



Research and  
Development Center

# 比翼齐飞抢占先机

—— 北陆药业 (300016.sz) 深度报告

2016年01月21日

李惜浣 医药行业分析师  
吴临平 医药行业分析师  
卢斯然 研究助理

## 比翼齐飞抢占先机

2016年1月21日

目标价:33.00元

### 本期内容提要:

- ◆ **造影剂龙头企业。**北陆药业股份有限公司是一家以生产造影剂及系列产品为主，同时兼顾精神类疾病以及糖尿病等其他领域并多元发展的医药企业。公司是国内造影剂品种最为齐全的企业，也是目前国内企业中唯一同时生产磁共振造影剂和非离子型碘造影剂产品的企业，齐全的产品规格能够充分满足不同类型患者的需要。随着全民医保的深入，作为诊断和治疗主要辅助手段的医学影像技术将进一步得到广泛应用，从而也带动了造影剂的需求。除了现有产品，公司2015年获批的碘帕醇是国内市场首仿制剂，未来有望为公司带来新的盈利增长。
- ◆ **布局精准医疗抢占先机。**2014年，公司先后收购了南京世和基因生物技术有限公司20%股权，介入基因检测领域；同时，公司还收购了深圳市中美康士生物科技有限公司51%的股权，并通过该公司收购北京纽赛尔生物科技有限公司75%的股权，布局肿瘤细胞免疫治疗领域，通过这些收购和投资，公司迅速实现了其在精准医疗领域的战略布局。肿瘤测序和免疫治疗两项业务互为支持相辅相成，通过公司本身拥有的渠道资源发挥协同效应，未来有望迅速占领此新兴市场，取得行业发展的先机。
- ◆ **兼顾其他治疗领域，使公司产品更加多元化。**公司同时进军精神神经以及糖尿病治疗领域，拥有国家药监局批准的第一个，也是目前唯一一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂九味镇心颗粒。与传统西药相比该药具有毒副作用轻微、无依赖性、可以长期用药等优势。目前由于未进入国家医保目录销售增长放缓，但仍具有广阔的市场前景。此外公司的两种糖尿病口服药瑞格列奈和格列美脲上市后销量保持高速增长。尽管目前市场上竞争对手较多且有招标降价的压力，但由于不断增加的用药需求，此项业务增速仍然保持稳定。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预测2015-2017年公司营业收入分别为5.77亿元、7.36亿元和9.42亿元，对应增长率分别为31.16%、27.50%和28.09%；归属母公司净利润分别为1.09亿元、1.42亿元和1.78亿元，对应增长率分别为26.19%、29.47%和25.72%，对应EPS(摊薄)分别为0.33元、0.43元和0.54元。参考公司相对估值，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**招标政策对药品价格的影响的风险；研发进度未达预期的影响；测序及免疫治疗布局开展未达预期风险。

## 证券研究报告

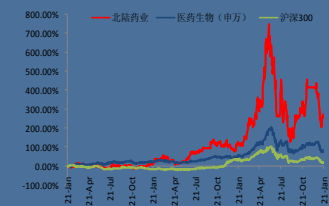
### 公司研究——首次覆盖

### 北陆药业 (300016.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 北陆药业相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2016.1.21)

收盘价(元)	27.50
52周内股价波动区间(元)	66.58-15.62
最近一月涨跌幅(%)	-22.56
总股本(亿股)	3.31
流通A股比例(%)	75.21
总市值(亿元)	90.89

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

李惜澆 行业分析师

执业编号：S1500512040001  
联系电话：+86 10 63081424  
邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师

执业编号：S1500514070004  
联系电话：+86 10 63081101  
邮箱：wulinping@cindasc.com

卢斯然 研究助理

联系电话：+86 10 63081021  
邮箱：lusiran@cindasc.com

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	331.62	439.98	577.07	735.74	942.44
增长率 YoY %	21.04%	32.68%	31.16%	27.50%	28.09%
归属母公司净利润(百万元)	65.97	86.77	109.50	141.77	178.23
增长率 YoY%	4.65%	31.52%	26.19%	29.47%	25.72%
毛利率%	71.36%	72.67%	72.48%	72.17%	72.15%
净资产收益率 ROE%	12.18%	14.67%	13.94%	14.15%	15.79%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.28	0.33	0.43	0.54
市盈率 P/E(倍)	138	105	83	64	51
市净率 P/B(倍)	15.30	13.74	9.60	8.61	7.57

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2016 年 01 月 21 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
公司简介 .....	2
组织结构 .....	2
业务概况 .....	3
公司竞争优势 .....	5
传统业务稳定发展，兼顾焦虑症糖尿病实现产品多元化 .....	5
积极快速布局新兴领域，实现未来高速增长 .....	12
盈利预测、估值与投资评级 .....	15
盈利预测及假设 .....	15
估值与投资评级 .....	16
风险因素 .....	17

## 图 目 录

图 1 公司股权结构图 .....	2
图 2 营业总收入及增长率 .....	3
图 3 净利润和增长率 .....	3
图 4 销售净利率和销售毛利率 .....	4
图 5 造影剂营业收入和年增长率 .....	4
图 6 各项业务占比 .....	4
图 7 各项业务毛利率 .....	4

## 表 目 录

表 1 公司子公司列表 .....	3
表 2 主要医疗影像技术原理及应用 .....	6
表 3 造影剂分类及主要品种 .....	6
表 4 北陆药业造影剂产品及竞争对手列表 .....	7
表 5 主要造影剂产品技术优势 .....	8
表 6 主要西药抗焦虑症药品种类及代表药物 .....	10
表 7 精神疾病在研产品及进度列表 .....	10
表 8 糖尿病口服药产品分类及机理 .....	11
表 9 公司糖尿病产品及竞争对手列表 .....	12
表 10 基因测序及免疫治疗领域布局 .....	14
表 11 各项业务 2015-2017 年盈利预测（万元） .....	16
表 12 可比公司估值 .....	17

## 投资聚焦

**投资逻辑：** 主营业务保持稳定增长，快速布局行业新兴领域有望于未来爆发新的盈利增长点。

竞争优势：

1. 公司长年深耕造影剂业务，主营业务发展稳定，在本领域具有良好的品牌形象和知名度；公司拥有齐全的造影剂产品线，是国内唯一一家同时生产磁共振造影剂和非离子型碘造影剂产品的企业。全民医保的深入，使得诊断和治疗主要辅助手段的医学影像技术将进一步得到广泛应用，从而也带动了造影剂的需求。2015年，公司的新产品碘帕醇作为国内首仿获得注册批件，未来将成为公司造影剂产品收入增长的新动力。
2. 2014年，公司先后收购了南京世和基因生物技术有限公司和深圳市中美康士生物科技有限公司，并通过该公司收购北京纽赛尔生物科技有限公司75%的股权。通过这些收购和投资，公司迅速实现了其在肿瘤检测和细胞治疗领域的战略布局。肿瘤测序和免疫治疗两项业务互为支持相辅相成，通过公司本身拥有的渠道资源发挥协同效应，未来有望迅速占领此新兴市场，取得行业发展的先机。
3. 兼顾其它治疗领域，产品线更加多元化。公司同时上市的产品还包括国家药监局批准的第一个，也是目前唯一一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂九味镇心颗粒，以及两个糖尿病口服药瑞格列奈和格列美脲。在研产品也有多个精神神经方面的药品目前处于临床或临床申请阶段。

### 股价催化剂

碘帕醇产品招标进展顺利，快速实现放量；细胞免疫治疗市场化加速，子公司市场占有率继续扩大，保持行业龙头地位。

### 盈利预测与投资评级

我们预测 2015-2017 年公司年营业收入分别为 5.77 亿元、7.36 亿元和 9.42 亿元，对应增长率分别为 31.16%、27.50%和 28.09%；归属母公司净利润分别为 1.09 亿元，1.42 亿元和 1.78 亿元，对应增长率分别为 26.19%，29.47%和 25.72%，对应 EPS（摊薄）分别为 0.33 元，0.43 元和 0.54 元。参考公司相对估值，首次覆盖给予“增持”评级。

### 风险因素

招标政策对药品价格的影响的风险；研发进度未达预期的风险；测序及免疫治疗布局开展未达预期风险。

## 公司简介

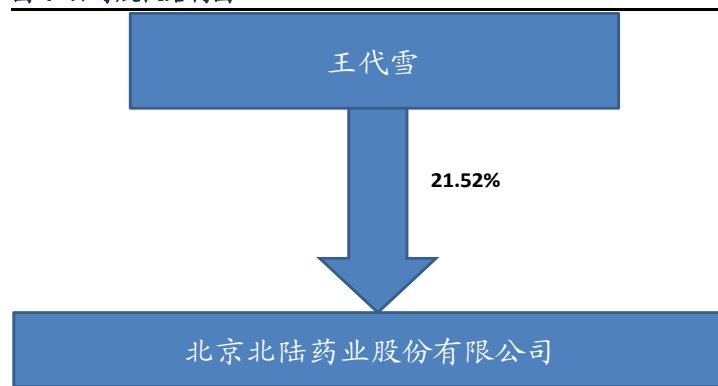
北陆药业成立于 1992 年 9 月，是一家位于北京的以造影剂系列产品，精神神经类和降糖类产品为主营业务的医药公司。公司于 2009 年作为首批 28 家企业之一正式在深圳证券交易所创业板上市。2014 年，公司分别参股南京世和基因生物技术有限公司并控股深圳市中美康士生物科技有限公司，积极参与肿瘤检测及治疗领域的战略布局。

2015 年前三季度，公司实现营业收入 39,701.10 万元，较上年同期增加 38.01%，实现营业利润 9,559.51 万元，较上年同期增加 40.12%，实现归属于上市公司股东的净利润 7,844.66 万元，较上年同期增加 28.80%。

## 组织结构

公司的主要控股人为王代雪，2015 年 11 月公司进行了新增股份 19,379,843 股的非公开发行股票，增发后的股权结构图如图 1 所示。公司拥有 1 家子公司深圳市中美康士生物科技有限公司，2 家孙公司，即北京纽赛尔生物科技有限公司和深圳市中美康士肿瘤生物细胞研究所

图 1 公司股权结构图



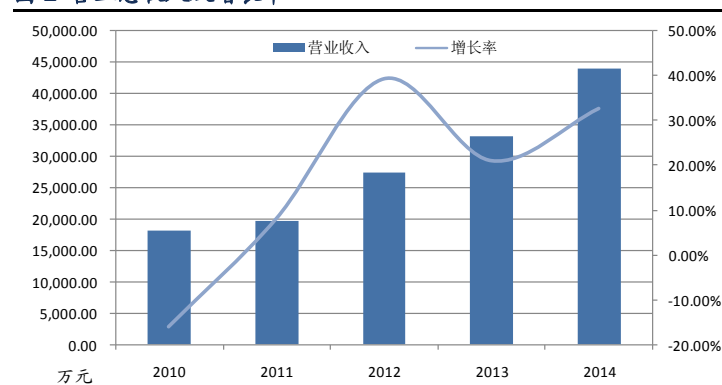
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 1 公司子孙公司列表**

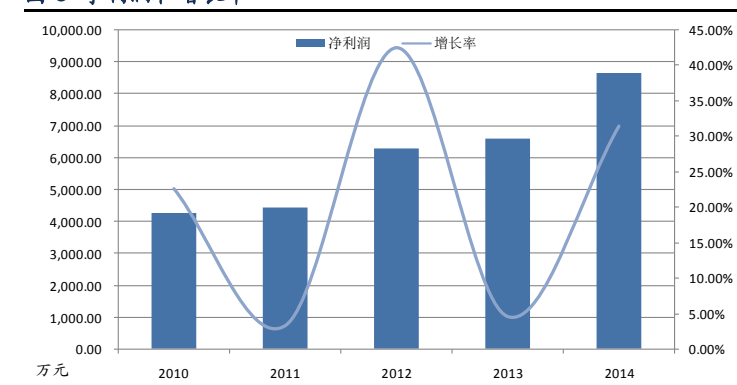
子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
深圳市中美康士生物科技有限公司	深圳	深圳	生物产品技术的研究开发	51%		购买
北京纽赛尔生物科技有限公司	北京	北京	生物技术的研究开发		75%	购买
深圳市中美康士肿瘤生物细胞研究所	深圳	深圳	肿瘤生物细胞技术的研究开发		100%	购买

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

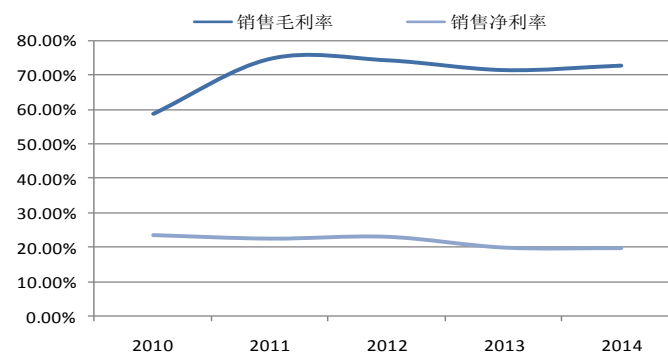
## 业务概况

**图 2 营业总收入及增长率**


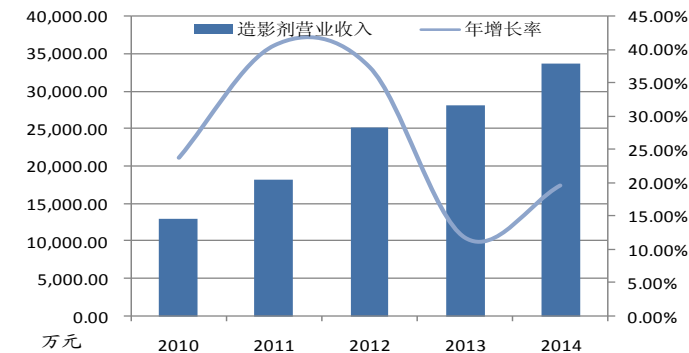
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 3 净利润和增长率**


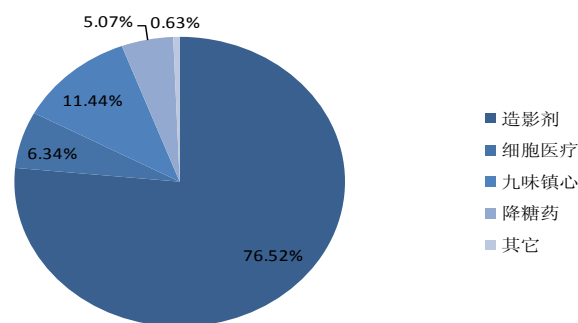
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 4 销售净利率和销售毛利率**


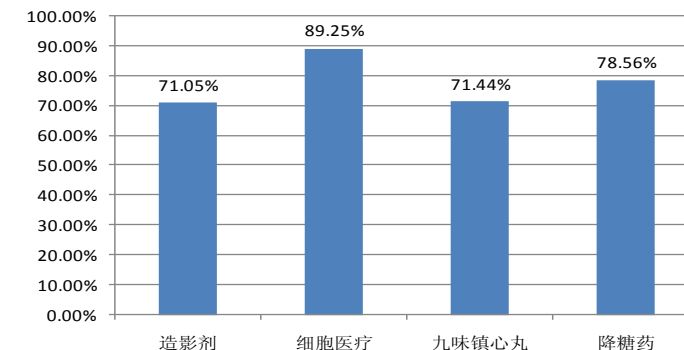
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 5 造影剂营业收入和年增长率**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 6 各项业务占比**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

**图 7 各项业务毛利率**


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

公司的主营业务包括造影剂，精神疾病类药物（九味镇心颗粒），糖尿病类药物以及近来发展的细胞治疗业务。其中，造影剂为公司营业收入的主要来源，2014 年其营业收入占公司总营业收入的 76.52%，其次为抗焦虑类药物九味镇心颗粒，营业收入占比约为 11.44%，糖尿病类药物营业收入占比为 5.07%，细胞治疗营业收入占比为 6.34%。

公司将围绕医学影像、精神神经、肿瘤个性化诊疗领域，不断提升公司的核心竞争力，未来希望成为品种最全的国内造影剂供应商；同时通过外延并购，将加强医学影像、基因测序和肿瘤细胞个性化治疗之间的整合，在打开市场的同时，形成从造影检测、基因测序到肿瘤靶向用药治疗或免疫细胞治疗的产业链条，逐步奠定癌症个性化诊疗领先地位。



## 公司竞争优势

### 传统业务稳定发展，兼顾焦虑症糖尿病实现产品多元化

公司的主营业务为造影剂系列产品，同时兼顾精神神经类疾病以及糖尿病领域的治疗药物。各治疗领域产品的具体情况分析如下。

#### 造影剂（对比剂）

医疗影像设备是医疗器械中重要的组成部分，也是医院综合实力的体现。影像设备不但为诊断以及治疗提供了重要依据和保障，也为临床科学的研究提供了重要的平台和支持，对医院建设也起到了推动作用。主要的医疗影像技术有四种：X 光成像（X-ray Imaging），核磁共振成像（Magnetic Resonance Imaging, MRI），核医学影像（Nuclear Medical Imaging, NMI）以及超声成像（Ultrasonography, USG）。每种成像技术的简要原理与应用如表 2 所示。

为增强影像观察效果，在影像检查过程中有时会口服或注入到人体组织中一些化学制品，其密度低于或高于周围组织，以便在图像中形成对比，这一类化学制品又称为造影剂（对比剂）。造影剂是介入放射学操作中最常使用的药物之一，主要用于血管，体腔的显示。

造影剂最初的时候于伦琴发现 X 线的第二年（1896 年）被使用，当时使用的是亚醋酸铅。随后，亚硝酸铋也用于人胃收缩运动的研究，但随之而来的毒性也表现了出来。此外，在造影剂最初的发展中，许多重金属也曾被试用过，包括铈（Cerium），钍（Thorium），硫化汞（Mercuric sulfide）以及铁和锌的化合物等。20 世纪 50 年代现代造影剂史上出现第一个飞跃，著名的泛影酸（Amidotrezoic Acid）被发现，随后由此产生的离子型造影剂的碘成分均由它衍生出来。1971 年，第一个非离子型单体造影剂甲泛葡胺的出现是现代造影剂史上的第二个飞跃。第二代非离子造影剂由与渗透压低，耐受性好，性能稳定等特点得到广泛应用，很快取代了第一代的造影剂。第二代非离子造影剂的代表有碘帕醇（1974 年生产）、碘海醇（1976 年生产）等。20 世纪 70 年代末非离子型二聚体的出现带来了造影剂史上的第三个飞跃，其渗透压进一步降低，且机能耐受性很好，代表产品有碘克沙醇等。

**表 2 主要医疗影像技术原理及应用**

医疗影像技术	原理	应用
X-光成像	X射线在电磁辐射中属于高频率,波长短的射线,使用其对人体进行照射,由于组织密度不同,射线穿透程度不同,通过对透过人体的X射线信息进行采集,转换,并使之成为可见的影像	胸部,腹部,骨关节,泌尿系统等相关疾病检查
X-CT	CT是用X射线对人体层面进行扫描,取得信息,经计算机处理而获得重建图像,显示的是断面解剖图像,X-CT成像的本质是衰减系数成像	神经系统病变,心血管系统,胸部病变,腹部器官,盆腔脏器,骨与关节,肝脏病变等
核磁共振成像	利用特定频率的电磁波,向外在磁场中的人体进行照射,人体内各种不同组织的氢核在电磁波的作用下会发生核磁共振,并吸收电磁波的能量,随后再发射出电磁波。	全身软组织病变;骨与关节;胸部病变;盆腔脏器;腹部器官;神经系统病变;心血管系统
核医学影像	根据示踪剂在体内器官发射到体表的光子密度由计算机检测并通过重建处理生成断层影像;或者以正电子核素在湮没时发射出的双光子为探测对象。	神经系统,心血管系统以及肿瘤等
超声影像	通过反射或散射回波来运载生物信息	各部位组织及脏器的急性炎症、脓肿、囊肿、积液、结石、异物、肿瘤、创伤,空腔脏器穿孔,血管疾病;心脏疾病;妊娠等

资料来源:信达证券研发中心

根据用途不同,造影剂可分为X线造影剂、MRI造影剂和超声造影剂三大类。其中,X线造影剂中使用较多的是碘类造影剂,主用应用于CT检查的增强,例如碘海醇、碘普罗胺等;MRI造影剂中使用较多的是钆类造影剂,用于磁共振检查的增强,例如钆喷酸葡胺、钆双胺等。

**表 3 造影剂分类及主要品种**

大类	小类	主要品种
MRI 造影剂	钆类造影剂	钆喷酸葡胺、钆贝葡胺、钆双胺等
	锰类造影剂	泰乐影(Mn-DPDP)
	铁类造影剂	铁羧葡胺
超声造影剂	-	白蛋白微泡、脂质体微泡
X线造影剂	钡类造影剂	硫酸钡干粉或混悬剂
	碘类造影剂	碘海醇、碘普罗胺、碘帕醇等
	CO <sub>2</sub> 造影剂	CO <sub>2</sub> 造影剂

资料来源:中国产业信息网,信达证券研发中心

造影剂市场在资金，技术，产品品牌以及企业信誉等方面均存在较高壁垒，因此该市场为高度垄断市场。目前进入该领域并形成市场规模的国产企业不多，外资占主导，外资企业有德国拜耳公司，美国通用电气（“GE”）公司，意大利博莱科公司，国内企业主要有扬子江，恒瑞以及北陆药业。北陆药业是国内造影剂品种最为齐全的企业，以造影剂为主要收入和利润来源。公司是国内企业中唯一同时生产磁共振造影剂和非离子型碘造影剂产品的企业，产品规格齐全，能够充分满足不同类型患者的需要。公司的主要产品，其类型以及每种产品目前国内的竞争厂家见表4。

**表4 北陆药业造影剂产品及竞争对手列表**

产品	北陆上市日期	类别	产品特性	生产厂家
碘海醇注射液	1999年	又称碘苯六醇，最早由挪威Nycomed公司开发上市，是目前世界范围内最广泛使用的非离子型碘造影剂之一	主要应用于头部及身体CT增强扫描，血管造影，冠状动脉造影，周围及内脏动脉造影，心室造影，静脉尿路造影，亦可进行关节腔造影，内窥镜逆行胰胆管造影，经皮经肝胆管造影，疝或瘘道造影、胃肠道造影、“T”型管道造影等。	北陆药业，美国GE，扬子江，上海旭东海普，湖南汉森，宁波天衡等
X射线造影剂 碘帕醇注射液	2015年5月获批	第二代非离子型单体碘造影剂	水溶性好，黏度低，含碘量高，成像效果好，毒性低，性质稳定，适用于各种血管造影，CT增强扫描，泌尿道造影以及蛛网膜下腔应用的脊髓造影，脑池造影等目前国内唯一一个等渗非离子型造影剂。	上海博莱科信谊药业有限责任公司，北陆药业
碘克沙醇	2012	新型非离子型双聚体碘造影剂	具有更好的安全性，其注射液的渗透压与血液，脑脊液等渗，对病人肾功能产生的影响较轻微，尤适于副反应高危人群	美国GE，北陆药业，恒瑞药业，扬子江集团
磁共振造影剂 钆喷酸葡胺注射液	1992年	磁共振造影剂中最主要的品种，属于该类产品中增长较快的品种之一，也是世界范围内使用最广的磁共振造影剂之一	以金属钆为核心的顺磁性磁共振造影剂，最早由德国仙灵公司开发上市，是世界范围内使用最广的磁共振造影剂之一，该品种用于磁共振检查时的增强扫描，可获得比普通扫描更多的诊断信息，可用于中枢神经（脑及脊髓），腹，胸，盆腔，四肢等人体脏器和组织的磁共振成像	北陆药业，德国拜耳公司，广州康臣，上海旭东海普药业
枸橼酸铁铵泡腾颗粒	2004	公司研发的另一种磁共振用铁造影剂，技术	: 1) 增加胃肠道的分辨率，对胃肠道疾病提供新的诊断信息; 2) 显示胃肠道的	北陆药业

钆贝葡胺注射液	审评中	含量高,附加值高,填补了国家空白。	位置,提高胃肠道与临近器官的分辨率; 3) 在水成像检查时排除胃肠道的液体干扰,用于磁共振胰胆管造影、磁共振尿路水成像等检查。	上海博莱科信谊药业有限责任公司
		新一代基于钆的顺磁性磁共振造影剂	图像增强效果更为明显,且具有良好的安全性,可作为肝脏特异性造影剂	

资料来源:药智网,信达证券研发中心

根据艾美仕市场研究公司(IMS)数据,2014年国内造影剂的市场规模在50亿元左右,每一年保持约10%的增速增长。其中外资企业与中资企业市场份额各占约50%,在碘类造影剂市场中公司市场份额约占8%,在钆类造影剂市场中公司的市场份额约占到30%。公司的产品在生产过程中具有一定的技术优势(表5)。碘帕醇为国内首仿,与碘海醇属于同类产品,但是在品质及副作用等方面更具优势,目前国内市场规模在5亿元左右,除北陆药业外只有意大利博莱科公司一家企业生产。碘帕醇已经陆续开始参加各地招标,由于在价格上有一定的优势,有望放量成为公司新一年的利润增长点。碘克沙醇为第三代非离子二聚体造影剂产品,与二代产品相比在安全性上有更加明显的优势,因此常在介入手术中使用,目前在市场规模上处于高速增长的阶段,国内市场主要份额由美国GE和江苏恒瑞占有,北陆药业市场份额较小,但是公司非常重视该产品的增长空间,未来会继续通过营销提高产品的销量。枸橼酸铁铵泡腾颗粒是国内第一个口服磁共振造影剂,是公司已有磁共振造影剂产品的辅助产品,但其应用范围较窄,目前国内市场规模有限,仅占公司营业收入0.29%。公司共有190人左右的销售团队,覆盖全国进行学术推广及品牌营销,主要覆盖大中城市,目前产品已经能够进入70%的国内三甲医院,北陆也是造影剂企业中唯一覆盖基层医院的厂家。此外,公司与几家供应商保持稳定的供求关系,原料药成本保持稳定。目前造影剂产品的年平均营业收入增速保持在20%左右。

**表5 主要造影剂产品技术优势**

产品名称	主要技术优势:
钆喷酸葡胺注射液	1) 原料药提纯 2) 配液工艺优化,减少不良反应发生
碘海醇注射液	1) 通过加入适当缓冲剂,使溶液在不同温度的处理过程中保持稳定 2) 改善配液,灌装工序,提高产品质量

资料来源:公司招股说明书,信达证券研发中心

造影剂未来增长的市场驱动因素包括:(a)CT和磁共振等扫描仪器数量的增加;(b)扫描使用量的提高;(c)需要诊断扫描的病人数量逐年增加。随着医改政策的不断深入,医保覆盖范围的不断扩大,基层医院获得更多的资金扶持以改善硬件设施以及民营医院的大力发展,使得这三项因素都得到了相应提高,然而医保控费也可能使得检查的需求有所下降。我们认为,虽然未来仍存在招标降价的风险,但是由于市场规模稳定增长,造影剂的销量仍应呈稳步增长的趋势。

## 精神神经类

精神类疾病主要是一类由于受各种生物学、心理学以及社会环境等因素影响在临床上表现为认知、情感、意志和行为等精神活动出现不同程度障碍的疾病。我国对精神疾病习惯分为 14 种，一些常见的精神类疾病包括抑郁症，强迫症，焦虑症，精神分裂症，自闭症等等。常用的治疗方法包括药物治疗，行为治疗，工作治疗，娱乐治疗，心里治疗及疏导等。中国疾病预防控制中心精神卫生中心 2009 年初公布的数据显示，我国各类精神疾病患者人数在 1 亿人以上。另根据卫计委的数据显示，截止 2014 年底，全国登记在册的严重精神障碍患者已经达到 429.7 万例。

焦虑症是精神类疾病中的一类主要病症，又称为焦虑性神经症，分为慢性焦虑和急性焦虑发作两种形式，主要通过药物治疗和心理治疗的方式治疗，是神经症中相对治疗效果较好，预后较好的疾病。综合全球多地区调查发现，每四人当中就有一人会在一生中某阶段患上某类型的焦虑症。其中女性患上焦虑症的比例是男性的两倍至三倍。在流行病学的研究调查中表明，城市人口中，大约有 4.1%到 6.6%的人，一生中会不同程度地患有焦虑症。近年来，焦虑障碍的发病率在不断上升，权威机构做出的研究结果显示，我国焦虑障碍的患病人数竟达 5700 万。2005 年，抗焦虑、镇静催眠用药总量已经达到 35 亿元，并以每年 30%以上的速度高速增长。目前的抗焦虑药已不能满足患者的需要。

抗焦虑症药物主要以西药为主。主要的药物种类及代表药物见表 6。苯二氮卓类药物起效快，但具有遗忘，嗜睡等副作用，长期用药产生依赖性，耐受性及阶段症状。非苯二氮卓类药物起效缓慢，用药剂量大，依赖性有个体差异。

北陆药业的九味镇心颗粒运用中医理论指导治疗焦虑症，根据中医强调人躯体健康与精神活动关联性的理念，在治疗上把握养心、健脾、疏肝、益气、补血、宁神、化痰、清火等整体调节原则，具有自身的特色；经临床验证其具有疗效显著、毒副作用轻微、无依赖性、可以长期用药等特点，克服了一般抗焦虑药物副作用明显的缺陷。其主要成份为人参（去芦）、酸枣仁、五味子、茯苓、远志、延胡索、天冬、熟地黄、肉桂等。同时，九味镇心颗粒也是国家药监局批准的第一个，也是目前唯一一个用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂。此外，在生产工艺上，挥发油粉末化等新技术的运用，大大地减少了挥发油在产品生产过程中的损失，不仅保证了产品储存过程中挥发油的含量稳定，而且也保证了产品的疗效。该技术也获得国家知识产权局颁发的“治疗精神神经系统疾病的药物组合物及它的制备方法”发明专利证书。



目前该药物尚未进入国家医保目录，进入北京和山西两省市医保目录。目前采用的营销方式为自营加代理的方式，有一只 6-70 人的独立的销售团队负责进行推广。由于未能进入国家医保目录，且作为处方药不能大规模进行宣传，目前产品推广有一定的难度，市场开拓进展缓慢，进入瓶颈。我们认为，作为唯一一个中药类焦虑症治疗性药物，该产品具有广阔的市场前景，如果能够在未来进入国家医保目录，则能够为公司的营业收入带来进一步的增长。

**表 6 主要西药抗焦虑症药品种类及代表药物**

种类	用途	代表药物
苯二氮卓类	具有抗焦虑作用，镇静作用和大剂量时的催眠作用，亦是一种有效的肌肉松弛剂和抗癫痫药物。其药物主要作用于大脑的网状结构和边缘系统，因而，产生镇静催眠作用。	安定、氯氮、去甲羟基安定、硝基安定、氟安定
氨甲酸酯类	本类药物具有镇静和抗焦虑作用，可用于失眠症，本药主要用于神经官能症的紧张焦虑状态。	甲丙氨酯、卡立普多等
二苯甲烷类	本类药物具有镇静、弱安定及肌肉松弛作用，并有抗组织胺作用，因而可用于治疗失眠。一般主要用于轻度的焦虑、紧张情绪激动状态和绝经期的焦虑不安等精神、神经症状。	定泰乐
其他类	主要是调整植物神经功能，减少内分泌平衡障碍，改善精神、神经失调症，不仅能改善焦虑状态，对焦虑形成的失眠也有较好的作用。	谷维素，芬那露

资料来源：医学教育网，信达证券研发中心

公司在精神疾病领域还有后续研发的新产品，目前处于临床审评状态，有望在未来使该领域产品线得到进一步的扩充。

**表 7 精神疾病在研产品及进度列表**

药品名称	注册申请类别	适应症	所处阶段
抗癫痫新药原料及片剂	化药 3.1+3.1 类	癫痫	临床获批
阿立哌唑原料及片剂	化药 6+6 类	精神分裂	CDE*临床审评
抗抑郁新药原料及片剂	化药 3.1+3.1 类	抑郁症	CDE*临床审评

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

## 糖尿病类药物

糖尿病是一种由于人体内控制降低血糖的激素胰岛素绝对缺乏/相对缺乏或胰岛素作用障碍所引起的以慢性高血糖为特征的代谢性疾病，随着疾病发展，患者体内糖类、脂肪、蛋白质代谢紊乱，进而出现全身各个系统的并发症。

据国际糖尿病联盟 (IDF) 2015 年最新数据的统计，目前全世界的糖尿病患者有 4.15 亿人，且有逐年增长的趋势，预计至 2040 年将达到 6.42 亿人，其中 80% 生活在中低收入国家。其中中国糖尿病患者人数世界排名第一，为 1.10 亿，预计 2040 年将达到 1.51 亿。2013 年中国糖尿病药物的市场规模约为 173.77 亿元，我们预计至 2017 年将达到 35 亿美元。

治疗糖尿病的药物主要分为口服药，胰岛素以及 GLP-1 类注射剂。目前在国内，口服药以及胰岛素各自约占糖尿病类药物市场份额的 50%。糖尿病口服药产品的主要分类及机理见表 8。

**表 8 糖尿病口服药产品分类及机理**

种类	主要机理	代表产品
双胍类	抑制肝糖异生，减少肝糖输出，降低基础血糖	二甲双胍
噻唑烷二酮类药物 (TZD)	增加组织细胞对胰岛素的敏感性，降低胰岛素抵抗，增强胰岛素作用	吡格列酮，罗格列酮
α-糖苷酶抑制剂 (AGI)	在小肠粘膜竞争性抑制淀粉酶、蔗糖酶、麦芽糖酶，延缓葡萄糖和果糖等的吸收；	阿卡波糖
磺脲类	促进胰岛 β 细胞分泌胰岛素	格列美脲，格列本脲、格列齐特和格列喹酮
格列奈类	促进胰岛 β 细胞分泌胰岛素	瑞格列奈，那格列奈
二肽基肽酶 4 (DPP-4) 抑制剂	抑制 DPP-4 作用，延长人体内源性 GLP-1 的稳定性及作用时间，增强胰岛素分泌	西格列汀，沙格列汀，维格列汀
葡萄糖协同转运蛋白 2 (SGLT-2) 抑制剂	抑制肾脏对葡萄糖的重吸收，增加葡萄糖排泄，从而达到降糖效果	(国内未上市) 卡格列净，爱格列净，达格列净

资料来源：信达证券研发中心

目前北陆药业主要上市的产品为瑞格列奈片和格列美脲片，同属于胰岛素促泌剂。两种药品的上市时间以及国内主要的竞争对手见表 9。

**表 9 公司糖尿病产品及竞争对手列表**

糖尿病产品	上市时间	种类	其它制造企业
瑞格列奈	2011	非磺酰脲类胰岛素促泌剂	江苏豪森,北京万生,万特制药,贵州天安,成都恒瑞,北京北陆,天津康瑞,四川仁德等多家企业
格列美脲	2002	磺脲类	北京北陆, 贵州圣济堂, 贵州天安, 徐州万邦, 山东新华, 扬子江药业, 江苏万邦, 浙江泰利森等多家企业

资料来源: 药智网, 信达证券研发中心

公司目前主要采取通过代理的销售手段, 作为公司的一项辅助业务进行经营, 投入力度不大。此外, 由于市场上竞争对手较多, 且具有招标降价的压力, 因此我们认为未来盈利将保持稳定增长。

### 积极快速布局新兴领域, 实现未来高速增长

随着美国总统奥巴马 2015 年新年的国情咨文, “精准医疗”概念逐步被各界熟知, 其相关领域的公司也成为投资界追捧的对象。精准医疗分为精准诊断和精准治疗两个部分。通过基因测序, 基因芯片, 荧光原位杂交等技术为代表的分子诊断技术实现精准的疾病分类和诊断, 并且制定具有个性化的疾病预防和诊疗方案。2015 年, 全球精准医疗市场规模已经达到 600 亿美元, 且未来 5 年的复合增长率也将是医药行业增速的三到四倍, 花旗银行预测, 肿瘤免疫治疗的市场规模在未来十年也将达到 350 亿美元。

目前我国, 测序行业公司众多, 大多以测序服务为主, 临床主要的应用为产前筛查和诊断, 用于肿瘤基因检测的服务还不是太多。而肿瘤基因检测则是未来的靶向治疗中必要的检测手段, 不论是在临床应用还是新药研发中都将发挥越来越重要的作用。肿瘤免疫治疗主要包括免疫检查点抑制剂和免疫细胞治疗。细胞免疫治疗可分为特异性和非特异性两种, 我国目前使用的多为操作相对简单的非特异性疗法, 疗法包括 NK 细胞, CIK 细胞, DC-CIK 细胞, CTL 细胞等, 目前国内大部分使用 CIK 疗法, 我们预计未来三年国内市场规模可达百亿级别。而国内外研究和发展的前沿是特异性免疫疗法, 包括 TCR-T 和 CAR-T 技术。领先的公司包括诺华, Juno Therapeutics, Kite Pharma 等。目前多个针对不同靶点的细胞治疗产品正处于临床



阶段，JUNO 公布试验结果显示其产品对于急性淋巴细胞白血病有较好的缓解作用。CAR-T 技术与基因编辑技术如 CRISPR/Case 9 技术的结合也是未来 CAR-T 治疗发展的方向，使得大批量生产用于治疗的特异 CAR-T 细胞成为可能。细胞免疫治疗费用每个疗程在 1.2 万到 3 万元之间，做几个疗程视患者病情而定，一般为 3—5 个疗程。2015 年，卫计委发布通知取消其第三类医疗技术临床应用准入审批，由医疗机构对于临床应用和管理承担主体责任。目前细胞免疫治疗已经进入部分地方医保目录，包括山东，广东，云南等，若干省份也明确规定了治疗的价格标准。这些措施有利于细胞治疗市场向逐步规范的方向发展。

2014 年，公司通过一系列的投资并购等方式实现了在基因、测序和肿瘤个性化治疗等领域的战略布局。公司先后收购了南京世和基因生物技术有限公司 20% 股权，介入基因检测领域；同时，公司还收购了深圳市中美康士生物科技有限公司 51% 的股权，并通过该公司收购北京纽赛尔生物科技有限公司 75% 的股权，布局肿瘤细胞免疫治疗领域，通过这些收购和投资，公司迅速实现了其在精准医疗领域的战略布局。三家公司的简介及收购方式和目的见表 10。

与市场上现有的基因测序公司相比，南京世和基因是一家致力于提供癌症基因检测服务的生物科技公司，并在该领域走在国内前端。目前世和还未获得基因测序业务试点资格，虽然已经以第三方医学检验所的身份申请临床基因测序试点资格，但获得卫计委批准的时间尚不确定。目前南京世和采用提供技术服务的方式与医院合作，通过提取病人组织或血液进行测序，再根据其自主开发的算法和数据库生成检测报告，提供给医生作为治疗/用药的参考。世和已经与数十家医院签约开展合作，在北美有两个研发实验室。北陆药业以参股的形式投资世和，不参与经营管理，主要是因为看好世和管理团队以及未来发展趋势。目前世和还处于继续研发以及扩大市场占有率的阶段，因此其主要目标是能够迅速成为子行业领军企业，并健全数据库的积累。北陆将通过提供医院渠道资源等方式帮助世和快速成长，同时也通过参股世和达到在肿瘤基因测序领域的布局，未来与旗下免疫治疗方面布局的企业达到互相协同呼应的目的。

深圳市中美康士生物科技公司是国内最早一批从事免疫细胞治疗的公司，也是目前细胞免疫治疗领域的龙头企业。中美康士主要技术有微移植技术，多靶点 DC 疫苗，多靶点 CTL 细胞，EBV-CTLs 细胞等，此外，目前免疫治疗领域更受关注的 CAR-T 以及 PD-1 抗体技术尚处于研发阶段。中美康士也采用与医院合作为医院提供技术支持以实现盈利，2014 年签约的医院达到 70 多家，目前在国内有 19 个试验点。北陆药业收购中美康士 51% 的股份，与参股南京世和不同的是，公司对于中美康士的净利润有一定的要求，2015 年为 2600 万，2016 年为 3800 万，未来预期年增速为 30% 左右。同时，公司也会借助自身渠道优势帮助中美康士进一步打开市场，助力中美康士占有更大的市场份额，也使细胞治疗成为未来公司新的盈利驱动力。

北陆药业收购的北京纽赛尔生物科技有限公司拥有的核心技术为微移植技术。微移植技术为纽赛尔生物与 307 医院合作开发的原创性自主知识产权科技成果，目前还处于临床研究阶段。公司的收购主要是为了该技术的控股权。

通过这一系列的收购，公司在未来发展前景广阔的精准医疗特别是肿瘤相关治疗领域实现了尽早的合理布局，为公司未来发展打开新的局面奠定了基础，使公司占据了该领域的有利地位。

**表 10 基因测序及免疫治疗领域布局**

公司名称	收购时间及方式	目的	公司简介
南京世和基因生物技术有限公司	参股（2014 年）增资 3000 万元，认购其增资后 20% 的股权，其中拟使用超募资金 2235.32 万元，自有资金 764.68 万元。	公司发展肿瘤专科战略在检测环节的重要布局，不仅可以有效地提高公司超募资金的使用效率，而且可以培育新的利润增长点，为公司的发展注入新动力，同时也是公司拓展业务领域、实现产业布局的重要举措。	从事开发，运营，销售与癌症用药有关的基因检测技术；服务业务；公司核心竞争力（1）高通量全景癌症基因检测（2）生物系统分析及商业化；（3）视网膜母细胞瘤（RB）基因检测（4）癌症基因测序产品已经率先实现产业化且积累了一定的科研和临床案例；（5）一流的研发及销售团队，多元化的销售模式。
深圳市中美康士生物科技有限公司	控股（2014 年）以自有资金收购公司 51% 的股权（分为三步，首先以 4000 万元自有资金收购 10% 股权，以 3000 万元增资认购其增资后 7.5% 的股权，最后以自有资金 1.34 亿元收购李晓祥所持中美康士 33.5% 的股份。	提高公司盈利能力，实现多元化发展，实现公司在肿瘤检测及治疗领域的战略布局。	国内最早一批从事免疫细胞治疗的公司，目前产品主要包括 CIK，DC 瘤苗，DC-CIK，CTL 细胞，技术储备包括 NK 细胞，TIL 细胞，多靶点 CTL 细胞，微移植，Car-T，免疫细胞分泌 PD1 抗体等。
北京纽赛尔生物科技有限公司	控股（2014 年），中美康士以总计 3000 万元人民币对价向纽赛尔生物三位股东总计受让 75% 的股权。	增强中美康士在血液病及肿瘤免疫细胞治疗领域的核心技术竞争力，进一步实现公司在肿瘤检测及治疗领域的战略布局。	主要从事血液病与肿瘤免疫细胞技术及产品的研发、技术转化与服务，核心技术是微移植血液病与肿瘤免疫细胞治疗技术。该公司与 307 医院合作开发的微移植技术是拥有原创性自主知识产权并具有国际影响力的重大生物医疗技术成果，增强了中美康士在血液病及肿瘤免疫细胞治疗领域的核心技术竞争力。

资料来源：公司公告，公司网站，信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测及假设

1. 由于有新产品碘帕醇进入市场，造影剂的年营业收入保持 25%的稳定增长
2. 降糖药增速略有放缓，但是仍然保持 65%左右的年增长率
3. 细胞医疗未来营业收入预期年增长率为 35%
4. 各类别产品毛利率保持稳定；
5. 三项费用比例结构保持稳定。

**表 11 各项业务 2015-2017 年盈利预测 (万元)**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>造影剂</b>					
销售收入	28,144.45	33,665.94	42082.43	52603.03	65753.79
增长率(%)	11.79	19.62	25	25	25
销售成本	7,939.99	9,746.60	12182.86	15098.82	18981.66
毛利率(%)	71.79	71.05	71.05	71.30	71.13
<b>细胞医疗</b>					
销售收入		2,790.86	6800	9180	12393
增长率(%)			143.65	35.00	35.00
销售成本		299.95	1020	1836	2478.6
毛利率(%)		89.25	85	80	80
<b>降糖药</b>					
销售收入	1,142.16	2,229.15	3,789.56	6,252.77	10,004.43
增长率(%)	221.15	95.17	70.00	65.00	60.00
销售成本	335.72	477.83	1076.99	1777.04	2843.26
毛利率(%)	70.61	78.56	71.58	71.58	71.58
<b>九味镇心颗粒</b>					
销售收入	3,597.53	5,034.96	5034.96	5538.46	6092.30
增长率(%)	112.17	39.96	0.00	10.00	10.00
销售成本	1,160.35	1437.96	1603.47	1763.81	1940.19
毛利率(%)	67.75	71.44	68.15	68.15	68.15
<b>总计</b>					
销售收入	33,161.58	43998.04	57706.94	73574.25	94243.52
增长率(%)	21.04	32.68	31.16	27.50	28.09
销售成本	9497.48	11342.69	15883.32	20475.67	26243.71
毛利率(%)	71.36	74.22	72.48	72.17	72.15

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心预测

我们预测 2015-2017 年公司年营业收入分别为 5.77 亿元、7.36 亿元和 9.42 亿元, 对应增长率分别为 31.16%、27.50%和 28.09%; 归属母公司净利润分别为 1.09 亿元, 1.42 亿元和 1.78 亿元, 对应增长率分别为 26.19%、29.47%和 25.72%, 对应 EPS (摊薄) 分别为 0.33 元, 0.43 元和 0.54 元。

## 估值与投资评级

### 相对估值

表 12 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值(万元)	PE (TTM)	PE2015E	EPS2014	EPS(TTM)
300009.SZ	安科生物	1,316,176.74	96.30	85.28	0.27	0.34
600645.SH	中源协和	1,486,310.45	216.51	127.67	0.09	0.18
002605.SZ	姚记扑克	635,426.00	58.36	58.61	0.33	0.29
300147.SZ	香雪制药	1,110,618.77	58.41	45.18	0.30	0.29
300238.SZ	冠昊生物	1,399,720.67	265.36	239.92	0.20	0.21
300273.SZ	和佳股份	1,220,338.72	64.28	42.21	0.28	0.24
			平均值	99.81		

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理; 注: 预测市盈率为 wind 一致预期, 数据为 2015 年 1 月 21 日数据;

与同时在细胞免疫治疗领域布局的 6 家公司对比, 6 家可比公司的平均 PE 约为 100 倍, 由于我们看好肿瘤细胞免疫治疗的未来发展前景, 我们认为北陆药业合理估值在 100 倍左右, 给予公司 33.00 元的目标价, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 风险因素

1. 招标政策对药品价格的影响的风险;
2. 研发进度未达预期的风险;
3. 测序及免疫治疗布局开展未达预期风险。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	415.51	403.96	750.83	882.66	1,056.42
货币资金	245.56	145.28	413.62	453.66	509.36
应收票据	1.64	10.80	14.16	18.05	23.13
应收账款	99.24	154.09	202.10	257.67	330.05
预付账款	9.44	3.46	4.57	5.89	7.55
存货	56.52	81.19	107.23	138.24	177.18
其他	3.12	9.15	9.15	9.15	9.15
非流动资产	205.03	503.05	500.79	502.97	506.52
长期投资	3.11	30.68	30.68	30.68	30.68
固定资产	142.17	153.82	169.26	193.40	197.18
无形资产	5.17	24.96	24.07	23.19	22.30
其他	54.58	293.59	276.78	255.70	256.36
资产总计	620.54	907.00	1,251.63	1,385.63	1,562.94
流动负债	28.79	185.70	196.77	209.73	226.37
短期借款	0.00	60.06	60.06	60.06	60.06
应付账款	6.91	13.94	18.41	23.74	30.42
其他	21.88	111.71	118.30	125.94	135.89
非流动负债	32.37	54.97	54.97	54.97	54.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.37	54.97	54.97	54.97	54.97
负债合计	61.16	240.67	251.74	264.70	281.34
少数股东权益	0.00	43.13	52.65	64.98	80.48
归属母公司股东权益	559.38	623.20	947.23	1,055.95	1,201.12
负债和股东权益	620.54	907.00	1,251.63	1,385.63	1,562.94

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	331.62	439.98	577.07	735.74	942.44
同比(%)	21.04%	32.68%	31.16%	27.50%	28.09%
归属母公司净利润	65.97	86.77	109.50	141.77	178.23
同比(%)	4.65%	31.52%	26.19%	29.47%	25.72%
毛利率(%)	71.36%	72.67%	72.48%	72.17%	72.15%
ROE(%)	12.18%	14.67%	13.94%	14.15%	15.79%
每股收益(元)	0.22	0.28	0.33	0.43	0.54
P/E	138	105	83	64	51
P/B	15.30	13.74	9.60	8.61	7.57
EV/EBITDA	96.23	67.79	58.09	45.36	36.38

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	331.62	439.98	577.07	735.74	942.44
营业成本	94.99	120.25	158.83	204.76	262.44
营业税金及附加	4.12	4.66	6.09	7.77	9.95
营业费用	131.10	168.17	228.39	291.19	372.99
管理费用	28.71	38.06	48.85	62.28	79.77
财务费用	-6.13	-5.60	-3.42	-10.66	-11.72
资产减值损失	2.90	3.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.68	-0.19	0.83	1.11	0.58
营业利润	78.61	111.14	139.16	181.51	229.59
营业外收入	1.44	4.94	4.95	4.95	4.95
营业外支出	1.23	2.10	1.30	1.30	1.30
利润总额	78.82	113.98	142.81	185.17	233.24
所得税	12.85	19.81	23.79	31.07	39.51
净利润	65.97	94.16	119.02	154.09	193.73
少数股东损益	0.00	7.40	9.52	12.33	15.50
归属母公司净利润	65.97	86.77	109.50	141.77	178.23
EBITDA	87.30	127.22	157.58	201.80	251.63
EPS (摊薄)	0.20	0.26	0.33	0.43	0.54

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	41.37	42.11	65.52	90.82	110.13
净利润	65.97	94.16	119.02	154.09	193.73
折旧摊销	8.48	13.01	14.30	16.17	17.92
财务费用	0.00	0.23	0.47	0.47	0.47
投资损失	-2.68	0.19	-0.83	-1.11	-0.58
营运资金变动	-32.28	-74.38	-67.46	-78.83	-101.43
其它	1.87	8.89	0.03	0.03	0.03
投资活动现金流	-32.55	-181.72	-11.25	-17.27	-20.92
资本支出	-35.48	-42.99	-12.08	-18.38	-21.50
长期投资	0.00	-104.87	0.83	1.11	0.58
其他	2.93	-33.87	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-30.55	39.34	214.07	-33.52	-33.52
吸收投资	0.00	20.63	245.66	0.00	0.00
借款	0.00	50.06	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	30.55	31.35	31.59	33.52	33.52
现金净增加额	-21.73	-100.27	268.34	40.04	55.70

### 医药生物研究小组简介

李惜浣，药学学士，工商管理硕士，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，2012年加入信达证券研究开发中心。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

卢斯然，牛津大学化学生物博士，2年医药行业从业经验，2015年7月加入信达证券。

### 医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
赛升药业	300485	康恩贝	600572	天坛生物	600161	利德曼	300289
通化东宝	600867	嘉事堂	002462	博晖创新	300318	乐普医疗	300003
同仁堂	600085	昆明制药	600422	天士力	600535	羚锐制药	600285

### 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。