

2019年6月14日

华东医药 (000963): 医药工业快速增长, 医药商业逐步企稳
医药生物

当前股价: 28.46 元

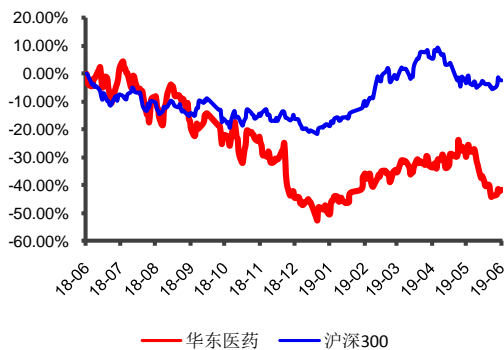
推荐(维持)

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,663	34,725	38,805	42,769
(+/-)	10.2%	13.2%	11.8%	10.2%
营业利润	2,910	3,608	4,334	5,163
(+/-)	24.3%	24.0%	20.1%	19.1%
归属母公司净利润	2,267	2,833	3,420	4,088
(+/-)	27.4%	24.9%	20.7%	19.5%
EPS (元)	1.55	1.94	2.35	2.80
市盈率	18.3	14.7	12.1	10.2

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	145817 / 145817
流通市值 (亿元)	415.0
每股净资产 (元)	7.41
资产负债率 (%)	47.38

股价表现 (最近一年)


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

 邮箱: duyh@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (8621) 64339000

 网址: <http://www.cfsc.com.cn>
投资要点:

- **工商一体化医药龙头企业。**公司成立于 1993 年, 是一家从事药品研发生产和批发经销业务的综合企业。过去几年公司表现出良好的成长性, 归母净利润从 2014 年的 7.57 亿元增长至 2018 年的 22.67 亿元, 年复合增长率达到 31.55%; 公司表现出较强的盈利能力, 过去几年公司销售毛利率、销售净利率和 ROE 水平总体呈稳步上升趋势, 2018 年分别达到 28.99%、7.81% 和 22.81%。

- **工业板块保持快速增长态势。**公司工业板块涵盖中成药、内分泌类药物、免疫抑制剂、消化系统药物等多个领域, 其中, 核心产品百令胶囊和阿卡波糖体量巨大, 但竞争优势依然明显, 随着基层市场的快速放量, 市场空间的不断拓展, 未来仍将保持良好增长态势。公司免疫抑制剂管线产品种类齐全, 联合用药和适应症的扩大将助力该系列产品的快速增长; 泮托拉唑作为第一代 PPI, 市场份额稳定, 有望维持稳定增长。公司二线潜力品种吡格列酮二甲双胍和吲哚布芬等产品, 市场竞争格局良好, 处于快速放量期。总体来看, 公司工业板块产品布局良好, 有望保持快速增长态势。

- **商业板块逐步企稳向好。**公司商业板块前期受两票制的影响, 收入增速出现明显下滑。随着两票制影响的式微, 同时公司积极拓展省内独家配送、基层推广及 DTC 药房业务, 继续加大医药商业的全省网络布局等, 2019 年公司商业板块将逐步企稳, 未来有望保持稳定增长态势。

- **研发管线丰富, 研发投入加大。**近年来, 公司的研发费用保持快速增长, 2018 年研发支出达 7.06 亿元, 同比增长

52.90%。公司研发产品管线丰富，形成了自主研发、合作委托开发、外部并购和产品授权引进相结合的模式。研发进展方面，治疗晚期非小细胞肺癌的迈华替尼预计 2019 年底 II 期临床结束并根据 II 期临床结果争取明年申报生产；治疗 2 型糖尿病的 DPP-4 抑制剂 HD118 预计下半年开展 PK/PD 研究；从美国引进的口服 GLP-1 创新药 TTP273 预计下半年开展 I 期临床桥接试验；糖尿病重点产品利拉鲁肽已启动 III 期临床试验等。

● **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 28.33 亿元、34.20 亿元、40.88 亿元，对应 EPS 分别为 1.94 元、2.35 元、2.80 元，当前股价对应 PE 分别为 14.7/12.1/10.2 倍，给予“推荐”评级。

● **风险提示：**核心产品销量不达预期风险；药品招标降价风险；新产品研发不达预期的风险。

目录

1. 工商一体化医药龙头企业	5
1.1 公司概况	5
1.2.公司主营业务构成、经营态势和盈利能力	5
2. 医药工业板块保持快速增长态势	8
2.1 百令胶囊：调出辅助用药目录，基层市场放量加速	9
2.2 糖尿病产品管线丰富，有望维持高增长	10
2.3 免疫抑制剂种类齐全，联合用药保障快速增长	12
2.4 消化系统用药泮托拉唑市场稳定	14
2.5 潜力品种放量可期	15
3. 医药商业板块逐步企稳向好	16
4. 研发管线丰富，研发进展顺利	17
5. 盈利预测与投资评级	18
6. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司股权结构图.....	5
图表 2: 2014-2018 年公司收入构成情况	6
图表 3: 2014-2018 年公司毛利构成情况	6
图表 4: 2014-2018 年公司营业收入增长情况	7
图表 5: 2014-2018 年公司归母净利润增长情况	7
图表 6: 2014-2018 年公司销售毛利率、销售净利率和 ROE 水平	8
图表 7: 2014-2018 年公司医药工业板块收入和毛利率情况	8
图表 8: 公司主要产品一览.....	9
图表 9: 百令胶囊增长的利好因素.....	10
图表 10: 2017 年全球糖尿病患者人数前十国家（单位：百万人）	11
图表 11: 2016 年口服降糖药样本医院销售前十药物（单位：亿元）	11
图表 12: 阿卡波糖样本医院销售情况.....	12
图表 13: 国内样本医院免疫抑制剂销售额（单位：亿元）	13
图表 14: 国内样本医院环孢素、他克莫司和吗替麦考酚酯销售情况.....	13
图表 15: 国内样本医院质子泵抑制剂竞争格局.....	14
图表 16: 国内样本医院泮托拉唑竞争格局.....	15
图表 17: 2014-2018 年公司医药商业板块营业收入增长情况	16
图表 18: 2014-2018 年公司研发支出情况	17

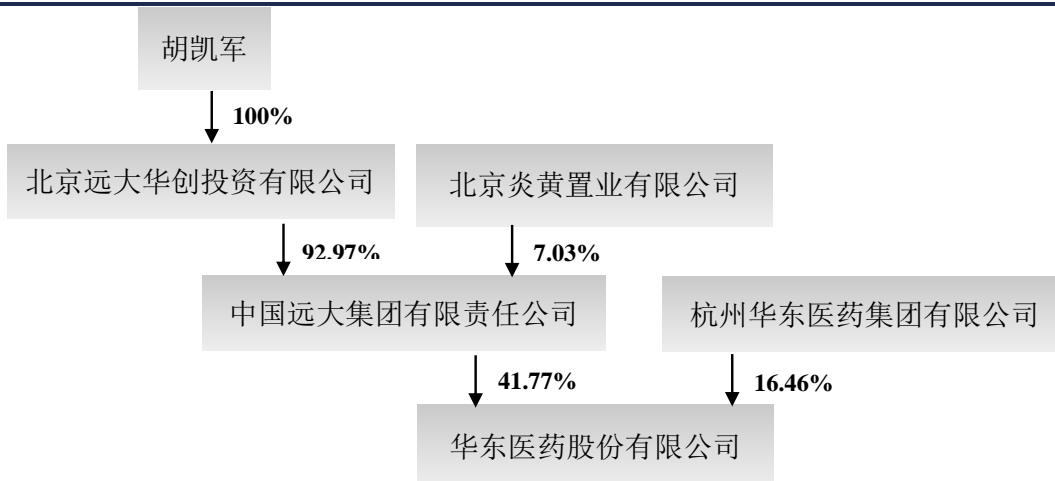
1. 工商一体化医药龙头企业

1.1 公司概况

华东医药成立于 1993 年，主要从事药品的研发生产和批发经销业务，是一家工商一体的大型综合性医药公司。公司于 1999 年在深交所上市，主营业务为医药工业和医药商业两大板块，其中，主营医药工业的核心子公司中美华东拥有百令胶囊、阿卡波糖等重磅产品；医药商业方面，公司销售规模和市场份额在浙江省内均位列第一。此外，2018 年公司通过并购进入国际医美领域。

公司股权结构比较集中，在控股方中国远大集团的股权结构中，北京远大华创投资有限公司占股 93%，公司实际控制人为胡凯军。

图表 1：公司股权结构图

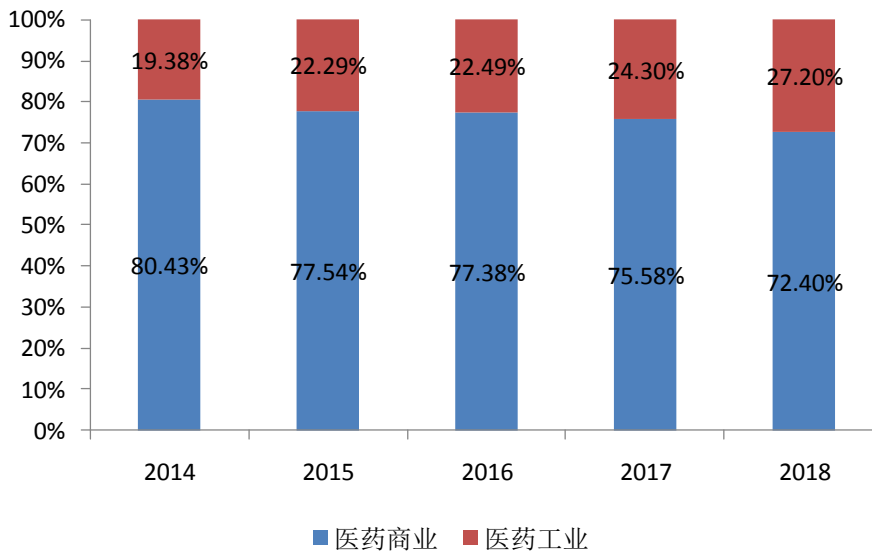


资料来源：Wind、华鑫证券研发部

1.2.公司主营业务构成、经营态势和盈利能力

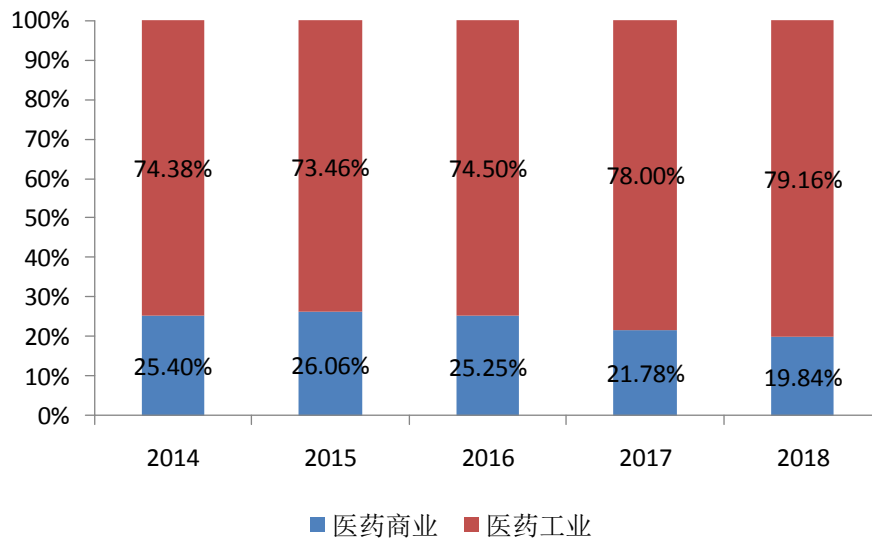
从公司近五年的主营业务构成可以看出，公司医药工业板块的收入和毛利占比逐年升高，在 2018 年分别达到 27.20%和 79.16%。

图表 2：2014-2018 年公司收入构成情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

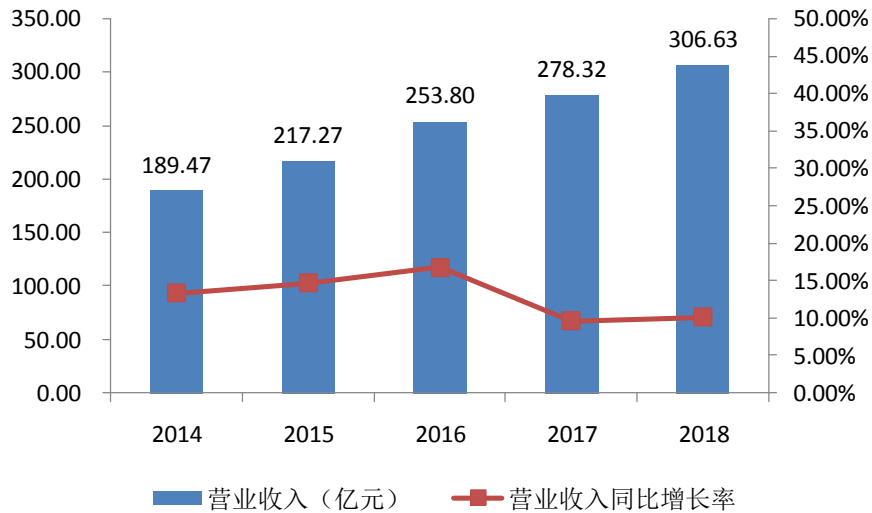
图表 3：2014-2018 年公司毛利构成情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

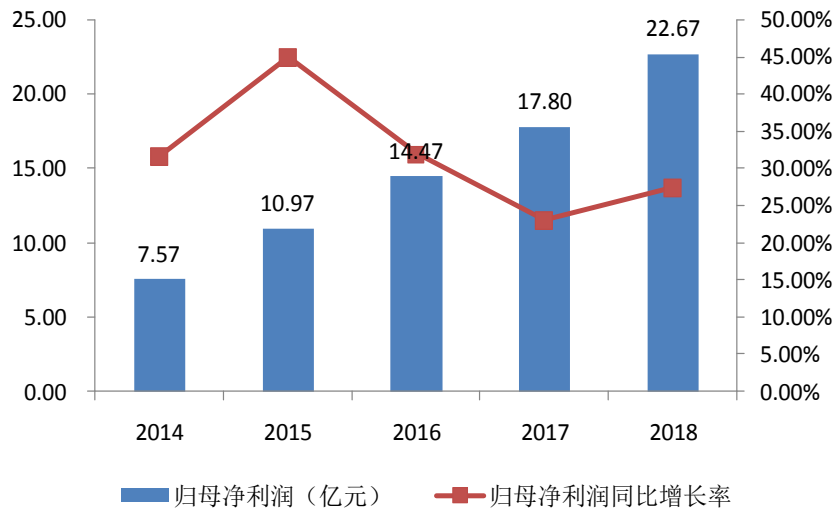
近五年公司营业收入保持较为稳定的增长趋势，2017 年受两票制影响，医药商业收入增速有所下降，公司 2018 年实现营业收入 306.64 亿元。从利润端上看，公司归母净利润从 2014 年的 7.57 亿元增长至 2018 年的 22.67 亿元，年复合增长率达到 31.55%。总体来看，公司经营态势良好，利润维持较高增速。

图表 4：2014-2018 年公司营业收入增长情况



资料来源：Wind, 华鑫证券研发部

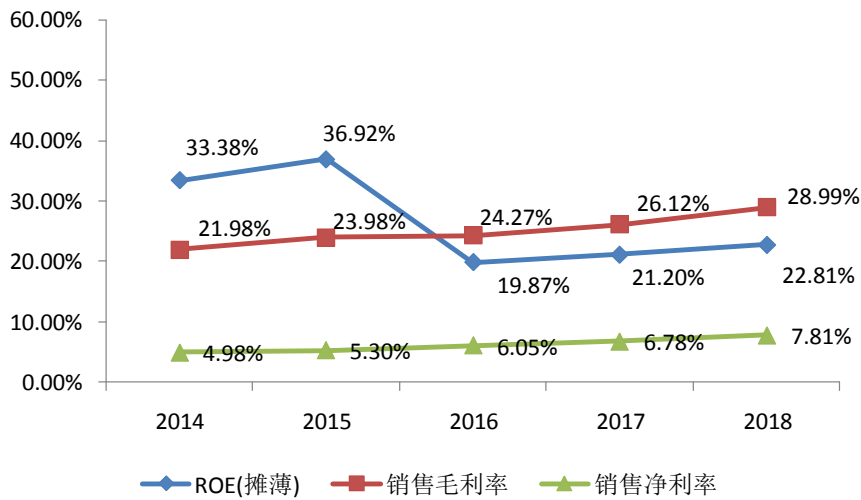
图表 5：2014-2018 年公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind, 华鑫证券研发部

近五年，公司销售毛利率稳步上升，2018 年销售毛利率为 28.99%。公司期间费用控制良好，销售净利率也处于上升趋势，2018 年达到 7.81%。2014、2015 年公司净资产数额较小，所以 ROE 处于高水平；2016 年净资产同比大幅增长，ROE 水平降至 19.87%；近三年公司 ROE 逐年上升，2018 年达到 22.81%。总体来看，公司盈利能力较强。

图表 6：2014-2018 年公司销售毛利率、销售净利率和 ROE 水平

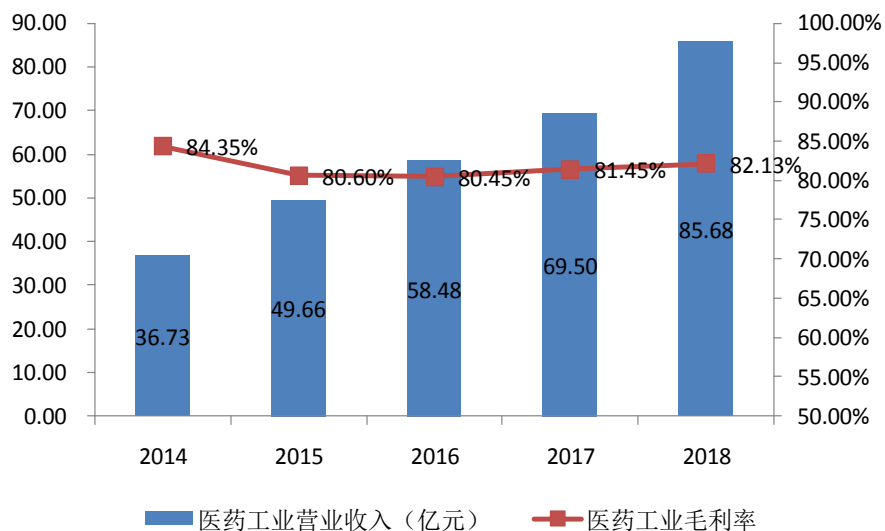


资料来源：Wind, 华鑫证券研发部

2. 医药工业板块保持快速增长态势

2014-2018 年，公司工业板块营业收入保持快速增长，2018 年工业板块营收规模达 85.68 亿元，年复合增长率为 23.58%。公司工业产品涵盖中成药、内分泌类药物、免疫抑制剂、消化系统药物等多个领域用药，产品种类丰富、覆盖面广，且多个产品被纳入新版医保目录和国家基药目录。

图表 7：2014-2018 年公司医药工业板块收入和毛利率情况



资料来源：Wind, 华鑫证券研发部

图表 8：公司主要产品一览

产品类别	产品名称	是否纳入医保目录	是否纳入 2018 基药目录
中成药	百令胶囊	乙类	√
	阿卡波糖	甲类	√
	吡格列酮	乙类	√
内分泌类药物	吡格列酮二甲双胍	/	
	伏格列波糖	乙类	
	奥利司他	/	
	环孢素	甲类	√
免疫抑制剂类药物	吗替麦考酚酯	乙类	√
	他克莫司	乙类	
消化系统药物	泮托拉唑	乙类	
	达托霉素	乙类	
抗生素药物	克拉霉素	乙类	√
	吡哌布芬	乙类	√
心血管药物	吡哌布芬	乙类	√
抗肿瘤药物	地西他滨	乙类	

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

2.1 百令胶囊：调出辅助用药目录，基层市场放量加速

百令胶囊作为华东医药的重磅产品，主要成分为发酵冬虫夏草菌粉，属于中成药，补肺肾、益精气，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛以及慢性支气管炎的辅助治疗，是公司年销售额超过 20 亿的大品种。

百令胶囊在各大医院的处方药市场具有较高的市场份额，尤其是肾内科、呼吸科和器官移植科。2017 年新版医保目录调整，百令胶囊由辅助用药类调整为气血双补类，淡化了辅助用药色彩，属于针对慢性病的长期治疗性用药。一方面，这有利于百令胶囊在其他领域适应症的拓展，除了原有重点科室外，百令胶囊可以充分挖掘其他科室的市场潜力，为该产品在医院市场的拓展带来了新的发展空间；另一方面，在当前中药注射剂和辅助用药被限制使用的大环境下，百令胶囊被调出辅助用药，能够对限制使用的辅助用药形成替代。

此外，食药监局于 2015 年将百令胶囊调整为非处方药，百令胶囊成为双跨药品，随着医保控费、分级诊疗、处方外流等政策的实施，具有慢病用药属性的百令胶囊在 OTC 市场拓展上具有较大的空间。近年来，公司积极推进营销改革，终端和基层销售队伍快速增长，公司大力拓展地县市场、社区市场和 OTC 市场，积极开展处方外流和渠道下沉。目前，公司百令胶囊销售增量主要由院外市场带动，基层和 OTC 占比已接近 40%，预计未来基层市场的放量将能够维持百令胶囊的稳定增长。

图表 9：百令胶囊增长的利好因素



资料来源：华鑫证券研发部

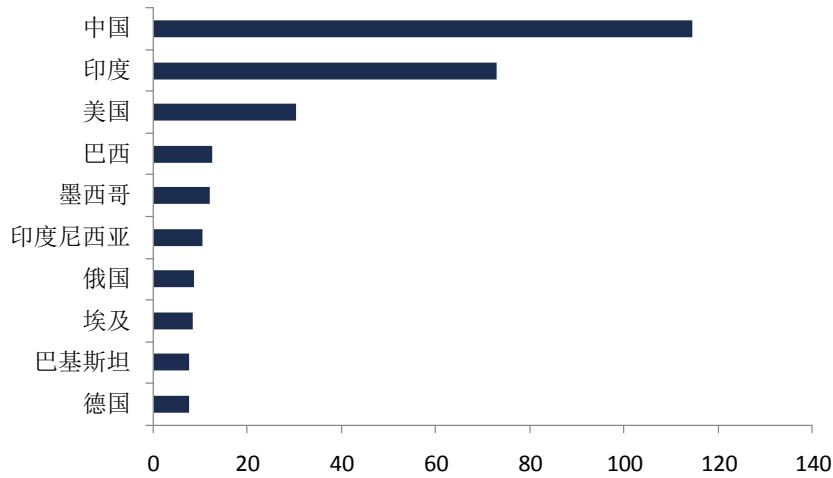
2.2 糖尿病产品管线丰富，有望维持高增长

公司糖尿病类药物种类丰富，拥有阿卡波糖、盐酸吡格列酮、吡格列酮二甲双胍和伏格列波糖等多个品种。糖尿病是常见的慢性代谢性疾病，2000 年全球糖尿病成人患者约为 1.51 亿，到 2017 年这一数值已达 4.25 亿；全球糖尿病费用逐年升高，2017 年已达到 7270 亿美元。中国是糖尿病大国，2017 年患病人数达 1.14 亿人，是糖尿病患者数量最多的国家。我国糖尿病患者人数持续增加，并且知晓率、控制率和治愈率还处于相对较低水平，糖尿病用药市场规模还将持续扩大。

阿卡波糖是公司另一个 20 亿元级别的重磅级产品，作为 α -糖苷酶抑制剂的代表，该药物能够抑制食物中多糖的分解，使糖吸收减缓，降低餐后高血糖。我国长期以来一直是以淀粉含量较高的米饭和面食为主，因此阿卡波糖适合中国人控制餐后血糖的市场定位，被列入 2 型糖尿病的一线用药，占据着我国口服降糖药市场的主导地位。2016 年样本医院数据显示，阿卡波糖、二甲双胍和格列美脲分别为口服降糖药医院销

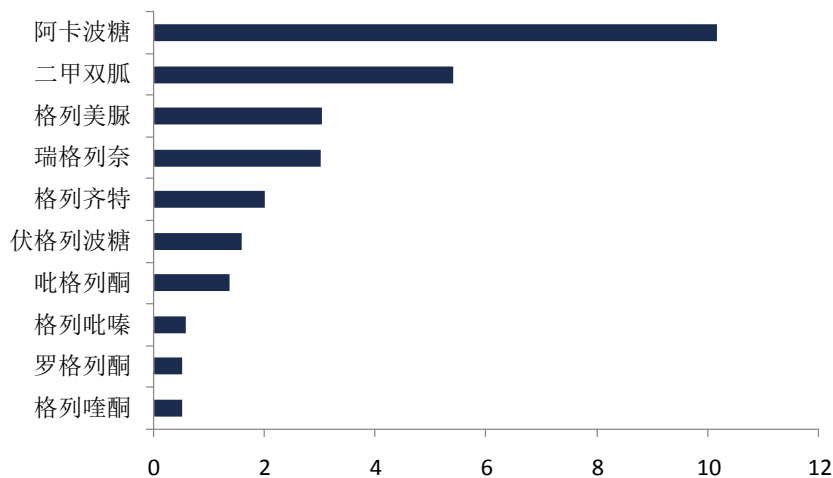
售额前三的药物。

图表 10：2017 年全球糖尿病患者人数前十国家（单位：百万人）



资料来源：IDF 2017 年全球糖尿病地图、华鑫证券研发部

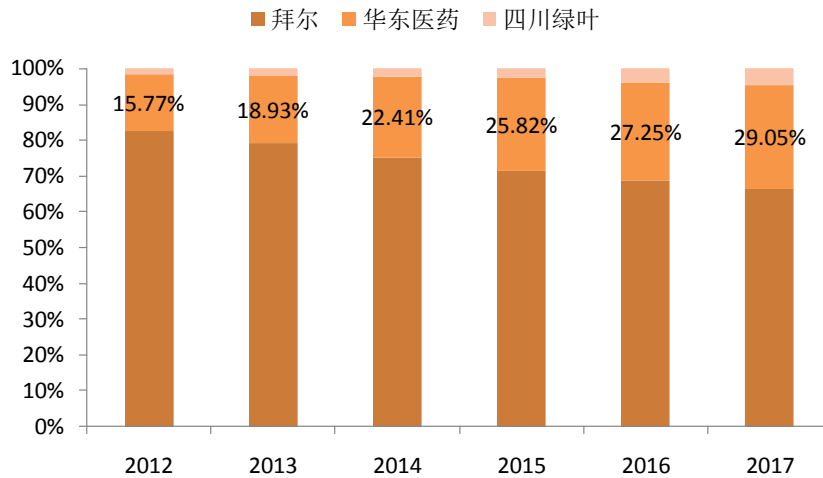
图表 11：2016 年口服降糖药样本医院销售前十药物（单位：亿元）



资料来源：PDB，华鑫证券研发部

国内市场上阿卡波糖的生产商有拜尔医药、华东医药和四川绿叶三家企业。拜尔医药是阿卡波糖的原研厂家，一直占据中国市场最大份额；其次是华东医药，基本占据了余下的市场；四川绿叶的市场份额则不到 4%。近年来，拜尔医药的拜糖平市场占比出现下降趋势，而华东医药的卡博平市场份额则表现出稳步上升，进口替代比重逐步加大。因为阿卡波糖的原料生产工艺及产能等多方面均存在一定的技术壁垒和难度，所以短期内公司在阿卡波糖的市场上将保持良好竞争优势。

图表 12：阿卡波糖样本医院销售情况



资料来源：PDB，华鑫证券研发部

2018年11月，公司的阿卡波糖片成为国内首家通过仿制药一致性评价。阿卡波糖的临床BE实验具有一定难度，目前也有几个厂家在做一致性评价和新药申报，但尚未获得批准。除了发酵工艺的技术壁垒，公司在原料、成本和产能方面也具有一定竞争优势。目前，公司阿卡波糖价格约为原研产品的70%，面对带量采购的价格竞争具有一定的主动性。总体来看，国产仿制药领域，预计阿卡波糖是相对较晚受带量采购政策影响的大品种，公司阿卡波糖竞争格局良好，并且在糖尿病用药领域储备了大量的后续品种，未来应对带量采购具有一定准备。

阿卡波糖作为慢病用药，公司也在积极推进阿卡波糖OTC市场的开拓；目前阿卡波糖的主要销售市场已经转向基层，占比达到45%，是阿卡波糖增量的主要来源。2018年该品种增速在30%左右，未来仍有望保持20%以上的快速增长。

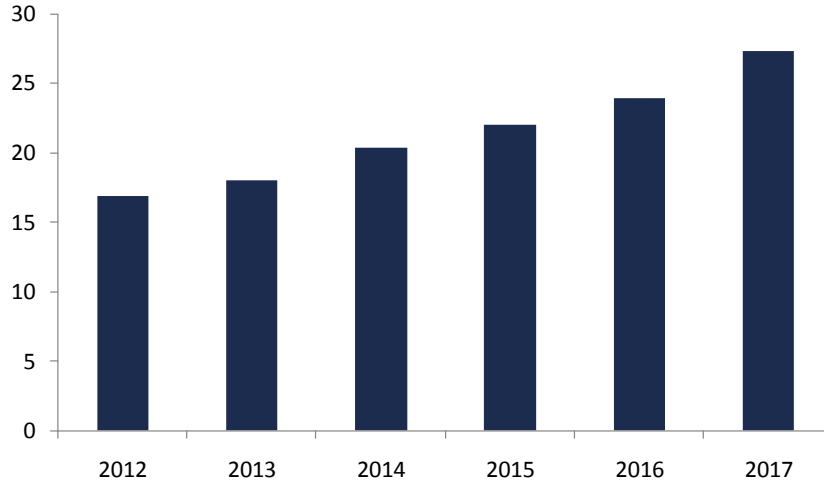
此外，公司糖尿病领域的二线品种吡格列酮二甲双胍复方制剂竞争格局良好，2018年增速翻倍，达到1.5亿元的规模，今年有望接近2.5-3亿元的水平。公司将糖尿病领域作为重要发展领域，在研产品种类丰富，后备品种西格列汀二甲双胍片、利拉鲁肽注射剂将陆续上市，公司糖尿病管线有望维持高增速。

2.3 免疫抑制剂种类齐全，联合用药保障快速增长

免疫抑制剂是对机体的免疫反应具有抑制作用的药物，主要用于器官移植的排斥反应和自身免疫疾病如类风湿性关节炎、红斑狼疮等疾病的治疗。国内免疫抑制剂市

场有十多种药物，目前市占率前三的药物为他克莫司、吗替麦考酚酯及环孢素。免疫抑制剂市场整体销量逐年增长，2017年国内样本医院总体销售额达到27.27亿元。

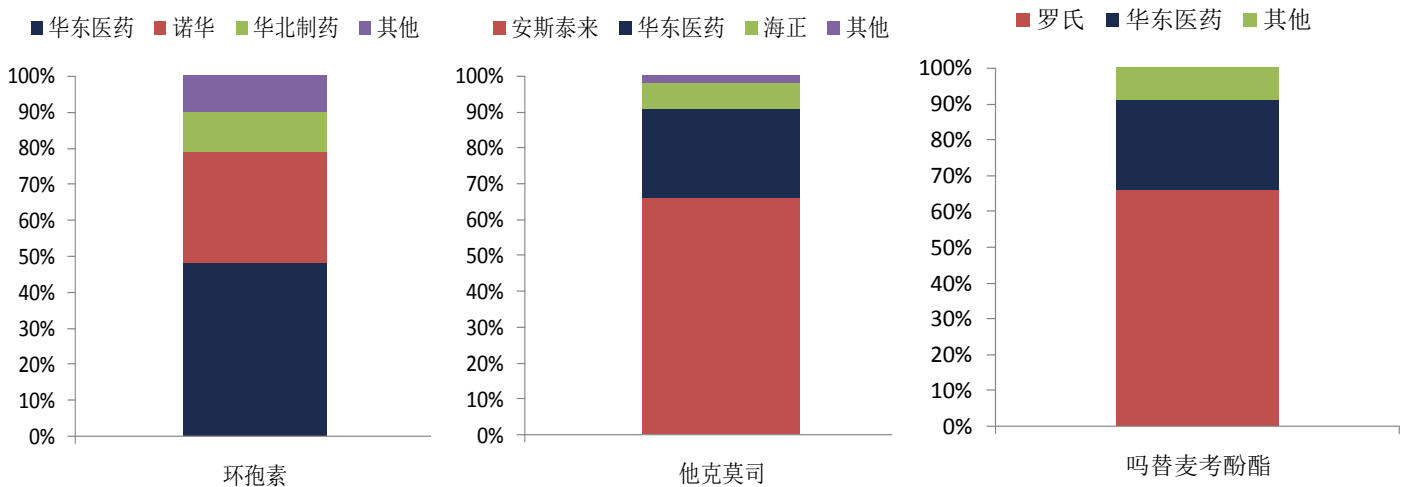
图表 13：国内样本医院免疫抑制剂销售额（单位：亿元）



资料来源：PDB，华鑫证券研发部

免疫类产品是公司独具特色和有较强竞争力的产品线，三个主要品种环孢素、吗替麦考酚酯、他克莫司均为临床一线用药品种，并多为联合用药。目前，华东医药具有中国最大的免疫抑制药物生产和研发基地，在国内免疫抑制剂领域处于领先地位公司，三个一线品种经过长期耕耘，市场占有率均位居国产厂家第一，主要竞争对手来自于外资企业，且进口替代比重逐渐加大。

图表 14：国内样本医院环孢素、他克莫司和吗替麦考酚酯销售情况



资料来源：PDB，华鑫证券研发部

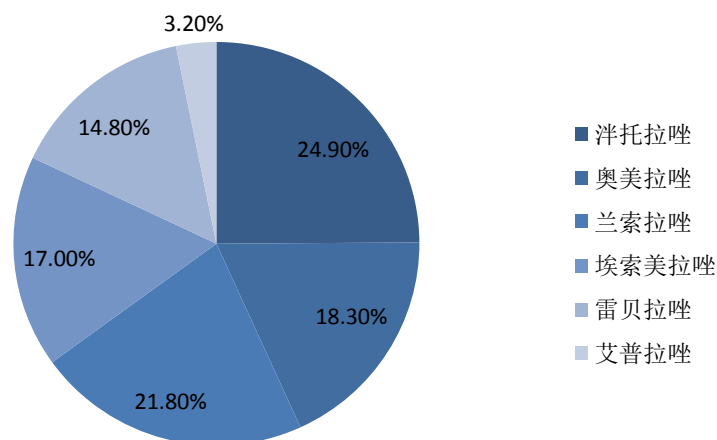
公司产品环孢素首家通过仿制药一致性评价，有利于加速进口替代，进一步巩固并扩大市场份额。此外，新版医保目录调整，环孢素和他克莫司取消了原先的适应症限制（2009 版国家医保目录中环孢素限器官移植、再生障碍性贫血和工伤保险；他克莫司限器官移植和工伤保险），公司得以在其他免疫领域获得更大的拓展空间。近几年公司免疫抑制类产品增长提速主要得益于公司在免疫系统、内科系统、血液病、先天性疾病等非移植领域适应症的推广，目前公司该类产品在免疫领域的用药金额已经超过移植领域。2018 年公司免疫抑制剂系列产品的平均增速接近 30%，未来随着新用药领域的继续扩展和联合用药，该系列产品有望保持高增长。

2.4 消化系统用药泮托拉唑市场稳定

消化性溃疡是一种常见和多发的消化系统疾病，具有易诊治、易反复发作的特点。随着现代社会人们生活节奏的加快，生活压力大、饮食不规律、吸烟喝酒等不良习惯都是肠胃疾病的重要诱因，我国消化性溃疡用药需求不断加大。2012-2016 年，我国消化性溃疡用药市场由 272 亿元增长至 437 亿元，复合增长率为 12.58%。

消化性溃疡的治疗药物种类繁多，包括抗酸剂、胃黏膜保护剂、H2 受体阻断剂、质子泵抑制剂、中成药等。其中，质子泵抑制剂（PPI）以其作用效果快、持续时间长、抑酸效果好等特点，成为近几年发展最快、研究最多、应用最广的抑制胃酸分泌药物，在我国消化性溃疡用药市场中占据主导地位，具有 60%以上的市场份额，且一直保持着较为稳定的增速。

图表 15：国内样本医院质子泵抑制剂竞争格局

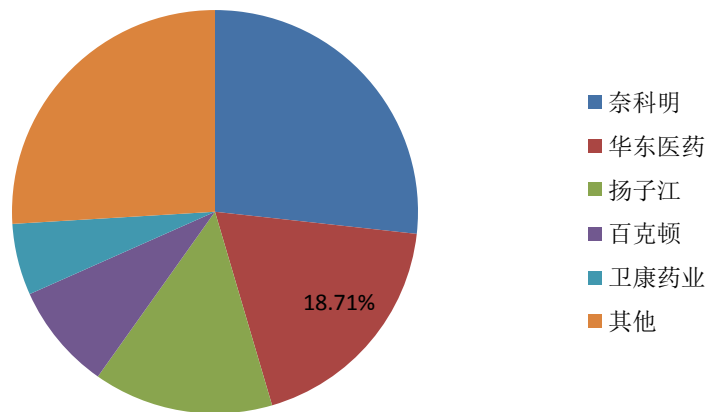


资料来源：PDB，华鑫证券研发部

目前国内常用的质子泵抑制剂有六种，奥美拉唑、泮托拉唑和兰索拉唑属于第一代 PPI，艾普拉唑、埃索美拉唑和雷贝拉唑属于第二代 PPI。2017 年国内样本医院数据显示，泮托拉唑以 24.90% 的份额位于质子泵抑制剂第一位；尽管二代 PPI 的增速较高，对一代 PPI 的替代趋势逐步加大，但一代 PPI 在短期内依然会占据过半的市场份额。

华东医药的泮立苏占有 18.71% 的份额，并且有针剂和胶囊两种剂型，市场份额仅次于外企原研药，位列第二位，具有较大的竞争优势。2018 年公司泮托拉唑实现 20% 以上的增长，预计未来还将维持较为稳定的增速。

图表 16：国内样本医院泮托拉唑竞争格局



资料来源：PDB，华鑫证券研发部

2.5 潜力品种放量可期

2017 年医保目录调整后，公司的抗生素达托霉素和心血管用药吲哚布芬和抗肿瘤药物地西他滨均被列入医保乙类药品目录，有望得到进一步的市场推广。

达托霉素是继万古霉素之后第二代糖肽类抗生素药物。原研的达托霉素于 2010 年在中国上市，国内生产达托霉素的企业主要有华东医药、海正药业和恒瑞医药。达托霉素定价较高，目前在医院还是二线用药，基数较小，随着医保效应的显现以及公司的逐步推进，达托霉素有望迎来高增长。

吲哚布芬是抗血小板聚集药物，主要用于动脉硬化引起的缺血性心血管病变、缺血性脑血管病变、静脉血栓形成，也可用于血液透析时预防血栓形成。2005 年，吲哚布芬作为技术引进，成为华东医药的独家产品，2018 年纳入《国家基本药物目录》后增长达 70%，2019 年依旧保持良好增长势头，预计 2019 年收入超 1 亿元。

地西他滨是骨髓增生异常综合征的特效药。2017年8月，中美华东获得地西他滨新药技术。目前，国内生产地西他滨的药企有齐鲁制药、正大天晴和江苏奥赛康等企业。随着药品市场需求的扩大和医保目录的调整，公司的地西他滨有望在国内市场抢占一定份额。

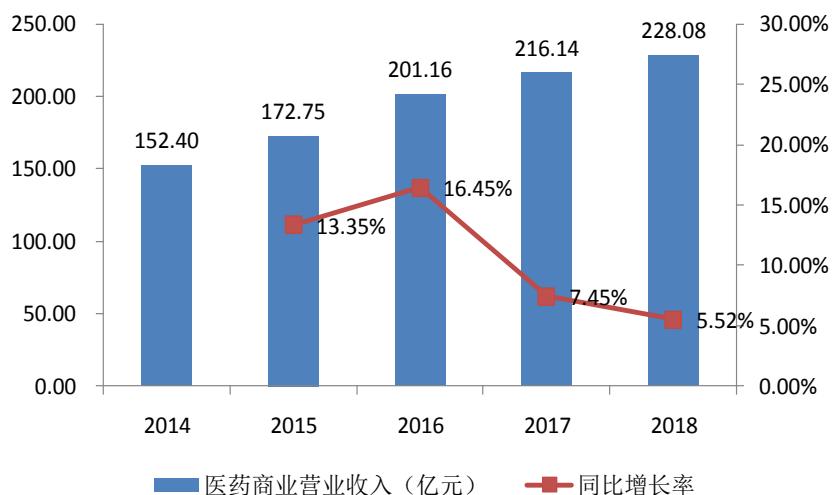
3. 医药商业板块逐步企稳向好

受两票制的影响，调拨业务受到较大冲击，公司医药商业板块营业收入在2017年增速出现较为明显的下滑。2018年公司医药商业实现营业收入228亿元，同比增长5.52%。

目前浙江省内医药商业市场竞争格局相对稳定。公司正在积极拓展省内独家配送、基层推广及DTC药房（针对终端患者的药品直接配送）业务，继续加大医药商业的全省网络布局，逐步实现以全省配送为主，总代理与特色大健康产业为辅的商业结构转变为发展目标。

2019年一季度公司商业板块的整体增速约15%，公司商业板块已基本消化两票制的负面影响，处于逐步企稳阶段，预计2019年全年公司商业板块的整体收入增速有望达到10%左右，未来有望保持平稳增长态势。

图表 17：2014–2018 年公司医药商业板块营业收入增长情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

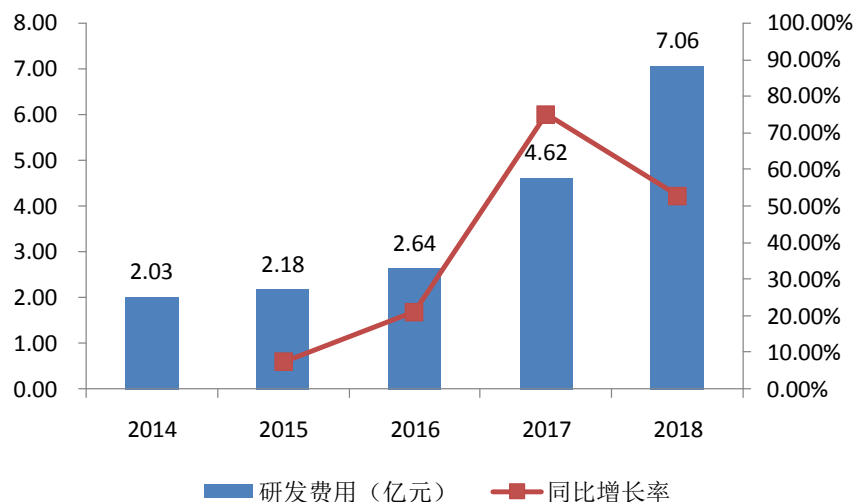
4. 研发管线丰富，研发进展顺利

近年来，公司研发费用保持快速增长，2018 年研发支出达 7.06 亿元，同比增长 52.90%。公司在研产品管线丰富，涵盖糖尿病、抗肿瘤、抗生素、消化道、心血管、免疫抑制剂等多个领域，形成自主研发、合作委托开发、外部并购和产品授权引进相结合的模式。

公司在研创新药方面：1) 治疗晚期非小细胞肺癌的迈华替尼已启动 II 期临床，预计 2019 年底 II 期临床结束并根据 II 期临床结果争取明年申报生产；2) 从美国 vTv 公司引进的口服 GLP-1 创新药 TTP273 已申报临床，预期下半年获批临床，开始 I 期的桥接实验，2020 年争取完成 III 期临床；3) 治疗 2 型糖尿病的 DPP-4 抑制剂 HD118 预计 2019 年下半年开展 PK/PD 研究。

在生物类似药的研发方面，糖尿病重点产品利拉鲁肽正在进行 III 期临床；地特胰岛素已于 2018 年四季度获得临床批文，目前正在开展 I 期临床；德谷胰岛素预计将于 2019 年上半年申报临床。

图表 18：2014-2018 年公司研发支出情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

5. 盈利预测与投资评级

我们预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 28.33 亿元、34.20 亿元、40.88 亿元，对应 EPS 分别为 1.94 元、2.35 元、2.80 元，当前股价对应 PE 分别为 14.7/12.1/10.2 倍，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

- 1) 核心产品销量不达预期风险：百令胶囊等核心产品的销售不及预期会影响公司的营收和利润；
- 2) 药品招标降价风险：阿卡波糖等通过一致性评价品种若进入国家带量采购，可能会出现价格下降进而影响公司利润；
- 3) 新产品研发不达预期的风险：公司在研品种较多，研发投入加大，个别品种若研发失败或研发进程较慢则会影响未来公司的利润增长。

分析师简介

杜永宏：华鑫证券医药行业分析师，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>