

2020年3月6日

科创板医药生物系列之：南新制药
医药生物
主要财务指标（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,014	1,383	1,676	1,991
(+/-)	191.8%	36.4%	21.1%	18.8%
营业利润	109	153	196	244
(+/-)	190.9%	39.7%	28.2%	24.5%
归属母公司净利润	91	129	167	209
(+/-)	236.9%	41.4%	29.1%	25.2%
EPS	0.87	0.92	1.19	1.49

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

投资要点：

- **公司是一家创新型制药企业。**南新制药成立于2006年，是一家专注于化学药物的研发、生产与营销的创新型制药企业。公司主要产品为创新药帕拉米韦氯化钠注射液，近年来逐渐获得市场认可，销量实现快速放量；随着帕拉米韦销售收入不断增长及后续创新药和改良型新药的上市，公司仿制药收入占比将会逐年下降。目前公司有多个新药产品在研，未来产品结构将以新药为主，仿制药为辅。

- **帕拉米韦市场广阔，预计将保持快速增长。**公司主打产品为帕拉米韦氯化钠注射液，该药是一种新型的抗流感病毒药物。目前国内抗流感药市场基本由奥司他韦占据，帕拉米韦作为创新药物，后发优势明显；帕拉米韦适用于各年龄段人群用药，耐药性发生几率极低，有更长的半衰期，并因为静脉注射的给药方式使得药物发挥作用时间较长，解离速度较低，减少了其用药次数。随着用药终端对帕拉米韦制剂产品在临床领域得到进一步认可，预计未来销量仍将保持快速增长，有望成为20亿元级的重磅品种。

- **公司由技术引进到自主研发，在研项目持续推进。**公司自2009年技术引进帕拉米韦后，开始自主研发药物。目前公司在研项目共有5个，其中美他非尼是第三代非尼类多靶点激酶抑制剂，能抑制多个激酶，申请适应症为晚期肝癌，目前已启动Ib/IIa期临床研究；盐酸美氟尼酮的适应症为糖尿病肾病，在动物体内药效研究中已展现出一定疗效，目前已批准临床；NX-2016属于第三代新型抗流感药物内切酶抑制剂，公司成功发现了NX-2016等多个结构新颖的内切酶抑制剂化合物系列，处于成药性研究阶段。

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>

● **公司盈利预测及估值询价分析。**我们预测公司 2020 年实现营业收入 13.83 亿元，同比增长 36.4%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长 41.4%。综合分析来看，我们采用历史估值参考法预测公司估值为 24.9 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 38.8 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 45.9 亿元。我们以 PE 估值法为主，历史估值参考法和 DCF 估值法为辅，对公司进行估值测算，分别给予历史估值参考法 20%权重、PE 估值法 60%权重、DCF 估值法 20%权重，最终得出公司当前估值约为 37.4 亿元。我们假设公司本次发行新股数量为 3500 万股，公司发行后总股本为 14000 万股；根据公司预测市值 37.4 亿元，得出公司对应股价为 26.74 元/股，建议询价区间为[23.26, 30.23]元/股。

● **风险提示：**主要产品销售不达预期的风险；主要产品被仿制的风险；行业政策和药品招标风险。

目 录

1. 专注于化学制药的创新型药企	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. 帕拉米韦市场广阔，预计销量保持快速增长	8
3. 由技术引进到自主研发，在研项目持续推进	10
4. 估值及询价分析	11
4.1 历史估值参考法分析	11
4.2 相对估值 PE 法分析	12
4.3 绝对估值 DCF 法分析	13
4.4 估值及询价分析	13
5. 公司募投项目情况	14
6. 风险提示	15

图表目录

图表 1：公司股权结构图.....	5
图表 2：2016-2019 年公司收入构成情况	6
图表 3：2016-2019 年公司毛利构成情况	6
图表 4：2016-2019 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（万元）	7
图表 5：2016-2019 年公司盈利能力分析	7
图表 6：帕拉米韦与其竞争对手优劣势对比情况.....	8
图表 7：2016-2018 年帕拉米韦市场份额一览	9
图表 8：2014-2019 年帕拉米韦销售额	9
图表 9：2016-2019 年公司研发投入资本化及费用化增长情况	10
图表 10：公司现有研发管线.....	10
图表 11：公司近年融资历程.....	12
图表 12：公司历史估值溢价分析.....	12
图表 13：可比公司估值水平.....	12
图表 14：PE 估值分析	13
图表 15：DCF 估值参数	13
图表 16：公司估值测算与询价分析.....	14
图表 17：公司募集资金用途.....	14

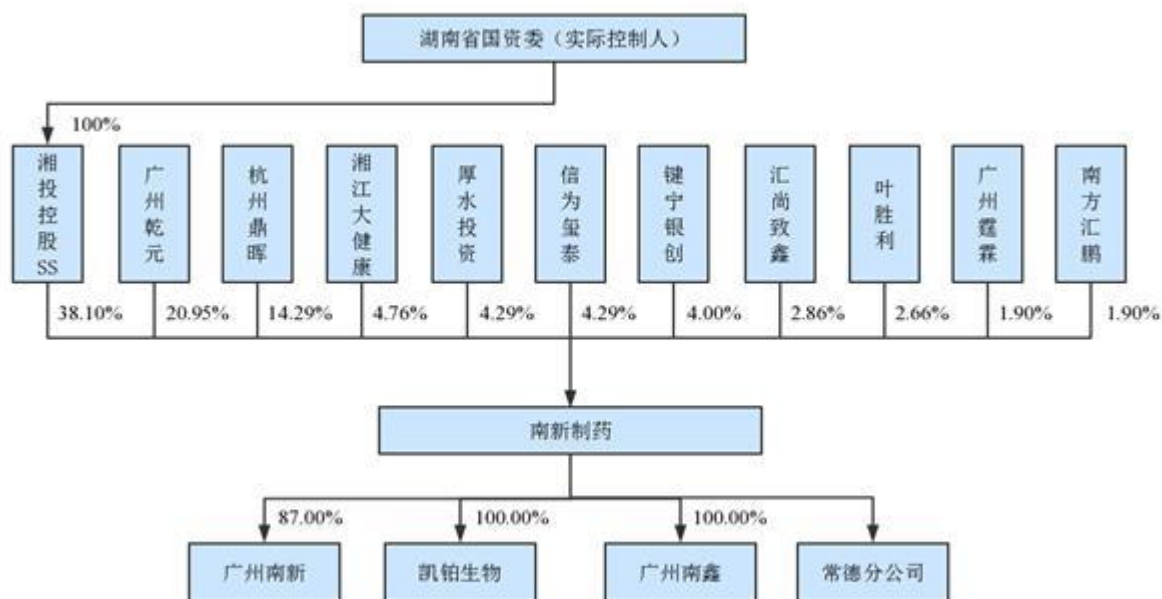
1. 公司是一家创新型制药企业

1.1 公司概况

南新制药成立于 2006 年，是一家专注于化学药物的研发、生产与营销的创新型制药企业。公司创新药帕拉米韦氯化钠注射液是一种新型抗流感病毒药物，在国家卫计委发布的《流行性感冒诊疗方案（2019 版）》中成为主要推荐药物之一，近年来逐渐获得市场认可，销量呈快速放量态势。除帕拉米韦氯化钠注射液外，公司主要产品目前还包括辛伐他汀分散片、头孢克洛胶囊、头孢呋辛酯分散片、乳酸环丙沙星氯化钠注射液等仿制药产品，其产销规模位居国内各细分市场前列。

公司的控股股东为湖南湘投控股集团有限公司，持有公司 38.10% 的股份，湖南省国资委持有湖南湘投控股 100.00% 的股权，系公司的实际控制人。

图表 1：公司股权结构图



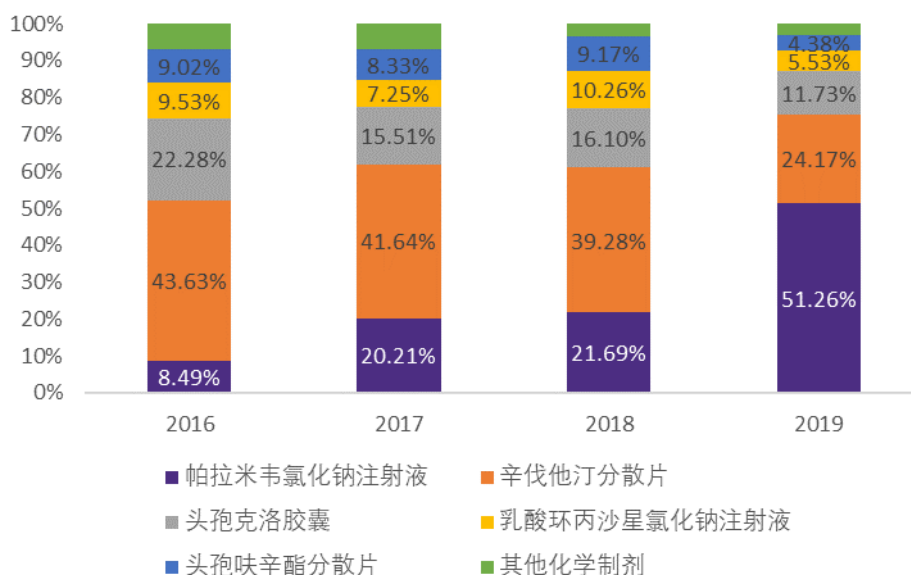
资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

1.2. 公司主营业务构成和盈利能力分析

公司目前收入构成在一定比例上仍依赖于仿制药业务，但随着帕拉米韦销售收入的不断增长及后续创新药和改良型新药的陆续上市，公司仿制药收入占比将逐年下降。

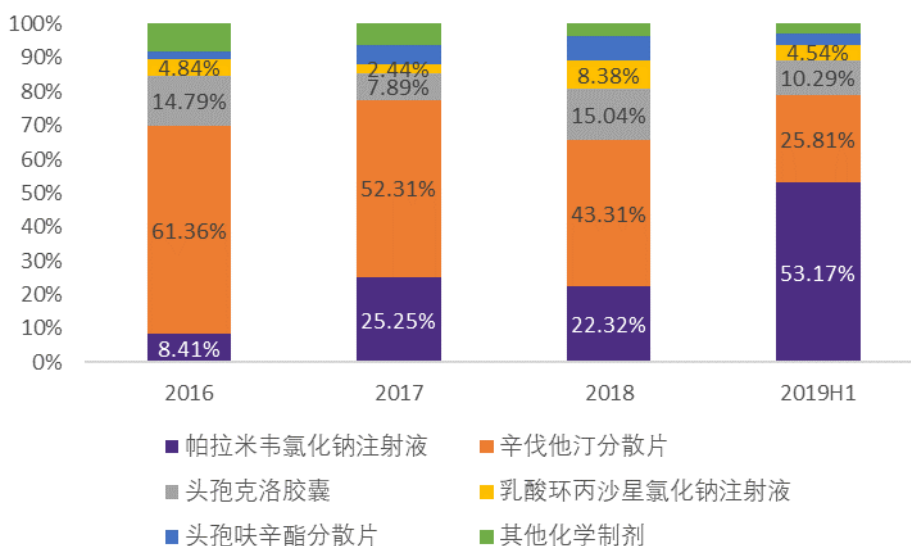
2019年帕拉米韦实现销售收入5.2亿元，收入占比达51.26%；公司仿制药业务中，辛伐他汀分散片、头孢呋辛酯、头孢克洛等均被纳入国家医保目录，在各细分领域中市场占有率均排在前列，增长总体平稳。

图表 2：2016-2019 年公司收入构成情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

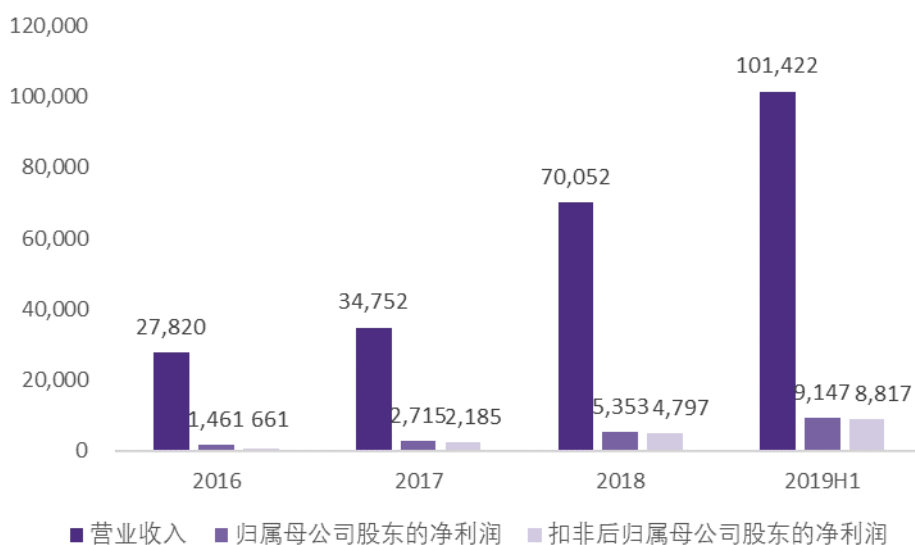
图表 3：2016-2019 年公司毛利构成情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

公司 2016-2019 年收入和利润均实现了快速增长。营业收入由 2016 年的 2.78 亿元，增长至 2019 年的 10.14 亿元；归母净利润由 2016 年的 1461 万元，增长至 2019 年的 9147 万元。

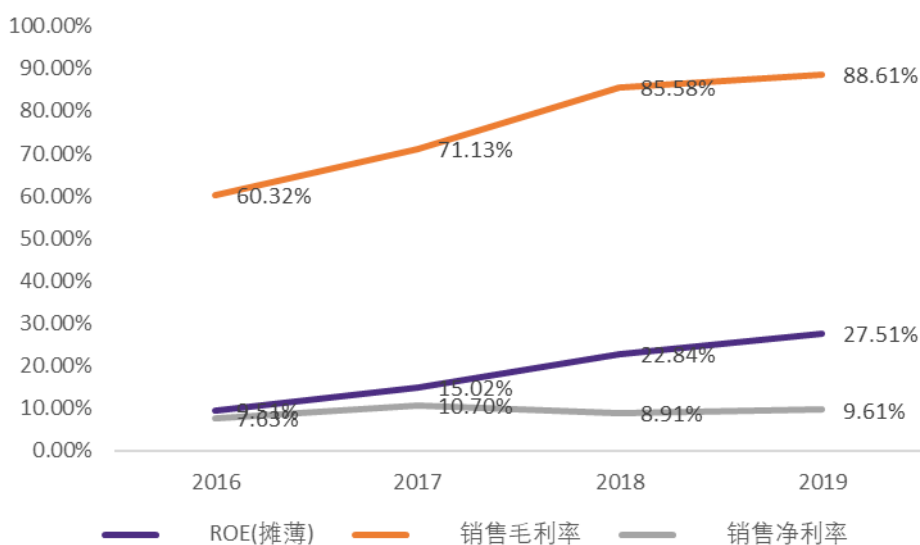
图表 4：2016-2019 年公司营收、归母净利润和扣非净利润（万元）



资料来源：Wind, 华鑫证券研发部

2016-2019 年，公司产品的销售毛利率逐年提升，2019 年达到 88.61%；销售净利率表现平稳，2019 年达到 9.61%。公司 ROE 逐年提升，2019 年达到 27.51%。总体来看，公司盈利能力良好。

图表 5：2016-2019 年公司盈利能力分析



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

2. 帕拉米韦市场空间广阔

公司创新药帕拉米韦氯化钠注射液是一种新型的抗流感病毒药物，该药是神经氨酸酶抑制剂中对甲型、乙型流感病毒退热时间最快的药物。流感病毒是呼吸道传播病毒，具有极高的基因重配及基因突变频率；流感病毒导致多种症状，并导致肺炎、全身炎症反应等症状，有一定的致命性；流感病毒引起的传染性极强，每年都造成大量经济损失，导致数千人死亡；近年来，国内流感发病率也大幅提升。

帕拉米韦的主要竞争对手有奥司他韦和扎那米韦，三者皆是神经氨酸酶抑制剂，是目前抗击人感染高致病性禽流感和新甲型 HxNy 流感病毒核心药物。扎那米韦是 1999 年美国 FDA 批准的首个神经氨酸酶抑制剂，剂型为吸入剂；奥司他韦 1999 年被美国 FDA 批准上市，口服给药。帕拉米韦由公司于 2013 年成功研发，是“应急防控关键技术及产品的研究和开发”项目主要科技成果之一。

图表 6：帕拉米韦与其竞争对手优劣势对比情况

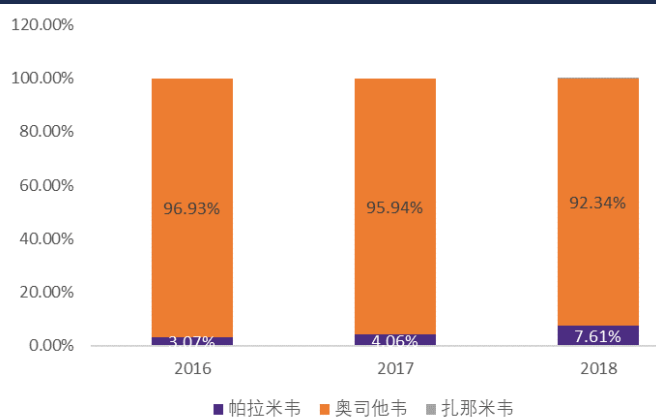
	帕拉米韦氯化钠注射液	磷酸奥司他韦胶囊	扎那米韦吸入粉雾剂
疗效	总有效率：94.4% 中位发热缓解时间：17.8h 中位症状缓解时间：27.9h	总有效率：82% 中位发热缓解时间：22.3h 中位症状缓解时间：42.7h	流感病毒转阴率：93.3% 体温复常时间：38.63±24.81h 流感症状缓解时间：95.31±29.24h
给药方式	静脉注射	口服	经口吸入
疗程	轻症，单次静滴； 重症，1天1次，1~5天	1天2次，5天	1天2次，5天
适用人群	全年龄段	1岁以上儿童及成人	7岁以上儿童及成人
不良反应	包括临床检测值异常的不良反 应，主要有腹泻、呕吐、嗜中 性粒细胞减少、蛋白尿	包括轻度至中度恶心和呕吐， 以及腹泻、支气管炎、腹痛、 头痛、头晕、咳嗽、失眠、眩 晕；精神方面表现为行为异 常、谵妄等	包括头痛、腹泻、恶心、呕吐、鼻部症 状、支气管炎、咳嗽等；最常见的实验 室异常包括肝酶的升高、CPK 升高、淋 巴细胞减少、嗜中性粒细胞减少等。此 外，还包括支气管痉挛、神经精神事件、 过敏反应等
价格	100ml (帕拉米韦 0.15g:氯化钠 0.9g), 115.79 元/瓶 (2019 年山东中标价)	达菲：75mg*10 粒/盒, 209.1 元/盒；可威 75mg*10 粒/盒， 137.57 元/盒 (2019 年山东 中标价)	5mg*20 泡, 234 元/盒 (2019 年浙江 中标价)

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

对比奥司他韦和扎纳米韦，帕拉米韦优势明显。奥司他韦和扎纳米韦最大的问题是不可避免的出现不同程度的耐药性，帕拉米韦因为其独特的耐药突变基因，使得其临床应用时耐药性发生几率更低；并且，帕拉米韦对甲型或乙型流感均有效，适用于各年龄段人群用药；相较于其他两者，帕拉米韦的半衰期也显著延长，并因为帕拉米韦采用静脉注射的给药方式，注射药物可以较高浓度直达血管导致药物发挥作用时间较长，解离速度较低，减少了其用药次数。

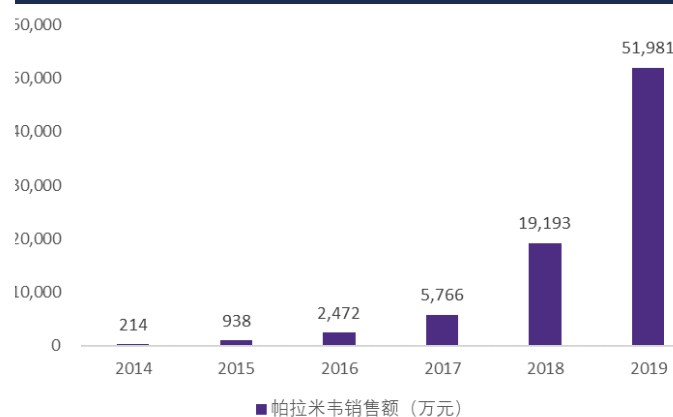
近年来国内市场基本由奥司他韦占据，随着用药终端对帕拉米韦制剂产品在临床领域得到进一步认可和熟悉，帕拉米韦上市以来实现了快速放量，2019年销售收入已达到5.20亿元，同比增长242%，未来有望成为20亿元级的重磅品种。

图表 7：2016-2018 年帕拉米韦市场份额一览



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 8：2014-2019 年帕拉米韦销售额

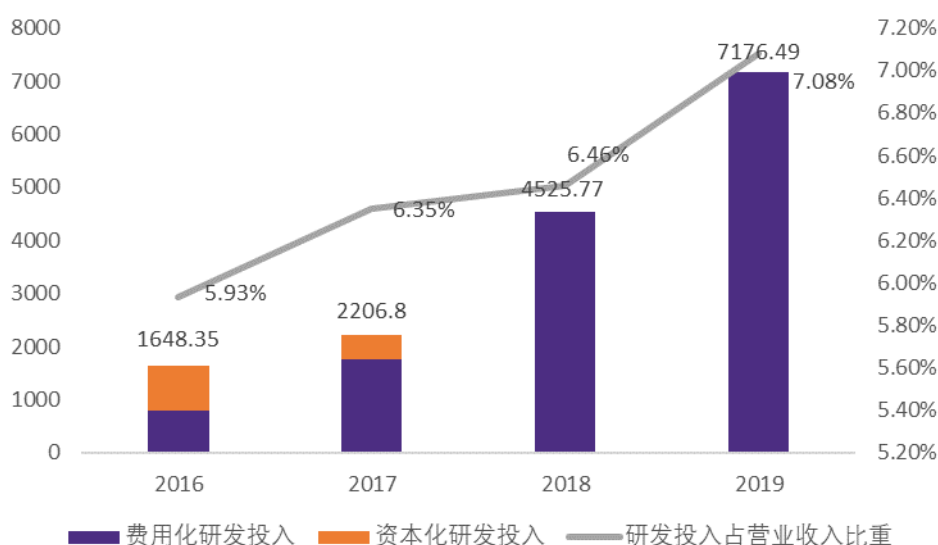


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

3. 公司由技术引进到自主研发，在研项目持续推进

公司自 2009 年从军科院毒物药物研究所引进帕拉米韦氯化钠注射液相关技术及临床批件，开始了十余年的新药研发历程。当前公司在研项目较多，研发投入逐年增长，由 2016 年的 1648 万元，增长到 2019 年的 7176 万元。

图表 9：2016-2019 年公司研发投入资本化及费用化增长情况



资料来源：Wind, 华鑫证券研发部

公司持续深耕抗流感药物领域，通过技术转让和大量的自主研发，帕拉米韦氯化钠注射液和儿童专用规格帕拉米韦氯化钠注射液相继上市。公司后续开展新一代抗流感创新药 NX-2016 及帕拉米韦改良新药的研发，打造抗流感药物核心竞争力。此外，公司 2010 年开始抗肿瘤药物先导化合物的筛选工作，通过美他非尼、美氟尼酮等新药的研究，公司掌握了药物先导物的分子设计和发现技术、先导化合物优化技术两个新药研发基础核心技术，NX-2016 的研发也是基于此技术。

图表 10：公司现有研发管线

药物名称	临床应用	药物类别	适应症	临床前	IND	I 期	II/III 期	NDA	来源
美他非尼	一线或二线治疗晚期肝癌	创新药	抗流感	█					自主研发
盐酸美氟尼酮	一线用药治疗糖尿病肾病	创新药	糖尿病肾病	█					技术引进再创新
帕拉米韦吸入溶液	一线用药治疗流感	改良新药	抗流感	█					自主研发
帕拉米韦干粉吸入剂	一线用药治疗和预防流感	改良新药	抗流感	█					自主研发
NX-2016	一线用药治疗和预防流感	创新药	抗流感	█					自主研发

资料来源：公司公告, 华鑫证券研发部

美他非尼是第三代非尼类多靶点激酶抑制剂，能抑制 VEGFR-2、VEGFR-3、PDGFR、C-Kit 及 Raf 等多个激酶。肾细胞癌（RCC）、肝细胞癌（HCC）和胃癌都是富血管性肿瘤，美他非尼通过抑制阻断肿瘤新生血管形成和肿瘤细胞的分化与增值来抑制肿瘤的生长，延长晚期癌症病患的生存期。目前，公司正在完成针对晚期肝癌实体肿瘤患者的 I 期临床试验，并已于 2019 年 12 月初启动美他非尼片 Ib/IIa 期临床研究。

盐酸美氟尼酮的适应症为糖尿病肾病，主要通过影响细胞外基质、抗氧化应激、抗炎等多方面作用。目前临床上尚无针对糖尿病肾病有效的治疗药物，盐酸美氟尼酮可以通过抑制高糖或 TGF- β 1 诱导的肾小球系膜细胞增殖及活化、减少胶原的合成、促进胶原降解、抑制促纤维化因子表达及抑制炎症因子的表达进而发挥其抗肾纤维化作用。在动物体内药效研究中，盐酸美氟尼酮已展现出一定疗效，目前该项目已批准临床，即将进入临床研究。

帕拉米韦改良型新药可丰富给药途径，并且吸入给药可能显示了比口服和注射给药优越的疗效和更好的安全性。帕拉米韦干粉吸入剂将主要用于普通人群流感的预防和治疗；帕拉米韦吸入溶液有可能成为全球首个抗流感雾化吸入溶液，主要针对婴幼儿院外预防和治疗以及重症病人的院内治疗。

NX-2016 是新一代抗流感药物，属于第三代新型抗流感药物内切酶抑制剂。内切酶是流感病毒 RNA 聚合酶复合物中特异性的病毒酶，NX-2016 对流感病毒聚合酶酸性蛋白内切酶有抑制作用，能够在流感病毒复制的早期阻断病毒复制。目前，公司成功发现了 NX-2016 等多个结构新颖的内切酶抑制剂化合物系列，处于成药性研究阶段。

4. 公司估值及询价分析

4.1 历史估值参考法分析

从公司历年融资及股权转让情况来看，2019 年 4 月，公司完成股权转让后，投后估值达到 8.9 亿元，按公司 2018 年归母净利润 0.54 亿元来测算，当期 PE 估值在 16.5 倍左右。考虑到二级市场相对一级市场的估值溢价，以及公司业绩的成长性，综合分析，我们在公司 2019 年初 8.9 亿元的基础上，给予 180% 的溢价率，则公司对应的当前估值约为 24.9 亿元。

图表 15：公司近年融资历程

时间	股本变动明细	投后估值（亿元）
2016年6月	增资	3.4
2019年4月	股权转让	8.9

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 16：公司历史估值溢价分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
溢价率	80%	100%	120%	150%	180%	200%	230%	250%	280%
估值（亿元）	16.0	17.8	19.6	22.3	24.9	26.7	29.4	31.2	33.8

资料来源：华鑫证券研发部

4.2 相对估值 PE 法分析

公司主营创新药帕拉米韦氯化钠注射液和系列仿制药，并有多项在研项目。考虑到公司的行业分类、业务特点和业务模式，我们选取特宝生物、康辰药业、海辰药业和哈三联作为可比公司。可比公司均有较强的自主研发能力，特宝生物（688278）上市产品中包括生物制品国家一类新药派格宾；康辰药业（603590）拥有国家一类新药苏灵和在研一类新药迪奥、CX1003、CX1026 等；业务模式方面，海辰药业（300584）和哈三联（002900）都受到医药行业外部政策影响，报告期内出现销售模式调整，与本公司业务模式调整情形类似。当前可比公司的 PE 在 85.0 倍左右。

图表 73：可比公司估值水平

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS TTM	PE TTM
688278	特宝生物	37.56	153	0.14	265.3
603590	康辰药业	36.96	59	1.94	19.0
300584	海辰药业	28.24	34	0.82	34.4
002900	哈三联	11.82	37	0.55	21.4
平均值					85.0

资料来源：Wind、华鑫证券研发部（注：数据日期为 2020 年 3 月 3 日）

关于南新制药未来三年的发展情况，我们做出以下假设条件：1) 公司帕拉米韦氯化钠注射液销售情况良好；2) 公司在研项目进展顺利，不断丰富自身产品结构；3) 期间费用控制良好。基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年实现归属母公司所有者净利润分别为 1.29 亿元、1.67 亿元和 2.09 亿元。

综合考虑公司的收入利润规模，业绩成长性、发展潜力以及不同市场的估值差异等因素，我们按 2020 年 30 倍 PE 估值进行测算，得出公司对应的当前估值约为 38.8 亿元。

图表 14：PE 估值分析

	悲观预期			中观预期			乐观预期		
PE	20	23	25	27	30	33	35	37	40
市值（亿元）	25.9	29.7	32.3	34.9	38.8	42.7	45.3	47.9	51.7

资料来源：华鑫证券研发部

4.3 绝对估值 DCF 法分析

公司属于创新药研发生产的高新技术企业，收入和利润已形成一定的规模，我们对公司的产品线和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 1.15，无风险利率为 3.30%，WACC 值为 8.90%，永续增长率为 2%。最后，我们采用 DCF 法预测公司估值约为 45.9 亿元。

图表 15：DCF 估值参数

假设	数值
无风险利率	3.30%
Beta（考虑杠杆）	1.15
WACC	8.90%
股权比例	95.32%
永续增长率	2%
市值（亿元）	45.9

资料来源：华鑫证券研发部

4.4 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 24.9 亿元，采用 PE 法预测公司估值为 38.8 亿元，采用 DCF 法预测公司估值为 45.9 亿元。我们以 PE 估值法为主，历史估值参考法和 DCF 估值法为辅，对公司进行估值测算，分别给予历史估值参考法 20%权重、PE 估值法 60%权重、DCF 估值法 20%权重，最终得出公司当前估值约

为 37.4 亿元。

我们假设公司本次发行新股数量为 3500 万股，公司发行后总股本为 14000 万股；根据公司预测市值 37.4 亿元，得出公司对应股价为 26.74 元/股，建议询价区间为 [23.26, 30.23] 元/股。（注：本报告仅供参考，不作为具体投资建议）

图表 16：公司估值测算与询价分析

历史估值法估值(亿元)	24.9	20%
PE估值法估值(亿元)	38.8	60%
DCF估值法估值(亿元)	45.9	20%
市值(亿元)	37.4	
发行后总股本(万股)	14000	
每股股价(元/股)	26.74	
询价区间(元/股)	23.26	30.23

资料来源：华鑫证券研发部

5. 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 3500 万股，不低于本次发行完成后股份总数的 25%，拟募集资金 6.69 亿元。实际募集资金金额将根据实际发行价格和发行数量确定。

图表 17：公司募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟用本次募集资金投入金额(万元)	备案情况	环评情况
1	创新药研发	40,960.00	40,960.00	备案号：2019052	不适用
2	营销渠道网络升级建设	12,010.05	12,010.05	备案号：2019051	不适用
3	补充流动资金	14,000.00	14,000.00	不适用	不适用
合计		66,970.05	66,970.05	-	-

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

本次募集资金基本用于公司创新药研发，具体项目为美他非尼、盐酸美氟尼酮、帕拉米韦吸入溶液和帕拉米韦干粉吸入剂。公司致力于具有自主知识产权的创新药研究与开发。因创新药物研发难度高、耗时长，且随着公司在研创新药数量的增多、研

究领域的不断扩大，国家对药品注册申报的要求不断提高等原因，导致研发成本不断上升。本次募集资金的投入将有效解决创新药研发的资金问题，公司研发效率有望得到提升，加快新药研发进程并巩固公司行业地位。

6. 风险提示

- 1) 核心产品销量不达预期风险：核心产品帕拉米韦氯化钠注射液的销售不及预期会影响公司的营收和利润；
- 2) 核心产品被仿制的风险：公司创新药帕拉米韦已过监测期有一定可能被仿制，可能会影响公司产品的市占率；
- 3) 行业政策和药品招标风险：医保目录动态调整、调整医保支付标准和改革招标采购方式可能会影响公司的产品销售情况。

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>