2020 年 7 月 7 日

药石科技（300725）：分子砌块小龙头，高成长可期

推荐(维持)

医药生物

当前股价：120.36 元

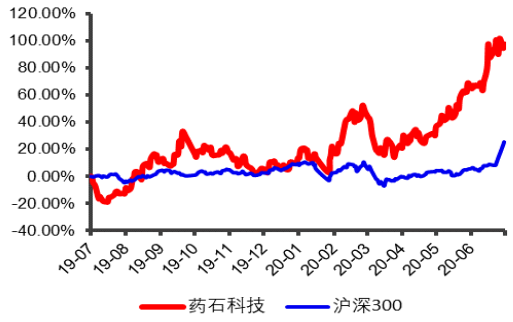
主要财务指标（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	662	873	1,231	1,660
（+/-）	38.5%	31.9%	41.0%	34.8%
营业利润	164	223	312	412
（+/-）	14.4%	36.5%	39.9%	31.9%
归属母公司净利润	152	205	285	374
（+/-）	14.0%	35.1%	38.7%	31.2%
EPS（元）	1.05	1.42	1.97	2.58
市盈率	114.6	84.8	61.2	46.6

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	14479 / 9695
流通市值（亿元）	117
每股净资产（元）	5.24
资产负债率（%）	28.0

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
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

投资要点：

● **分子砌块小龙头。**药石科技成立于 2006 年，2017 年在创业板上市，主要从事药物分子砌块的研发、生产和销售。多年来，公司凭借强大的研发能力和合成经验，构建了一个品类多样、结构新颖、性能高效的药物分子砌块库，能够快速响应新药研发企业的需求，向客户提供克级、十千克级、百千克级及以上规模的药物分子砌块。公司 2019 年实现营业收入 6.62 亿元、归母净利润 1.52 亿元，近四年的营业收入和净利润的复合增长率达 48.51%和 66.20%。

● **创新研发投入持续加大，分子砌块市场前景广阔。**全球医药市场规模于 2018 年增长至 1.27 万亿美元，医药研发支出呈现稳定上升趋势，全球在研新药数量从 2010 年的 9737 个增长到 2017 年的 14872 个，2020 年预计全球药物研发投入将超过 1800 亿美元。分子砌块主要应用于新分子实体药物的研发，新分子实体是具有某种生物活性的化学结构，为化学药品的创新源头，在药物研发过程中起着关键作用。据预测，全球医药研发支出中有 30%用于药物分子砌块的购买和外包服务等，药物分子砌块等市场规模预计在 400-500 亿美元左右。

● **研发实力雄厚，商业化能力不断提高。**公司服务于全球药品研发企业，通过持续关注药物研发领域最新动向，主动储备完善热点疾病药物研发领域所需的药物分子砌块，目前分子砌块库中包含约 5 万种药物分子砌块。公司产品绝大部分为自主研发，不受知识产权保密条款的约束，可以同时供给多家跨国医药巨头、中小医药和生物技术企业和 CRO 公司。随着客户研发进程的推进，公司业务也在不断向下延伸，能够持续生产更大量级的分子砌块和原料药中间体，为新药研发企业提供全流

程服务。随着酶化学技术、连续流化学技术等工艺技术的日益成熟，公司的规模生产效率不断提高，山东药石和浙江晖石产能的不断释放为公司产品的商业化生产提供了良好保障。

- **盈利预测：**我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 2.05 亿元、2.85 亿元、3.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.42 元、1.97 元、2.58 元，当前股价对应 PE 分别为 84.8/61.2/46.6 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**公司产能放量不及预期风险；客户新药研发失败风险；行业竞争加剧导致客户流失风险。

目录

一、小分子药物分子砌块龙头企业 5

1.1 公司概况 5

1.2.公司主营构成与盈利能力分析 6

二、新药研发投入不断加大，分子砌块市场前景广阔 8

2.1 新药研发投入不断加大，外包企业应运而生 8

2.2 分子砌块助力新药研发，发展前景广阔 9

三、公司分子砌块研发实力雄厚，商业化能力逐步提升 10

3.1 公司研发实力雄厚，服务于全球新药研发企业 10

3.2 产业链纵向延伸，客户黏性增强 11

3.3 工艺技术不断提升，产能扩张稳步推进 12

四、盈利预测与投资评级 13

五、风险提示 14

图表目录

图表 1：公司股权结构 5
图表 2：子公司经营情况 6
图表 3：公司 2019 年分子砌块产品构成 6
图表 4：近五年公司营业收入构成情况 7
图表 5：近五年公司营业收入和归母净利润增长情况 7
图表 6：近五年公司盈利能力分析 8
图表 7：全球药品研发投入规模 8
图表 8：分子砌块库在药物研发阶段用途 9
图表 9：公司分子砌块库需求分析 11
图表 10：公司产能布局概况 13

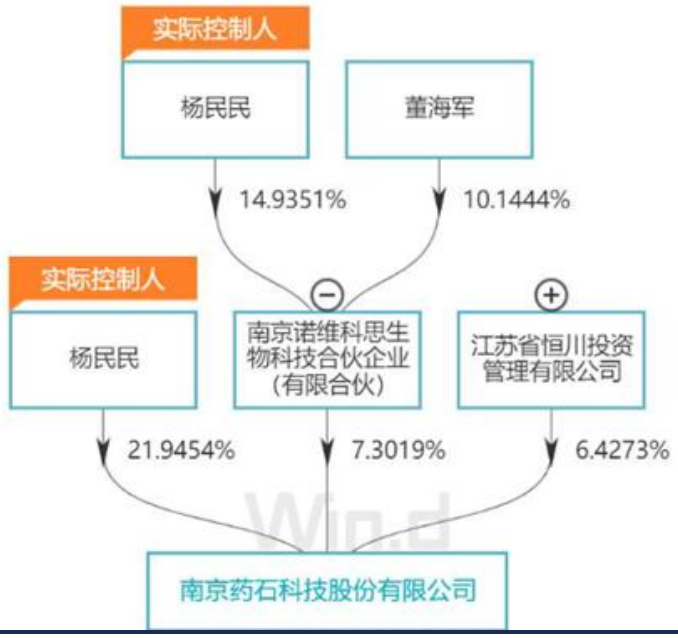
一、小分子药物分子砌块龙头企业

1.1 公司概况

南京药石科技股份有限公司（药石科技，300725.SZ）成立于 2006 年，主要从事药物分子砌块的设计、合成和销售，于 2017 年在创业板上市。多年来，公司积累了大量药物分子砌块合成经验，凭借自身强大的研发能力，自主、有针对性地设计和合成可能应用于最新、最热门的医药研发项目的药物分子砌块，构建了一个品类多样、结构新颖、性能高效的药物分子砌块库。公司的最终客户为新药研发企业，能够快速响应并及时向客户提供其所需药物分子砌块产品，其中包括克级、十千克级、百千克级及以上规模的药物分子砌块。

公司股权结构较为集中，董事长杨民民直接持有公司 21.95%股份，并通过诺维科思间接持有公司 7.30%股份，合计持有公司 29.25%股份，为公司的实际控制人。近年来，公司通过收购和新设子公司，不断扩大业务范围和提高产能。目前公司共有 9 家控股公司和 1 家参股公司，其中山东药石 2019 年实现营业收入 12960 万元、净利润 990 万元，浙江晖石 2019 年实现营业收入 15466 万元，净利润-1976 万元。

图表 1：公司股权结构



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 2：子公司经营情况

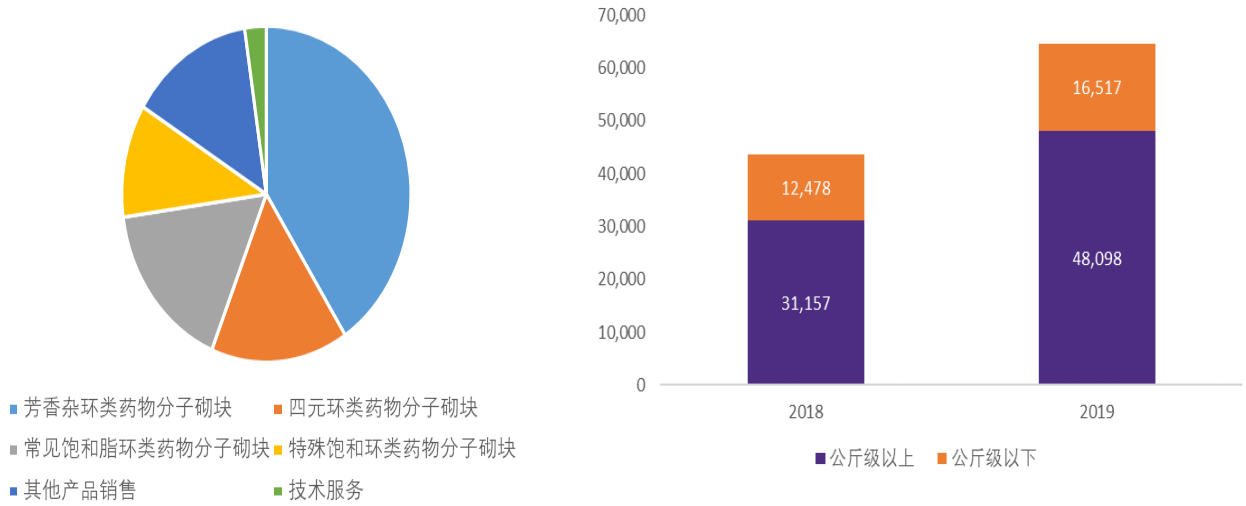
	被参控公司	主营业务	参控关系	持股比例（%）	2019年营业收入（万元）	2019年净利润（万元）
1	山东药石药业有限公司	生产销售	子公司	100	12,960	990
2	南京药建康科医药科技有限公司	科学研究和技术服务业	子公司	100	30	-731
3	Pharm abolck(USA),Inc.	销售	子公司	100	7601	1035
4	南京安纳康生物科技有限公司	药物研发,技术服务及咨询	子公司	100	59	-279
5	南京富润凯德生物医药有限公司	药物研发	子公司	100	2,748	364
6	南京天易生物科技有限公司	药物研发,技术咨询服务及销售	子公司	100		
7	Pharm a Block LLC		子公司	100		
8	南京智微生物科技有限公司	药物研发,技术咨询服务及销售	子公司	80		
9	浙江药石化学工程技术有限公司	药物研发,技术咨询服务及销售	子公司	100		
10	浙江晖石药业有限公司	生产,制造,销售	联营企业	37	15,466	-1,976

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

1.2.公司主营构成与盈利能力分析

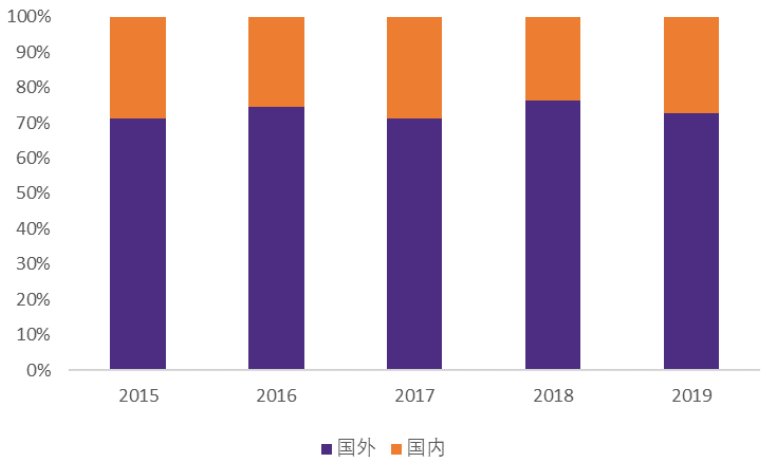
公司主要从事药物分子砌块的研发、生产和销售，主要销售芳香杂环类、四元环类、常见饱和脂环类和特殊饱和环类四大类药物分子砌块。其中芳香杂环类充当母核的作用，占比最大；其他四元环类、脂环类和特殊环类分子用于连接基团或调节分子理化性质、药代动力学性质。除此之外，公司在提供分子砌块产品的同时，还会为客户提供少量的研发和工艺开发等技术服务，因此销售和技术服务也占有一定收入比例。从分子砌块的量级上看，2019 年公斤级以上的分子砌块实现营收 48098 万元，占比为 74.44%；公斤级以下的分子砌块实现营收 16517 万元，占比为 25.56%。从近五年客户组成上看，公司产品订单来自全球多个国家和地区，海外销售占比在七成以上。

图表 3：公司 2019 年分子砌块产品构成



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：近五年公司营业收入构成情况

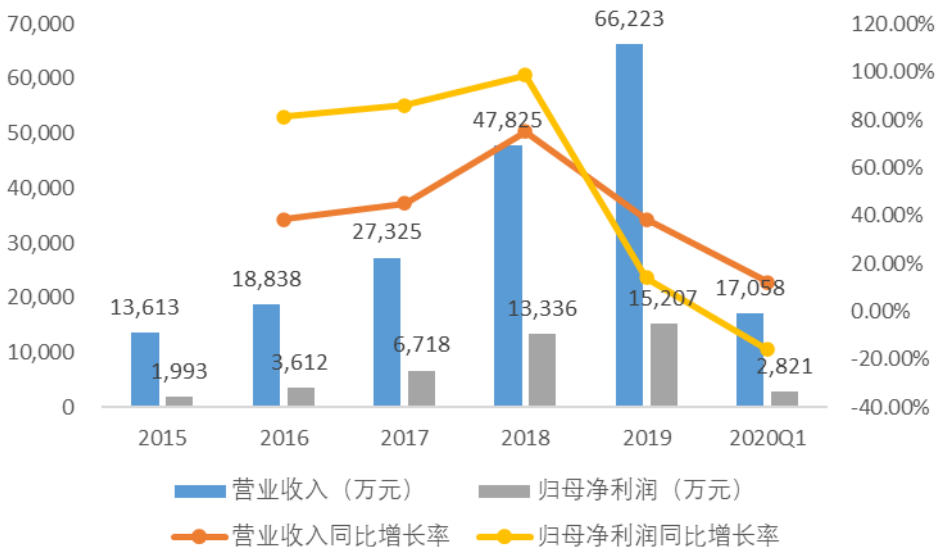


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2015-2019 年公司营业收入和归母净利润呈快速增长态势，复合增长率分别达 48.51%和 66.20%。2020 年一季度，受疫情延迟复工生产、去年同期高基数等因素影响，营收增速有所放缓，实现营业收入 17058 万元（+12.30%），利润端由于股权激励费用的摊销使得管理费用大增，实现归母净利润 2821 万元（-15.81%）。

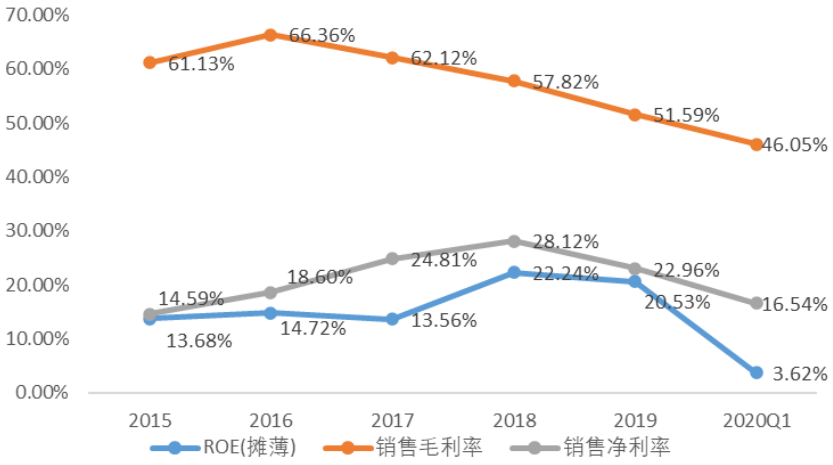
近五年来，由于较低毛利率的公斤级以上分子砌块订单增加较快，规模化生产加大，公司产品的毛利率呈下降趋势，2020Q1 毛利率为 46.05%。由于毛利率的下降，近三年公司的销售净利率也有所下降，2020Q1 销售净利率为 16.54%。从 ROE 水平上看，2018 年和 2019 年 ROE 都在 20%之上，公司盈利能力较强。

图表 5：近五年公司营业收入和归母净利润增长情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6：近五年公司盈利能力分析



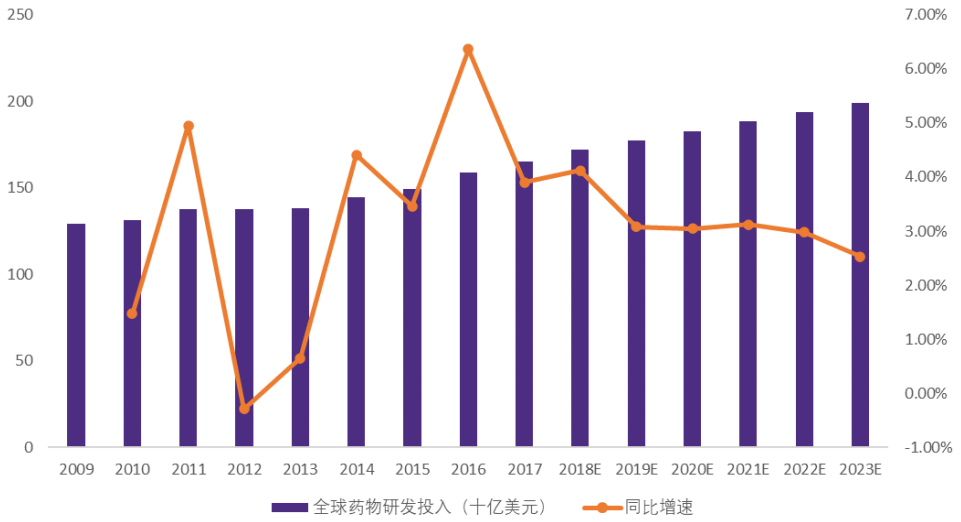
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、新药研发投入不断加大，分子砌块市场前景广阔

2.1 新药研发投入不断加大，外包企业应运而生

近年来，全球医药市场规模始终保持增长态势，市场规模由 2014 年的 1.04 万亿美元增长至 2018 年的 1.27 万亿美元，据 Frost & Sullivan 预测，全球医药市场规模将于 2023 年达到 1.69 万亿美元。新药研发是全球医药行业创新之源，近年来全球医药研发总支出总体呈现稳定上升趋势，预计 2020 年全球药物研发投入将超过 1800 亿美元。2010-2017 年，全球在研新药数量也从 9737 个增长到 14872 个。

图表 7：全球药品研发投入规模



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

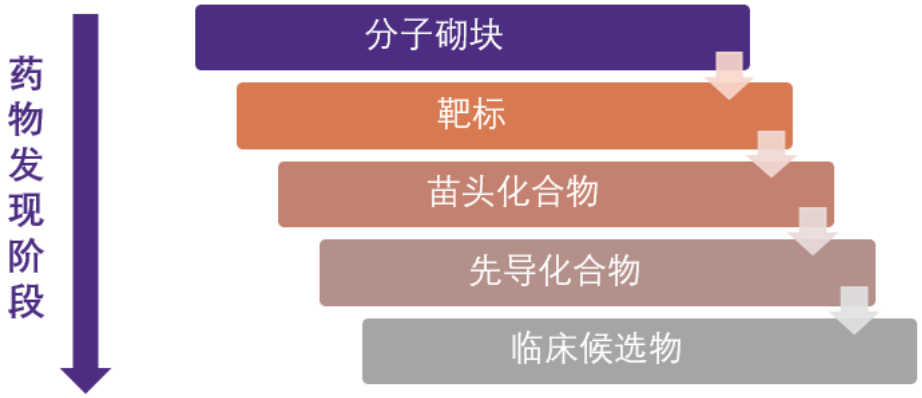
由于药物研发成本的升高和研发难度的加大，为了加快药物的研发进程、提高研发效率，制药公司的研发模式有所转变，从全部自身研发到后来的部分内部研发加上部分研发外包，到现在大型制药公司研发倾向于直接项目购买以及和科研院所合作研发。在外包和外采的大趋势下，一批 CRO、CDMO 公司和专业化的产品供应商应运而生。

2.2 分子砌块助力新药研发，发展前景广阔

分子砌块是指用于设计和构建药物活性物质的小分子化合物，一般分子量小于 300，具有结构新颖、品种多样等特点。分子砌块主要应用于新分子实体药物（New Molecular Entity，NME）的研发。新分子实体是指具有某种生物活性的化学结构，是化学药品创新源泉，在药物研发过程中起着关键作用。NME 的研发成本非常高昂，但发展前景和经济效益非常显著。

在新药研发起始的药物发现阶段，研发企业需要对成千乃至上万个化合物进行筛选和评估，从而筛选出有研究价值的苗头化合物、先导化合物，最终确定临床候选物。用于筛选和评估的化合物是由多个药物分子砌块通过化学合成方法连接在一起组成的。由于每种类型的药物分子砌块有不同的性质和功能，分别用于调节化合物的水溶性等理化性质、生物活性等，因此得到的用于筛选和评估的化合物也会表现出不同的特点。

图表 8：分子砌块库在药物研发阶段用途



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

为了加快研发进度、节约成本，研发企业一般会通过外购和外包研发的方式从市场上得到所需药物分子砌块。运用药物分子砌块库可以快速发现化合物的结构与活性关系，大大提高药物研发的效率和成功率。因此，研发机构往往会一次性采购数百种乃至上千种药物分子砌块以丰富其化合物库的多样性，从而增加筛选成功机率。据哈佛医学院健康政策系 Richard G. Frank 估计，全球医药研发支出中有 30%用于药物分

子砌块的购买和外包服务。在全球医药研发稳步增长的情况下，药物分子砌块研发和生产行业也具备了广阔的发展前景，预计当前药物分子砌块和外包服务等的市场规模在 400-500 亿美元左右。

三、公司分子砌块研发实力雄厚，商业化能力逐步提升

3.1 公司研发实力雄厚，服务于全球新药研发企业

公司深耕分子砌块的研发生产，利用自身在药物化学、分子模拟和有机合成方面的经验，设计、合成结构新颖、性能高效的药物分子砌块以帮助新药研发企业在药物发现阶段快速、高效确定临床候选物。目前，公司的分子砌块库中包含约 5 万种分子砌块。

通过多年的经营，公司组建了具有核心技术竞争力的专业技术团队，截至 2019 年底，公司研发技术人员共计 191 人，占公司总员工数量的 29.25%。员工的教育背景以有机化学、药物化学、应用化学、制药工程、化学工程等相关专业为主。核心技术人员杨民民博士、董海军博士、SHIJIE ZHANG 博士等在化学制药领域具有良好的专业教育和学术背景，同时具备在知名跨国药企的药品开发、管理经验。公司核心团队中有多人曾从事过新药研发工作，对新药研发的趋势有深入了解。

创新药研发企业对研发效率有着很高要求，供货是否及时是客户选择供应商的关键指标。公司通过持续、定期地分析药品专利，分析权威期刊和数据库，对药物研发市场和行业需求进行积极调研和准备，根据药物研发领域的最新动向，主动储备和完善热点疾病药物研发领域所需的药物分子砌块，以便在客户提出需求时及时供货，甚至引导市场热点、创造新的客户。

公司服务于全球药品研发企业，最终用户为跨国医药巨头、中小医药和生物技术企业，以及专业从事医药定制研发业务的企业及各大药物研发科研院所。目前，公司长期合作的客户涵盖了诺华、默克、吉利德、艾伯维、新基等全球知名的跨国医药巨头和福泰制药、LOXO、 Agios 等生物技术公司，以及药明康德、康龙化成、凯莱英等国内外专业从事生物医药研发和生产的服务外包企业。

有别于传统的 CRO 公司，公司的药物分子砌块绝大部分为自主研发，不受知识产权保密条款的约束，可以同时供给多家客户。公司定期向客户更新公司的产品目录，

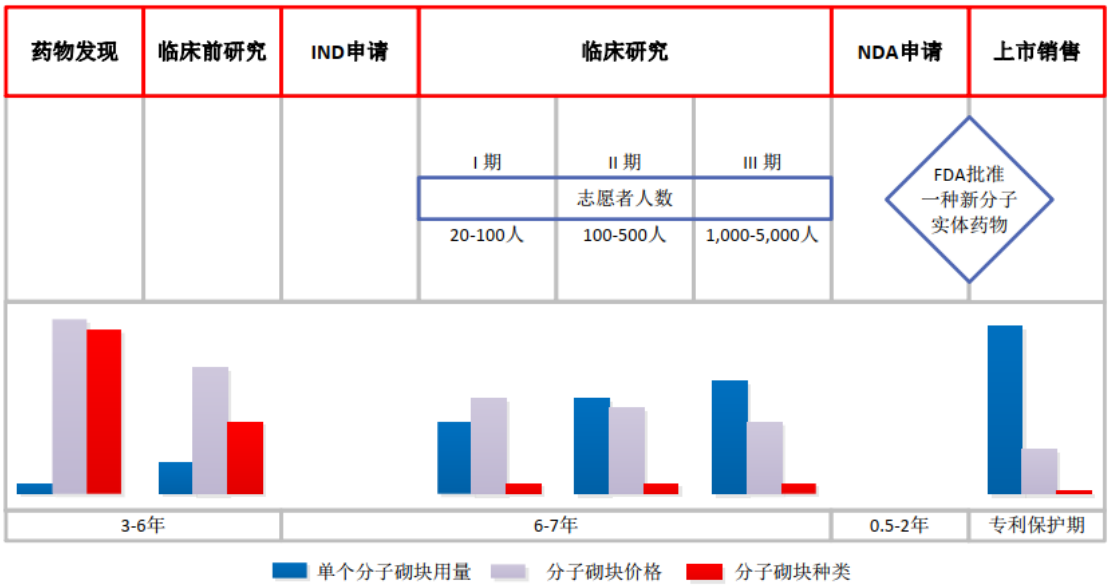
通过商务拓展及销售团队通过日常、周期性的客户拜访、电话商谈等方式深入了解客户的研发方向、研发进度及最新需求以维持良好的客户关系。

3.2 产业链纵向延伸，客户黏性增强

随着客户药物研发进程的不断推进，当药品进入临床前开发阶段，对药物分子砌块的需求量会增加到千克级规模；当药品进入临床试验阶段，对药物分子砌块的需求量会上升到百千克级规模；如果药品临床试验成功后上市销售，对药物分子砌块的需求量会达到吨级规模。在客户新药研发推进的过程中，公司可以持续为客户提供分子砌块、新药原料药的规范化关键起始物料或中间体。

近年来，公司不断完善研发、中试及产业化三大平台，使自身产品能够更广泛地应用于药物发现、临床前开发和临床开发及上市后的各个阶段，全面打造纵向一体化服务，提供从实验室级别的分子砌块的设计、合成、供应到药物定制合成、工艺开发，以及关键中间体的商业化生产，为新药研发企业提供全流程服务。

图表 9：公司分子砌块库需求分析



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

因为公司从药物发现阶段就开始接触客户，优质的产品为公司带来了良好口碑。随着药物研发进程的不断推进，药企为减少更换供应商的风险，往往也会优先选择公司继续作为在研产品的分子砌块供应商。从源头上开始提供服务这一特点能够加大客户黏性，有利于公司产业链的纵向延伸。例如 LOXO 公司自药物筛选阶段就开始与公司合作，该项药品研发进展顺利，目前已经处于临床阶段，随着 LOXO 药品研发进程的不

断推进，公司有望持续为 LOXO 供应更大量级的分子砌块和原料药中间体。

3.3 工艺技术不断提升，产能扩张稳步推进

为了满足客户在新药研发各个阶段对分子砌块的不同量级需求，公司不断加大在新技术新设备方面的研发投入，加强工艺研究和开发水平，积极探索生物医药产品绿色、安全和智能化的先进制造模式以提升生产效率。公司于 2018 年 7 月任命章世杰博士担任首席技术官，全面负责工艺生产业务。经过多年来对工艺技术的创新研究，酶化学技术、连续流化学技术、微填充床加氢技术等工艺技术日益成熟，

在产能方面，南京本部主要从事药物分子砌块设计、研发以及克级、千克级产品的生产，反应釜总体积为 1610L。克级规模的药物分子砌块合成主要在研发通用实验室（反应釜体积为 1-10L）中完成；千克级规模的药物分子砌块生产主要在千克级实验室（反应釜体积为 30-50L）中完成；而百千克级或吨级规模的药物分子砌块则需要在生产车间中完成。

2016 年 1 月，公司收购了山东谛爱（现已改名为山东药石），作为新药原料药的关键起始物料、中间体的中试放大和商业化生产的平台，主要从事药物分子砌块的生产工艺验证和产品生产，用于百千克级、吨级产品的合成。山东药石反应釜总体积在 31900L 左右。

2018 年 9 月，公司和南京药晖生物科技合伙企业共同收购了浙江博腾药业有限公司（浙江晖石）。浙江晖石于 2015 年 12 月正式投产，配备 300-6000L 反应釜近百台，可实现不同条件下的各种化学反应及新技术的生产实施。晖石具有较大的拓展空间，目前尚处于亏损状态。

浙江晖石与山东谛爱是公司的两大商业化生产基地，随着两大基地产能的逐步释放，公司药物分子砌块和关键中间体的商业化生产能力将得到进一步提高，能够充分保障客户产品商业化阶段的生产需求。公司 2019 年完成了多于 500 个不同系列的公斤级至吨级的分子砌块生产业务。随着工艺技术的提高和产能的释放，公司将逐步发展为高水准的一站式生物医药 CDMO 服务平台。

图表 10：公司产能布局概况

南京本部	克级	研发通用实验室	实验室生产
	千克级	千克级实验室	
山东谛爱	百千克级	非GMP生产基地	商业化生产
	吨级		
浙江晖石	百千克级	cGMP生产基地	
	吨级		

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

四、盈利预测与投资评级

我们预测公司 2020-2022 年实现归属于母公司净利润分别为 2.05 亿元、2.85 亿元、3.74 亿元，对应 EPS 分别为 1.42 元、1.97 元、2.58 元，当前股价对应 PE 分别为 84.8/61.2/46.6 倍，维持“推荐”评级。

五、风险提示

1）公司产能放量不及预期风险：公司处于产能建设期，产能释放可能不及预期；

2）客户新药研发失败风险：公司客户大多为创新药研发企业，研发项目面临失败风险，从而导致公司订单流失；

3）行业竞争加剧导致客户流失风险：CDMO 企业较大，公司客户存在流失风险。

表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
流动资产：				
货币资金	164	231	329	477
应收款	81	109	150	203
存货	207	252	342	443
其他流动资产	85	102	122	146
流动资产合计	537	694	944	1,270
非流动资产：				
固定资产+在建工程	258	283	305	325
无形资产+商誉	56	68	81	97
其他非流动资产	179	196	216	238
非流动资产合计	493	547	602	660
资产总计	1,029	1,241	1,546	1,929
流动负债：				
短期借款	60	63	67	70
应付账款、票据	125	148	194	243
其他流动负债`	92	102	112	123
流动负债合计	278	313	372	435
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	12	15	17
非流动负债合计	10	12	15	17
负债合计	288	325	387	453
所有者权益				
股本	145	145	145	145
资本公积金	318	318	318	318
未分配利润	298	452	667	947
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	741	916	1,160	1,477
负债和所有者权益	1,029	1,241	1,546	1,929

现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
净利润	152	206	285	374
折旧与摊销	22	25	30	36
财务费用	1	3	2	1
存货的减少	-65	-45	-90	-101
营运资本变化	1	-6	5	-4
其他非现金部分	16	-35	-41	-48
经营活动现金净流量	127	147	191	258
投资活动现金净流量	-301	-50	-53	-55
筹资活动现金净流量	51	-30	-40	-55
现金流量净额	-120	67	98	148

利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2021E
营业收入	**662**	**873**	**1,231**	**1,660**
营业成本	321	409	582	794
营业税金及附加	7	7	7	7
销售费用	24	35	47	65
管理费用	74	102	144	193
财务费用	-1	3	2	1
费用合计	98	140	193	259
资产减值损失	-5	2	3	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	**164**	**223**	**312**	**412**
加：营业外收入	9	10	11	12
减：营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**172**	**233**	**323**	**424**
所得税费用	20	27	38	50
净利润	**152**	**206**	**285**	**374**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**152**	**205**	**285**	**374**

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2021E
成长性				
营业收入增长率	38.5%	31.9%	41.0%	34.8%
营业利润增长率	14.4%	36.5%	39.9%	31.9%
归母净利润增长率	14.0%	35.1%	38.7%	31.2%
总资产增长率	35.2%	20.6%	24.6%	24.8%
盈利能力				
毛利率	51.6%	53.2%	52.8%	52.2%
营业利润率	24.7%	25.6%	25.4%	24.8%
三项费用/营收	14.8%	16.0%	15.7%	15.6%
EBIT/销售收入	26.5%	27.2%	26.6%	25.8%
净利润率	23.0%	23.5%	23.1%	22.5%
ROE	20.5%	22.4%	24.6%	25.3%
营运能力				
总资产周转率	64.3%	70.4%	79.6%	86.1%
资产结构				
资产负债率	28.0%	26.2%	25.0%	23.5%
现金流质量				
经营净现金流/净利润	0.84	0.72	0.67	0.69
每股数据（元/股）				
每股收益	1.05	1.42	1.97	2.58
每股净资产	5.12	6.33	8.01	10.20

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，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。

免责条款

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