管, 逐步引导落后产品退出市场等。另外鉴于当前一类苗过低的采购价格, 我们预计未来一类苗将有一定的提价空间。而对于行业中的疫苗企业的重组整合以及相关企业的参股合作等, 我们预计未来也可能发生。

对于行业的趋势发展变化, 不管是全方位的严格管理, 还是行业的重组整合, 亦或是股权层面的合作, 我们认为目前的行业龙头型公司都将受益, 国内疫苗市场建议重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物。

2.3 个股资质优异, 创新大产品大时代下迅速发展

2.3.1 智飞生物：持续高速增长，创新疫苗品种临近审评尾声，未来的大生物药企业

智飞生物是疫苗行业龙头公司之一。2017年是公司业绩高增长的元年，各业务线持续向好，三联苗 AC-Hib、四价及九价 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗已经上市、预防用母牛分歧杆菌疫苗及 EC 诊断试剂即将上市，以上重磅品种都已经或者即将快速放量。未来公司研发管线丰富、众多潜力大品种有望接连上市，大生物医药其他领域持续拓展，长期有望成长为大生物药企业。

独家代理四价 HPV、九价 HPV 以及五价轮状病毒疫苗，仍处于高速增长期，同默沙东分享国内市场。智飞在渠道终端的覆盖能力在国内具有明显优势，目前销售人员超 1400 人，覆盖 80% 以上的县疾控中心，小品种智飞体系内有望成为大品种，大品种智飞体系内如虎添翼，独家代理四价 HPV、九价 HPV 以及五价轮状病毒疫苗，潜在市场超千亿。

EC 诊断试剂以及创新疫苗预防用母牛分歧杆菌疫苗临近获批。对于国内结核病预防而言，形势严峻，在预防和大规模筛查端都处于缺失状态，而 EC 诊断试剂和预防用母牛分歧杆菌疫苗恰恰可以解决这两个方面的空缺。预防用母牛分歧杆菌疫苗是全球唯一完成临床 III 期的结核疫苗，有望于 2019 年三季度左右获批。

未来的大生物药企业。设立智睿投资，对有发展前景的生物技术和产品进行研发培育。智睿投资目前在细胞免疫治疗、糖尿病、单克隆抗体等多个领域开始布局。

我们认为公司代理业务可以享受高估值。我们从三点考虑：

- ◆ 公司最早从事代理业务，后逐渐将代理业务的利润投入到研发产品中，逐渐研发出包括 AC 结合、ACYW135、Hib、AC-Hib 等疫苗品种，目前管线中更是包括预防用母牛分歧杆菌疫苗、EC 诊断试剂、冻干重组结合疫苗、23 价肺炎多糖疫苗、15 价肺炎结合疫苗、人二倍体狂犬、EV71 疫苗等重磅品种，公司已成功转型为“研发+代理”双轮驱动企业。
- ◆ 代理合同的持续性长久，2021 到期后续签概率极大。疫苗事件后，海外公司的品种在国内所有品种必须交给唯一代理商进行销售，智飞在渠道终端的覆盖能力在国内具有明显优势，公司目前销售人员超过 1400 人，覆盖 80% 以上的县疾控中心，小品种在智飞体系内有望成为大品种，大品种在智飞体系内有望如虎添翼，对于渠道终端的优势地位，不能等同于一般药品的代理公司。综合考虑到一线疾控中心等销售终端的复杂程度，预计默沙东也不会选择自己搭建销售队伍，可以理解成“默沙东中国疫苗公司”。而且对于 HPV 疫苗、五价轮状病毒疫苗等超高速增长属性的品种，在智飞体系内，具有助推放量速度以及放量程度的能力，历史已经证明，未来更加可期，另外默沙东疫苗在全球的布局也基本是寻找经销商或推广商来进行销售，因此我们认为代理合同到期后将会继续由公司代理销售。
- ◆ 即使作为代理商，智飞的毛利率和净利率并不低。

公司盈利预测及投资评级。暂不考虑预防性微卡贡献，预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 926.8 亿元和 36.2 亿元，同比增长 85% 和 35%，对应 PE 分布为 30 倍和 22 倍，EPS 分别为 1.67 元和 2.26 元，我们采用“PE+NPV”方法对上市品种和管线品种进行测算，得出公司 2019 年合理估值为 965 亿，具体测算详见我们 2 月发布的公司深度报告。继续给予“买入”评级。

2.3.2 康泰生物：13 价肺炎疫苗进展顺利，研发管线体现公司核心价值

公司是国内研发管线布局最为完善的疫苗企业。公司在 16 年疫苗事件之后进入高速发展，研发管线中覆盖了包括倍体狂犬疫苗，IPV 疫苗，13 价肺炎结合疫苗，EV71 疫苗等重磅品种。同时公司在单苗布局完善，包括 IPV，无细胞百白破，冻干 Hib，麻风二联

苗，甲肝疫苗，水痘等都为未来的联苗布局打下基础，未来有望成为国内最强联苗企业。

研发管线出众孕育巨大潜力（核心价值）。核心产品四联苗 18 年上量明显，乙肝以及 Hib 稳步增长，我们预计未来几年人二倍体狂犬疫苗、EV71 疫苗、IPV 以及 13 价肺炎结合疫苗、五联苗都有望陆续上市销售，为公司未来打开成长空间，研发管线孕育巨大潜力！公司 13 价肺炎结合疫苗目前进展来看，小年龄组数据已揭盲，目前在临床资料整理中，大年龄组临床数据我们预计在 4 -5 月揭盲，之后将申报生产，预计将于 20 年底到 21 年初的时间获批。

期权激励彰显公司未来信心。公司 19 年 3 月 24 日发布股票期权激励计划，拟授予股份 3500 万股，涉及 548 人，激励对象主要以核心技术人员为准，首次授予的行权价格为每股 45.09 元(公告日前一日收盘价每股 45.59 元)。公司此次行权价格高，授予范围广，表面公司对未来发展充满信心，若未来授予完成，将大大调动员工的积极性，有利于公司未来发展。

19 年销售费用率上有望进一步改善。公司在销售体系上，逐渐由原先的推广模式，向类直销模式转化，通过内化或者独家化经销商的模式，不断扩建自身的销售队伍和扩大渠道覆盖率，鉴于当前公司的销售费用率要高于行业平均水平 10 个百分点左右，我们预计未来随着公司销售体系的改善以及自身产品组合影响力的扩大，销售费用率有望进一步降低，增厚公司利润。

2.3.3 沃森生物：13 价肺炎结合疫苗处于技术审评尾声，未来的国际化的疫苗企业

13 价肺炎结合疫苗处于技术审评尾声，预计 Q3 上市销售。13 价肺炎结合疫苗于 18 年 3 月纳入优先审评，目前处于技术审评最后阶段，预计 19 年 Q3 获批上市销售，沃森作为全球第二家（辉瑞 18 年销售 58 亿美元），国内临床适龄接种人群超 9000 万人（6 周龄-5 周岁），未来市场空间巨大，公司 13 价肺炎疫苗的上市销售也有望催生疫苗板块的第二波大浪潮。未来公司有望凭借自身优势，上市后迅速占领市场。

国际化疫苗标杆企业。公司已获得来自美国、印尼、埃及、孟加拉、菲律宾、吉尔吉斯斯坦、几内亚、尼日利亚等 8 个国家的采购订单，两个产品被埃及和印尼纳入国家免疫规划，唯一一个出口原液到美国的疫苗企业，公司未来将同盖茨基金会、世卫组织深度合作，未来 13 价肺炎和二价 HPV 疫苗有望大量出口国外，国外市场疫苗缺口较大，有望为公司带来丰厚利润。

公司研发能力和产业化能力加强竞争壁垒。研发上公司细菌性疫苗布局全面，具有超高壁垒的 13 价肺炎结合疫苗公司有望国内首家。产业化方面，公司建立玉溪产业基地，公司同盖茨基金会签署合作协议，为国际市场提供疫苗帮助，恰恰考验的也是公司在产业化方面的能力，产业化的突出优势也进一步提升了企业的市场竞争力。

增持计划完成，彰显未来发展信心。公司近日公告，公司分别于 3 月 22 日和 3 月 25 日通过集合竞价方式完成 2 亿元的增持计划，两日增持均价分布为 21.66 元/股和 22.66 元/股。我们认为公司的增持计划主要是基于对 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗等重大产品的研发成功持有坚定信心，同时未来 13 价上市销售后，公司业绩将不断提升。

风险提示

行业事件影响。对于行业内出现的一些负面事件，可能会影响到民众的接种意愿，从而影响板块公司的业绩。

批签发进度放缓。疫苗产品上市销售，需要经过中检院的批签发检测，若未来批签发进度放缓，将导致产品上市延迟，从而影响相关产品的销售。

相关研发产品进度落后。13价肺炎结合疫苗的上市销售，我们预计将给沃森和康泰带来丰厚的利润，若相关产品研发进度落后，未来将影响上市公司业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com