

工业增速暂时放缓，未来研发仍然可观

——天士力（600535）2018年报暨19年一季度报点评

核心观点：

1. 事件：

公司发布2018年年报。公司18年全年实现营业收入179.90亿元，同比增长11.78%；实现归属净利润15.45亿元，同比增长12.25%；扣非归属净利润13.44亿元，同比增长2.13%（非经常损益主要来自非流动资产处置损益）。还原研发费用后扣非业绩增速6.09%。18年实现EPS 1.02元。

其中，18Q4实现营业收入49.65亿元，同比增长0.66%；实现归属净利润1.76亿元；实现扣非归属净利0.94亿元，同比减少53.11%。18Q4实现EPS 0.12元。

同时公司发布2019年一季度报，19Q1公司实现营收45.71亿元，同比增长15.66%；实现归属净利润4.48亿元；实现扣非归属净利3.96亿元，同比增长10.28%。19Q1实现EPS 0.30元。

2. 我们的分析与判断

（一）18Q4工业收入不达预期，19Q1增速回暖

分行业看：

公司医药商业增速保持稳健，2018年全年医药商业板块实现营业收入107.78亿元，同比增长17.07%，其中18Q4实现营业收入28.42亿元，同比增长11.89%。2019年一季度公司医药商业实现收入28.82亿元，同比增长17.59%。公司商业板块毛利率维持在较高水平，2018年全年毛利率达10.03%（同比+1.75pp）；19Q1轻微下滑，毛利率为9.55%（-0.27pp）。

医药工业收入18Q4出现下滑，19Q1增速有所回升。2018年公司医药工业板块实现营业收入71.27亿元，同比增长4.59%，其中18Q4营业收入20.95亿元，同比减少12.09%。2019年一季度医药工业实现收入16.50亿元，同比增长10.38%，回复正增长。由于工业规模扩大导致单位成本降低，工业板块盈利能力持续上升，18年全年毛利率为75.53%（同比+1.57pp），19Q1毛利率继续上升至75.81（+1.31pp）。

天士力(600535.SH)

推荐 维持评级

分析师

余宇

☎：010-83571335

✉：shayu@chinastock.com.cn

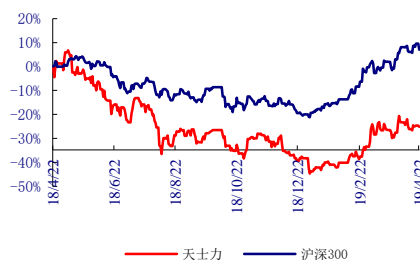
执业证书编号：S0130519010003

市场数据

2019-04-24

A股收盘价(元)	23.29
A股一年内最高价(元)	25.23
A股一年内最低价(元)	17.00
沪深300指数	4025.61
市盈率(TTM)	21.92
总股本(万股)	151266.62
实际流通A股(万股)	151266.62
限售的流通A股(万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	352.30

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

天士力(600535.SH) 三季报点评：各版块稳健增长，研发持续进展

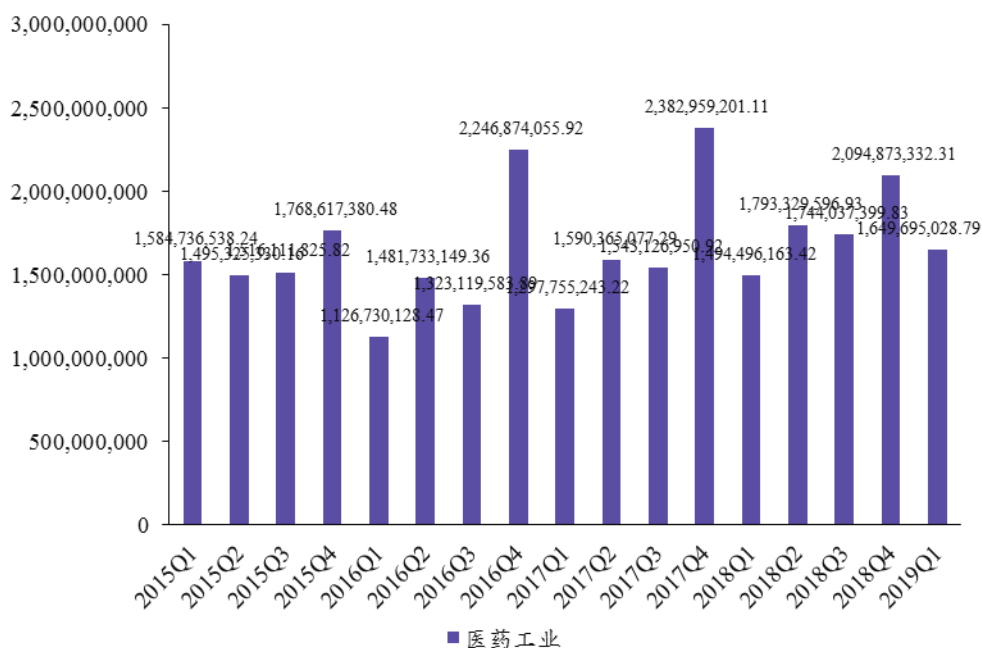
天士力(600535.SH) 跟踪报告：丹滴在美研发/销售获专业医药公司认可

天士力(600535.SH) 中报点评：普佑克淡季放量，研发管线全面进展

天士力(600535) 一季报点评：工业商业皆增长稳健，普佑克销售再创新高

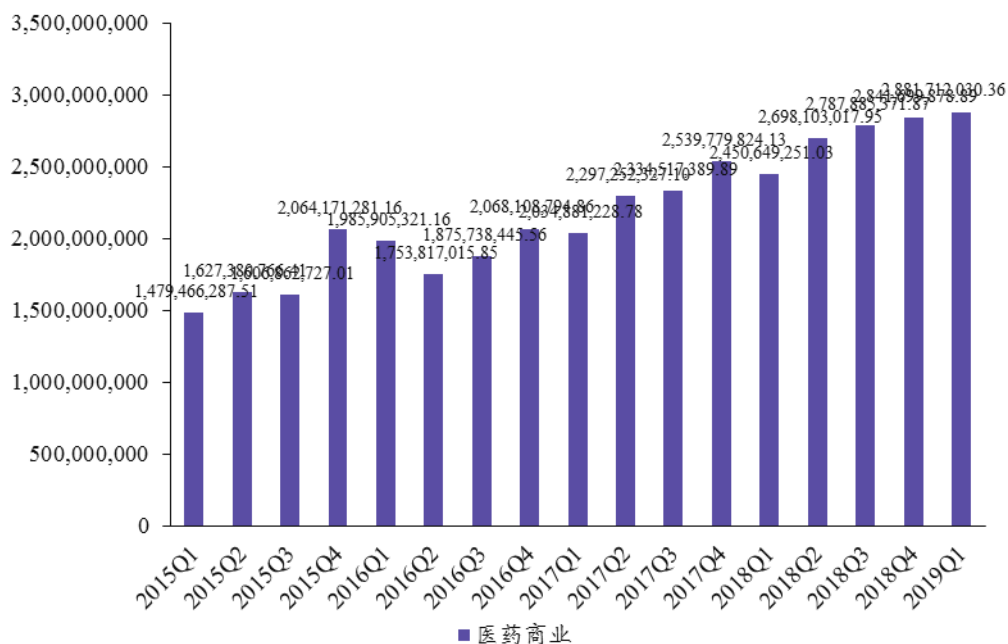
天士力(600535) 年报点评：三大药普遍增长，普佑克初露锋芒

图 2: 公司医药工业分季度收入情况



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

图 2: 公司医药商业分季度收入情况



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

分产品看, 18Q4 工业增速下滑主要由心脑血管类中药收入下滑所致。18Q4 受国家政策

限制及公司主动调整发货政策，导致心脑血管类中药品种复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、注射用益气复脉等品种销售量略有下滑，我们估计 18Q4 心脑血管类中药整体下滑 18% 左右，但 19Q1 重回增长态势，同比增速约 8% 左右。其他品种方面，我们估计抗肿瘤类的替莫唑胺胶囊 18 年保持 20% 以上快速增长，19Q1 增速更高达到 40% 左右。感冒发烧类由于 17Q4~18Q1 流感疫情造成的高基数而体现 18Q4~19Q1 增速为负。肝病治疗类由于水林佳放量导致 19Q1 增速达 20% 以上。

表 1 各季度分治疗领域/分产品营收及增速

	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	
分治疗领域维度	心脑血管（丹滴、养血清脑颗粒/丸、注射用益气复脉、芪参益气滴丸、注射用丹参多酚酸等）	89,474	105,981	114,001	176,182	102,003	124,322	125,010	145,373	110,736
	-营收增速YoY (%)	8.83	-4.75	18.11	4.90	14.00	17.31	9.66	-17.49	8.56
	-毛利率YoY (%)	75.98	69.77	77.84	79.29	77.05	76.98	78.71	76.83	77.30
	抗肿瘤(替莫唑胺、氟他胺等)	14,755	16,998	18,180	18,308	17,308	19,073	21,472	21,991	24,581
	-营收增速YoY (%)	25.32	39.53	24.47	11.86	17.30	12.21	18.10	20.12	42.02
	-毛利率YoY (%)	75.24	76.33	74.28	75.26	74.10	76.96	76.59	78.22	77.69
	感冒发烧（藿香正气滴丸、穿心莲内酯滴丸等）	6,813	10,343	5,205	16,797	6,961	11,686	6,575	15,513	5,922
	-营收增速YoY (%)	31.69	7.03	21.28	36.06	2.18	12.98	26.32	-7.65	-14.94
	-毛利率YoY (%)	53.20	56.23	57.97	61.25	57.85	55.36	66.49	58.69	58.51
	肝病治疗（水林佳、阿德福韦酯片等）	6,929	13,600	6,184	15,032	9,006	10,599	10,760	12,921	10,934
	-营收增速YoY (%)	75.88	132.68	-15.19	-2.53	29.98	-22.06	74.01	-14.05	21.40
	-毛利率YoY (%)	72.72	79.54	75.80	79.79	76.73	78.58	77.61	81.53	78.18
其他	11,805	12,114	10,742	11,976	14,171	13,653	10,586	13,689	12,797	
-营收增速YoY (%)	23.32	31.49	11.91	-5.01	20.04	12.70	-1.45	14.30	-9.69	
-毛利率YoY (%)	58.78	58.85	66.74	48.12	63.44	62.58	59.39	79.01	65.29	
分产品维度	中药	100,506	119,845	122,285	194,290	109,907	135,289	129,211	161,439	113,659
	-营收增速YoY (%)	9.55	-4.21	16.37	5.91	9.35	12.89	5.66	-16.91	3.41
	-毛利率YoY (%)	73.73	68.45	76.80	76.84	75.61	74.28	77.28	75.44	75.78
	化学制剂药	26,718	35,818	29,446	38,974	33,217	36,090	38,595	42,097	43,439
	-营收增速YoY (%)	33.49	61.00	12.42	5.63	24.32	0.76	31.07	8.01	30.78
	-毛利率YoY (%)	74.02	76.34	74.81	76.49	74.82	77.22	76.34	78.63	77.69
	化学原料药	1,242	954	793	635	1,291	1,207	816	751	1,669
	-营收增速YoY (%)	36.88	19.56	-23.54	8.61	3.96	26.61	2.91	18.39	29.24
	-毛利率YoY (%)	30.46	11.07	32.09	50.15	24.13	47.05	31.22	66.20	40.62
	生物药（主要为普佑克）	1,309	2,420	1,789	4,397	5,035	6,747	5,781	5,200	6,202
	-营收增速YoY (%)	15,485.85	17,473.61	85,307.31	16.72	284.52	178.78	223.19	18.27	23.17
	-毛利率YoY (%)	33.13	49.57	51.49	47.62	61.06	70.89	74.12	76.02	72.90

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

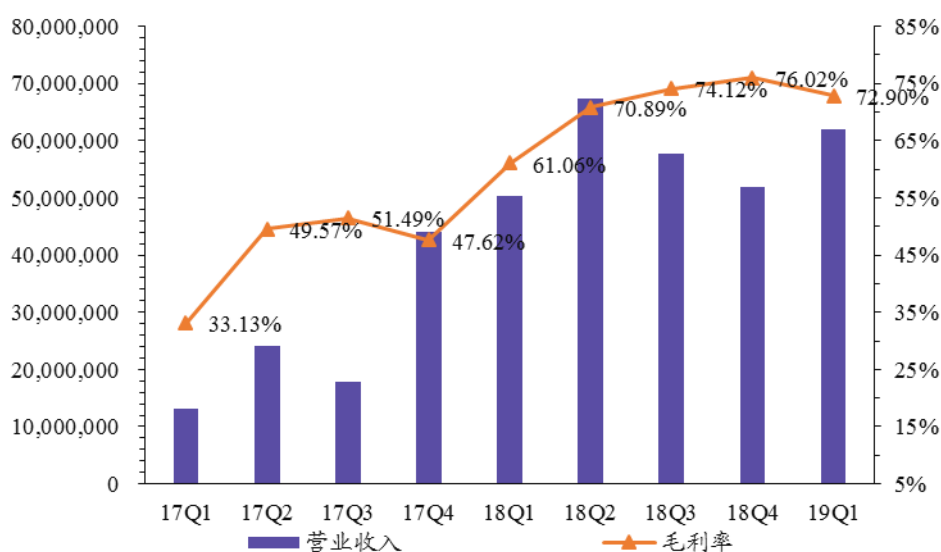
表 2 公司主要产品销量

	18 年销售量	18 年较上年增减 (%)	17 年销售量	16 年销售量	15 年销售量
复方丹参滴丸（盒）	138,449,257	-6.10	147,444,060	136,492,847	133,192,075
养血清脑颗粒（盒）	21,744,386	-6.04	23,143,071	23,384,052	23,526,337
养血清脑丸（盒）	5,024,331	1.83	4,934,220	3,308,339	3,844,204
注射用益气复脉（支）	12,449,361	-10.96	13,982,372	14,127,934	16,164,130

蒂清(瓶)	481,890	15.10	418,666	342,470	315,777
水林佳(盒)	12,800,916	3.44	12,374,897	9,206,953	10,485,647
藿香正气滴丸(盒)	14,439,163	-14.16	16,821,554	15,647,738	16,584,983
穿心莲内酯滴丸(盒)	17,203,568	17.21	14,677,567	10,936,305	13,858,199
芪参益气滴丸(盒)	12,004,971	10.35	10,878,661	8,665,032	8,306,520
注射用丹参总酚酸(支)	1,138,027	24.60	913,371	984,631	473,176
氟他胺(瓶)	115,849	-10.42	129,318	113,083	122,626

资料来源:公司公告、中国银河证券研究院

图 3: 普佑克分季度营收及毛利率



资料来源:公司公告、中国银河证券研究院

普佑克增速略显放缓系销售队伍调整所致,我们认为这一影响是一过性的。普佑克 18Q4、19Q1 分别实现收入 5200 万元、6202 万元,同比增速分别为 18.27%、23.17%,增速较此前略显放慢,我们认为可能由于天士力生物拟赴港上市的合规性独立性需求,导致公司调整销售团队和销售架构所致。我们认为特异性溶栓药本身具有较大的市场空间和较长的放量期,例如勃林格殷格翰已经在华上市十余年,进入医保目录十年,基数已经较大,但是 2018 年终端增速仍然在 50% 以上,说明特异性溶栓药的放量过程较长,故而我们认为普佑克心梗适应症的放量过程还远未完成,预计 19 年仍能保持 50% 以上增长。此外,普佑克的脑卒中适应症临床试验也在按计划进行。

财务指标方面,2018 年公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 15.51% (同比-0.24pp)、3.19% (新会计准则,+0.04pp) 及 2.75% (同比+0.77pp),其中财务费用率上升主要是由于公司债务融资规模增大且长短期债务结构调整利息支出增加所致;而 19Q1 公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 12.98% (同比+0.09pp)、3.08% (新会计准则,-0.27pp) 及 2.62% (同比-0.08pp),变化不大。18Q4 及 19Q1 公司经营活动现金流量净额较去年同期有所改善,分别为 3.35 亿元及 2.58 亿元。

（二）T89 ORESA 临床试验获 FDA SPA 批准函，丹滴前景值得长期看好

报告期内，公司收到美国食品药品监督管理局关于天士力开展复方丹参滴丸临床试验特殊方案审评的批准函，FDA 同意和批准了 ORESA 临床试验方案。公司将按照批准函要求，在美国地区启动一项多中心、双盲、随机对照的临床试验，再次验证 T89 治疗慢性稳定性心绞痛的有效性和安全性，以满足 FDA 对 T89 治疗该适应症的新药申报的要求。

本次临床试验方案与前期计划区别主要体现在以第八周为主要临床终点、人数的增加和剂量的上升。本次经 FDA 批准的 ORESA 临床试验方案的主要内容为：参加试验的所有受试者将以 1:1:1 的比例随机分配到高剂量组、低剂量组以及安慰剂对照组，每组各 255 名，总计受试者为 765 名。其中高剂量组为 300mg，低剂量组为 225mg（此为一次剂量）。试验将验证在服药后第六周末和第八周末完成改良布鲁斯平板运动试验条件下最大运动耐受时间(Total Exercise Duration, TED)相对于基线值改变的结果。其中以第八周末 TED 相对于基线值改变的结果作为首要终点观察指标，以第六周末 TED 相对于基线值改变的结果作为次要终点观察指标。

公司已对丹滴的药理作用机制进行深入研究，此次临床试验方案设计符合其药理作用机制，我们看好丹滴获批前景。报告期内，公司针对丹滴治疗慢性稳定性心绞痛的药理作用机制发表 review。研究发现，丹滴治疗慢性稳定性心绞痛的作用机理包括：1. 丹滴可有效改善缺血/再灌注（I/R）引发的冠状动脉微循环功能障碍；2. 丹滴可提高线粒体对氧的摄取功能从而促进 ATP 的生成，优化心肌能量代谢；3. 丹滴对血小板聚集有抑制作用，从而抑制血栓生成；4. 此外丹滴还有助于促进血管扩张、减轻高脂血症、抑制心肌纤维化等。我们认为针对丹滴的主要作用机理，都体现随着时长的上升而药理作用更为明显，因此以第八周为主要临床终点有望得到更好的结果；此外，剂量的提升也有助于区别安慰剂的训练效应。试验人数增加有助于对冲病人脱落。整体而言我们看好丹滴未来获批前景。

（三）研发持续进展，为长远发展打下基础

报告期内公司研发投入及其占收入比重大幅提升，研发管线整体进展顺利。2018 年公司研发投入 12.02 亿元，占医药工业收入比重为 16.87%，较去年的 6.16 亿元、占医药工业收入比重为 9.04% 有明显提升。现代中药、生物药、化学药三大研发平台管线品种取得多项进展，其中一半以上进入临床阶段：

表 3 2018 公司研发管线进展情况

研发方式	类别	药品	具体研发进展	备注
自主研发	中药	复方丹参滴丸	慢性稳定性心绞痛适应症获 FDA-SPA 方案特许审评的批准函；防治急性高原综合症(AMS)正在美国加州高原地区开展 II 期临床研究；增加糖网适应症正在 CFDA 申报生产	
	中药	苏苏小儿止咳颗粒	获得 CFDA 临床批件	
	中药	连夏消痞颗粒	获得 CFDA 临床批件	
	中药	中风回语颗粒	获得 CFDA 临床批件	
	中药	肠康颗粒	获得 CFDA 临床批件	

	中药	三黄晴视明丸	获得 CFDA 临床批件	
	化药	PARP 抑制剂	取得临床批件	
	化药	乳剂稀释用紫杉醇注射液	取得临床批件	
	生物药	普佑克	急性缺血性脑卒中适应症 III 期两个时段均已开始入组; 急性肺栓塞适应症正在 II 期临床阶段	
	化药	吉非替尼片	申报生产	
	化药	他达拉非片	申报生产	
	化药	米诺膦酸片	申报生产	
	化药	替莫唑胺注射液	完成临床研究	
	化药	盐酸美金刚缓释胶囊	完成 BE 研究	
	化药	右佐匹克隆片	一致性评价申报至国家局	
	化药	吲达帕胺片	一致性评价申报至国家局	
	化药	盐酸苯海索片	一致性评价申报至国家局	
	化药	卡托普利片	通过 BE 试验	
	化药	舒必利片	通过 BE 试验	
	化药	二甲双胍片	通过 BE 试验	
	化药	氯氮平片	正在进行 BE 研究	
	化药	赖氨片	正在进行药学处方工艺及质量研究	
	化药	尼可地尔片	正在进行药学处方工艺及质量研究	
产品引进	化药	GPR40 选择性激动剂	已完成 FDA 临床概念性验证研究与 I 期临床试验, 国内临床申请筹备中	礼来
	化药	钙感受受体的变构调节剂 AJT240	已完成全球多中心临床 I/II(a)期临床试验	EA 制药
	生物药	MPC-150-IM	FDA 临床 III 期	Mesoblast 公司
	生物药	MPC-25-IC	FDA 临床 II 期	Mesoblast 公司
	化药	PXT3003	目前处于后期统计分析阶段, 国内以优先评审身份获批开展用于支持中国注册国际多中心 III 期临床试验	Pharnext 公司
合作研发	生物药	治疗用乙型肝炎腺病毒注射液	I 期临床	
	生物药	重组溶瘤痘苗病毒注射液	获临床批件	
投资市场许	生物药	甘精胰岛素	准备欧盟申报材料	健亚生物
可优先权	生物药	赖脯胰岛素	准备欧盟申报材料	健亚生物
	生物药	长效 GLP-1 类似物	正在进行中国和美国临床 II 期实验	派格生物
	生物药	GLP-1 Glucogan 双受体激动剂	预计 2018 年完成 IND 申报	派格生物
	生物药	安美木单抗(重组全人源抗 EGFR 单克隆抗体)	启动 Ib 期临床试验	赛远生物

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究院

（四）替莫唑胺胶囊首个通过一致性评价，进口替代之路继续加速

报告期内公司替莫唑胺胶囊通过仿制药质量和疗效一致性评价，进口替代之路有望继续加速。替莫唑胺是新一代咪唑四嗪类化合物，生物利用度接近 100%，脂溶性、分子量小，能迅速通过血脑屏障，吸收迅速、完全、平均 0.5-1.5 小时达血药峰浓度。替莫唑胺为抗肿瘤用药，NCCN 指南中枢神经系统部分，自 2012 年版起一直推荐替莫唑胺是治疗脑胶质瘤的一线治疗药物，同时推荐治疗中枢神经系统淋巴瘤和恶性黑色素瘤，《原发性肺癌诊治指南 2018 年版》推荐治疗非小细胞肺癌脑转移，《欧洲内分泌协会难治性垂体瘤和垂体腺瘤诊治临床指南》推荐治疗难治性垂体瘤和垂体腺瘤。替莫唑胺胶囊已进入国家医保目录。

当前替莫唑胺口服剂型竞争格局良好，公司占据绝对优势。目前已于中国境内已上市的替莫唑胺胶囊还包括 Merck Sharp & Dohme Limited 的泰道 (20mg、100mg)、北京双鹭药业股份有限公司的交宁 (20mg) 等，但公司市占率明显较高。根据 IQVIA 最新数据，替莫唑胺产品 2018 年度国内样本医院用药销售额为 15.32 亿元，较 2017 年同期增加 16.7%；其中公司的蒂清销售收入为 9.14 亿元，占比约 60%，同比增速 20.7%，增速明显快于竞品。我们认为公司产品通过一致性评价，将有助于未来在各类招标采购中更好地对原研进行替代。

3. 投资建议：

一方面，我们继续对丹参滴丸的 FDA 认证有信心，获批只是时间早晚问题。我们认为丹滴在美国 FDA 的获批不仅仅对于天士力意义重大，对于我国医药产业也是非常重大的事件。丹滴的获批将进一步推动后续系列产品的 FDA 认证步伐。我们认为丹滴获批之时天士力将享受医药板块第一线的估值。公司将成为中药现代化和国际化的绝对龙头企业。另一方面，我们认为公司医药工业未来有望保持稳定增长，为公司后续研发提供支持和保障；四位一体的研发模式也为公司的长远发展做足了准备。预计公司 19-21 年归属净利润为 16.69 亿元/19.42 亿元/24.30 亿元，对应 EPS 为 1.10 元/1.28 元/1.61 元，维持“推荐”评级。

4. 风险提示：

复方丹参滴丸国际化进程低于预期的风险。

报表预测 (百万元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13945.50	16094.15	17989.54	20134.66	22645.87	25423.36
减: 营业成本	8853.62	10253.52	11477.51	12982.83	14527.33	16049.77
营业税金及附加	151.36	189.14	179.90	201.35	226.46	254.24
营业费用	2362.30	2534.86	2790.39	3070.54	3396.88	3749.95
管理费用	868.76	1012.65	574.22	1308.75	1528.60	1754.21
财务费用	228.07	318.01	494.18	486.76	551.68	607.85
资产减值损失	5.12	77.51	131.85	71.49	71.49	71.49
加: 投资收益	-10.11	-32.89	126.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	-1.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-588.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	1466.14	1675.56	1877.98	2012.94	2343.43	2935.85
加: 其他非经营损益	30.19	-8.02	11.10	11.89	11.89	11.89
利润总额	1496.34	1667.55	1889.08	2024.83	2355.32	2947.74
减: 所得税	277.10	307.69	339.09	303.72	353.30	442.16
净利润	1219.23	1359.86	1549.99	1721.10	2002.02	2505.58
减: 少数股东损益	42.81	25.72	46.76	51.93	60.40	75.59
归属母公司股东净利润	1176.42	1334.14	1503.23	1669.18	1941.62	2429.99
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	611.16	689.86	2537.12	2013.47	2264.59	2542.34
应收和预付款项	7450.47	10673.72	12046.37	13543.37	15187.51	16833.72
存货	2011.88	2231.39	2396.73	2591.16	2742.23	2860.95
其他流动资产	383.29	645.00	238.45	238.45	238.45	238.45
长期股权投资	551.14	845.11	765.84	765.84	765.84	765.84
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3908.05	3960.89	3918.58	3984.60	4018.09	4019.06
无形资产和开发支出	1077.84	1184.46	1741.03	2812.99	3834.74	4806.27
其他非流动资产	322.11	388.53	805.27	713.37	621.47	621.47
资产总计	16315.93	20618.97	24449.41	26663.25	29672.93	32688.09
短期借款	2388.26	6948.86	3804.63	4756.40	5944.51	7236.10
应付和预收款项	3178.32	3399.03	3638.41	3747.66	3908.22	4171.10
长期借款	399.50	891.50	5155.85	5113.63	5330.86	4984.60
其他负债	2118.86	405.09	642.26	596.10	596.10	596.10
负债合计	8084.95	11644.48	13241.15	14213.79	15779.68	16987.90
股本	1080.48	1080.48	1512.67	1512.67	1512.67	1512.67
资本公积	1544.29	1476.40	1842.58	1842.58	1842.58	1842.58
留存收益	5339.07	6097.65	7178.46	8367.73	9751.12	11482.46
归属母公司股东权益	7963.84	8654.53	10533.70	11722.98	13106.37	14837.71
少数股东权益	242.85	319.96	674.56	726.48	786.88	862.48
股东权益合计	8206.69	8974.49	11208.26	12449.46	13893.25	15700.19

负债和股东权益合计	16291.64	20618.97	24449.41	26663.25	29672.93	32688.09
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	1158.86	-813.14	1523.94	1230.01	1606.09	2289.29
投资性现金净流量	-653.70	-1339.35	-641.83	-1711.45	-1665.29	-1665.29
筹资性现金净流量	-231.84	2384.25	827.94	-42.22	310.32	-346.25
现金流量净额	272.58	229.28	1711.36	-523.66	251.12	277.75

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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。

余宇，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。

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院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：翠香兰	0755-83471963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	wangting@chinastock.com.cn