

2020年04月12日

证券研究报告·2019年及2020Q1业绩预告点评

华海药业(600521) 医药生物

持有(首次)

当前价: 28.55元

目标价: ——(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

缬沙坦事件影响逐步消除, 布局生物药打开成长空间

投资要点

- **事件:** 根据公司业绩预告公告, 2019年, 公司实现归母净利润5.13亿~6.08亿, 同比增长约376%~465%, 在2018年低基数基础上恢复高增长; 2020Q1, 公司实现归母净利润1.96亿~2.16亿, 同比增长约45%~65%, 业绩持续高增长。
- **缬沙坦事件影响逐步消除, 海外业务增长有望提速。** 截止2019年底, 公司的厄贝沙坦原料药、氯沙坦钾原料药和缬沙坦原料药全部恢复欧洲适应性证书, 重新拿到了欧盟出口资格, 国内缬沙坦制剂一致性评价补充申请获批, 虽然美国仍未解禁, 但缬沙坦事件影响已经逐步消除。2017、2018年公司相关原料药在欧洲销售额分别为3.71亿和2.8亿元, 分别占当年营收的7.42%和5.50%, 预计欧盟解禁恢复出口后将显著增厚公司业绩。
- **带量采购合同陆续执行, 促进公司制剂放量。** 公司分别在2018年11月“4+7城市”集采和2019年4月第一批联盟地区集采中标多个产品, 第二批全国带量采购也有两个品种中标。目前, “4+7城市”集采订购合同到期, 各城市开始启动续约, 公司续约情况良好, 加上扩围后联盟地区集采合同陆续开始执行, 公司中标产品市场覆盖率将迅速提升, 带动公司业绩增长。
- **开拓生物药和创新药领域, 打开中长期增长空间。** 公司继续加大研发投入, 2019Q1-3, 公司研发支出为3.14亿, 占营业收入的7.38%, 同比增长11.38%。公司多个生物药和新药研发项目顺利推进, 截止2019年H1, 已有4个生物药顺利启动I期临床研究, 并与君实生物达成HOT1010项目的合作开发协议。同时, 公司拥有在研小分子新药11个, 其中2个已进入临床研究阶段: 抗抑郁一类新药已进入IIB期临床研究阶段; 2类改良型新药HHT201进入I期临床阶段。在化学仿制药竞争日益激烈的行业背景下, 生物药和新药竞争格局显著优化, 市场空间广阔, 未来将成为公司新的盈利增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.44元、0.55元、0.66元, 未来三年归母净利润CAGR为101%。考虑到在欧盟沙坦类原料药解禁情况下, 海外业务增长有望提速; 同时带量采购政策带动国内制剂放量, 生物药和创新药打开公司中长期成长空间。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 欧盟出口恢复不及预期; 后续带量采购中标不及预期或降价超预期; 汇率波动风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5094.60	5323.03	5840.18	6294.36
增长率	1.85%	4.48%	9.72%	7.78%
归属母公司净利润(亿元)	107.51	585.28	727.39	873.03
增长率	-83.18%	444.38%	24.28%	20.02%
每股收益EPS(元)	0.08	0.44	0.55	0.66
净资产收益率ROE	3.21%	10.73%	11.98%	12.82%
PE	351	65	52	43
PB	9.28	6.74	6.08	5.44

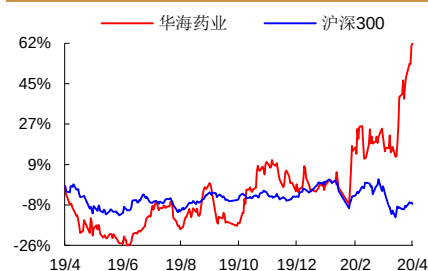
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.22
流通A股(亿股)	12.51
52周内股价区间(元)	13.05-28.55
总市值(亿元)	377.54
总资产(亿元)	117.97
每股净资产(元)	4.20

相关研究

目 录

1 华海药业：积极向制剂拓展的特色原料药龙头.....	1
2 缬沙坦事件影响逐步消除，海外业务增长有望提速.....	3
3 带量采购促进国内制剂放量，生物药和新药研发打开中长期成长空间	4
4 盈利预测与估值.....	5
5 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构情况（截止 2019 年三季度）	1
图 3：2010-2019 前三季度公司营业总收入情况.....	2
图 4：2010-2019 前三季度公司归母净利润情况.....	2
图 5：2010-2019H1 年公司主营业务占比	2
图 6：2019H1 公司营收占比（分地区）	2
图 7：2017-2018 年公司三大原料药品种在欧洲销售额（亿元）	3
图 8：2011-2018 年公司海外地区营业收入情况.....	4

表 目 录

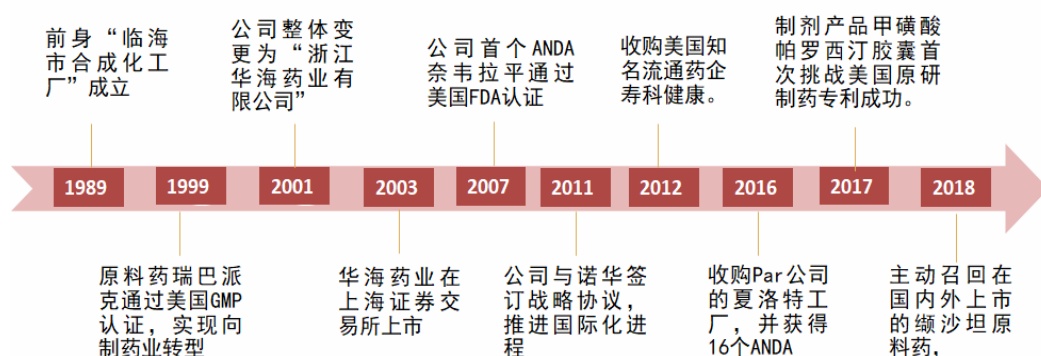
表 1：华海药业历次带量采购中标情况	4
表 2：华海药业生物药和新药研发情况	5
表 3：分业务收入及毛利率	6
表 4：可比公司估值情况	6
附表：财务预测与估值	8

1 华海药业：积极向制剂拓展的特色原料药龙头

华海药业是中国特色原料药的龙头企业，也是制剂国际化领域走在前列的国内药企之一。公司主营业务为多剂型的制剂、生物药、创新药及特色原料药的研发、生产和销售，是全球最大的普利类、沙坦类药物供应商，并在国际 GMP 认证、制剂以及原料药的海外注册、国际合作等领域处于国内同行业领先地位。

多年来，公司持续加快产业转型升级步伐，持续推进制剂全球化战略，完善和优化制剂和原料药两大产业链，深化国际国内两大销售体系，提升研发创新能力，加速生物药和新药领域的发展。制剂方面，公司形成了以心脑血管类、神经系统类、抗病毒类为主导的产品系列；原料药方面，公司主要产品包括抗高血压类、精神类及抗艾滋病类等特色原料药，特别是心血管药物领域，公司拥有核心技术。

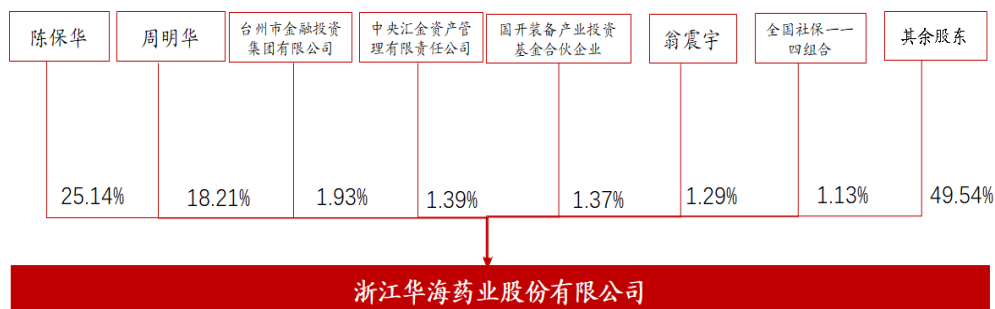
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

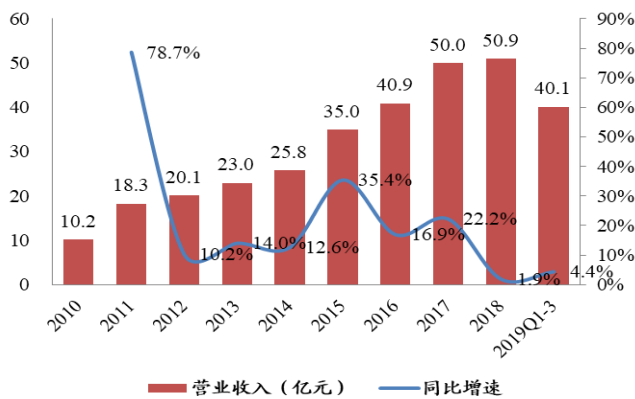
根据 2019 年三季报，陈宝华为公司第一大股东，持股比例 25.14%，是公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构情况（截止 2019 年三季度）

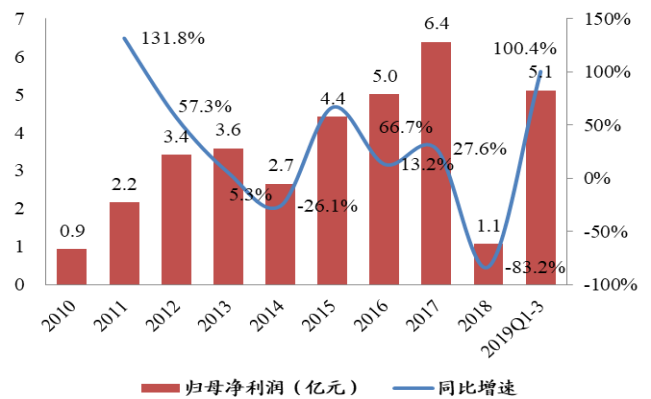


数据来源：公司 2019 年三季报，西南证券整理

营收增速放缓，净利润恢复高增长。2010 年以来，公司营业收入一直保持稳步增长。受 2018 年缬沙坦杂质事件影响，公司当年增速下滑到个位数，净利润大幅减少。2019 年前三季度，营收增速略有回升，净利润大幅上升，主要是 2018 年同期公司计提了部分缬沙坦杂质事件可能对公司造成的损失所致。2019 年前三季度，公司营业收入为 40.1 亿元，同比增长 4.4%；归母净利润为 5.1 亿元，同比增长 100.4%。

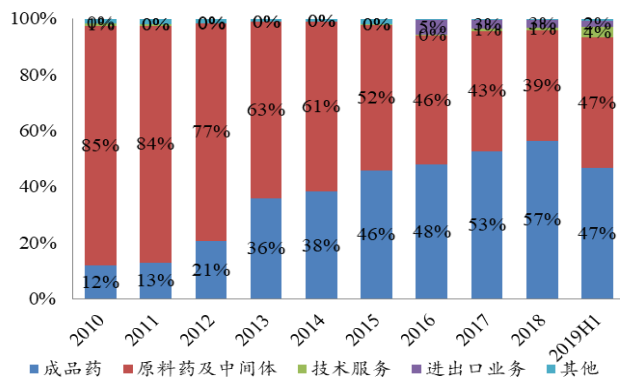
图 3：2010-2019 前三季度公司营业总收入情况


数据来源：wind，西南证券整理

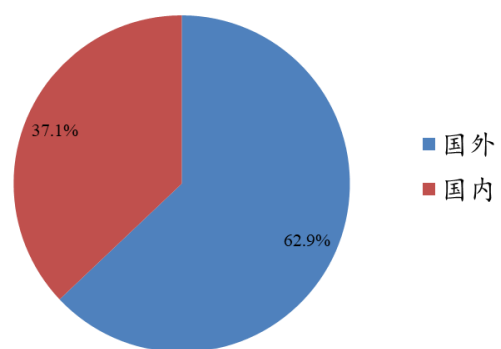
图 4：2010-2019 前三季度公司归母净利润情况


数据来源：wind，西南证券整理

成品药业务占比不断提升。从业务收入结构占比来看，原料药及中间体与成品药是公司的两大核心业务，2019H1 两者合计占比达到 94%。2010-2018 年期间，公司成品药业务占比不断提升，逐渐成为公司最大业务。从地区来看，海外仍是公司的主要营收来源，2019H1 海外营收占比为 62.9%。

图 5：2010-2019H1 年公司主营业务占比


数据来源：wind，西南证券整理

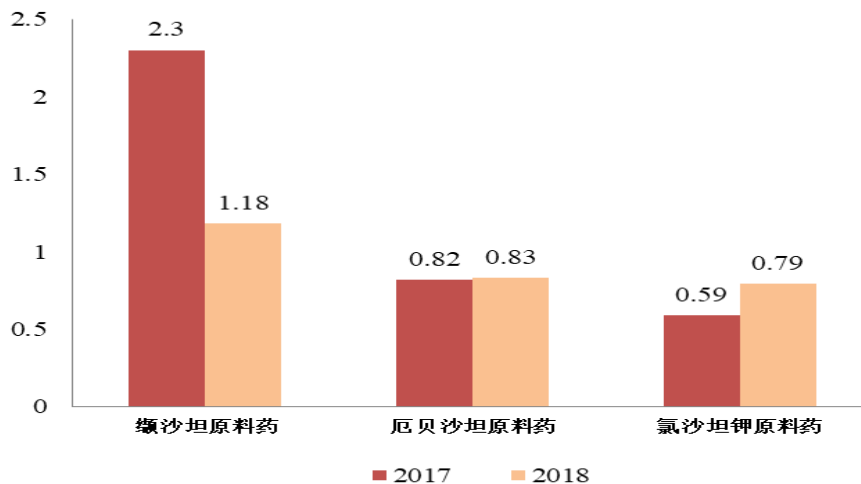
图 6：2019H1 公司营收占比（分地区）


数据来源：wind，西南证券整理

2 缬沙坦事件影响逐步消除，海外业务增长有望提速

公司欧盟相关出口禁令解除，缬沙坦一致性评价补充申请获批，缬沙坦事件影响逐步减弱。2018 年，公司受缬沙坦杂质事件影响，净利润大幅下滑，同时欧盟和美国针对相关产品发布了出口禁令。事件发生后，公司积极配合各国监管部门检查并进行整改，并对缬沙坦原料药的生产工艺进行了优化，解决了杂质问题。2019 年底，公司的厄贝沙坦原料药、氯沙坦钾原料药和缬沙坦原料药全部恢复欧洲适应性证书，重新拿到了欧盟出口资格。2020 年 3 月 26 日，公司缬沙坦一致性评价补充申请获批，标志着其制剂和原料药将能在国内重新上市销售。虽然目前美国出口仍未解禁，但是缬沙坦事件对公司的影响已逐步减弱。

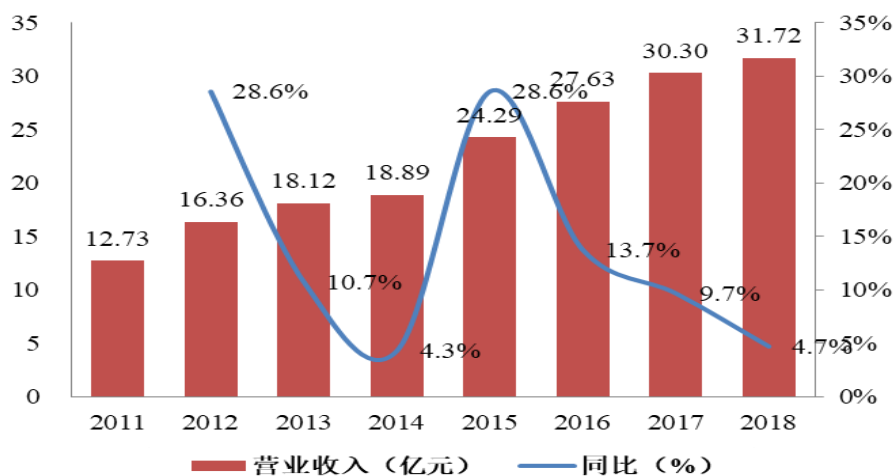
图 7：2017-2018 年公司三大原料药品种在欧洲销售额（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司大力发展全球化战略，海外业务逐年稳步增长。公司包括原料药及制剂产品在内的多数生产线已取得美国 FDA、欧洲 COS、澳大利亚 TGA 等官方机构的 GMP 认证，产品销往全球多个国家和地区，包括美国、欧盟和日本等规范市场。公司通过自主研发、兼并收购等方式，境外制剂产品梯队逐渐丰富，品种结构逐渐优化。公司目前共有 64 个产品拥有美国 ANDA 文号，12 个产品在欧盟 24 个国家获批上市。在加快海外制剂研发向高端制剂发展的同时，公司积极开拓东南亚、香港、非洲等新兴市场。多年来，公司海外业务一直保持稳步提升，即使是在 2018 年，公司仍然通过多种措施有效弥补了缬沙坦事件带来的不利影响，保持了营业收入正向增长。随着欧盟对相关原料药解禁，预计海外业务将显著提速。

图 8：2011-2018 年公司海外地区营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 带量采购促进国内制剂放量，生物药和新药研发打开中长期成长空间

公司一致性评价进度领先，带量采购促进制剂品种迅速放量。作为国内制药企业拓展国际市场的先导企业，公司在制剂和原料药的海外注册领域优势明显，多个制剂产品在欧美等规范市场获批。受益于国内药品审评审批相关政策（转报品种纳入优先审评、获批后视同一致性评价通过等），公司制剂国内转报和一致性评价进度加快。截止目前，公司已有 17 个品种过评或视同过评一致性评价。

在带量采购与仿制药一致性评价政策共同推进下，国产仿制药进口替代速度加快，同时销售环节被挤压，质量和成本控制成为竞争的关键。公司有着中间体、原料药、制剂一体化的完整产业链，将显著受益于带量采购政策。公司在 2018 年 11 月第一批“4+7 城市”带量采购中标 6 个产品，在 2019 年 9 月第一批联盟地区扩围的带量采购中标 7 个产品，并在 2019 年 12 月份的第二批带量采购中再次中选两个产品。目前“4+7 城市”带量采购合同到期，各城市陆续完成续约合同，公司各品种续约情况良好，不降价或小幅降价，续约的合同金额有望超过去年，而后两批带量采购的合同从去年年底或今年陆续开始执行，2020 年公司制剂的国内销售预计将迎来放量增长。

表 1：华海药业历次带量采购中标情况

品种名称	适应症	带量采购批次	合同金额 (万元)
厄贝沙坦片	治疗原发性高血压、合并高血压	第一批 4+7 城市集采	895.98
		第一批联盟地区集采	4993.59
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	治疗高血压和心力衰竭	第一批 4+7 城市集采	10045.00
		第一批联盟地区集采	6911.67
赖诺普利片	治疗高血压、充血性心力衰竭和急性心肌梗死	第一批 4+7 城市集采	48.08
		第一批联盟地区集采	127.16
利培酮片	治疗急性和慢性精神分裂症	第一批 4+7 城市集采	567.98

品种名称	适应症	带量采购批次	合同金额（万元）
		第一批联盟地区集采	958.80
氯沙坦钾片	治疗原发性高血压和成人慢性心力衰竭	第一批 4+7 城市集采	6596.09
		第一批联盟地区集采	11563.65
盐酸帕罗西汀片	治疗各种类型的抑郁症、强迫性神经症、伴有或不伴有广场恐怖的惊恐障碍、社交恐怖症/社交焦虑症	第一批 4+7 城市集采	3092.27
		第一批联盟地区集采	4793.93
福辛普利钠片	治疗高血压和心力衰竭	第一批联盟地区集采	1048.14
安生立坦片	治疗肺动脉高压患者	第二批全国集采	60.00
多奈哌齐片	适用于轻度或中度阿尔兹海默型痴呆症状的治疗	第二批全国集采	1248.72

数据来源：上海阳光医药采购网，公司公告，西南证券整理

加快推进生物药和新药项目研发，打开中长期增长空间。公司立足于庞大的研发队伍和多年仿制药领域经验的积累，积极进军生物药和创新药研发领域。目前公司已有 4 个生物药顺利启动 I 期临床研究，并与君实生物达成 HOT1010 项目的合作开发协议。截止 2019 年 H1，公司拥有在研小分子新药 11 个，其中 2 个已进入临床研究阶段：抗抑郁一类新药已进入 IIB 期临床研究阶段；2 类改良型新药 HHT201 进入 I 期临床阶段。

表 2：华海药业生物药和新药研发情况

研发项目	注册分类	适应症	所处阶段
HB002.1M	治疗用生物制品 1 类	湿性年龄相关性黄斑变性	临床 I 期
HB002.1T	治疗用生物制品 1 类	晚期实体瘤	临床 I 期
HB0017	治疗用生物制品 1 类	中重度斑块状银屑病	临床 I 期
HOT3010	治疗用生物制品 2 类	中重度斑块状银屑病、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎	临床 I 期完成
HOT1010	治疗用生物制品 2 类	结直肠癌、肺癌	临床 I 期完成
HHT-101	化学药品 1.1 类	抑郁症	临床 II 期
HHT-201	化学药品 2.1 类	老年痴呆	临床 I 期

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

核心假设：

1) 预计 2019-2021 年，公司成品药销量增速分别为 5%、8%和 10%，毛利率分别为 67%、66%和 65%。

2) 预计 2019-2021 年，公司原料药及中间体销量增速分别为 3%、13%和 5%，毛利率维持在 55%。

3) 预计 2019-2021 年，公司技术服务收入增速分别为 60%、20%和 20%，毛利率维持在 73%。

4) 预计 2019-2021 年，公司进出口业务收入增速分别为-4.8%、-5.0%和-3.8%，毛利率维持在 8%。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
总收入	收入	5094.6	5323.0	5840.2	6294.4
	增速	1.9%	4.5%	9.7%	7.8%
	毛利率	59.8%	60.5%	60.1%	59.8%
成品药	收入	2884.0	3028.2	3270.5	3597.5
	增速	9.3%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	65.8%	67.0%	66.0%	65.0%
原料药及中间体	收入	2009.9	2070.2	2339.3	2456.3
	增速	-6.2%	3.0%	13.0%	5.0%
	毛利率	54.4%	55.0%	55.0%	55.0%
技术服务	收入	36.9	59.0	70.8	85.0
	增速	-23.3%	60.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	72.8%	73.0%	73.0%	73.0%
进出口业务	收入	140.8	143.0	135.9	130.7
	增速	-6.3%	-4.8%	-5.0%	-3.8%
	毛利率	8.3%	8.0%	8.0%	8.0%
其他	收入	23.01	22.58	23.69	24.86
	增速	11.96%	-1.86%	4.92%	4.92%
	毛利率	44.25%	36.68%	77.27%	55.49%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 53 亿元、58 亿元和 63 亿元，归母净利润分别为 5.85 亿元、7.27 亿元和 8.73 亿元，估算 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44 元、0.55 元和 0.66 元。

表 4：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2019A/E	2020E	2021E	2019A/E	2020E	2021E
000739.SZ	普洛药业	18.86	0.47	0.63	0.83	27.62	29.87	22.67
603520.SH	司太立	66.40	1.01	1.55	2.24	41.89	42.83	29.61
300497.SZ	富祥股份	28.53	1.12	1.36	1.66	16.74	20.96	17.20
603707.SH	健友股份	55.90	0.83	1.14	1.49	67.67	49.21	37.43
603456.SH	九洲药业	21.07	0.30	0.46	0.71	47.23	46.40	29.10
平均值						40.23	37.85	27.20

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 4 月 10 日），西南证券整理。

公司作为原料药龙头企业，全球化布局和中间体、原料药、制剂一体化的核心优势凸显。考虑到在欧盟沙坦类原料药解禁情况下，海外业务增长预计提速；同时带量采购政策带动国内制剂放量，生物药和新药研发打开中长期增长空间，首次覆盖，给予“持有”评级。

5 风险提示

- 1) 欧盟出口恢复不及预期的风险；
- 2) 后续带量采购中标不及预期的风险；
- 3) 后续带量采购降价超预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5094.60	5323.03	5840.18	6294.36	净利润	134.90	619.35	769.73	923.85
营业成本	2050.48	2101.00	2332.47	2532.52	折旧与摊销	345.63	226.62	226.62	226.62
营业税金及附加	58.61	61.03	67.76	72.64	财务费用	173.73	42.58	46.72	50.35
销售费用	1294.37	1171.07	1168.04	1132.98	资产减值损失	109.53	200.00	150.00	100.00
管理费用	839.76	958.15	1109.63	1258.87	经营营运资本变动	-135.05	109.04	-252.32	-212.87
财务费用	173.73	42.58	46.72	50.35	其他	-560.85	-224.45	-189.36	-51.25
资产减值损失	109.53	200.00	150.00	100.00	经营活动现金流净额	67.90	973.14	751.39	1036.70
投资收益	-16.47	-15.00	-15.00	-15.00	资本支出	-847.85	-250.00	-200.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-408.96	-95.00	-105.00	-115.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1256.81	-345.00	-305.00	-165.00
营业利润	475.24	774.21	950.55	1131.99	短期借款	1359.38	-1778.90	-330.89	-309.36
其他非经营损益	-318.00	-28.00	-28.00	-28.00	长期借款	677.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	157.24	746.21	922.55	1103.99	股权融资	-748.27	985.00	0.00	0.00
所得税	22.34	126.86	152.83	180.14	支付股利	-208.43	-21.50	-117.06	-145.48
净利润	134.90	619.35	769.73	923.85	其他	274.12	-191.24	53.28	49.65
少数股东损益	27.39	34.06	42.34	50.81	筹资活动现金流净额	1354.62	-1006.65	-394.67	-405.19
归属母公司股东净利润	107.51	585.28	727.39	873.03	现金流量净额	219.64	-378.51	51.71	466.51
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	910.82	532.30	584.02	1050.53	成长能力				
应收和预付款项	2038.19	1969.55	2192.63	2378.31	销售收入增长率	1.85%	4.48%	9.72%	7.78%
存货	2184.81	2280.45	2592.26	2781.00	营业利润增长率	-39.93%	62.91%	22.78%	19.09%
其他流动资产	78.64	82.17	90.15	97.16	净利润增长率	-78.37%	359.11%	24.28%	20.02%
长期股权投资	368.42	368.42	368.42	368.42	EBITDA 增长率	-16.52%	4.91%	17.30%	15.12%
投资性房地产	1.16	1.16	1.16	1.16	获利能力				
固定资产和在建工程	3523.83	3570.76	3567.69	3414.62	毛利率	59.75%	60.53%	60.06%	59.77%
无形资产和开发支出	934.97	911.80	888.63	865.47	三费率	45.30%	40.80%	39.80%	38.80%
其他非流动资产	326.66	406.29	495.91	595.53	净利率	2.65%	11.64%	13.18%	14.68%
资产总计	10367.49	10122.88	10780.86	11552.19	ROE	3.21%	10.73%	11.98%	12.82%
短期借款	2419.16	640.25	309.36	0.00	ROA	1.30%	6.12%	7.14%	8.00%
应付和预收款项	977.55	1049.67	1157.60	1249.07	ROIC	8.66%	10.27%	12.50%	14.66%
长期借款	900.00	900.00	900.00	900.00	EBITDA/销售收入	19.52%	19.60%	20.96%	22.38%
其他负债	1864.00	1758.65	1986.91	2197.76	营运能力				
负债合计	6160.71	4348.57	4353.87	4346.83	总资产周转率	0.55	0.52	0.56	0.56
股本	1250.84	1322.37	1322.37	1322.37	固定资产周转率	2.06	2.04	2.43	2.86
资本公积	264.11	1177.58	1177.58	1177.58	应收账款周转率	2.91	2.85	3.01	2.96
留存收益	2539.49	3103.27	3713.61	4441.17	存货周转率	1.05	0.91	0.95	0.94
归属母公司股东权益	4069.75	5603.22	6213.56	6941.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.71%	—	—	—
少数股东权益	137.03	171.10	213.43	264.24	资本结构				
股东权益合计	4206.78	5774.32	6426.99	7205.36	资产负债率	59.42%	42.96%	40.39%	37.63%
负债和股东权益合计	10367.49	10122.88	10780.86	11552.19	带息债务/总负债	53.88%	35.42%	27.78%	20.70%
					流动比率	1.09	1.70	1.98	2.38
					速动比率	0.64	0.91	1.04	1.33
					股利支付率	193.86%	3.67%	16.09%	16.66%
					每股指标				
					每股收益	0.08	0.44	0.55	0.66
					每股净资产	3.08	4.24	4.70	5.25
					每股经营现金	0.05	0.74	0.57	0.78
					每股股利	0.16	0.02	0.09	0.11
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	994.60	1043.41	1223.89	1408.96					
PE	351.15	64.50	51.90	43.24					
PB	9.28	6.74	6.08	5.44					
PS	7.41	7.09	6.46	6.00					
EV/EBITDA	38.23	36.76	30.95	26.27					
股息率	0.55%	0.06%	0.31%	0.39%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn