

康弘药业(002773)/化学制药
朗沐仅降价 18.4%纳入医保, 比较优势进一步突显
评级: 增持(维持)

市场价格: 51.34

目标价格: 60.3

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

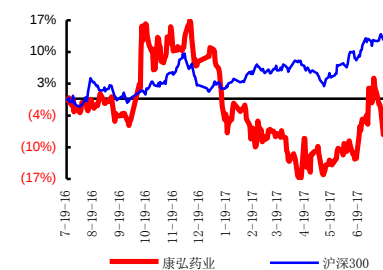
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 张天翼

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	675
流通股本(百万股)	68
市价(元)	44.45
市值(百万元)	30,002
流通市值(百万元)	3,040

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 康弘药业(002773)——分4步收购 IOptima, 稳步推进国际化战略-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)20170427

2 康弘药业(002773)公司点评: Q1 业绩超预期, 朗沐规模效应明显、利润逐渐释放-增持-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170424

3 康弘药业(002773)——收购 IOptima 打造眼科最强组合, 加速推进国际化战略-增持-(中泰证券_江琦)20170418

4 康弘药业(002773)深度报告——重磅创新药朗沐国内处于快速放量期, 国际市场开拓有望提升公司市值到新的高度-增持-(中泰证券_江琦)20170223

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,074	2,540	3,021	3,592	4,225
增长率 yoy%	23.88%	22.45%	18.93%	18.90%	17.64%
净利润	394	497	673	915	1,216
增长率 yoy%	44.00%	26.14%	35.41%	36.03%	32.91%
每股收益(元)	0.88	0.74	1.00	1.36	1.80
每股现金流量	1.08	1.25	0.87	1.62	1.85
净资产收益率	15.75%	16.06%	17.86%	19.55%	20.62%
P/E	93.01	77.16	51.51	37.87	28.49
PEG	2.11	2.95	1.45	1.05	0.87
P/B	14.65	12.39	9.20	7.40	5.88

备注:

投资要点

■ **朗沐仅降价 18.4%纳入医保, 创造价格谈判特药最低降幅、国内创新药最低降幅, 超出市场预期。**2017 年 6 月 27 日, 人社部发布通知, 将 36 种价格谈判品种纳入医保乙类目录, 与药品目录一并执行。公司朗沐(康柏西普眼用注射液)谈判医保支付价 5550 元/支, 与目前售价 6800 元/支相比, 降幅仅 18.4%, 降幅仅高于诺和诺德的用于治疗血友病的孤儿药重组人凝血因子 VIIa(降价 10.3%, 国内规模仅 7400 万元)。

■ **报销范围涵盖高发病人群以及主要医院, 报销用量限制利好长效品种, 朗沐比较优势进一步突显。**

1. 医保报销范围限定 50 岁以上 WAMD 患者、使用范围限定三级综合医院眼科或二级及以上眼科专科医院, 覆盖眼底新生血管疾病的主要患者人群和治疗医院;

2. 医保限定每眼累计最多支付 9 支、每个年度最多支付 4 支, 因此注射频率更低、疗效更持久的朗沐竞争优势明显优于诺适得。临床结果表明, 在同样的使用量下, 朗沐疗效优于诺适得, 比较优势进一步突显。

3. 朗沐和诺适得纳入医保目录, 抗 VEGF 眼用注射液市场形成“1 国产+1 进口”格局, 构筑对 Eylea 强大壁垒。即使 Eylea 年内获批, 短时间内没有医保支持, 难以对朗沐构成威胁。

■ **进入医保, 朗沐人均用量和市场渗透率有望大幅提升。**美国约有 92 万人严格按照说明书使用抗 VEGF 眼用注射液, 市场渗透率约 14%。国内抗 VEGF 眼用注射液人均用量约 2 支、WAMD 市场渗透率仅 0.94%, 均远低于美国。我们预计主要原因是支付能力不足, 在患者完全自费的情况下, 许多患者没有严格按照处方要求用药, 部分患者甚至放弃治疗。纳入医保后, 朗沐人均用量有望提高一倍, 渗透率也有望大幅提高。

■ **受益于老龄化加速, 朗沐潜在适用人群将大幅增加。**朗沐可以适用于 4 个适应症, 其中 WAMD、DME、ROV 和老龄化密切相关。我们预计, 2025 年, 我国 50-70 岁人口将达到 467 万人, 较 2017 年增长 32%; 朗沐 4 个适应症患者合计将超过 2700 万人, 较 2017 年增长 22%。

■ **盈利预测和投资建议:**我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 30.21 亿、35.92 亿、42.25 亿, 同比分别增长 18.93%、18.9%和 17.64%; 归母净利润分别为 6.73 亿、9.15 亿、12.16 亿, 同比分别增长 35.41%、36.03%和 32.91%。维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 医保执行不达预期的风险; 朗沐推广不达预期的风险。

报销范围涵盖主要患者和医院，朗沐比较优势进一步突显

- 报销范围涵盖眼底新生血管疾病高发人群以及主要医院，报销用量限制利好长效品种朗沐。朗沐和诺适得医保范围：限 50 岁以上湿性年龄相关性黄斑变性患者（WAMD），并符合以下条件：1.需三级综合医院眼科或二级及以上眼科专科医院医师处方；2.病眼基线矫正视力 0.05-0.5；3.事前审查后方可用，初次申请需有血管造影及 OCT（全身情况不允许的患者可以提供 OCT 血管成像）证据；4.每眼累计最多支付 9 支，每个年度最多支付 4 支。

医保报销范围覆盖主要 WAMD 患者和使用医院

- 50 岁以上是 WAMD 主要患者群体。据统计，我国 50 岁以上老年人中 AMD 患病率高达 15.5%，其中 WAMD 占有 AMD 的 11.9%。由于 WAMD 病程进展迅速，若患者未得到有效治疗，3 年内进展为法定盲患者比例可从 19.7%提高至 75.7%。WAMD 是老年人群致盲的重要危险因素；
- 眼底注射主要在中、大型医院和眼科专科医院。朗沐等抗眼底新生血管眼用注射液，需要通过眼底注射给药，对于医院的治疗条件和医生的技术有一定的要求，因此朗沐的使用范围主要集中在中、大型综合医院和眼科专科医院。

医保限定报销用量，朗沐比较优势进一步突显

- 朗沐注射频率低于诺适得，在用量限制下，比较优势更突出，市场份额有望进一步提高。朗沐竞争对手诺适得也通过谈判纳入医保，诺适得医保支付标准为 5700 元/支，谈判降价 20.8%，累计降价约 42%。我们认为，虽然诺适得单支价格和朗沐仅相差 150 元，但是医保限定报销用量，更利好于长效品种朗沐。朗沐半衰期较长，持续结合 VEGF 的能力较诺适得更具优势。根据产品说明书，朗沐每年推荐用量为 6 针，而竞争对手诺适得为 12 针。朗沐 Phoenix 试验和诺适得 Pier 试验均为 3+Q3M（基础治疗期后每三个月注射一针）。试验结果表明，朗沐可显著、持续改善患者 WAMD 视力；诺适得在最初的视力增加之后（每月一次给药后），在每三个月给药一次期间患者视力普遍出现下降，在第 12 个月回到基线值。由于医保限定每眼累计最多支付 9 支、每个年度最多支付 4 支，因此注射频率更低、疗效更持久的朗沐竞争优势明显优于诺适得。

图表 1：朗沐&诺适得 3+Q3M 试验结果

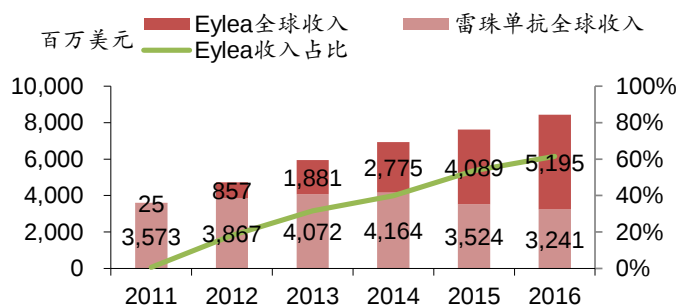
通用名	商品名	试验	BCVA较基线改变值
康柏西普	朗沐	Phoenix试验，3+Q3M	患者视力12个月持久稳定改善，视力提高10.0个字母
雷珠单抗	诺适得	Pier试验，3+Q3M	患者视力12个月时与基线相似，视力降低0.2个字母

来源：中泰证券研究所

纳入医保，构筑对 Eylea 强大壁垒

- 朗沐和诺适得纳入医保目录，抗 VEGF 眼用注射液市场形成“1 国产+1 进口”格局，构筑对 Eylea 强大壁垒。目前，再生元和拜耳联合开发的抗 VEGF 眼用注射液 Eylea 正在申报上市，并被 CFDA 纳入优先审评。Eylea 和朗沐一样属于融合蛋白，疗效上优于诺适得，在全球市场占据 60% 左右市场份额，是朗沐的潜在竞争对手。随着此次朗沐通过价格谈判纳入医保，即使 Eylea 年内获批，短时间内没有医保支持，难以对朗沐构成威胁。

图表 2：全球市场诺适得&Eylea 规模



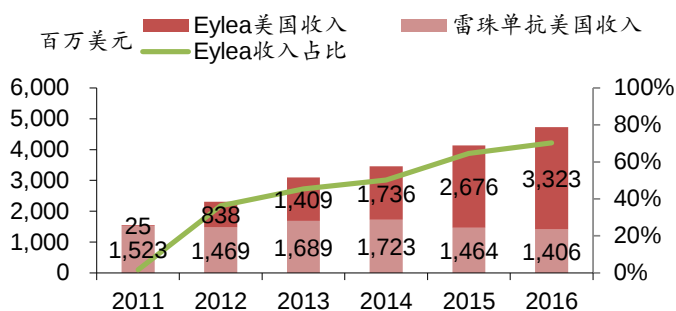
来源：公司公告，中泰证券研究所

进入医保，朗沐人均用量和市场渗透率有望大幅提升

美国抗 VEGF 眼用注射液市场渗透率约 14%

- 2016 年，美国约有 92 万人严格按照说明书使用抗 VEGF 眼用注射液，市场渗透率约 14%。目前，美国市场有三款抗 VEGF 眼用注射液，分别为诺适得、Eylea，以及抗 VEGF 肿瘤药贝伐珠单抗的分装使用。美国市场，诺适得价格约为 1300 美元/支、Eylea 约为 1900 美元/支，而贝伐珠单抗分装使用价格仅为约 50 美元/支。根据 Nature Reviews 报道，美国市场抗 VEGF 眼用注射液约有 60% 的用量来自于贝伐珠单抗的分装使用。我们按照诺适得 1.56 万美元/年（12 针）、Eylea 1.2 万美元/年（6-7 针）、贝伐珠单抗用量占比 60% 计算，2016 年美国市场抗 VEGF 眼用注射液渗透率 14%。

图表 3：诺适得&Eylea 美国收入(1 瑞士法郎=1 美元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：美国抗 VEGF 眼用注射液市场渗透率

美国患者合计 (万人)	650
WAMD患者	300
cnvPM患者	50
DME患者	150
RVO患者	150
2016年合计使用抗VEGF眼用注射液患者 (万人)	92
2016年使用诺适得患者	9
2016年使用Eylea患者	28
2016年贝伐珠单抗覆盖眼科患者	55
2016年渗透率	14%

来源：中泰证券研究所

国内抗 VEGF 眼用注射液人均用量远低于美国、市场渗透率仅 0.94%

- 预计国内抗 VEGF 眼用注射液仅有朗沐和诺适得。过去，国内和美国市场一样，也存在贝伐珠单抗的分装使用，用于治疗眼底新生血管疾病。2010 年国内爆发“眼科门”事件，上海市第一人民医院有 116 名眼部出现“黄斑变性”患者接受“阿瓦斯汀（贝伐珠单抗）”的注射治疗，其中 61 人出现“眼内炎”不良反应。我们预计在“眼科门”事件以后，国内贝伐珠单抗的分装使用基本停止。
- 国内抗 VEGF 眼用注射液人均用量约 2 支，远低于美国。根据诺华报道，自 2012 年在中国上市以来，诺适得已为近 10 万的中国湿性年龄相关性黄斑变性患者带去光明。根据米内网全国城市公立医院数据，2012 年上市以来，诺适得累计收入约 15 亿元，人均使用费用约 1.5 万元。考虑到诺适得 2016 年 7 月由 9800 元/支降价到 7200 元/支，即使全部按照降价后费用测算，人均用量也仅为 2 支，远低于说明书要求的 12 支/年。
- 国内抗 VEGF 眼用注射液 WAMD 市场渗透率仅 0.94%。2016 年，朗沐实现收入 4.76 亿元。我们按照朗沐和诺适得人均使用 2 针、诺适得 7200 元/支来计算，2016 年国内市场，朗沐和诺适得合计覆盖约 6.7 万患者，占整体 WAMD 患者数量的 0.94%、占整体潜在患者数量的 0.3%。
- 我们预计，国内市场人均用量、渗透率远低于美国市场的主要原因是支付能力不足，在患者完全自费的情况下，许多患者没有严格按照处方要求用药，部分患者甚至放弃治疗。

图表 5：诺适得国内收入

百万元	2013	2014	2015	2016	合计收入
雷珠单抗	226.7	379.29	455.42	453.61	1,515.02
YOY		67.31%	20.07%	-0.40%	

来源：米内网，中泰证券研究所

图表 6：国内抗 VEGF 眼用注射液市场渗透率

国内患者合计（万人）	2247
WAMD 患者	708
cnvPM 患者	844
DME 患者	163
RVO 患者	531
2016 年合计使用抗 VEGF 眼用注射液患者（万人）	6.7
2016 年使用朗沐患者	3.5
2016 年使用诺适得患者	3.2
2016 年 WAMD 渗透率	0.94%
2016 年渗透率	0.30%

来源：公司公告，米内网，中泰证券研究所

纳入医保以后，朗沐人均用量和渗透率有望大幅提高

- 纳入医保，朗沐人均用量有望提高一倍。医保限定每眼累计最多支付 9 支、每个年度最多支付 4 支。我们预计，医保执行以后，朗沐人均用量有望达到 4 支/年，高于我们测算的目前人均 2 支的用量。
- 朗沐市场渗透率有望大幅提高。朗沐纳入医保乙类目录，预计报销比例

为 70%-80%，患者自付比例仅 20%-30%。医保将大幅减轻患者的支付压力，市场渗透率有望从目前的 0.94% 大幅提高。

受益于老龄化加速，朗沐潜在适用人群将大幅增加

朗沐 WAMD、DME、RVO 适应症均与老龄化密切相关

- 朗沐可以适用于 4 个适应症，其中 3 个和老龄化密切相关。目前，朗沐仅获批 WAMD 和病理性近视（PM）适应症；针对糖尿病性黄斑水肿（DME）、视网膜静脉阻塞（RVO）等适应症正在进行 III 期临床试验。4 个适应症中，除了 PM，其他均与老龄化密切相关。

1. DME 是糖尿病常见的并发症之一，多发于病程较长的糖尿病患者。目前，全球糖尿病患者总数达到了 2.46 亿，其中我国糖尿病患者约 4,000 万人。WHO 的相关流行病学显示美国 2,000 万糖尿病患者中，存在 DME 的患者 150 万，DME 患者占糖尿病患者总数的 7.5%；

2. RVO 是最常见的视网膜血管病之一，大部分病例发生在中年以上。在我国，抽样调查显示 50 岁以上 RVO 的总体发病率约为 1.5%。

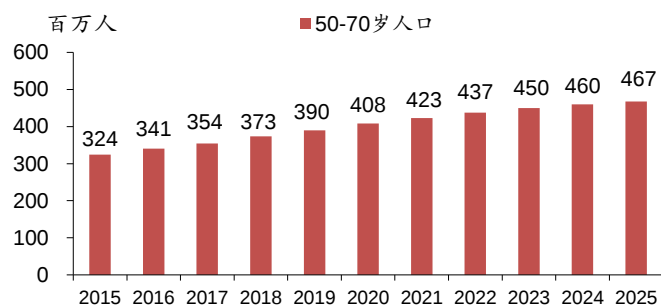
图表 7：国内抗 VEGF 眼用注射液开发进展一览

适应症	诺适得	朗沐	Eylea
年龄相关性黄斑变性（WAMD）	2011年12月获批上市	2014年3月获批上市	2017年5月23日纳入优先审评
糖尿病黄斑水肿（DME）	III期临床试验（2014年8月开始）	III期临床试验（2014年1月开始）	III期临床试验（2015年3月完成）
病理性近视（PM）	III期临床试验（2016年9月完成）	2017年5月23日获批	
视网膜静脉阻塞（RVO）	III期临床试验（2016年3月完成）	III期临床试验（2015年12月开始）	

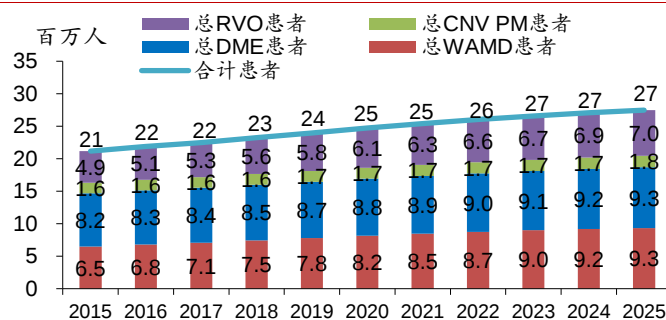
来源：中泰证券研究所

我国老龄化加速，朗沐潜在适用人群将大幅增加

- 我国将加速进入老龄化社会，到 2025 年，朗沐潜在患者将超过 2700 万人，较 2017 年增长 22%。根据中国社会科学院财政与贸易经济研究所发布的《中国财政政策报告 2010/2011》，2011 年以后的 30 年里，中国人口老龄化将呈现加速发展态势；到 2030 年，中国 65 岁以上人口占比将超过日本，成为全球人口老龄化程度最高的国家；到 2050 年，社会进入深度老龄化阶段。我们预计，2025 年，我国 50-70 岁人口将达到 467 万人，较 2017 年增长 32%；朗沐 4 个适应症患者合计将超过 2700 万人，较 2017 年增长 22%。

图表 8：我国将加速进入老龄化社会


来源：中泰证券研究所

图表 9：朗沐潜在患者将快速增长


来源：中泰证券研究所

盈利预测

朗沐收入预测

- 我们预计，随着朗沐纳入医保目录和我国老龄化的加速发展，朗沐将保持快速增长。

图表 10：朗沐收入预测

百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
朗沐收入	74.16	267.41	476.03	675.96	947.22	1,266.15	1,608.70
YOY		260.61%	78.01%	42.00%	40.13%	33.67%	27.05%

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 30.21 亿、35.92 亿、42.25 亿，同比分别增长 18.93%、18.9%和 17.64%；归母净利润分别为 6.73 亿、9.15 亿、12.16 亿，同比分别增长 35.41%、36.03%和 32.91%。维持“增持”评级。

风险提示

- 医保执行不达预期的风险；朗沐推广不达预期的风险。

图表 11：康弘药业盈利预测
损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,675	2,074	2,540	3,021	3,592	4,225
增长率	13.40%	23.9%	22.4%	18.9%	18.9%	17.6%
营业成本	-193	-226	-244	-285	-329	-374
% 销售收入	11.6%	10.9%	9.6%	9.4%	9.1%	8.8%
毛利	1,481	1,849	2,296	2,736	3,263	3,851
% 销售收入	88.4%	89.1%	90.4%	90.6%	90.9%	91.2%
营业税金及附加	-28	-33	-46	-51	-63	-73
% 销售收入	1.7%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
营业费用	-871	-1,098	-1,345	-1,495	-1,688	-1,897
% 销售收入	52.0%	52.9%	53.0%	49.5%	47.0%	44.9%
管理费用	-270	-306	-387	-453	-499	-549
% 销售收入	16.1%	14.8%	15.2%	15.0%	13.9%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	312	412	518	736	1,013	1,332
% 销售收入	18.6%	19.9%	20.4%	24.4%	28.2%	31.5%
财务费用	8	16	24	10	10	39
% 销售收入	-0.5%	-0.8%	-0.9%	-0.3%	-0.3%	-0.9%
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	11	16	13	15	14
% 税前利润	3.3%	2.5%	2.7%	1.7%	1.4%	1.0%
营业利润	330	438	557	760	1,038	1,385
营业利润率	19.7%	21.1%	21.9%	25.2%	28.9%	32.8%
营业外收支	8	19	11	15	13	14
税前利润	338	456	568	775	1,051	1,399
利润率	20.2%	22.0%	22.4%	25.7%	29.2%	33.1%
所得税	-61	-59	-68	-97	-128	-172
所得税率	18.1%	13.0%	11.9%	12.5%	12.2%	12.3%
净利润	276	397	500	678	922	1,226
少数股东损益	3	3	3	6	7	10
归属于母公司的净利润	273	394	497	673	915	1,216
净利率	16.3%	19.0%	19.6%	22.3%	25.5%	28.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	276	397	500	678	922	1,226
少数股东损益	0	0	0	6	7	10
非现金支出	71	73	73	60	57	53
非经营收益	-12	-25	-34	-16	-6	-18
营运资金变动	-44	37	307	-137	118	-13
经营活动现金净流	291	482	846	591	1,099	1,259
资本开支	90	116	170	4	21	12
投资	22	-152	-123	0	0	0
其他	34	6	43	13	15	14
投资活动现金净流	-34	-262	-250	10	-6	2
股权募资	0	592	187	0	0	0
债权募资	-2	-5	0	559	-111	-448
其他	-55	-65	-85	-13	-22	-10
筹资活动现金净流	-57	522	102	546	-133	-458
现金净流量	199	742	698	1,147	960	802

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	946	1,688	2,386	3,528	4,480	5,272
应收款项	107	113	76	133	146	179
存货	105	113	147	145	171	193
其他流动资产	32	227	267	275	273	278
流动资产	1,189	2,141	2,876	4,081	5,071	5,921
% 总资产	61.2%	73.8%	76.5%	82.9%	86.1%	88.2%
长期投资	52	0	0	0	0	0
固定资产	487	501	538	515	500	485
% 总资产	25.1%	17.3%	14.3%	10.5%	8.5%	7.2%
无形资产	191	224	236	218	209	197
非流动资产	752	760	882	840	817	791
% 总资产	38.8%	26.2%	23.5%	17.1%	13.9%	11.8%
资产总计	1,941	2,901	3,758	4,921	5,888	6,712
短期借款	5	0	0	559	448	0
应付款项	139	178	450	364	485	505
其他流动负债	87	103	142	154	189	214
流动负债	231	281	593	1,077	1,122	719
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	100	97	72	72	72	72
负债	331	378	665	1,150	1,194	792
普通股股东权益	1,590	2,500	3,093	3,766	4,681	5,897
少数股东权益	20	23	0	6	13	23
负债股东权益合计	1,941	2,901	3,758	4,921	5,888	6,712

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.684	0.884	0.736	0.997	1.356	1.802
每股净资产(元)	3.975	5.610	4.583	5.579	6.935	8.737
每股经营现金净流(元)	0.728	1.082	1.254	0.867	1.617	1.850
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.20%	15.75%	16.06%	17.86%	19.55%	20.62%
总资产收益率	14.81%	14.02%	12.85%	13.38%	15.26%	17.84%
投入资本收益率	41.33%	42.87%	64.57%	80.27%	134.35%	180.26%
增长率						
营业总收入增长率	13.40%	23.88%	22.45%	18.93%	18.90%	17.64%
EBIT增长率	4.54%	32.14%	25.84%	42.12%	37.57%	31.50%
净利润增长率	-13.38%	44.00%	26.14%	35.41%	36.03%	32.91%
总资产增长率	15.15%	52.17%	37.58%	30.95%	19.65%	13.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.2	15.5	10.8	13.2	12.0	12.6
存货周转天数	174.3	176.3	195.1	185.7	190.4	188.1
应付账款周转天数	67.8	57.9	84.0	70.9	77.5	74.2
固定资产周转天数	103.2	77.9	60.0	45.0	30.7	20.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-58.41%	-66.89%	-77.15%	-78.71%	-85.89%	-89.05%
EBIT利息保障倍数	-38.1	-26.4	-21.5	-71.7	-102.0	-34.5
资产负债率	12.78%	10.18%	19.97%	24.99%	21.70%	13.17%

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。