

2020年6月1日

科创板医药生物系列之神州细胞 (688520)

医药生物

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入 | 2.64 | 3.25 | 113.41 | 320.59 |
| (+/-) | -10.4% | 23.3% | 3387.1% | 182.7% |
| 营业利润 | -798 | -429 | -402 | -345 |
| (+/-) | 73.6% | -46.2% | -6.4% | -14.0% |
| 归属母公 | -795 | -422 | -374 | -303 |
| 司净利润 | | | | |
| (+/-) | 75.3% | -46.9% | -11.4% | -19.0% |
| EPS | -2.06 | -0.93 | -0.82 | -0.67 |

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

● **创新生物药研发企业。**神州细胞成立于2007年,是一家创新型生物制药研发公司,主要从事单克隆抗体、重组蛋白和疫苗等生物药产品的研发生产。公司专注于研发具有领先技术水平和成本优势的生物药,建立了生物药上、中、下游全链条技术平台;产品涵盖恶性肿瘤、自身免疫性疾病、感染性疾病和遗传病等多个领域,致力于研发在临床上具有差异化竞争优势的 Me-better 或 Best-in-Class 创新生物药产品。目前公司暂无上市产品,2017、2018 和 2019 年归母净利润分别为-1.41 亿元、-4.53 亿元和-7.95 亿元。

● **生物药发展前景广阔。**生物药具有高特异性和选择靶向性等优点,全球生物药市场预计将从 2018 年的 2618 亿美元增至 2023 年的 4021 亿美元。2014 年到 2018 年,我国生物药市场规模从 1167 亿元增加到 2622 亿元,年化增长率达到 22.4%,处于快速增长阶段,据 Frost & Sullivan 预测 2023 年我国生物药市场规模将达到 6,412 亿元。在政策鼓励以及支付端改革的支持下,生物药在我国医药市场具有良好的发展前景。

● **公司在研产品管线丰富。**近年来,公司研发费用逐年增长,2019 年研发费用达 5.16 亿元。目前公司暂无上市产品,在研产品管线包括 21 个创新药和 2 个生物类似药,其中 2 个产品上市申请获受理,6 个产品获准进入临床研究阶段,6 个品种进入临床前研究阶段,9 个品种进入成药性评价阶段,还有多个靶点的药物处于候选药物发现和确认阶段。SCT800 为第三代重组凝血八因子产品,拟用于治疗甲型血友病,该产品的首轮上市申请于 2019 年 11 月获受理,预计于 2020-2021 年获批准上市,成功上市后有望打破外企垄断局面,以显著低于现有进口重组八因子价格为甲型血友病患者提供治疗方案。SCT400

分析师: 杜永宏

执业证书编号: S1050517060001

电话: 021-54967706

邮箱: duyh@cfsc.com.cn

联系人: 陈成

电话: 021-54967650

邮箱: chencheng@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>

为公司参照进口品种利妥昔单抗研制的人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体新药，拟用于治疗非霍奇金淋巴瘤，药监局已于 2019 年 12 月受理了 SCT400 的上市申请。

● **公司估值及询价分析。**我们分别采用历史估值法和绝对估值 DCF 法对公司估值进行分析测算，并根据公司具体情况，分别给予两种估值方法不同的权重。综合分析来看，我们采用历史估值法预测公司估值为 122.9 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 130.0 亿元。我们分别给予历史估值法 30%权重、DCF 估值法 70%权重，最终得出公司预测估值约为 127.8 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 6800 万股，公司发行后总股本为 45334 万股，根据公司预测市值，得出公司对应股价为 28.20 元/股，建议询价区间为[24.52, 31.88]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

● **风险提示：**新药上市风险；研发失败风险；市场竞争风险。

目录

| | |
|------------------------|----|
| 一. 公司研究分析 | 5 |
| 1.1 公司概况 | 5 |
| 1.2 公司所处行业分析 | 5 |
| 1.3 公司主营业务分析 | 6 |
| 1.4 公司财务状况分析 | 8 |
| 1.5 同行业可比公司分析 | 10 |
| 二. 公司估值及询价分析 | 10 |
| 2.1 历史估值法分析 | 10 |
| 2.2 绝对估值 DCF 法分析 | 11 |
| 2.3 估值及询价分析 | 11 |
| 三. 公司募投项目情况 | 12 |
| 四. 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1：中国医药市场概况..... | 6 |
| 图表 2：公司在研产品进展情况..... | 8 |
| 图表 3：2016-2019 年公司营业收入和归母净利润..... | 9 |
| 图表 4：2016-2019 年公司研发投入情况（万元）..... | 9 |
| 图表 5：2016-2019 年公司资产负债状况..... | 10 |
| 图表 6：同行业可比公司概况..... | 10 |
| 图表 7：公司近年融资历程..... | 11 |
| 图表 8：公司历史估值溢价分析..... | 11 |
| 图表 9：DCF 估值参数..... | 11 |
| 图表 10：公司估值测算与询价分析..... | 12 |
| 图表 11：公司募集资金用途..... | 12 |

一. 公司研究分析

1.1 公司概况

神州细胞成立于 2007 年，是一家创新型生物制药研发公司，主要从事单克隆抗体、重组蛋白和疫苗等生物药的研发生产，专注于恶性肿瘤、自身免疫性疾病、感染性疾病和遗传病等多个治疗和预防领域。拉萨爱力克持有 26783 万股股份，占公司总股本的 69.51%，为公司控股股东；谢良志与其一致行动人合计控制公司 79.02% 的股份，为公司实际控制人。目前公司共有 2 家全资子公司和 1 家控股子公司。

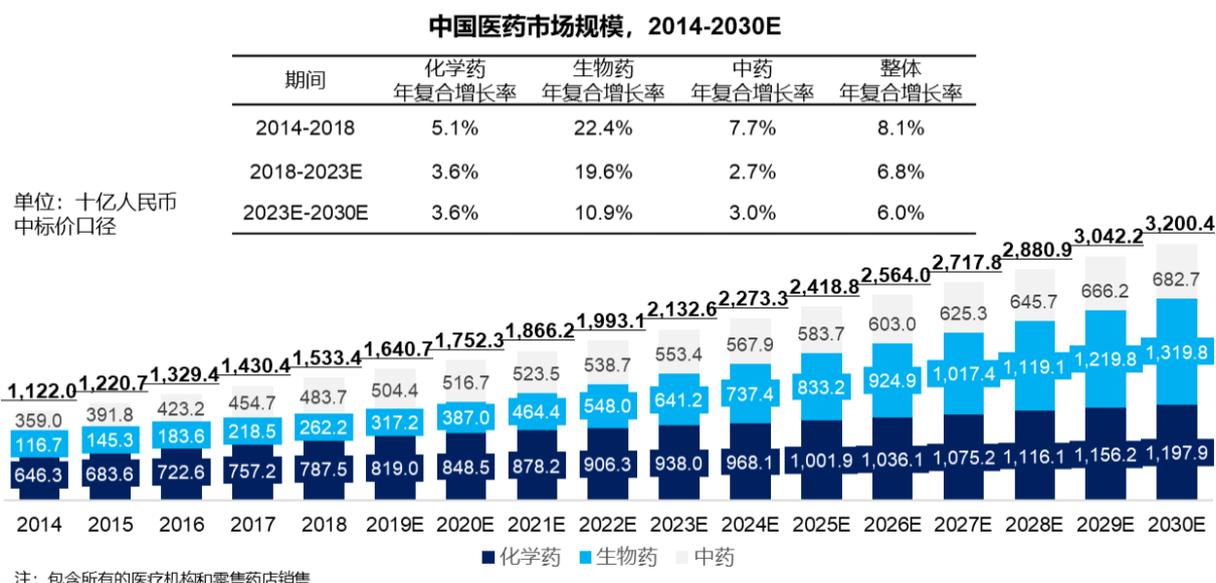
1.2 公司所处行业分析

公司产品为生物药，相较于小分子化学药，大分子生物药具有高特异性和选择靶向性等优点。生物药的发展相对较晚，直到近 40 年才进入大规模产业化阶段。与化学药相比，现阶段生物药的市场规模小但增速快，根据 Frost & Sullivan 预测，全球生物药市场将从 2018 年的 2618 亿美元增长至 2023 年的 4021 亿美元。在 2018 年全球最畅销的 10 种药物中，9 个药物是生物药，其中包含 7 个单克隆抗体药物和 2 个融合蛋白药物。

生物药在我国起步较晚，但增速远快于我国整体医药市场。2014 年到 2018 年，我国生物药市场规模从 1167 亿元增加到 2622 亿元，年化增长率达到 22.4%。据 Frost & Sullivan 预测，2023 年我国生物药市场规模将达到 6412 亿元。相比于全球市场，我国的生物药行业发展相对滞后，市场仍然处于细分市场结构不稳定、未满足的临床需求持续增加、技术替代较为频繁、新兴的单克隆抗体等细分市场迅速增长的发展阶段。2017 年，全球单克隆抗体市场占生物药市场份额为 43.2%，而我国单克隆抗体市场只占生物药市场的 5.4%，具有巨大的发展空间。

目前，我国对生物药的监管方向呈现生物药均按新药管理、改革临床试验制度以缩短审评审批时限、鼓励创新药物和满足临床急需药物的上市注册、优化药品上市审评流程、接受药品境外临床试验数据、发布多项生物药针对性指导原则等特点。医保目录在 2017 年首次引入动态调整机制，通过两轮的价格谈判使得多达 53 种昂贵的创新药物纳入医保目录，其中有 12 种生物药。在政策鼓励以及支付端改革的推动下，生物药在我国医药市场具有良好的发展前景。

图表 1：中国医药市场概况



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

1.3 公司主营业务分析

自成立以来，公司专注于研发具有领先技术水平和成本优势的生物药，建立了生物药上、中、下游全链条技术平台，包括五大核心技术体系：（1）创新中和抗体候选药物发现技术体系；（2）生物药高效生产工艺技术体系；（3）生物药质量控制技术体系；（4）生物药成药性评价技术体系；（5）规模化生产及管理技术体系。

公司产品涵盖恶性肿瘤、自身免疫性疾病、感染性疾病和遗传病等多个领域，致力于研发在临床上具有差异化竞争优势的 Me-better 或 Best-in-Class 创新生物药产品，主要包括单克隆抗体、重组蛋白、疫苗等生物药。公司目前并无上市产品，在研产品管线包括 21 个创新药和 2 个生物类似药，其中 1 个产品的首轮上市申请获受理，1 个产品的上市申请获受理，6 个产品获准进入临床研究阶段，6 个品种完成成药性评价进入临床前研究阶段，9 个品种完成候选药物开发进入成药性评价阶段，还有多个靶点的药物处于候选药物发现和确认阶段。

SCT800 为第三代重组凝血八因子产品，拟用于治疗甲型血友病。甲型血友病系因患者缺乏凝血八因子蛋白引发的凝血功能障碍，截至 2018 年全球血友病患者人数约 77.4 万，其中约 85% 为甲型血友病患者。利用外源浓缩或纯化的凝血八因子蛋白补充甲型血友病患者体内因先天遗传因素缺失的凝血八因子蛋白是甲型血友病患者的有效治疗方案。

我国血友病患者众多并且呈现持续增加趋势。2018年，我国血友病患者人数增长至14.0万，预计至2023年和2030年，我国血友病患者人数将分别达到14.4万和14.6万。并且我国甲型血友病的治疗渗透率较低，2017年我国甲型血友病患者当中接受治疗的比例只有11.2%，国民人均凝血八因子消耗量仅有0.26IU，远低于发达国家和部分发展中国家的人均凝血八因子消耗量。据推算，我国每年需要53.5亿IU凝血八因子才能满足按需治疗的需求。

国内市场上有凝血八因子和重组凝血八因子两大类产品，相比于从血液中直接提取的凝血八因子，重组凝血八因子的安全性更佳，但价格也较高。目前国内上市的重组凝血八因子都是进口产品。公司产品SCT800的首轮上市申请于2019年11月14日获受理，尚在进行青少年及成人PTPs患者III期预防性治疗研究，预计于2020年4季度至2021年2季度内获批上市，成功上市后有望打破外企垄断局面，以显著低于现有进口重组八因子价格为甲型血友病患者提供治疗方案。

SCT400 为公司参照进口品种利妥昔单抗研制的人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体新药，拟用于治疗非霍奇金淋巴瘤。淋巴瘤主要可分为非霍奇金淋巴瘤和霍奇金淋巴瘤两类，其中非霍奇金淋巴瘤占比约为90%，而在我国约94.5%的非霍奇金淋巴瘤患者为CD20阳性。根据Frost & Sullivan报告，我国新增非霍奇金淋巴瘤病例数将于2023年增长至9.2万例，并于2030年进一步增长至10.6万例。

SCT400是我国最早研制的CD20抗体药物之一，临床结果显示SCT400与进口产品美罗华的药效、药代动力学和安全性高度一致，具有替代进口品种的潜力。同时，公司已经建立了一条可支持SCT400商业化生产的4000升细胞培养规模的生产线。目前我国已上市两种利妥昔单抗产品——美罗华及汉利康，两种药品均已纳入医保，但由于未获治疗的非霍奇金淋巴瘤病患人数庞大，以及各地区之间对于利妥昔单抗药物的报销比例不同，SCT400仍具有较大的市场机遇。国家药品监督管理局已2019年12月9日受理SCT400的上市申请，获批上市后将进一步提高CD20抗体药物的可及性。

图表 2：公司在研产品进展情况

| 产品类别 | 代码/描述 | 疾病类型 | 适应症 | 单药/联合 | 临床前研究 [®] | 临床研究 | | | 权益 [®] |
|---------------------------|---------------------------|-------------|------------------------|-------|----------------------------|------|-----|------|-----------------|
| | | | | | | I期 | II期 | III期 | |
| 生物类似药 | SCT510/贝伐珠单抗 | 肿瘤 | 实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 |
| | SCT630/阿达木单抗 | 自免 | 银屑病；类风湿关节炎等 | 单药 | | | | | 全球 |
| 疫苗 | SCT1000/14价HPV疫苗 | 预防性疫苗 | 预防HPV感染引起的宫颈癌等 | 单药 | | | | | 全球 |
| | SCT800/重组八因子 | 甲型血友病 | 按需治疗（≥12岁） | 单药 | | | | | 全球 |
| | | | 预防治疗（≥12岁） | 单药 | | | | | 全球 |
| | | | 预防治疗（<12岁） | 单药 | | | | | 全球 |
| | SCT300/长效IFN-β | 肿瘤 | 实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 |
| 自免 | | 多发性硬化症 | 单药 | | | | | 全球 | |
| SCT520FF/VEGF Fab | 眼科疾病 | 湿性年龄相关性黄斑变性 | 单药 | | | | | 全球 | |
| 创新药 | SCT400/CD20单抗 | 肿瘤 | 非霍奇金淋巴瘤 | 联合 | | | | | 全球 [®] |
| | | | 结直肠癌 [®] 3L | 单药 | | | | | 全球 |
| | SCT200/EGFR单抗 | 肿瘤 | 头颈鳞癌2L | 单药 | | | | | 全球 |
| | | | 头颈鳞癌1L | 联合 | | | | | 全球 |
| | | | 三阴乳腺癌2L | 单药 | | | | | 全球 |
| | | | 食管癌2L | 单药 | | | | | 全球 |
| | | | 鳞状非小细胞肺癌3L | 单药 | | | | | 全球 |
| | | | 实体瘤 [®] 2L或以上 | 单药 | | | | | 全球 |
| | | | SCT-I10A/PD-1单抗 | 肿瘤 | 实体瘤或淋巴瘤 [®] 2L或以上 | 单药 | | | |
| | 头颈鳞癌2L | 单药 | | | | | | | 全球 |
| | 头颈鳞癌1L | 联合 | | | | | | | 全球 |
| | SCT510A/VEGF单抗 | 眼科疾病 | 湿性年龄相关性黄斑变性 | 单药 | | | | | 全球 |
| | SCT640A/TNF-α单抗 | 自免 | 银屑病；类风湿关节炎等 | 单药 | | | | | 全球 |
| | SCT650A/IL17单抗 | 自免 | 银屑病；强直性脊柱炎等 | 单药 | | | | | 全球 |
| | SCTB54/双特异抗体 [®] | 肿瘤 | 实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 |
| | SCT520F/VEGF单抗 | 肿瘤 | 实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 |
| | SCT720/ERBB2单抗 | 肿瘤 | HER2阳性实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 |
| | SCT210/EGFR单抗 | 肿瘤 | 实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 |
| | SCTC21/CD38单抗 | 肿瘤 | CD38阳性血液肿瘤 | 单药 | | | | | 全球 |
| | SCTB72/双特异抗体 [®] | 肿瘤 | HER2阳性实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 |
| SCTB07/双特异抗体 [®] | 肿瘤 | 实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 | |
| SCTB03/双特异抗体 [®] | 肿瘤 | 实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 | |
| SCTI04/4-1BB单抗 | 肿瘤 | 实体瘤 | 联合 | | | | | 全球 | |
| SCTI13/CD47单抗 | 肿瘤 | 实体瘤；血液肿瘤 | 联合 | | | | | 全球 | |
| CarT细胞 | SCTA12/双靶点 | 肿瘤 | 急性B淋巴细胞白血病 | 单用 | | | | | 全球 |

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

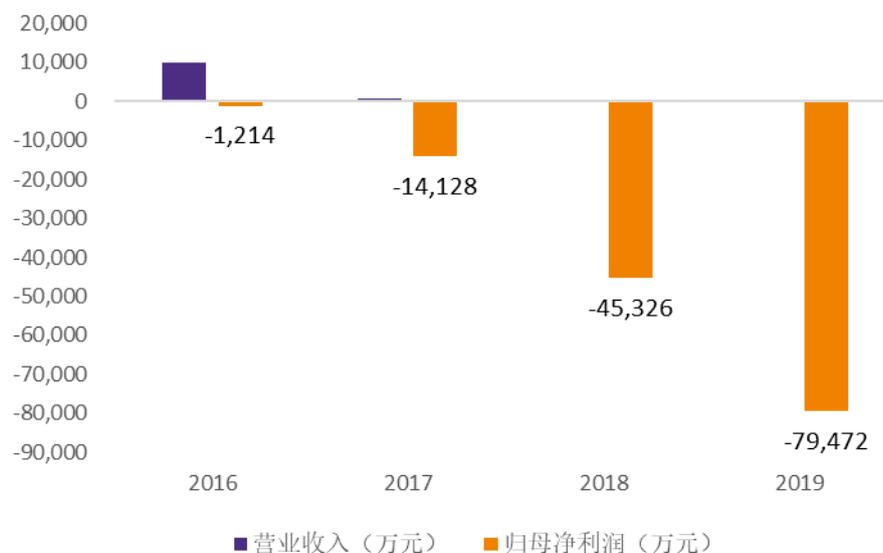
1.4 公司财务状况分析

公司的产品处于研发阶段尚未实现商业化，生物药研发业务尚未产生营业收入。

2016年公司营业收入来自于科研试剂和研发外包业务；自2016年12月分立将业务剥

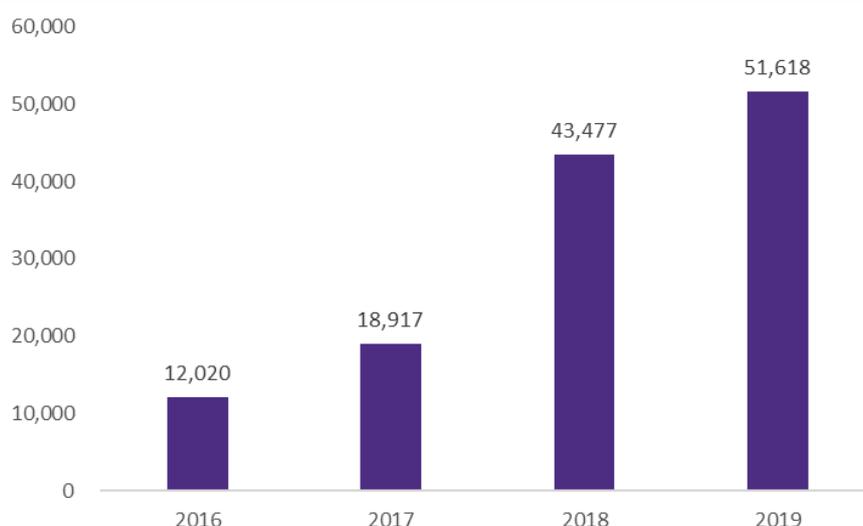
离至义翘科技后，公司不再从事科研试剂和研发外包业务，近三年公司的营业收入来自于资产租赁及代关联方发货收入。2017、2018 和 2019 年公司归母净利润分别为-1.41 亿元、-4.53 亿元和-7.95 亿元。近年来公司研发费用逐年增长，2019 年研发费用为 5.16 亿元。2019 年公司总资产为 8.08 亿元，资本负债率为 95.69%。

图表 3：2016-2019 年公司营业收入和归母净利润



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 4：2016-2019 年公司研发投入情况 (万元)



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 5：2016-2019 年公司资产负债状况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

1.5 同行业可比公司分析

公司主要业务为生物药物的研发生产，临床阶段与临床前阶段的产品均以创新药为主。公司有多项产品处于申报上市和临床后期阶段，与信达生物、君实生物、基石药业和迈博药业等创新药公司具有一定可比性，目前可比公司尚处于亏损阶段。

图表 6：同行业可比公司概况

| 可比公司 | 股票代码 | 2019年营业收入 (亿元) | 2019年净利润 (亿元) | 总市值 (亿元) | 产品数量 (生物药/化药) | | | |
|------|---------|----------------|---------------|----------|---------------|----------------|--------|---------------|
| | | | | | 获批上市 | III 期临床或递交上市申请 | II 期临床 | I 期临床/临床试验准备中 |
| 信达生物 | 1801.hk | 10.48 | -17.20 | 568 | 1 | 3 | 1 | 6 |
| 君实生物 | 1877.hk | 7.75 | -7.44 | 80 | 1 | 1 | 1 | 5 |
| 基石药业 | 2616.hk | 0.00 | -23.08 | 81 | 0 | 3 | 0 | 4 |
| 迈博药业 | 2181.hk | 0.05 | -2.03 | 43 | 0 | 3 | 0 | 2 |
| 神州细胞 | | | | | 0 | 5 | 1 | 2 |

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部（市值数据日期为 2020 年 5 月 29 日）

二. 公司估值及询价分析

2.1 历史估值法分析

从公司历年增资及股份转让情况来看，2019 年 3 月，公司完成股份转让后投后估值达到 81.9 亿元，考虑到二级市场相对一级市场的估值溢价，以及公司的成长性，综

合分析，我们在公司 2019 年 81.9 亿元的基础上，给予 50%的溢价率，则公司对应的当前估值约为 122.9 亿元。

图表 7：公司近年融资历程

| 时间 | 股本变动明细 | 投后估值（亿元） |
|----------|--------|----------|
| 2016年12月 | 股权转让 | 47.0 |
| 2019年3月 | 股权转让 | 81.9 |

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 8：公司历史估值溢价分析

| 溢价率 | 悲观预期 | | | 中观预期 | | | 乐观预期 | | |
|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% | 90% |
| 估值（亿元） | 90.1 | 98.3 | 106.5 | 114.7 | 122.9 | 131.0 | 139.2 | 147.4 | 155.6 |

资料来源：华鑫证券研发部

2.2 绝对估值 DCF 法分析

我们对公司的研发管线进行了梳理，对公司的市场空间和未来收入利润进行了测算，预测了公司未来 10 年及更长一段时间的现金流情况。在 DCF 模型中，核心假设条件如下：假设公司 Beta 系数为 1.11，无风险利率为 3.30%，WACC 值为 8.82%，永续增长率为 3%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 130.0 亿元。

图表 9：DCF 估值参数

| 假设 | 数值 |
|------------|--------------|
| 无风险利率 | 3.30% |
| Beta（考虑杠杆） | 1.11 |
| WACC | 8.82% |
| 股权比例 | 99.18% |
| 永续增长率 | 3% |
| ----- | ----- |
| 市值（亿元） | 130.0 |

资料来源：华鑫证券研发部

2.3 估值及询价分析

综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 122.9 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 130.0 亿元。考虑到公司尚处于早期发展阶段，未实现盈利，我们以 DCF 估值法为主、历史估值参考法为辅对公司进行估值测算，我们分别给予历史估

值参考法 30%权重、DCF 估值法 70%权重，最终得出公司当前估值约为 127.8 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 6800 万股，公司发行后总股本为 45334 万股；根据公司预测市值 127.8 亿元，得出公司对应股价为 28.20 元/股，建议询价区间为 [24.52, 31.88]元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 10：公司估值测算与询价分析

| | | |
|--------------|-------|-------|
| 历史估值法估值（亿元） | 122.9 | 30% |
| DCF估值法估值（亿元） | 130.0 | 70% |
| 市值（亿元） | 127.8 | |
| 发行后总股本（万股） | 45334 | |
| 每股股价（元/股） | 28.20 | |
| 询价区间（元/股） | 24.52 | 31.88 |

资料来源：华鑫证券研发部

三. 公司募投项目情况

公司本次拟向社会公众首次公开发行股票数量不超过 6800 万股，占公司发行后总股本的比例不低于 10%，发行后总股本不超过 45334 万股，募集资金扣除发行费用后拟投资于以下项目。

图表 11：公司募集资金用途

| 序号 | 项目名称 | 预计总投资额（万元） | 预计募集资金使用额（万元） | 项目备案文件 | 环评批文 | 项目实施主体 |
|----|----------|-------------------|-------------------|--------|------|-------------|
| 1 | 产品临床研究项目 | 246,016.00 | 167,653.00 | 不适用 | 不适用 | 神州细胞工程、诺宁生物 |
| 2 | 补充流动资金 | 30,556.00 | 30,556.00 | 不适用 | 不适用 | 神州细胞、神州细胞工程 |
| 合计 | | 276,572.00 | 198,209.00 | - | - | - |

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

四. 风险提示

- 1) 新药上市风险：公司目前尚无在研产品上市，公司在研药品上市进程存在不确定性，药品商业化可能不及预期；
- 2) 研发失败风险：公司有多项创新药处于研发阶段，存在药物研发失败和研发进展不及

预期风险：

3) 市场竞争风险：公司产品所处治疗市场有较多已上市或处于临床研究阶段产品，上市后面临较为激烈的市场竞争。

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>