

狂犬病克星临床揭盲成功，创新华北起航

投资要点

- **事件:** 公司近日发布公告, 公司自主研发的1类创新药、国家“重大新药创制”专项品种—重组人源抗狂犬病毒单抗注射液(rhRIG, 以下简称**狂犬单抗**)完成III期临床试验并取得III期临床试验报告, 并取得安全、有效的临床结论, 达到预期的主要和次要疗效终点。
- **历经十余载, 终将成狂犬病防治利器。**2007年6月公司首次提交临床试验申请狂犬单抗(200IU/瓶, 500IU/瓶两个规格)临床批件, 2009年6月获批临床, 并分别于2013、2018、2019年完成I、II、III期临床试验。经过专家最终审核确认后, III期试验结论为: 狂犬单抗联合人用狂犬疫苗对三级疑似狂犬病毒暴露人群的暴露后预防达到主要疗效和次要疗效终点, 安全性良好, 达到方案设计目标, 试验药物狂犬单抗是安全、有效的。预计在较短时间内, 公司将该产品资料整理完成并上报国家药品监督管理局, 正式申报生产, 有望于2020年底或2021年H1获批上市。
- **我国是狂犬病发病大国, 主动免疫保护产品缺口很大。**发展中国家是狂犬病高发地区, 印度、非洲、中国是全球狂犬病发病率最高的三个地区。狂犬病具有发病即死亡的特点, 一直是我国三大传染疾病之一。由于国内对犬类及其他动物咬伤后大幅推广主动+被动免疫治疗方法, 国内狂犬病发病与死亡人数已经控制在1000人以内, 但狂犬病发病后致死率几乎100%, 因此狂犬病的预防一刻不能松懈。2019年的狂免蛋白批签发量达1226万支, 对应约300万人份(平均4支/人), 创历史新高。虽然近年狂免批签发量大幅增长, 但相比于600万人总接种市场, 仍有50%的市场空缺; 随着狂犬病防治教育普及以及产品供给进一步增加, 未来空缺市场有望大比例被覆盖。
- **国内独家产品, 峰值销售有望达30亿。**国内每年约1500万人接种狂犬疫苗, 其中约有600万3级暴露人群, 2级暴露人群约750万。3级暴露人群均需要接受被动免疫, 若公司产品上市后按照每人1000元的成本计算, 3级暴露被动免疫的市场空间60亿元。根据2019年的狂免批签发量计算, 2019年约有300万人接种狂免, 市场仍存在300万人份缺口。由于单抗拥有多重优势, 预计未来将取代至少50%的狂免市场, 在不考虑2级暴露接种情况下, 若取得50%空白市场渗透率, 公司单抗产品接种量有望达到300万人份, 销售有望达到30亿元, 按照30%净利率计算, 贡献9亿元净利润, 上市后有望大幅增加公司收入与利润向上弹性。
- **盈利预测与投资建议。**在暂不考虑降财务费用以及狂犬单抗上市销售情况下, 我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.11元、0.13元、0.15元。公司整体搬迁后最艰难阶段已经过, 主营业务快速恢复, 未来公司有降低财务费用预期, 现有业务业绩有望大幅改善; 狂犬单抗III期临床揭盲成功, 有望一年内上市, 或将大幅改善公司基本面, 维持“持有”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10880.77	12731.68	14681.89	16826.39
增长率	18.09%	17.01%	15.32%	14.61%
归属母公司净利润(百万元)	153.45	171.80	207.98	252.28
增长率	1.86%	11.96%	21.06%	21.30%
每股收益EPS(元)	0.09	0.11	0.13	0.15
净资产收益率ROE	2.63%	2.84%	3.38%	3.96%
PE	84	69	57	47
PB	2.29	2.05	1.98	1.90

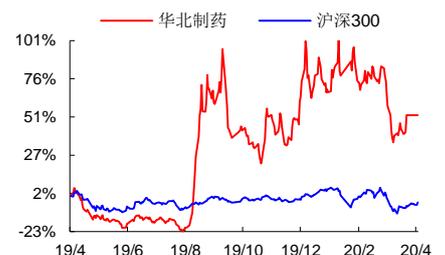
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-58351962
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进
执业证号: S1250517100002
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.31
流通A股(亿股)	16.31
52周内股价区间(元)	3.98-10.4
总市值(亿元)	128.67
总资产(亿元)	185.41
每股净资产(元)	3.41

相关研究

1. 华北制药(600812): 经营或将迎来拐点, 重磅产品研发进展积极 (2020-03-31)

目 录

1 狂犬病概况：发展中国家为主，我国为狂犬病发病大国	1
2 狂犬病预防方案，III级暴露需进行“主动+被动”免疫	3
2.1 暴露前+暴露后预防	3
2.2 现有被动免疫产品以狂免为主，狂犬单抗优势突出	4
3 独家产品，狂犬单抗市场空间数十亿可期	5
3.1 当前 III 级暴露后以疫苗主动免疫为主，被动免疫存巨大缺口	5
3.2 升级款狂犬单抗即将进入临床，重组白蛋白仍可期	6
4 风险提示	6

图 目 录

图 1: 亚洲和非洲是全球狂犬病高发区域	1
图 2: 2006-2015 年国内法定传染病死亡数量顺序, 狂犬病一直处于前三位	2
图 3: 2012-2018 年我国狂犬病发病与死亡人数 (人)	2
图 4: 狂犬被动免疫作用机制 (保护暴露后的前 7 天空白期)	4
图 5: 2007-2018 年国内狂犬疫苗批签发量与相应人份	5
图 6: 2008-2019 年国内抗狂犬病免疫球蛋白批签发量	5

表 目 录

表 1: 狂犬病暴露分级及预防方案	3
表 2: 现有被动免疫产品对比	4
表 3: 公司核心在研品种	6
附表: 财务预测与估值	7

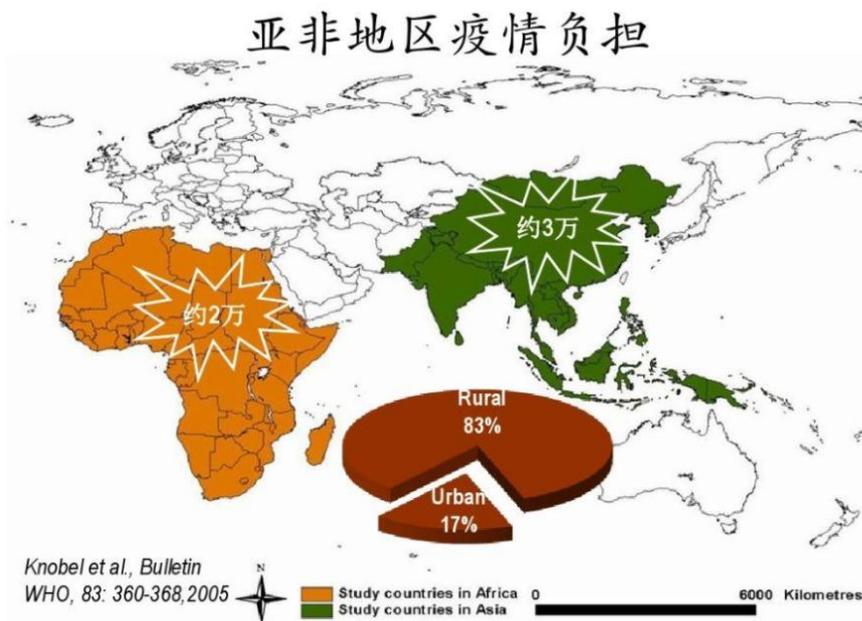
1 狂犬病概况：发展中国家为主，我国为狂犬病发病大国

狂犬病 (Rabies) 是由狂犬病病毒 (Rabies virus) 感染引起的一种动物源性传染病。狂犬病病毒主要通过破损的皮肤或粘膜侵入人体，临床大多表现为特异性恐风、恐水、咽肌痉挛、进行性瘫痪等。近年来，狂犬病报告死亡数一直位居我国法定报告传染病前列，给人民群众生命健康带来严重威胁。

通过对人和动物进行狂犬疫苗接种很好控制了狂犬病的传播，全球狂犬病人数大幅下降，但全球每年仍有 60000 人死于狂犬病，狂犬病仍然是重要的公共卫生威胁，是致死人数最多的动物源性传染病，每年由此引发的经济负担高达数十亿美元。

目前，99% 的人间狂犬病发生在发展中国家，主要分布在亚洲、非洲和拉丁美洲及加勒比海地区。亚洲的狂犬病病例数居全球首位，估计年死亡人数达 30000 人。印度为当前狂犬病疫情最严重的国家，据估计年狂犬病发病数为 20000-30000 例，发病率为 2/10 万。中国人间狂犬病发病仅次于印度，2007 年疫情高峰时，年报告病例数达 3300 例。

图 1：亚洲和非洲是全球狂犬病高发区域



数据来源：Wind，西南证券整理

2006-2015 年，狂犬病死亡人数一直高居我国传染病死亡数的前 3 位。据调查示，部分地区狂犬病漏报率可能高达 35%，提示我国狂犬病发病人数的可能存在低估。

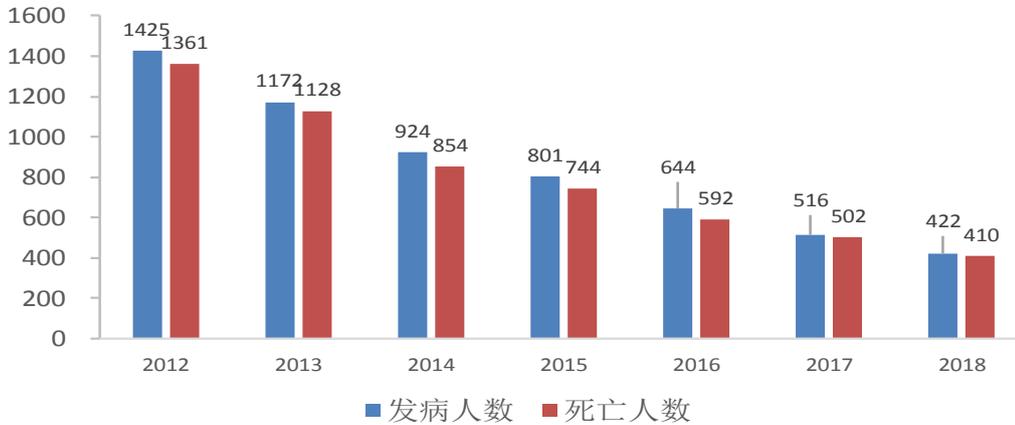
图 2：2006-2015 年国内法定传染病死亡数量顺序，狂犬病一直处于前三位

排序	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1	肺结核	艾滋病								
2	狂犬病	肺结核								
3	艾滋病	狂犬病								
4	乙肝				手足口病	乙肝			手足口病	乙肝
5	乙脑	新生儿破伤风	甲型 H1N1 流感	乙肝	手足口病			乙肝	手足口病	
6	新生儿破伤风	乙脑	手足口病	甲型 H1N1 流感	丙肝			人感染 H7N9 禽流感	丙肝	
7	出血热	手足口病	乙脑	丙肝	出血热			丙肝	人感染 H7N9 禽流感	
8	丙肝	流脑	丙肝	出血热	梅毒			出血热		
9	流脑	丙肝	流脑	新生儿破伤风	乙脑	甲型 H1N1 流感	乙脑	梅毒		
10	痢疾		出血热	新生儿破伤风	乙脑	新生儿破伤风		流行性感冒	麻疹	

数据来源：Wind，西南证券整理

由于国内对犬类及其他动物咬伤后大幅推广主动（疫苗）+被动免疫（抗狂犬病毒免疫球蛋白，简称狂免）治疗方法，国内狂犬病发病与死亡人数已经控制在 1000 人以内，但狂犬病发病后致死率几乎 100%，因此狂犬病的预防一刻不能松懈。

图 3：2012-2018 年我国狂犬病发病与死亡人数（人）



数据来源：Wind，西南证券整理

2 狂犬病预防方案，III级暴露需进行“主动+被动”免疫

2.1 暴露前+暴露后预防

暴露的定义与分级：狂犬病暴露是指被狂犬、疑似狂犬或者不能确定是否患有狂犬病的宿主动物咬伤、抓伤、舔舐粘膜或者破损皮肤处，或者开放性伤口、粘膜直接接触可能含有狂犬病病毒的唾液或者组织。此外，罕见情况下，可以通过器官移植或吸入气溶胶而感染狂犬病病毒。

暴露前预防：暴露前预防适用于所有持续、频繁暴露于狂犬病病毒危险环境下的个体，需推荐进行暴露前预防性狂犬病疫苗接种。如接触狂犬病病毒的实验室工作人员、可能涉及狂犬病病人管理的医护人员、狂犬病病人的密切接触者、兽医、动物驯养师以及经常接触动物的农学院学生等。此外，建议到高危地区旅游的游客、居住在狂犬病流行地区的儿童或到狂犬病高发地区旅游的儿童进行暴露前免疫。

暴露前免疫程序：第 0、7、21 天（或第 28 天）分别接种 1 剂狂犬疫苗，共 3 剂。

按照暴露性质和严重程度将狂犬病暴露分为三级，不同暴露级别需要对应的处理及预防方法。

表 1：狂犬病暴露分级及预防方案

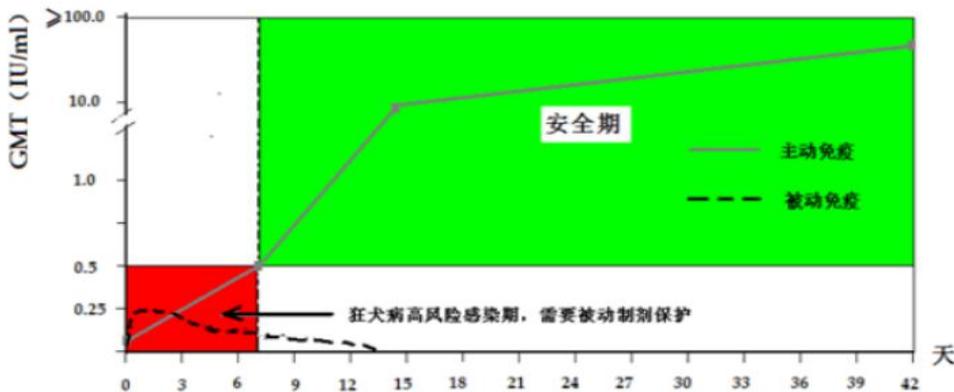
暴露类型	接触方式	暴露程度	暴露后免疫预防方法
I 级	1.接触或喂养动物； 2.完好的皮肤被舔； 3.完好的皮肤接触狂犬病动物或人狂犬病病例的分泌物或排泄物。	无	无需处置
II 级	1.裸露的皮肤被轻咬； 2.无出血的轻微抓伤或擦伤。	轻度	1.处理伤口； 2.接种狂犬疫苗（主动免疫）。
III 级	1.单处或多处贯穿皮肤的咬伤或抓伤； 2.破损皮肤被舔舐； 3.粘膜被动物唾液污染；4.暴露于蝙蝠。	严重	1.处理伤口； 2.注射被动免疫制剂（抗狂犬病血清/抗狂犬病人免疫球蛋白）； 3.注射狂犬疫苗（主动免疫）。

数据来源：《狂犬病预防控制技术指南（2016 版）》，西南证券整理

主动免疫，即注射狂犬疫苗，有 5 针法和 4 针法，目前主要以 5 针为主。5 针法程序：第 0、3、7、14 和 28 天各接种 1 剂；4 针法程序，即“2-1-1”程序：第 0 天接种 2 剂，第 7、21 天各接种 1 剂，共 4 剂（此程序只适用于我国已批准可以使用“2-1-1”程序的狂犬病疫苗产品）。

被动免疫，即注射被动免疫制剂，在疫苗主动免疫诱导的保护力空白区（暴露前 7 天），通过在暴露部位即刻提供所需的中和抗体。《狂犬病预防控制技术指南（2016 版）》推荐所有首次暴露的 III 级暴露者，以及患有严重免疫缺陷、长期大量使用免疫抑制剂、头面部暴露的 II 级暴露者均应使用狂犬病被动免疫制剂。被动免疫制剂应尽早使用，最好在伤口清洗完成后立刻开始。

图 4: 狂免被动免疫作用机制 (保护暴露后的前 7 天空白期)



数据来源:《狂犬病预防控制技术指南 (2016 版)》, 西南证券整理

2.2 现有被动免疫产品以狂免为主, 狂犬单抗优势突出

目前国际上狂犬病被动免疫制剂可分为马源免疫球蛋白 (ERIG)、马源纯化 F (ab') 2 片段制品和人源免疫球蛋白 (HRIG) 三种, 前两种在国内习惯上沿用“马抗狂犬病血清”的名称 (ERA)。我国被批准上市的为马源纯化 F (ab') 2 片段制品和 HRIG。依据现行《中国药典》标准, HRIG 产品效价标准为不低 100IU/ml, ERIG 产品效价标准为不低于 200IU/ml。

国内现有被动免疫产品主要有马源的抗病毒血清+人源狂免蛋白, 由于马源血清产品具有较强的免疫原性, 实际已较少使用, 市场主要以人源狂免为主。

表 2: 现有被动免疫产品对比

比较项目	ERA (马源)	HRIG (人源狂免)
医学伦理	无	存在
免疫用抗原要求	制备简单	制备要求高
来源限制	相对充足	来源受限
血源感染风险	无	潜在风险(如艾滋病、乙肝、丙肝等)
不良反应率	过敏反应, 甚至血清病	几乎无
使用花费	低	高
人体半衰期	14 天	21 天

数据来源:《狂犬病预防控制技术指南 (2016 版)》, 西南证券整理

相比于马源的抗病毒血清产品 (ERA) 与人源的狂免蛋白产品 (HRIG), 华北制药的狂犬单抗具有前两者均不具有的优势。主要有以下 3 个优点: 1) 单抗在体外培养制备, 与人源狂免蛋白相比, 不受限于产能限制; 2) 狂犬单抗成分单一, 质量可控, 相比 ERA 与 HRIG, 相同效价用量下效果可能更优; 3) 同样因为成分单一以及人源性, 既没有 ERA 的较高的免疫原性, 也没有 HRIG 可能存在的传染病交叉感染风险。

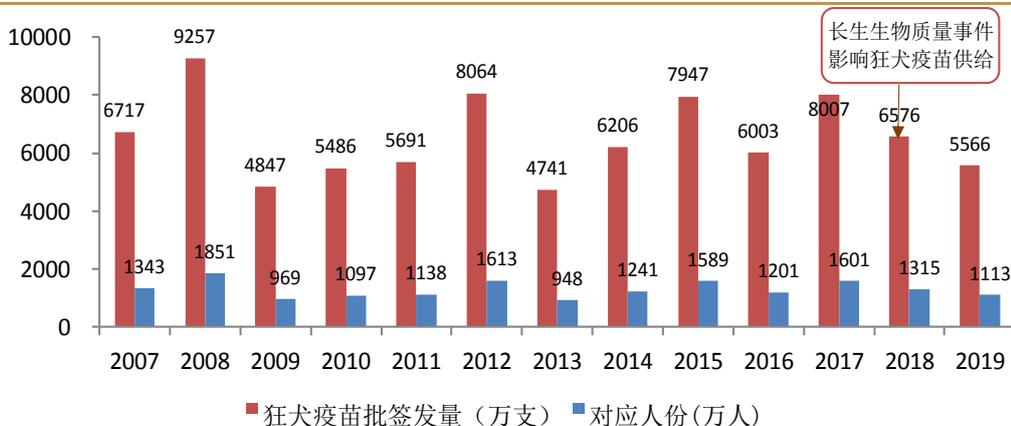
3 独家产品，狂犬单抗市场空间数十亿可期

3.1 当前 III 级暴露后以疫苗主动免疫为主，被动免疫存巨大缺口

根据《狂犬病预防控制技术指南（2016 版）》预测，根据我国人用狂犬病疫苗的使用量，估计全国年暴露人口数逾 4000 万人。暴露后就诊者数量约 1500 万认，其中约 40% 为 III 级暴露。

根据中检院批签发数据显示，我国每年约有 1000-1500 万人接种狂犬疫苗，接种量十分可观。2014 年以来，国内每年人用狂犬疫苗批签发量均超 6000 万支，受 2018 年长生生物疫苗质量事件影响，2018-2019 年国内狂犬疫苗产能受影响，批签发量下降；预计未来产能恢复后，国内狂犬疫苗批签发量和接种量将快速恢复增长至 1500 万人份以上。

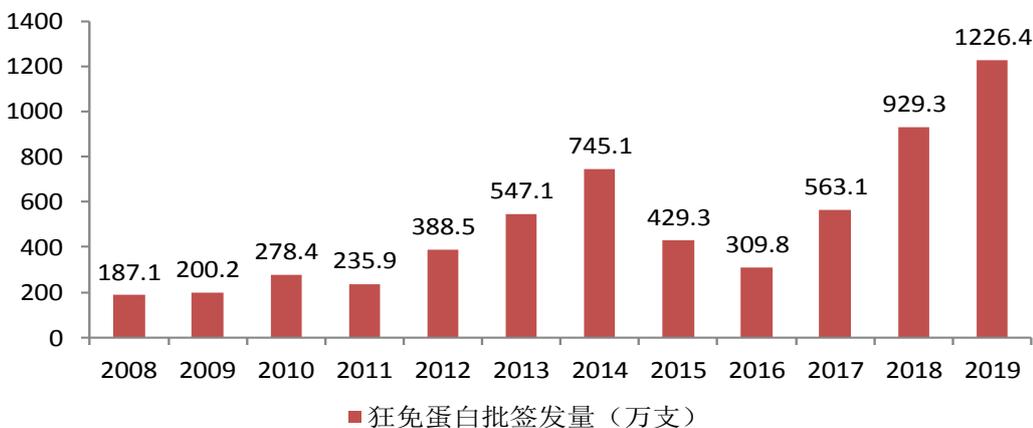
图 5：2007-2018 年国内狂犬疫苗批签发量与相应人份



数据来源：wind，中检院

在被动免疫方面，国内抗狂犬病人免疫球蛋白的用量在逐步增加。从历年的批签发数据看，虽然个别年份出现大幅下降情况，但整体用量是在呈现大幅增长的趋势；2019 年的狂免蛋白批签发量达 1226 万支，对应人份约 300 万人（平均 4 支/人），创历史新高。虽然近年狂免销量大幅增长，但相比于 600 万人总接种存量，仍有 300 万的市场空缺；随着狂犬病防治教育普及以及产品供给进一步增加，未来空缺市场有望大比例被覆盖。

图 6：2008-2019 年国内抗狂犬病免疫球蛋白批签发量



数据来源：Wind，中检院

国内每年约 1500 万人接种狂犬疫苗，其中约有 600 万 3 级暴露人群，2 级暴露人群约 750 万。3 级暴露人群均需要接受被动免疫，若公司产品上市后按照每人 1000 元的成本计算，3 级暴露被动免疫的市场空间 60 亿元。根据 2019 年的狂免批签发量计算，2019 年约有 300 万人接种狂免，市场仍存在 300 万接种缺口。由于单抗拥有多重优势，预计未来将取代至少 50% 的狂免市场，在不考虑 2 级暴露接种的情况下，若取得 50% 空白市场渗透率，公司单抗产品接种量有望达到 300 万人份，销售有望达到 30 亿元，按照 30% 净利率计算，贡献 9 亿元净利润。根据以往国产创新药审评审批时间判断，我们预计狂犬单抗有望于 2020 年底或 2021H1 获批上市，上市后有望大幅增加公司收入与利润向上弹性。

3.2 升级款狂犬单抗即将进入临床，重组白蛋白仍可期

全新的双组份产品—重组人源抗狂犬病毒单抗 NM57S/NC08 注射液组合制剂确定临床试验方案，即将启动临床试验；该产品是可针对几乎所有狂犬病毒的感染预防，未来有望进入全球市场销售。此外，辅料用途基因重组人血白蛋白与疫苗结合的 III 期临床试验稳步推进，多个生物类似物产品研发也在稳步推进。

表 3：公司核心在研品种

在研品种	药品基本信息	研发所处阶段	进展情况
重组人血白蛋白	人血白蛋白升级替代产品。现有人血白蛋白从人血中提取，存在病毒污染等风险，本产品纯度更高，无病毒污染风险。	临床试验	辅料用途：正在进行与疫苗结合 III 期临床试验；药用：临床前研究。
重组抗狂犬病毒抗体	用于狂犬病暴露后预防，人狂犬病免疫球蛋白的升级替代产品。1 类生物药。	NM57 注射液：III 期临床试验研究；NM57S/NC08 组合制剂：I / II 期临床试验准备阶段。	NM57 注射液 III 期临床试验正在进行数据统计分析；NM57S/NC08 组合制剂已确定临床试验方案。
重组抗人血管内皮生长因子单克隆抗体注射液	本品是 CHO 表达的重组抗 VEGF 单克隆抗体。2 类生物药。	准备临床试验	完成临床前药学研究和动物药理学毒理研究，正在注册报批。
1.1 类抗血栓新药 WA1-089	WA1-089 直接凝血因子 Xa 抑制剂，临床申请适应症为，择期髋关节或膝关节置换手术成年患者静脉血栓的预防。药品注册分类为化药 1.1 类。	样本制备，准备临床试验	进行了临床试验前的准备，包括临床试验样品和伦理资料准备等。
重组人源抗人肿瘤坏死因子(TNF-α)单克隆抗体注射液	本品主要适应症为类风湿性关节炎和强直性脊柱炎，是重组全人源抗 TNF-α 单抗。2 类生物药。	准备临床 I 期	已完成临床样品的制备，并获得伦理批件，已进行国家临床试验登记，准备临床试验。

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

- 狂犬单抗报生产后审评审批低于预期，导致获批低于预期；
- 狂犬单抗上市后销售低于预期；
- 公司原有仿制药品种进入集采，导致盈利能力大幅下降；
- 公司待转让土地拍卖低于预期，导致公司降财务费用进展低于预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10880.77	12731.68	14681.89	16826.39	净利润	147.90	163.80	201.98	246.28
营业成本	6287.86	7264.26	8307.79	9361.25	折旧与摊销	583.73	1160.45	1182.93	1192.33
营业税金及附加	143.31	178.92	204.40	232.89	财务费用	521.23	442.25	435.33	420.73
销售费用	3198.56	3755.85	4404.57	5216.18	资产减值损失	10.43	15.00	15.00	15.00
管理费用	482.99	802.10	983.69	1177.85	经营营运资本变动	-1079.61	-729.42	-462.26	-676.93
财务费用	521.23	442.25	435.33	420.73	其他	549.28	62.16	-25.78	-23.64
资产减值损失	10.43	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	732.97	732.47	965.42	791.99
投资收益	46.48	0.70	0.70	0.70	资本支出	-125.06	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-435.51	0.70	0.70	0.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-560.58	-39.30	-39.30	-39.30
营业利润	241.07	274.01	331.80	403.20	短期借款	1681.24	103.12	-295.77	-117.51
其他非经营损益	-4.16	-11.64	-8.29	-8.72	长期借款	856.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	236.90	262.37	323.52	394.48	股权融资	10.00	0.00	0.00	0.00
所得税	89.00	98.57	121.54	148.20	支付股利	-48.92	-49.83	0.00	0.00
净利润	147.90	163.80	201.98	246.28	其他	-2640.86	-746.00	-435.33	-420.73
少数股东损益	-5.54	-8.00	-6.00	-6.00	筹资活动现金流净额	-141.94	-642.87	-731.10	-538.24
归属母公司股东净利润	153.45	171.80	207.98	252.28	现金流量净额	33.56	50.29	195.02	214.45
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1222.87	1273.17	1468.19	1682.64	成长能力				
应收和预付款项	4265.63	5291.99	5995.07	6861.42	销售收入增长率	18.09%	17.01%	15.32%	14.61%
存货	2109.31	2358.99	2719.13	3080.45	营业利润增长率	17.68%	13.67%	21.09%	21.52%
其他流动资产	188.96	221.11	254.98	292.22	净利润增长率	1.43%	10.75%	23.31%	21.93%
长期股权投资	687.26	687.26	687.26	687.26	EBITDA 增长率	11.91%	11.06%	4.91%	4.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8297.23	7196.97	6074.24	4942.10	毛利率	42.21%	42.94%	43.41%	44.37%
无形资产和开发支出	1588.95	1575.00	1561.05	1547.10	三费率	38.63%	39.27%	39.67%	40.50%
其他非流动资产	180.98	174.74	168.50	162.26	净利率	1.36%	1.29%	1.38%	1.46%
资产总计	18541.19	19161.00	19691.95	20400.77	ROE	2.63%	2.84%	3.38%	3.96%
短期借款	6280.17	6383.29	6087.52	5970.01	ROA	0.80%	0.85%	1.03%	1.21%
应付和预收款项	3095.97	3688.80	4245.36	4756.58	ROIC	3.73%	3.32%	3.56%	3.81%
长期借款	1646.20	1646.20	1646.20	1646.20	EBITDA/销售收入	12.37%	11.74%	10.68%	9.71%
其他负债	1894.80	1665.20	1733.39	1802.23	营运能力				
负债合计	12917.14	13383.50	13712.47	14175.01	总资产周转率	0.60	0.68	0.76	0.84
股本	1630.80	1630.80	1630.80	1630.80	固定资产周转率	1.39	1.71	2.24	3.07
资本公积	3491.03	3491.03	3491.03	3491.03	应收账款周转率	8.12	7.86	7.81	7.82
留存收益	427.84	599.64	807.62	1059.89	存货周转率	2.89	3.20	3.18	3.16
归属母公司股东权益	5560.03	5721.48	5929.45	6181.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.96%	—	—	—
少数股东权益	64.02	56.02	50.02	44.02	资本结构				
股东权益合计	5624.05	5777.50	5979.48	6225.75	资产负债率	69.67%	69.85%	69.63%	69.48%
负债和股东权益合计	18541.19	19161.00	19691.95	20400.77	带息债务/总负债	65.22%	63.72%	60.03%	57.24%
					流动比率	0.77	0.87	0.96	1.05
					速动比率	0.56	0.64	0.71	0.78
					股利支付率	31.88%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.09	0.11	0.13	0.15
					每股净资产	3.45	3.54	3.67	3.82
					每股经营现金	0.45	0.45	0.59	0.49
					每股股利	0.03	0.03	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1346.03	1494.93	1568.29	1634.48					
PE	83.85	68.92	56.93	46.93					
PB	2.29	2.05	1.98	1.90					
PS	1.18	1.01	0.88	0.76					
EV/EBITDA	15.04	12.69	11.79	11.11					
股息率	0.38%	0.39%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn