

首个国产生物类似药获批， 开始生物药大时代

摘要

2月25日，国家药品监督管理局发布公告，批准复宏汉霖的利妥昔单抗注射液的上市申请，用于非霍奇金淋巴瘤的治疗。

利妥昔单抗适应的非霍奇金淋巴瘤适应症在国内具有较大市场。国内淋巴瘤新发病人数量大约为8.8万人，其中非霍奇金淋巴瘤占比在90%以上。在非霍奇金淋巴瘤中，弥漫性大B细胞淋巴瘤占比大约为40%左右，滤泡性淋巴瘤占比大约为22%，利妥昔单抗针对非霍奇金淋巴瘤的可适用范围较广。

原研品种美罗华国内样本医院销售额超过10亿元，预计整体市场在40亿元左右，且处于稳定上升阶段，具备较大的市场空间。

HLX01 在国内的市场份额有望达到 20 亿元

HLX01 的临床数据显示和原研药品在安全性和有效性上一致，在国内厂家中具备先发优势，且后续适应症仍在拓展中。

根据我们的测算，假设 HLX01 最终渗透率为 40%，则其针对非霍奇金淋巴瘤适应症的市场规模有望达到 20 亿元。如果后续类风湿关节炎适应症获批，将进一步拓展其市场规模，销售额有望进一步提升。

盈利预测及评级

我们预计复星医药生物类似药将逐步获批，逐渐进入研发投入的回报期。我们预计 2018-2020 年复星医药盈利分别为 28.55、34.24 和 40.08 亿元，同比增速分别为-8.6%、19.9%和 17.1%，对应每股 EPS 为 1.14、1.37 和 1.61 元/股，维持买入评级。

预测和比率

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万）	18,533.6	25,557.1	31,149.0	38,217.8
营业收入增长率	26.7%	37.9%	21.9%	22.7%
EBITDA（百万）	5,389.0	5,402.4	6,119.0	7,210.0
EBITDA 增长率	18.9%	0.2%	13.3%	17.8%
净利润（百万）	3,124.5	2,855.7	3,424.2	4,008.1
净利润增长率	11.4%	-8.6%	19.9%	17.1%
ROE	12.3%	10.3%	11.3%	12.1%
EPS（元）	1.22	1.14	1.37	1.61
P/E	21.8	23.2	19.4	16.5
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	14.7	14.6	12.7	13.2

请参阅最后一页的重要声明

复星医药 (600196)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

15801668372

执业证书编号：S1440517050001

程培

chengpei@csc.com.cn

021-68821605

执业证书编号：S1440518110002

发布日期：2019年02月26日

当前股价：26.58 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
15.67/1.41	-3.1/-17.9	-33.1/-23.14
12 月最高/最低价（元）		48.28/20.61
总股本（万股）		256,306.09
流通 A 股（万股）		191,052.14
总市值（亿元）		681.26
流通市值（亿元）		507.82
近 3 月日均成交量（万）		2,203.0
主要股东		
上海复星高科技（集团）有限公司		36.54%

股价表现



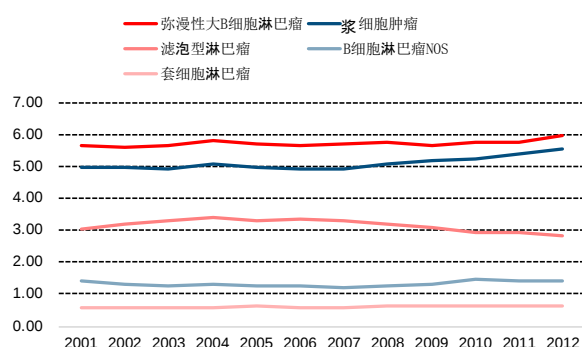
相关研究报告

19.01.24	复星医药(600196):FCN-437 海外获批临床，新药研发走向国际化
18.10.30	复星医药(600196):研发高投入拖累业绩，创新即将迎来收获期
18.09.28	复星医药（600196）：复宏汉霖拟赴港上市，药物管线不断丰富

利妥昔单抗是能特异性同跨膜抗原 CD20 结合的单克隆抗体，通过同 B 细胞上的 CD20 特异性结合，启动 CD20 介导的 B 细胞溶解反应，如抗体依赖的细胞毒作用（CDC）、抗体依赖细胞介导的细胞毒作用（ADCC）以及直接诱导凋亡/抗肿瘤细胞增殖作用进行细胞杀伤作用，并且利妥昔单抗对化疗有增敏作用。在美国和欧洲用于治疗非霍奇金淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病、类风湿性关节炎、Wegener 肉芽肿、显微镜下多血管炎等多种 CD20 相关的疾病。在中国现在主要用于 1) 复发或耐药的滤泡性中央型淋巴瘤、2) 先前未经治疗的 CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤、3) CD20 阳性弥漫性大 B 细胞非霍奇金淋巴瘤 3 种适应症的治疗。

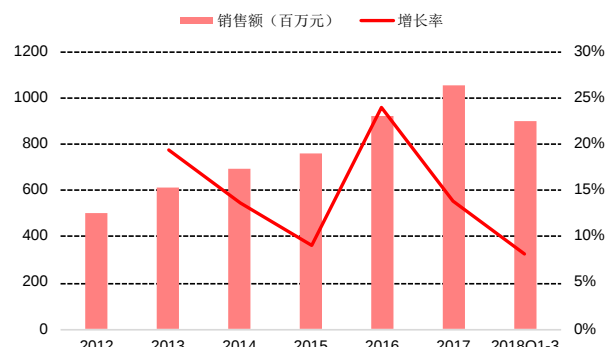
利妥昔单抗适应的非霍奇金淋巴瘤适应症范围相对较广，具有较大市场。非霍奇金淋巴瘤是我国常见的癌症之一，占癌症总比例约 1.8%，且仍有缓慢上升的趋势，在发展中国家上升趋势更为明显。根据国家癌症中心报告，国内淋巴瘤新发病人数量大约为 8.8 万人，其中非霍奇金淋巴瘤占比在 90% 以上。在非霍奇金淋巴瘤中，弥漫性大 B 细胞淋巴瘤占比大约为 40% 左右，滤泡性淋巴瘤占比大约为 22%，利妥昔单抗的可适用范围较广。

图表1：美国 2000 年至 2012 年成熟 B 细胞非霍奇金淋巴瘤
每 10 万人发病率



资料来源：PDB，中信建投证券研究发展部

图表2：美罗华我国样本医院销售额及增长率

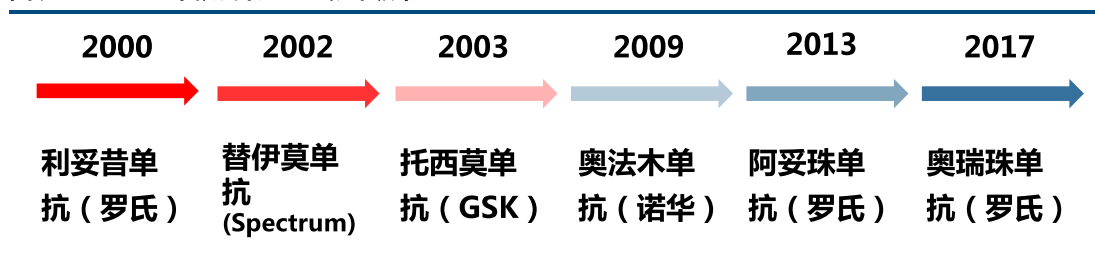


资料来源：PDB，中信建投证券研究发展部

CD20 单抗研发火热，海外已有利妥昔单抗类似物获批上市。目前已上市的 CD20 单克隆抗体有很多种，包括利妥昔单抗（商品名：美罗华）、替伊莫单抗（商品名：Zevalin）、托西莫单抗（商品名：BEXXAR）、奥法木单抗（商品名：Arzerra）、奥瑞珠单抗（商品名：Ocrevus）以及阿妥珠单抗（商品名：Gazyva）。而在国内上市的 CD20 单抗仅有美罗华一种。利妥昔单抗最早由 IDEC Pharmaceuticals 研发成功，并于 1997 年于美国上市，成为第一个上市的抗肿瘤单克隆抗体，用于治疗复发或难治性惰性淋巴瘤。目前，EMA 已经批准 Celltrion（Truxima）和 Sandoz（Rixathon）的利妥昔单抗类似药上市，FDA 也已经批准了 Truxima 上市。

利妥昔单抗国内市场快速增长，借助医保实现放量。2000 年我国批准上市销售，通用名为美罗华。2015 年医保准入谈判后，利妥昔单抗 500mg/50ml 的价格降至 8290 元人民币，经计算人均年费用在 18.6 万人民币。2017 年罗氏的利妥昔单抗全球销售额 75.22 亿美元，从 PDB 的数据来看，2017 年美罗华国内样本医院销售额为 10.75 亿元，相较 2016 年同比增长 14.04%。2012 年到 2017 年，美罗华样本医院销量年复合增长率为 15.83%，估算国内总销售额大约在 40-50 亿元左右。

图表3：CD20 单抗药物 FDA 批准历程



资料来源：FDA，中信建投证券研究发展部

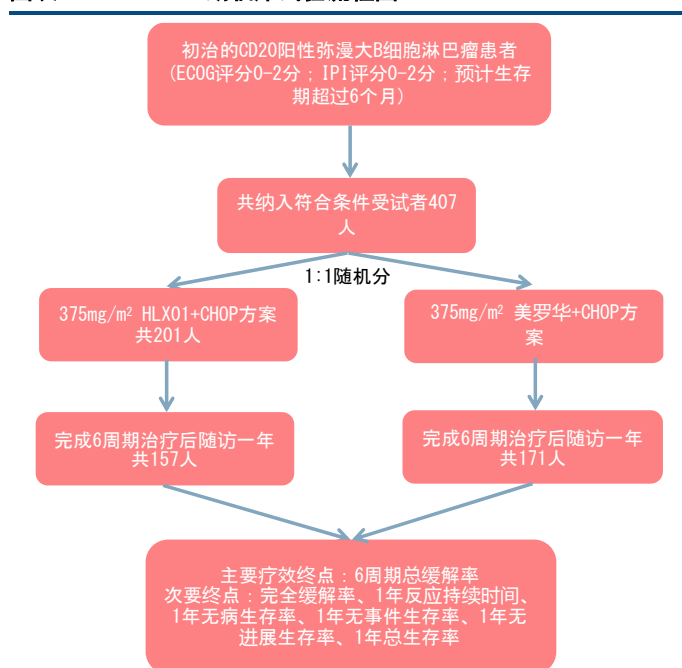
图表4：HLX01 研发时间轴



资料来源：药智数据，中信建投证券研究发展部

III 期临床结果显示 HLX01 和美罗华在疗效和安全性上高度相似。作为美罗华的生物类似药，从 I 期试验到 III 期临床试验的结果上看，HLX01 药代动力学指标、免疫原性、安全性高度相似；治疗疗效上，HLX01 同美罗华 6 周期内总缓解率、完全缓解率、1 年无病生存率、1 年反应持续时间、1 年无事件生存率、1 年无进展生存率、1 年总生存率、群体药代动力学均无明显差别，证明其等效性成立，为上市提供了强力保障。

图表5：HLX01 III 期临床试验流程图



资料来源：药智数据，中信建投证券研究发展部

图表6: HLX01 III期临床试验结果总结(符合方案组)

药物	HLX01	利妥昔单抗	P 值
6 周内最佳总缓解率 (ORR)	94.1%	92.8%	-
6 周内完全缓解率(CR)	46.8%	52.1%	0.231
1 年无病生存率(DFS)	77.39%	82.99%	0.462
1 年反应持续时间(DoR)	-	-	>0.05
1 年无事件生存率(EFS)	55.44%	64.49%	0.125
1 年无进展生存率(PFS)	75.00%	80.12%	0.534
1 年总生存率(OS)	86.19%	88.46%	-
群体药代动力学	-	-	>0.05

资料来源: 中信建投证券研究发展部

国内利妥昔单抗销售额高速增长, HLX01 具有先发优势。现在国内用于治疗非霍奇金淋巴瘤的 CD20 单抗仅美罗华一个产品, 其 2017 年国内样本医院市场规模已达 10.57 亿元, 并以平均约 15% 的速度增长, HLX01 的出现有望通过价格及进口替代等优势迅速抢占市场, 并进一步扩大 CD20 单抗国内市场。

国内尚在临床试验阶段的 CD20 单抗产品除 HLX01 外有超过 15 种, 其中生物类似药 10 种以上。海正药业、神州细胞、信达生物的 CD20 单抗类似物相对进度较快, 均已进入 III 期临床试验阶段, 我们认为复宏汉霖的 HLX01 作为国内首个获批的 CD20 单抗类似物, 在抢占市场方面具有一定的先发优势。

图表7: 我国 CD20 单抗在研品种对比

药物	公司	类型	申报进度
HLX01	复宏汉霖	生物类似药	申请上市
奥法木单抗	诺华	创新药	III 期临床试验
阿妥珠单抗 GA101	罗氏	创新药	III 期临床试验
BAT4306F	百奥泰	创新药	I 期临床试验
MIL62	天广实	创新药	I 期临床试验
重组抗 CD20 人源化单克隆抗体	上海医药	创新药	I 期临床试验
重组人-鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	海正药业&天广实生物技术	生物类似药	III 期临床试验
SCT400 注射液	神州细胞工程有限公司	生物类似药	III 期临床试验
IBI301	信达生物	生物类似药	III 期临床试验
WBP263	华兰生物	生物类似药	I 期临床试验
H02	山东新时代药业	生物类似药	I 期临床试验
重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	上海生物制品研究所	生物类似药	I 期临床试验
GB241	优科生物&嘉和生物	生物类似药	I 期临床试验
利妥昔单抗	正大天晴	生物类似药	I 期临床试验
重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	丽珠集团	生物类似药	I 期临床试验
JHL1101	喜康生物医药	生物类似药	I 期临床试验

资料来源: 药智网, 中信建投证券研究发展部

HLX01 除申报的弥漫性大 B 细胞淋巴瘤适应症外, 同时积极扩展类风湿关节炎适应症。HLX01 目前在国内外登记的临床试验共有 5 项, 适应症主要包括 CD20+ 的 B 细胞淋巴瘤、类风湿关节炎。

图表8： HLX01 临床试验情况

试验名称	适应症	试验	试验目的
HLX01 联合 MTX 治疗中重度 类风湿关节炎 活动性 RA 受试者的 III 期研究		Phase III	通过达到第 24 周 ACR20 缓解标准（或反应）的受试者比例，比较 HLX01 组和安慰剂组的疗效
比较 HLX01 和美罗华在类风 类风湿关节炎 湿关节炎受试者药代动力学的 I/II 期临床研究		Phase I/II	主要研究目的：在中国活动性类风湿关节炎受试者中评估 HLX01（重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液）1000mg 和美罗华 1000mg 的药代动力学（PK）指标，进行 PK 比对研究 次要研究目的：在中国活动性类风湿关节炎受试者中：评估 HLX01 的安全性，评估 HLX01 的药效动力学（PD）指标探索性研究目的：在中国活动性类风湿关节炎受试者中评估 HLX01 的疗效
HLX01 联合 CHOP 方案弥漫性大 B 细胞淋巴瘤 （H-CHOP）与利妥昔单抗联合 CHOP 方案（R-CHOP）临床比 对研究		Phase III	主要目的：在初治弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）患者中，以利妥昔单抗联合 CHOP 作为阳性对照，比较 HLX01 联合 CHOP 作为一线治疗方案的临床疗效 次要目的：评价在弥漫性大 B 细胞淋巴瘤（DLBCL）患者中，HLX01 联合 CHOP 的安全性
比较 HLX01 与美罗华药代动 CD20+ 的 B 细胞淋巴瘤 力学和药效动力学的临床研究		Phase I	主要目的是比较 HLX01 与美罗华的药代动力学参数 次要目的是比较 HLX01 与美罗华的药效动力学特性及安全性
HLX01 在 CD20+ 的 B 细胞淋巴瘤 CD20+ 的 B 细胞淋巴瘤 瘤的患者中的 Ia 期临床研究		Phase I	评估在 B 细胞淋巴瘤的患者中不同剂量 HLX01 单、多次静脉输注的安全耐受性

资料来源：药智数据，中信建投证券研究发展部

HLX01 针对非霍奇金淋巴瘤适应症的国内市场份额预计在 15 亿人民币以上。目前我国美罗华国内总销售额大约在 40 亿元左右，在中国的适应症为复发或耐药的滤泡性中央型淋巴瘤、先前未经治疗的 CD20 阳性 III-IV 期滤泡性非霍奇金淋巴瘤、CD20 阳性弥漫性大 B 细胞非霍奇金淋巴瘤的治疗。根据发病率来推算，我国淋巴瘤年发病人数大约在 8.82 万人，推测 3 类亚型适应症年新增人数大约为 4.92 万人。假设 HLX01 最终渗透率为 40%，则其针对非霍奇金淋巴瘤适应症的市场规模有望达到 20 亿元。如果后续类风湿关节炎适应症获批，将进一步拓展其市场规模，销售额有望进一步提升。

图表9： HLX01 非霍奇金淋巴瘤适应症市场份额估算

基本假设			
中国淋巴瘤每年新增发病人数（万人）	8.82		
非霍奇金淋巴瘤占比	90%		
弥漫性大 B 细胞非霍奇金淋巴瘤占比	40%		
滤泡性非霍奇金淋巴瘤及滤泡性中央型淋巴瘤占比	22%		
中国每年新增适应症人数（万人）	4.92		
CD20 阳性比例	90%		
新增适应症患者数量	4.43		
不同渗透率下的市场规模	悲观	中性	乐观
HLX01 渗透率	30%	40%	50%
HLX01 用药价格（万元/人/年）	12		
HLX01 市场规模	15.95	21.26	26.58

资料来源：中信建投证券研究发展部

盈利预测及投资评级

复星医药在生物药研发领域处于国内龙头地位，旗下复宏汉霖有多个生物类似药处于研发后期，TNF α 单抗类似物已经报产，未来新品种研发进度也将逐步推进。我们预计公司生物类似药将逐步获批，逐渐进入研发投入的回报期。我们预计 2018-2020 年复星医药盈利分别为 28.55、34.24 和 40.08 亿元，同比增速分别为-8.6%、19.9%和 17.1%，对应每股 EPS 为 1.14、1.37 和 1.61 元/股，维持买入评级。

风险提示

药品适应症拓展不及预期；药品销售放量不及预期；行业竞争激烈，药品定价不及预期。

图表10： 公司未来盈利预测情况

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	18,533.6	25,557.1	37.9%	31,149.0	21.9%	38,217.8	22.7%
营业成本	7,609.0	10,345.2	36.0%	12,580.6	21.6%	15,537.4	23.5%
营业税金及附加	222.9	306.7	37.6%	373.8	21.9%	458.6	22.7%
营业费用	5,790.5	8,306.1	43.4%	10,123.4	21.9%	12,229.7	20.8%
管理费用	2,749.4	4,089.1	48.7%	4,983.8	21.9%	5,923.8	18.9%
财务费用	554.8	736.3	32.7%	712.0	-3.3%	1,042.4	46.4%
资产减值损失	62.4	20.0	-68.0%	20.0	0.0%	20.0	0.0%
公允价值变动收益	44.1	20.7	-53.1%	10.0	-51.6%	20.0	100.0%
投资净收益	2,307.0	1,950.0	-15.5%	2,100.0	7.7%	2,200.0	4.8%
营业利润	4,074.9	3,724.4	-8.6%	4,465.4	19.9%	5,225.9	17.0%
营业外收入	13.5	15.0	11.3%	15.0	0.0%	15.0	0.0%
营业外支出	26.7	27.2	2.1%	25.6	-5.9%	26.5	3.4%
利润总额	4,061.7	3,712.2	-8.6%	4,454.7	20.0%	5,214.4	17.1%
所得税	476.5	435.5	-8.6%	525.7	20.7%	615.3	17.1%
净利润	3,585.3	3,276.7	-8.6%	3,929.1	19.9%	4,599.1	17.1%
少数股东损益	460.8	421.1	-8.6%	504.9	19.9%	591.0	17.1%
归属母公司净利润	3,124.5	2,855.7	-8.6%	3,424.2	19.9%	4,008.1	17.1%
EBITDA	5,389.0	5,402.4	0.2%	6,119.0	13.3%	7,210.0	17.8%
EPS（摊薄）	1.22	1.14	-6.1%	1.37	19.9%	1.61	17.1%
资产负债表（百万元）							
流动资产	15,056.5	16,902.1	12.3%	21,286.2	25.9%	17,259.4	-18.9%
现金	7,248.9	8,286.0	14.3%	9,960.3	20.2%	3,821.8	-61.6%
应收账款	3,627.9	3,915.3	7.9%	5,345.3	36.5%	6,205.1	16.1%
其它应收款	578.0	965.9	67.1%	816.0	-15.5%	1,371.6	68.1%
预付账款	273.4	359.4	31.5%	467.6	30.1%	560.4	19.9%
存货	2,750.5	2,735.5	-0.5%	3,997.0	46.1%	4,530.5	13.3%
其他	577.8	640.0	10.8%	700.0	9.4%	770.0	10.0%
非流动资产	46,914.5	48,114.8	2.6%	49,413.8	2.7%	68,812.8	39.3%
长期投资	18,450.6	20,450.6	10.8%	22,450.6	9.8%	24,450.6	8.9%

	2017	2018E	增长率	2019E	增长率	2020E	增长率
固定资产	6,556.0	5,926.6	-9.6%	5,297.1	-10.6%	4,667.7	-11.9%
无形资产	7,248.1	6,935.9	-4.3%	6,623.7	-4.5%	6,311.5	-4.7%
其他	14,659.8	14,801.8	1.0%	15,042.4	1.6%	33,383.0	121.9%
资产总计	61,971.0	65,016.9	4.9%	70,700.0	8.7%	86,072.2	21.7%
流动负债	16,600.5	17,044.7	2.7%	19,476.0	14.3%	22,446.0	15.2%
短期借款	9,714.9	9,714.0	0.0%	10,000.0	2.9%	12,050.6	20.5%
应付账款	1,652.0	1,574.6	-4.7%	2,455.8	56.0%	2,640.8	7.5%
其他	5,233.6	5,756.1	10.0%	7,020.2	22.0%	7,754.6	10.5%
非流动负债	15,629.1	15,314.2	-2.0%	15,564.2	1.6%	24,469.7	57.2%
长期借款	5,579.5	5,000.0	-10.4%	5,000.0	0.0%	13,655.5	173.1%
其他	10,049.6	10,314.2	2.6%	10,564.2	2.4%	10,814.2	2.4%
负债合计	32,229.6	32,358.9	0.4%	35,040.2	8.3%	46,915.7	33.9%
少数股东权益	4,414.6	4,835.6	9.5%	5,340.5	10.4%	5,931.5	11.1%
归属母公司股东权益	29,741.5	32,658.0	9.8%	35,659.9	9.2%	39,156.5	9.8%
负债和股东权益	61,971.0	65,016.9	4.9%	70,700.0	8.7%	86,072.2	21.7%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	2,580.2	1,964.3	-23.9%	2,924.0	48.9%	3,145.9	7.6%
净利润	3,585.3	2,855.7	-20.3%	3,424.2	19.9%	4,008.1	17.1%
折旧摊销	945.9	941.7	-0.5%	941.7	0.0%	941.7	0.0%
财务费用	573.5	736.3	28.4%	712.0	-3.3%	1,042.4	46.4%
投资损失	-2,307.0	-1,950.0	-15.5%	-2,100.0	7.7%	-2,200.0	4.8%
营运资金变动	1,797.1	-1,061.1	-159.0%	-568.8	-46.4%	-1,257.2	121.0%
其它	-2,014.6	441.7	-121.9%	514.9	16.6%	611.0	18.7%
投资活动现金流	-10,504.1	-118.1	-98.9%	-20.0	-83.1%	-17,940.0	89600.0%
资本支出	1.2	-26.8	-2354.0%	-100.0	273.8%	-100.0	0.0%
长期投资	-7,266.2	-2,000.0	-72.5%	-2,000.0	0.0%	-20,000.0	900.0%
其他	-3,239.1	1,908.7	-158.9%	2,080.0	9.0%	2,160.0	3.8%
筹资活动现金流	9,908.6	-809.1	-108.2%	-1,229.6	52.0%	8,655.5	-803.9%
短期借款	5,888.7	-0.9	-100.0%	286.0	-33113.3%	2,050.6	617.0%
长期借款	3,396.6	-579.5	-117.1%	-	-100.0%	8,655.5	
其他	623.4	-228.7	-136.7%	-1,515.6	562.7%	-2,050.6	35.3%
现金净增加额	1,984.8	1,037.1	-47.7%	1,674.3	61.4%	-6,138.6	-466.6%

资料来源：中信建投证券研究发展部

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，毕业于复旦大学，管理学硕士。10 年医药行业研究经验，2017 年加入中信建投证券研究发展部。

程培：毕业于上海交通大学，生物化学与分子学硕士。7 年医学检验行业工作经验，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉，2017 年加入中信建投证券研究发展部。

报告贡献人

俞冰 18811778186 yubing@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859