

中信证券研究部



陈竹
首席医疗健康产业
分析师
S1010516100003

核心观点

美国政府于 8 月 26 日修改了其之前关于国家战略储备采购的招标书，更新了对肝素原料药和依诺肝素原料药的采购需求。海普瑞作为全球最大的肝素原料药生产企业，其全资子公司 SPL 长期布局美国肝素原料药生产，优势明显。

■ 美国政府正在储备用于生产基本药品的原料药（API）。原料药可用于在未来大流行或国家紧急情况下为美国药物供应链增加一层保护。美国储备库之前仅限于医疗机构需要用来应对诸如飓风、大流行或炭疽爆发的药品和医疗用品，而现在正扩大到多种关键 API 的供应。在关键 API 不在美国境内生产且无法进口的紧急情况下，储备 API 可供应给美国国内药企支持药品生产，能应付更长时间的国家紧急状况如新冠肺炎疫情等。

■ 美国政府预期肝素原料药储备量巨大。在招标书中肝素原料药作为单独类别列出。7 月份的招标书版本列出其基础供应要求为 45.6 万亿个基本单位。在 8 月 26 日的新招标书肝素 API 的基础供应要求更改为 2250 亿个基本单位，要求在 2020 年 12 月 31 日之前供应；在五年内的潜在供应为 4.275 万亿个基本单位。

■ 此次国家战略储备采购对原料药供应来源提出严格要求。此次招标书规定供应商必须符合联邦采购规定（Federal Acquisition regulation, FAR）的要求。其中，本次招标对产品的生产地进行了严格要求。该招标书适用联邦法案 52.225-5 Trade Agreements Act，指定了某些享有特别贸易待遇的国家或地区（TAA designated country）。本次招标书规定来自美国本土或指定国家地区的原料药将被优先考虑采购。**值得关注的是，中国大陆并未被纳入 TAA 指定国家名单。**

■ 大部分中国肝素企业料难以参与本次招标。中国是世界上最大的肝素原料药供应国。虽然招标书允许非 TAA 指定国家的原料药参与招标，但由于招标对美国本土和 TAA 指定国家优先，中国企业原料药主要生产程序主要在中国大陆，在本次招标中将处于相对劣势。在中美贸易摩擦余波未平、两国关系极不稳定的态势下，中国大陆企业获得本次采购合同的可能性进一步下降。

■ 依托海外子公司 SPL，海普瑞在此次竞标中优势明显。海普瑞是全球最大的肝素原料药企业，肝素原料药长期大量出口欧美国家，品质获得世界肯定。2014 年 4 月，海普瑞收购了原为世界第二大的肝素原料药企业的美国 SPL 的 100% 股权。此次并购一举奠定了海普瑞在全球肝素原料药市场的绝对领先地位。在被海普瑞并购后，SPL 的从生产原料猪小肠肠衣的采购到主要生产程序仍然保留在美国国内，这在现存的大型供应商中是唯一的。在此次招标中，SPL 占有较大的主场优势。作为 SPL 的母公司，如果本次竞标成功，预计海普瑞将迎来业绩的进一步增长。

■ 风险因素：竞标落选、依诺肝素钠制剂价格不及预期、创新药研发失败风险。

■ 投资建议：公司是国内肝素原料药及制剂龙头企业，近年来向 CDMO 及创新药领域积极布局。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润预测分别为 10.73 亿、13.03 亿、17.38 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.73、0.89、1.18 元，对应当前股价 PE 分别为 34、28、21 倍。继续重点推荐，维持“买入”评级。

海普瑞	002399
评级	买入（维持）
当前价	22.24 元
总股本	1,467 百万股
流通股本	1,247 百万股
52 周最高/最低价	26.9/15.2 元
近 1 月绝对涨幅	1.69%
近 6 月绝对涨幅	1.69%
近 12 月绝对涨幅	3.44%

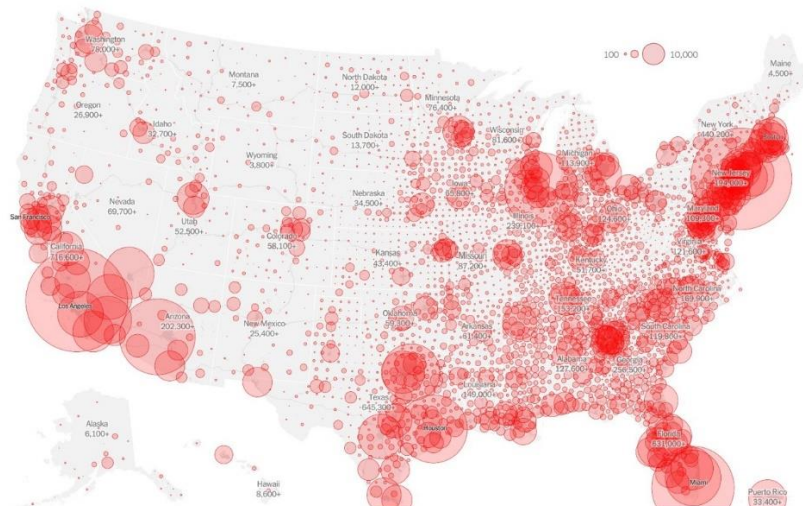
项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,814.97	4,624.65	5,360.72	6,125.02	7,410.19
营业收入增长率	80%	-4%	16%	14%	21%
净利润(百万元)	616.19	1,059.36	1,073.07	1,303.26	1,737.91
净利润增长率	369%	72%	1%	21%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.42	0.72	0.73	0.89	1.18
毛利率%	40%	37%	40%	41%	45%
净资产收益率 ROE%	10.15%	14.42%	9.17%	10.25%	12.29%
每股净资产（元）	4.14	5.01	7.98	8.66	9.64
PE	53	31	30	25	19
PB	5	4	3	3	2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 15 日收盘价

美国新冠肺炎疫情依旧严峻，原料药储备势在必行。截至 9 月 8 日，美国新冠肺炎确诊人数超过 600 万人，累计死亡病例超过 20 万。过去一周平均每天新确诊超过 4 万例，新增死亡病例超过 1000 例。尽管对比 7 月份高峰时期每天平均超过 6 万例的新增病例已大大减少，但大部分地区的新增病例数仍然处于较高水平。持续的新冠肺炎疫情对药品及原料药供应提出巨大挑战，原料药储备势在必行。

图 1：美国新冠肺炎疫情各地病例数



资料来源：纽约时报，中信证券研究部。注：截至 2020 年 9 月 8 日。

美国政府正在储备用于生产基本药品的原料药（API）。美国政府于 8 月 26 日更新了其之前关于国家储备采购原料药的招标书（招标书编号 RFP 75A50120R00038），其中包括新的对肝素原料药和依诺肝素原料药的采购需求。原料药可用于在未来大流行或国家紧急情况下为美国药物供应链增加一层保护。美国储备库之前仅限于医疗机构需要用来应对诸如飓风、大流行或炭疽爆发的药品和医疗用品，而现在正扩大到多种关键 API 的供应。在关键 API 不在美国境内生产且无法进口的紧急情况下，储备 API 可供应给美国国内药企支持药品生产，能应付更长时间的国家紧急状况如新冠肺炎疫情等。

图 2：API 美国储备采购基础供应要求

b. API to be converted to Injectable FDP		a. API to be converted to Oral Solid FDP	
Combined Molecule	Base KG QTY of API	Combined Molecule	Base KG QTY of API
ATROPINE	0.09	CIPROFLOXACIN	6,539.03
CEFEPIME	1,682.56	DEXAMETHASONE	14.30
CIPROFLOXACIN	67.53	DOXYCYCLINE	3,613.50
CISATRACURIUM	1.30	LEVOFLOXACIN	2,057.72
DEXAMETHASONE	14.19	METHYLPREDNISOLONE	94.50
DEXMEDETOMIDINE	0.14	ONDANSETRON	165.03
DOBUTAMINE	31.90		
DOPAMINE	2.53	d. API to be converted to Oral Liquid FDP	
DOXYCYCLINE	14.84		
ENOXAPARIN	276.93	Combined Molecule	Base KG QTY of API
FENTANYL	11.68	CIPROFLOXACIN	89.16
HYDROMORPHONE	4.04	DEXAMETHASONE	2.18
LEVOFLOXACIN	171.34	DOXYCYCLINE	21.59
MEROPENEM	799.25	LEVOFLOXACIN	95.54
METHYLPREDNISOLONE	217.75	ONDANSETRON	6.41
MIDAZOLAM	6.89		
MORPHINE	11.78	e. API to be converted to Inhalation FDP	
NOREPINEPHRINE	1.59		
ONDANSETRON	13.63	Combined Molecule	Base KG QTY of API
PIPERACILLIN-TAZOBACTAM	10,081.45	ALBUTEROL	0.37
PROPOFOL	252.83		
ROCURIUMIUM	38.95		
VANCOMYCIN	2,581.39		

资料来源：美国联邦政府采购官网，注：截至 2020 年 9 月 8 日。

美国政府预期肝素原料药储备量巨大。在招标书中肝素原料药作为单独类别列出。7 月份的招标书版本列出其基础供应要求为 45.6 万亿个基本单位。在 8 月 26 日的新招标书肝素 API 的基础供应要求更改为 2250 亿个基本单位，要求在 2020 年 12 月 31 日之前供应；在五年内的潜在供应要求为 4.275 万亿个基本单位。

图 3：肝素原料药美国储备采购供应要求

c. API to be converted to Injectable FDP	
Combined Molecule	Base QTY of <u>Units</u> *
HEPARIN	225,000,000,000
c. Optional API to be converted to Injectable FDP	
Combined Molecule	QTY of <u>Units</u> *
HEPARIN	4,275,000,000,000

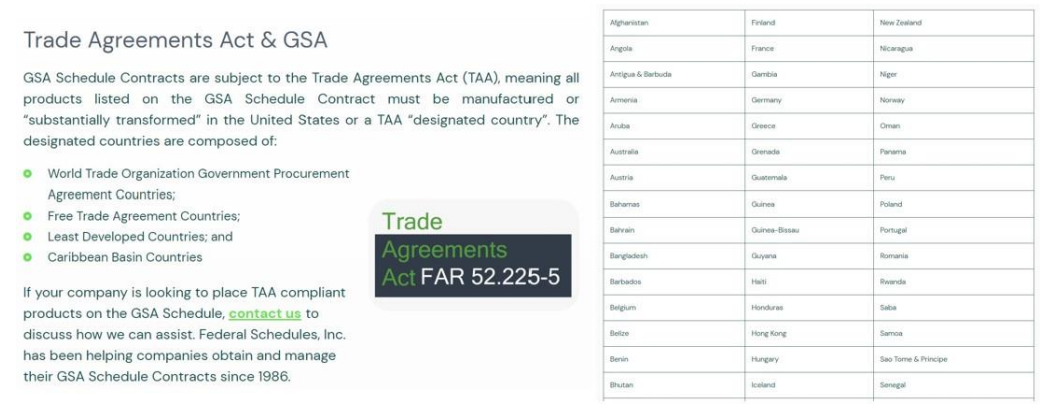
资料来源：美国联邦政府采购官网 beta.SAM.gov，中信证券研究部。注：截至 2020 年 9 月 8 日。

此次国家战略储备采购对原料药供应来源提出严格要求。此次招标书规定供应商必须符合某些联邦采购规定（Federal Acquisition regulation, FAR）的要求。其中，本次招标对投标产品的生产地进行了严格要求。该招标书适用联邦法案 52.225-5 Trade Agreements Act，指定了某些享有特别贸易待遇的国家或地区（TAA designated country）。本次招标书规定来自美国本土或指定国家地区的原料药将被考虑采购。值得关注的是，中国大陆并未被纳入 TAA 指定国家名单。

大部分中国肝素企业难以参与本次招标。中国是世界上最大的肝素原料药供应国。虽然招标书允许非 TAA 指定国家的原料药参与招标，但由于招标对美国本土和 TAA 指定国家优先，中国企业原料药主要生产程序大多在中国大陆，在本次招标中将处于相对劣势。

在中美贸易摩擦余波未平、两国关系极不稳定的态势下，中国大陆企业获得本次采购合同的可能性进一步下降。

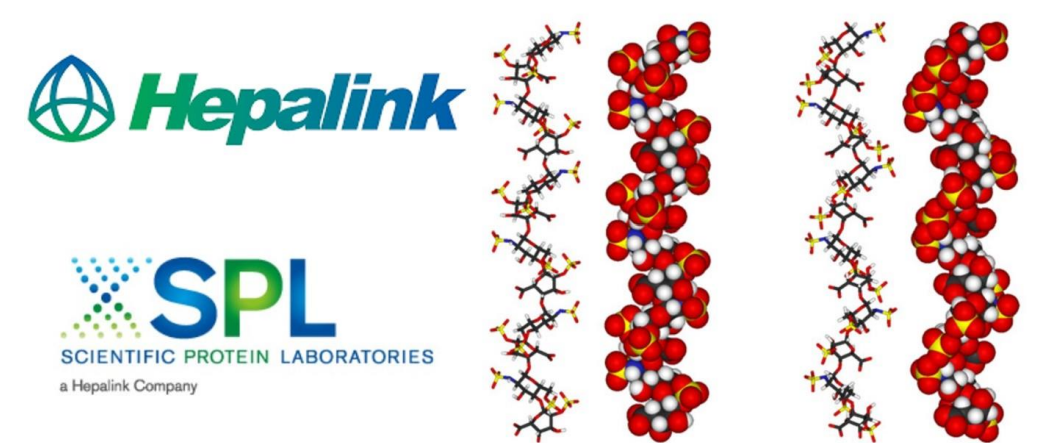
图 4：联邦法案 52.225-5 Trade Agreements Act 及部分 TAA 指定国家名单



资料来源：美国联邦政府供应时间表 gsa.federalschedules.com

依托海外子公司 SPL，海普瑞在此次竞标中优势明显。海普瑞是全球最大的肝素原料药企业，肝素原料药长期大量出口欧美国家，品质获世界肯定。2014 年 4 月，海普瑞收购了原为世界第二大的肝素原料药企业的美国 SPL 的 100% 股权。此次并购一举奠定了海普瑞在全球肝素原料药市场的绝对领先地位。在被海普瑞并购后，SPL 的从生产原料猪小肠肠衣的采购到主要生产程序仍然保留在美国国内，这在现存的大型供应商中是唯一的。在此次招标中，SPL 占有较大的主场优势。作为 SPL 的母公司，如果本次竞标成功，预计海普瑞将迎来业绩的进一步增长。

图 5：海普瑞及 SPL 商标、SPL 肝素原料药示意图



资料来源：海普瑞、SPL 官网，中信证券研究部。

风险因素：竞标落选、依诺肝素钠制剂价格不及预期、创新药研发失败风险。

投资建议：公司是国内肝素原料药及制剂龙头企业，近年来向 CDMO 及创新药领域积极布局。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润预测分别为 10.73 亿、13.03 亿、17.38 亿元，对应 EPS 预测分别为 0.73、0.89、1.18 元，对应当前股价 PE 分别为 34、28、21 倍。继续重点推荐，维持“买入”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,815	4,625	5,361	6,125	7,410
营业成本	2,885	2,899	3,193	3,599	4,101
毛利率	40.09%	37.31%	40.43%	41.24%	44.66%
营业税金及附加	21	20	23	26	32
销售费用	290	411	402	450	541
营业费用率	6.03%	8.89%	7.50%	7.35%	7.30%
管理费用	381	353	387	442	530
管理费用率	7.91%	7.63%	7.21%	7.21%	7.15%
财务费用	88	201	116	48	80
财务费用率	1.83%	4.34%	2.17%	0.79%	1.08%
投资收益	(237)	611	150	100	100
营业利润	721	1,315	1,232	1,527	2,041
营业利润率	14.98%	28.43%	22.99%	24.93%	27.55%
营业外收入	10	1	9	7	6
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	731	1,315	1,240	1,532	2,046
所得税	139	271	223	276	368
所得税率	18.97%	20.64%	18.00%	18.00%	18.00%
少数股东损益	(24)	(16)	(57)	(47)	(60)
归属于母公司股东的净利润	616	1,059	1,073	1,303	1,738
净利率	12.80%	22.91%	20.02%	21.28%	23.45%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,122	1,278	2,045	2,076	2,261
存货	1,530	2,374	2,040	2,383	2,896
应收账款	1,085	1,316	1,508	1,615	2,049
其他流动资产	863	1,027	1,005	1,034	1,296
流动资产	5,600	5,996	6,598	7,109	8,502
固定资产	1,608	1,855	2,055	2,255	2,455
长期股权投资	467	1,350	1,350	1,350	1,350
无形资产	730	672	609	566	492
其他长期资产	5,250	5,370	5,953	6,740	7,862
非流动资产	8,055	9,247	9,967	10,911	12,159
资产总计	13,655	15,242	16,565	18,020	20,661
短期借款	1,981	2,927	0	353	1,500
应付账款	335	229	282	340	358
其他流动负债	2,188	1,811	1,704	1,793	1,894
流动负债	4,504	4,967	1,986	2,486	3,751
长期借款	1,455	1,659	1,659	1,659	1,659
其他长期负债	1,451	1,145	1,145	1,145	1,145
非流动性负债	2,906	2,804	2,804	2,804	2,804
负债合计	7,410	7,771	4,790	5,290	6,555
股本	1,247	1,247	1,467	1,467	1,467
资本公积	2,254	2,634	5,925	5,925	5,925
归属于母公司所有者权益合计	6,068	7,347	11,707	12,709	14,145
少数股东权益	177	124	68	21	-39
股东权益合计	6,245	7,471	11,775	12,730	14,106
负债股东权益总计	13,655	15,242	16,565	18,020	20,661

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	731	1,315	1,240	1,532	2,046
所得税支出	-139	-271	-223	-276	-368
折旧和摊销	227	259	57	60	59
营运资金的变化	-557	-1,129	93	-336	-1,123
其他经营现金流	405	-401	-80	-137	-78
经营现金流合计	668	-228	1,087	843	536
资本支出	-535	-362	-134	-146	-164
投资收益	-237	611	150	100	100
其他投资现金流	228	-247	-579	-769	-1,052
投资现金流合计	-544	2	-563	-816	-1,116
发行股票	97	15	3,512	0	0
负债变化	8,042	10,644	-2,927	353	1,147
股息支出	-125	-224	-224	-301	-302
其他融资现金流	-9,630	-10,668	-116	-48	-80
融资现金流合计	-1,616	-234	243	4	765
现金及现金等价物净增加额	-1,493	-460	768	31	185

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	80.32%	-3.95%	15.92%	14.26%	20.98%
营业利润增长率	N/A	82.31%	-6.26%	23.89%	33.71%
净利润增长率	369.19%	71.92%	1.29%	21.45%	33.35%
毛利率	40.09%	37.31%	40.43%	41.24%	44.66%
EBITDA Margin	22.60%	38.63%	27.42%	27.55%	30.31%
净利率	12.80%	22.91%	20.02%	21.28%	23.45%
净资产收益率	10.15%	14.42%	9.17%	10.25%	12.29%
总资产收益率	4.51%	6.95%	6.48%	7.23%	8.41%
资产负债率	54.27%	50.98%	28.92%	29.36%	31.73%
所得税率	18.97%	20.64%	18.00%	18.00%	18.00%
股利支付率	20.24%	21.19%	28.06%	23.16%	24.14%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场监管局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。