

华威医药（百花村 600721）2016-2018:

一致性评价机遇期 业绩明确快速增长 增持（首次）

投资要点

■ **中国药物研发外包领跑者：**公司自 2000 年成立以来，深耕药物研发外包，共申报 319 个临床申请，获得 200 多个 3 类药的临床批件，其客户群体覆盖 2014 年中国制药工业企业 100 强中的 40 余家，在中国临床前 CRO 企业中遥遥领先。2013-2015 年，华威医药营业收入保持高速增长，2015 年突破 1 亿元，相比 2014 年增长 108%，2015 年净利润 7185 万元。

■ **打造“CRO+药品产业化”的医药全产业链闭环：**公司自 2013 年以来，先后成立子公司布局 CRO 全产业链：礼华生物从事临床试验服务、南京威诺德医药从事 CMO 服务、南京西默思博从事 BE/PK 生物样品检测业务以及南京黄龙生物从事 MAH 业务。2016 年 9 月，公司加快建设药品产业化平台，与康缘药业合作共同出资成立药物研发、生产销售企业“康缘华威”，公司将享受药品上市后的巨大收益。

■ **在研项目储备充足支撑业务增长，仿制药一致性评价订单爆发放量：**公司通过多年的积累，储备充足的在研新药项目以支撑药物研发业务的高速增长，预计 2016-2018 年药品研发项目的收入将分别达：1.95 亿、2.43 亿和 3.08 亿元；此外，仿制药一致性评价订单将在短期内爆发增长，为公司贡献至少 2 亿元的营业收入。

投资建议

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润 1.35 亿、1.93 亿和 2.81 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.55 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 43 倍、33 倍和 25 倍。我们长期看好公司的“临床前研究+临床试验+检测业务”协同发展、“CRO+药品产业化”联动的全产业链平台布局，首次给予“增持”评级。

风险提示：1) 药品政策风险；2) 仿制药一致性评价开展数量不如预期

2016 年 10 月 11 日

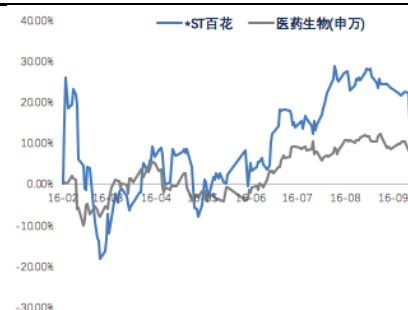
首席证券分析师 洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

Hongyang614@gmail.com

0512-62938572

股价走势



市场数据

收盘价（元）	18.19
市盈率	亏损
市净率	33.90
流通 A 股市值（百万元）	4550

基础数据（2015）

每股净资产（元）	1.34
资产负债率（%）	89.00
总股本（百万股）	349.00
流通 A 股（百万股）	248.52

目 录

1.	华威医药：中国药物研发外包领跑者	4
1.1.	中国药物研发外包领跑者，精心布局全产业链	4
1.2.	增资引进资源与经验，合作起航药品产业化	5
2.	CRO 市场巨大，仿制药一致性评价刺激增长	6
2.1.	中国 CRO 起步较晚，市场不断增长潜力巨大	6
2.2.	新药研发驱动 + 药监改革促进，CRO 市场持续放量	8
2.3.	仿制药一致性评价是 CRO 市场增长的催化剂	9
3.	打造 CRO + 药品产业化的医药全产业链闭环 ...	10
3.1.	深耕临床前研发，领跑药物研发外包服务	10
3.2.	加快布局全产业链，促进药品产业化	12
3.2.1.	上游：以临床前研究为核心竞争力，抓住 MAH 利好政策	12
3.2.2.	下游：开拓 CMO 服务，布局药品产业化合作	14
3.2.3.	对比领先 CRO 企业，华威产业链完善	14
4.	政策红利：核心优势+一致性评价，快速放量.	15
4.1.	药物研发项目储备充足，满足超 2 亿元市场增长	15
4.1.1.	药物研发经验丰富，订单量和营收稳定增长	15
4.1.2.	按“一事一议”定价，以注册审批阶段收费	15
4.1.3.	超 200 个药物研发储备项目，催生 2 亿市场增长	16
4.2.	仿制药一致性评价，催生 4-6 亿市场空间	19
4.2.1.	一致性评价箭在弦上，完善的布局利好订单增长	19
4.2.2.	抓住政策红利，催生 4-6 亿元市场	20
5.	盈利预测与投资建议	21
6.	风险提示：	22

图表目录

图表 1: 2013-2018 年公司营业收入增长及预测	4
图表 2: 2013 - 2018 年公司净利润增长及预测	4
图表 3: 华威医药拥有 5 家全资子公司, 布局完善.....	5
图表 4: 公司现阶段股权结构	6
图表 5: 中国 CRO 发展历程	7
图表 6: 中国 CRO 市场份额分布	7
图表 7: 中国 CRO 开展的临床试验类型.....	7
图表 8: 2006-2013 中国 CRO 市场规模.....	8
图表 9: 2006-2014 中国药企研发投入占销售额比重	8
图表 10: 2006-2014 年中国药企研发投入	9
图表 11: 2010-2016 年 1.1 类新药研发数量增加	9
图表 12: 仿制药一致性评价时间表 (理想情况)	10
图表 13: 2008-2016 年 BE 费用暴涨.....	10
图表 14: 2000-2016 年 华威医药的新药临床申请与临床批件数量 ...	10
图表 15: 2015 年 3.1 类药品申报实力排名 TOP 10.....	11
图表 16: 新旧化药注册分类监测期对比.....	11
图表 17: 华威医药核心业务 (技术转让/技术开发) 流程图.....	12
图表 18: 华威医药布局 CRO 全产业链.....	12
图表 19: 上市许可人 (MAH) 可享受药品上市后收益.....	13
图表 20: 康缘药业与华威医药已获批临床产品线重合度高.....	14
图表 21: 四家国内领先 CRO 企业的产业链布局对比.....	15
图表 22: 2012-2013 华威医药订单合同数量稳定增长	15
图表 23: 近 2 年华威医药主营业务收入增长.....	15
图表 24: 华威医药、蓝贝望、博济医药临床前研究业务毛利率比较..	16
图表 25: 华威医药按药物研发阶段的收费比例.....	16
图表 26: 华威医药在研项目储备数量.....	16
图表 27: 华威医药创新药物研发储备情况.....	17
图表 28: 华威医药合同数量预测.....	17
图表 29: 华威医药可产生收入的合同数量预测.....	18
图表 30: 华威医药创新药物研发线一览.....	18
图表 31: 2016-2018 年华威医药药品研发项目收入预测 (万元)	19
图表 32: 289 目录仿制药一致性评价市场测算	19
图表 33: 华威医药的仿制药一致性评价产能.....	20
图表 34: 2008-2016 年 BE 费用暴涨.....	20
图表 35: * ST 百花 (华威医药业务) 2016-2018 年盈利预测.....	22

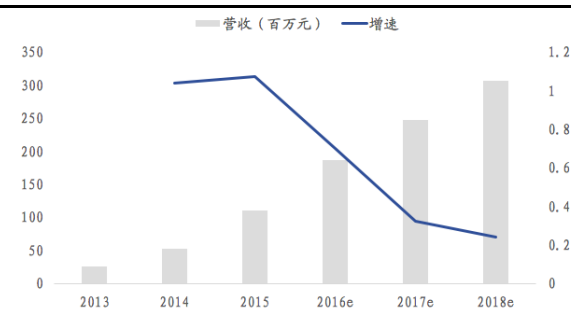
1. 华威医药：中国药物研发外包领跑者

1.1. 中国药物研发外包领跑者，精心布局全产业链

南京华威医药科技开发有限公司（简称华威医药，下同）成立于 2000 年，是一家为药企提供从药物发现、临床前研究至临床试验的全流程外包服务的合同研究组织（CRO）。2016 年初，百花村通过资产置换、支付现金及发行股份购买华威医药 100% 股权，交易价格为 19.45 亿元。此次交易意味着华威医药成为百花村主要资产并成功上市，以此推动其战略布局和发展；对百花村而言，置出原盈利能力较弱、未来发展前景不明朗的煤炭业务整体，注入市场空间广阔的医药行业资产，可实现主营业务转型及业绩的良好发展。

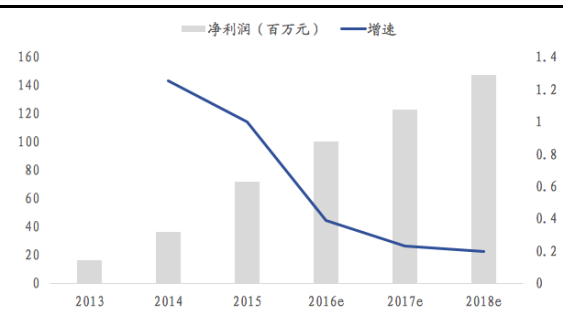
2013-2015 年，华威医药营业收入保持高速增长，2015 年突破 1 亿元，相比 2014 年增长 108%，净利润 7185 万元。华威医药并入百花村后，承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 1 亿元、1.23 亿元和 1.47 亿元，2013-2018 年净利润复合增长率将达 55.82%。

图表 1：2013-2018 年公司营业收入增长及预测



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

图表 2：2013-2018 年公司净利润增长及预测

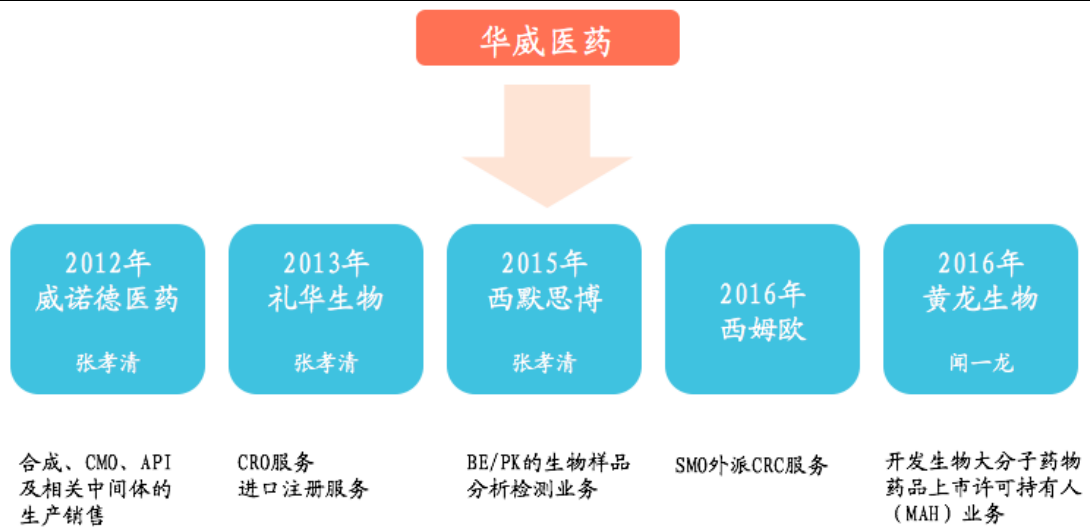


资料来源：公司报告，东吴证券研究所

华威医药业务以药物研发为主，拥有超过 400 人的专业研发团队，其中博士/硕士 150 余人。2002 年至今，华威医药共申报旧注册分类 2-5 类新药的 319 个临床申请，且获得 200 多个 3 类药的临床批件，其客户群体覆盖 2014 年中国制药工业企业 100 强中的 40 余家，在中国临床前 CRO 企业中遥遥领先。

2012-2016 年，“十二五”规划、生物产业发展规划、仿制药一致性评价、药品上市许可人制度等医药政策环境不断改变，公司开始布局临床研究服务、BE/PK 生物样品分析检测业务、高端药物中间体业务、以及药物上市许可持有人（MAH）等业务，成立全资子公司江苏礼华生物和威诺德医药，以及子公司西默思博、西欧姆和黄龙生物。

图表 3：华威医药拥有 5 家全资子公司，布局完善



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 增资引进资源与经验，合作起航药品产业化

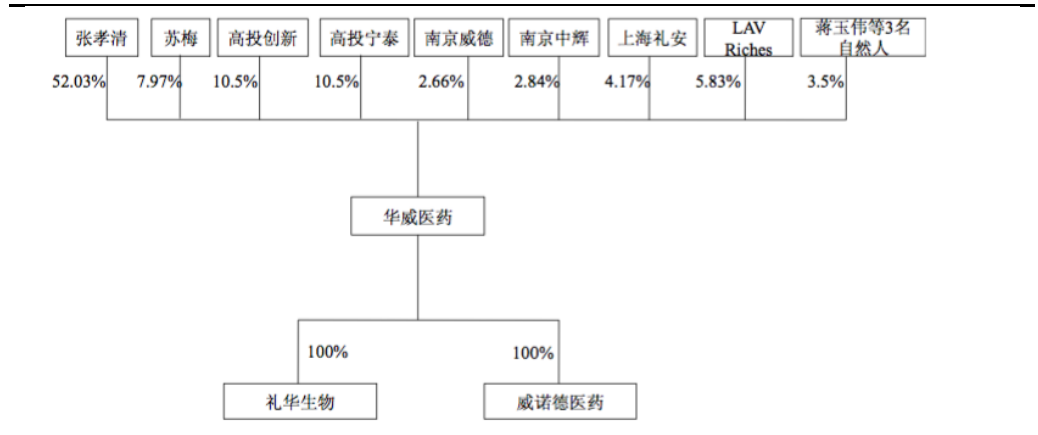
2000 年，华威医药以 10 万元注册资本成立，法定代表人刘有勋与创始人张孝清持股比例为 1:9。2004-2007 年，法定代表人变更为张孝清，刘有勋股权转让给张孝清的妻子苏梅，此后张孝清一直是公司实际控制人。2013-2015 年，为引进外部投资者、进行员工股权激励并引进行业经验与客户资源，公司进行 3 次股权转让与增资，为公司注入活力：

2013 年 9 月，张孝清分别与高投创新和高投宁泰签署《股权转让协议》，转让 4.903% 的股权，价格均为 1,022.5 万元，同时高投创新和高投宁泰分别向华威医药增资 1,477.5 万元。目前，高投创新和高投宁泰分别持有公司 10.5% 股份。

2014 年 11 月，公司注册资本增加至 1.25 亿元，由南京威德、南京中辉及蒋玉伟、汤怀松和桂尚苑 3 个自然人出资，同时张孝清将其持有公司的股权以零对价分别转让给高投创新 0.94%、高投宁泰 0.94%。

2015 年，张孝清将其持有公司的 4.1667% 股权以 2,000 万元转让给上海礼安创业投资中心，5.8333% 的股权以 2,800 万元转让给 LAV Riches (Hong Kong) Co., Ltd.。目前公司实际控制人张孝清持有公司 52.03% 股权。上海礼安与 LAV Riches 的股权转让为公司带来礼来制药等跨国企业客户资源、战略价值和管理经验，公司还成功签署一项 2000 万元的药物研发服务协议。

图表 4：公司现阶段股权结构



*张孝清先生与苏梅女士为夫妻关系

资料来源：公司报告，东吴证券研究所

上市之后，公司继续进行战略布局。2016 年 9 月，公司与康缘药业签订合作协议，拟共同出资 2 亿元人民币设立康缘华威医药有限公司，康缘药业与华威医药分别出资 1.2 亿元、0.8 亿元。根据公告，华威医药将优先受让新药临床批件给予公司康缘华威，并优先选择礼华生物开展临床试验，且由双方共同助力后续研发和药品的产业化推广。此次合作是公司将潜力品种产业化的起航，同时将促进临床试验研究、生物样品分析检测等业务订单的增长，并为公司与更多药企客户合作打下基础。

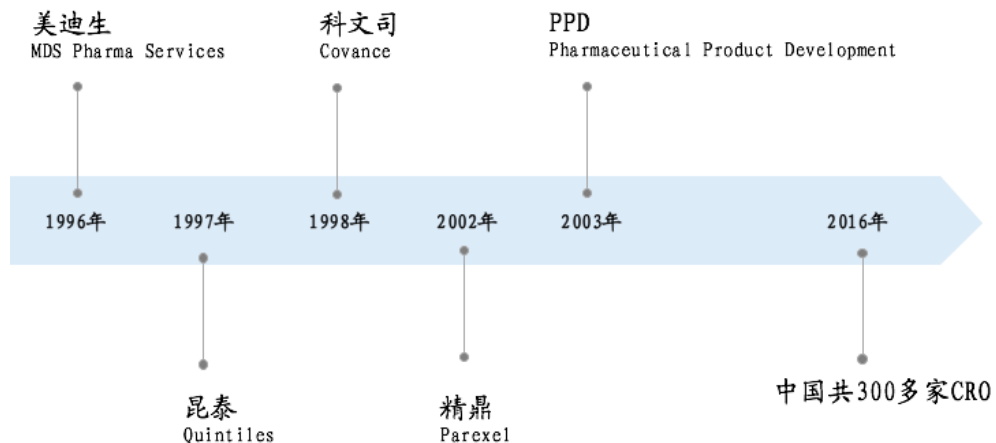
总体看来，公司发展路径以新药、仿制药研发为领先优势，围绕 CRO 产业链生态圈布局，并与制药企业形成紧密的战略合作关系，打造 CRO + 药品产业化的医药全产业链闭环，从而实现公司业绩的高速稳定增长。

2. CRO 市场巨大，仿制药一致性评价刺激增长

2.1. 中国 CRO 起步较晚，市场不断增长潜力巨大

昆泰、精鼎等全球 CRO 企业成立于 20 世纪 80 年代，到 20 世纪 90 年代欧美 CRO 市场发展已经较为成熟，21 世纪，CRO 才开始逐渐往亚洲转移。1996 年，美迪生药业服务公司（MDS Pharma Services）投资设立中国第一家 CRO 公司，从事新药的临床研究。随后，跨国 CRO 企业陆续在中国设立分支机构：昆泰于 1997 年进入中国，科文司 1998 年进入中国，精鼎于 2002 年在中国成立，PPD 于 2003 年进入中国市场。与此同时，服务于改剂型、仿制药研究等业务的中国本土 CRO 也逐渐兴起。目前，中国 CRO 企业已达 300 多家，主要业务范围包括临床前研究、临床试验服务以及新药研发咨询、药品注册审批代理。

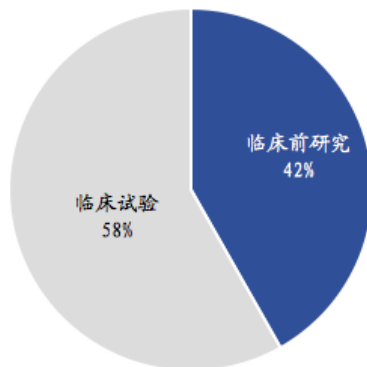
图表 5：中国 CRO 发展历程



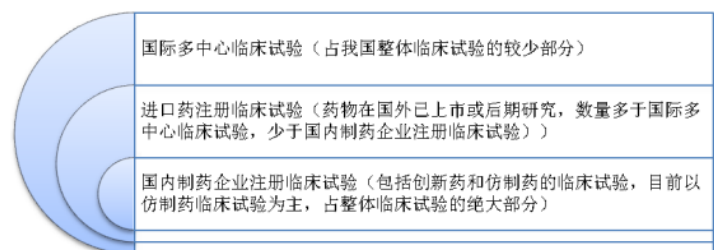
资料来源：东吴证券研究所

中国 CRO 市场以临床试验服务为主,2013 年临床试验服务占中国 CRO 市场份额的 58%, 临床前研究则占比 42%。占据市场份额较大的临床试验研究服务包括“国际多中心临床试验”、“进口注册临床试验”和“国内制药企业注册临床试验”三个部分,其中以仿制药为主的国内药企临床试验最为主流,其次是针对已在国外上市或进行后期研究的药品的进口注册临床试验,开展最少的是国际多中心临床试验。

图表 6：中国 CRO 市场份额分布



图表 7：中国 CRO 开展的临床试验类型

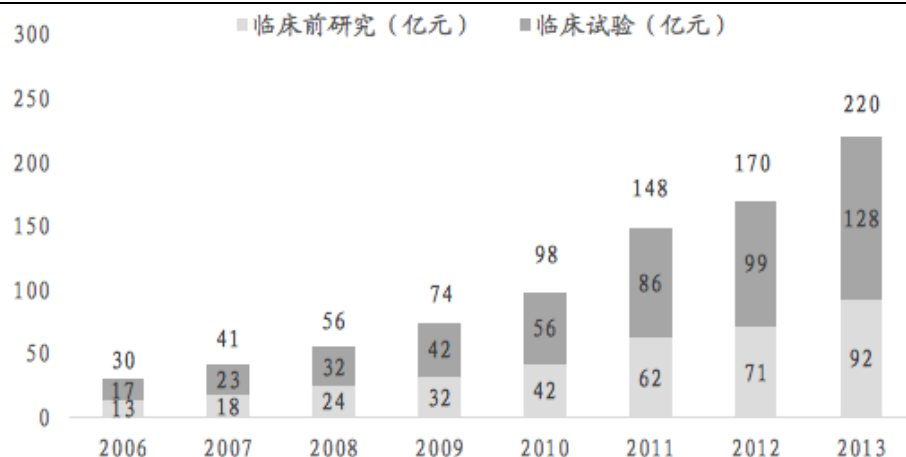


资料来源：泰格医药公告，东吴证券研究所

资料来源：泰格医药招股说明书，东吴证券研究所

受益于中国庞大患者群体、临床试验成本优势以及跨国药企业务在向国内倾斜等因素,中国 CRO 市场快速增长。2006 年,中国 CRO 市场规模仅有 30 亿元,2013 年中国 CRO 市场规模已增长至 220 亿元,年均复合增长率为 32.9%,保持高速增长。其中,临床试验市场年均复合增长率 33.4%,快于临床前研究市场的 32.2%。

图表 8：2006-2013 中国 CRO 市场规模

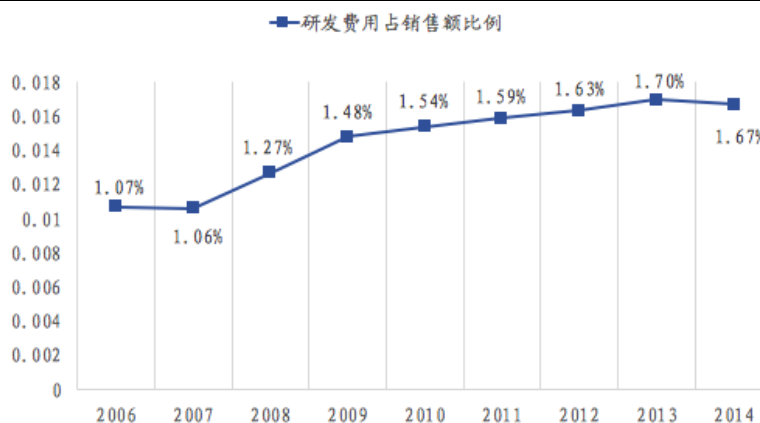


资料来源：东吴证券研究所

2.2. 新药研发驱动 + 药监改革促进，CRO 市场持续放量

CRO 企业的发展依赖于药品研发的趋势与方向。过去中国药品市场一直以仿制药为主，药品研发重视程度不足，药企研发投入占销售额比重的整体平均水平一直较低。2006 年研发费用占销售额平均比例仅为 1%，2010 年这一比例仅增长 0.5%，到 2014 年，中国药企研发投入占销售额平均比重不足 2%。

图表 9：2006-2014 中国药企研发投入占销售额比重



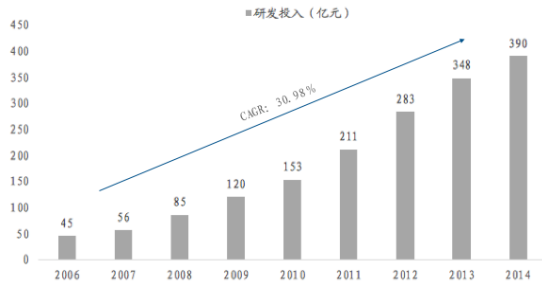
资料来源：国家统计局，2010 年中国临床试验 CRO 行业研究报告，东吴证券研究所

受到药品监管政策引导下的新药战略驱动，中国药企研发投入不断增加，2006 年，中国医药产业研发投入仅为 45 亿元，2009 年超过 100 亿元。2010 年之后，中国医药研发投入快速增长，2014 年达 390 亿元，年均复合增长率为 30.98%。

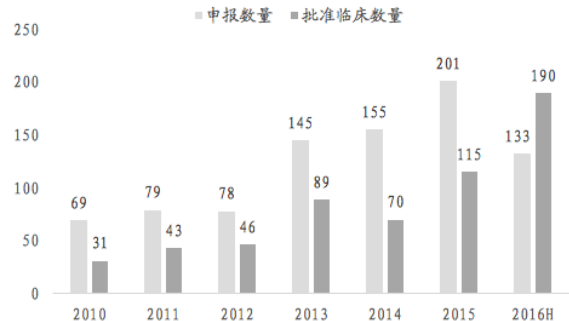
随着研发投入增加，创新药研发数量呈井喷式增长，2010 年 1.1 类新药中报量只有 69 个（按受理号计），2015 年已超过 200 个，获批临床的注册数量也从 2010 年 31 个增加至 2015 年 115 个，增长 3 倍多。受到集

中审评的影响，新药审评开始加速，截至 2016 年中期，1.1 类新药临床申请批准数量已井喷至 190 个，数量已远超过去任何一年。**新药研发的增长趋势将为 CRO 带来至少百亿元的市场增量。**

图表 10: 2006-2014 年中国药企研发投入



图表 11: 2010-2016 年 1.1 类新药研发数量增加



资料来源：国家统计局，2010 年中国临床试验 CRO 行业研究报告，东吴证券研究所

资料来源：丁香园 Insight，东吴证券研究所

除此之外，2015-2016 年的药品监管政策改革，为中国医药行业带来市场规范化的同时也为医药行业内各领域提供市场机遇，其中临床试验自查核查将规范临床试验市场，长期利好 CRO 企业发展；药品审评加速将释放临床试验研究服务的需求；上市许可人制度的试行意味着药品研发机构、高校等临床试验服务市场得以开拓；仿制药一致性评价也将释放 2000 多家药企的一致性评价市场空间；药品注册分类改革下，老 3 类新药变为仿制药，将促进一致性评价市场放量。

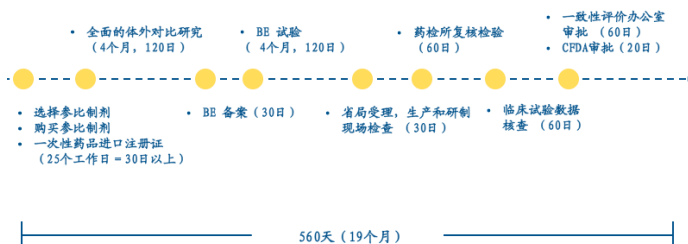
2.3. 仿制药一致性评价是 CRO 市场增长的催化剂

仿制药一致性评价是 2016 年药品监管工作的重点，推进速度快、执行力高，目前相关部门已发布 20 余个政策，同时已有 942 个品种进行 BE 备案。一致性评价工作的积极推进，短期内将刺激并成为 CRO 市场增长的催化剂。

首批 2018 年前必需完成一致性评价的 289 目录品种涉及 17740 个批准文号和 2000 多家企业，这些企业将面临“流程复杂、时限短、费用高、资源少”等难题。

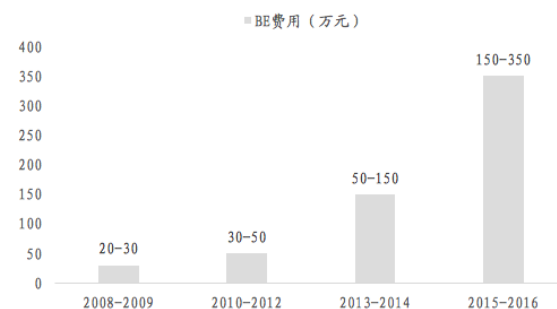
根据 CFDA，一个完整的“一致性评价工作流程”预计共需要 440 天，约为 14 个月。此外，由于存在原研药品在国外撤市、国内改剂型改规格品种较多以及部分品种为特色品种无法找到原研企业等现状，289 目录中预计 10%-20% 品种的参比制剂无法顺利找到。与此同时，企业还将因有限的临床试验机构资源和高昂的一致性评价费用对所持品种做出取舍的抉择。根据统计，CRO 承接仿制药一致性评价的药学研究费用的费用约为 100-300 万，而生物等效性试验 (BE) 费用也随着政策暴涨，从 2008 年左右的 30 万以内增长至 2016 年的 300 多万，涨幅达 10 倍。预计完成一个品种的一致性评价工作价格在 400-600 万。

图表 12: 仿制药一致性评价时间表 (理想情况)



资料来源: CFDA, 东吴证券研究所

图表 13: 2008-2016 年 BE 费用暴涨



资料来源: 丁香园, 东吴证券研究所

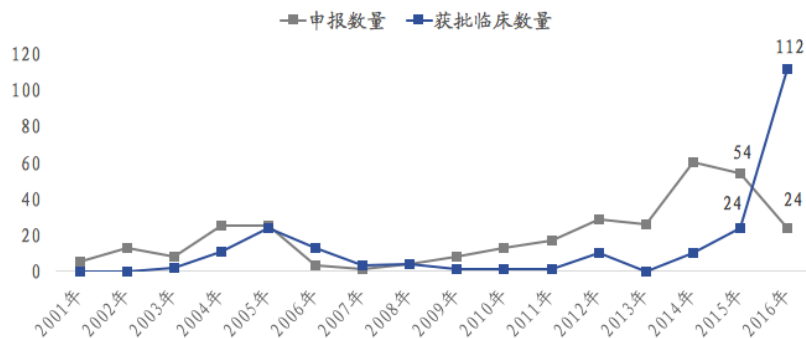
即使如此, 政策引导和药品市场刚需驱动的环境下, 预计最终开展一致性评价工作的所有品种比例将在 15% 左右, 按照药学研究 100-300 万元和 BE 试验 250-350 万元的价格计算, 我们预计 2016-2018 年 CRO 市场空间将超过 200 亿元。2018 年以后, 随着一致性评价流程完善, 非 2018 年底必须完成一致性评价品种陆续开展, CRO 市场空间进一步释放, 预计达 500 亿元以上。

3. 打造 CRO + 药品产业化的医药全产业链闭环

3.1. 深耕临床前研发, 领跑药物研发外包服务

华威医药是领跑中国药物研发外包服务的高端药物研发企业, 面向医药行业提供药物发现、研究、注册等专业技术服务。2000-2013 年, 公司主营业务为化学制剂和创新药物研发业务, 其中 2-5 类化学制剂药物研发是其核心组成部分。自 2000 年以来, 公司通过前瞻性的眼光在药物研发领域深耕, 至今已提交 317 个新药临床申请, 共获得 217 个临床批件, 其中旧 3 类新药的批件数量占比达 95.8%, 不仅在 CRO 企业中遥遥领先, 与制药企业相比, 2015 年公司的 3 类药品临床批件数量高居榜首, 可以说公司是中国药物研发外包服务的领跑者。

图表 14: 2000-2016 年 华威医药的新药临床申请与临床批件数量



资料来源: 丁香园 Insight, 东吴证券研究所

图表 15: 2015 年 3.1 类药品申报实力排名 TOP 10

公司名称	3.1 类药品申报数量	3.1 类药品候选药物数量
南京华威医药	41	19
山东罗欣	35	15
江苏恒瑞	35	21
南京海纳医药	30	10
合肥信风科技	30	12
济南百诺医药	26	13
北京阳光诺和	22	9
江苏豪森	22	10
山东新时代	21	9
济南康和医药	21	7

* 3.1 类药品指境外已上市，境内未上市的药品

资料来源：丁香园 Insight，东吴证券研究所

《药品注册管理办法》对旧 1-5 类新药设立 3-5 年新药监测期，在具有市场保护意义的法规环境下，2-5 类新药是药品研发市场的追捧对象，尤其是具有“首仿药”属性的旧 3 类新药更是让企业趋之若鹜，华威正是这类新药的受益者。“3.1 类药品研发热”使华威的境外新药仿制能力成为国内领先并收获可持续的订单以及客户，即使新注册分类改革后 3 类药失去新药地位和监测期，中国患者对更低价格境外新药的市场需求仍然十分巨大，3 类药品的“首仿药”市场优势仍然突出。除此之外，随着仿制药一致性评价推进，仿制药 CRO 市场进一步放量，专注 3 类药研发的华威还将受益于 3 类药品再次进行药学研究和临床试验的市场“反哺”。

图表 16: 新旧化药注册分类监测期对比

监测期	化药旧注册分类					化药新注册分类
5 年	1.1	1.2	1.3	类		1 类
4 年	1.4	1.5	2	3.1	类	2.2 2.3 类
3 年	3.2	3.3	3.4	4	5 类	2.1 2.4 类

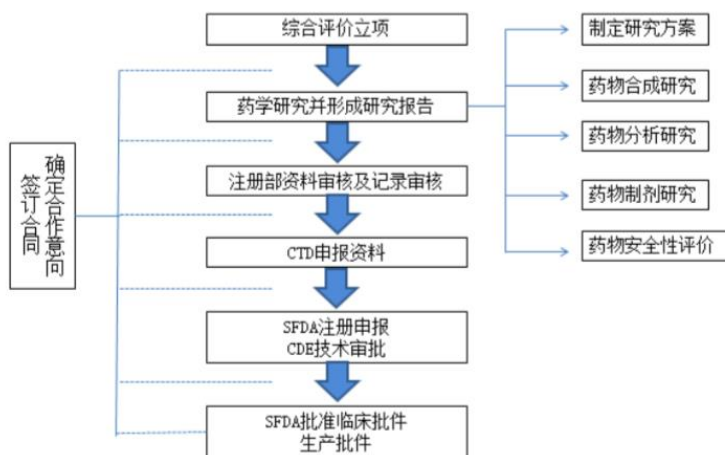
资料来源：CFDA，东吴证券研究所

除 3 类药物立项优势外，华威医药还具有强大的研发实力。多年来公司通过埃索美拉唑钠/镁、右旋兰索拉唑、左旋泮托拉唑钠、右旋雷贝拉唑钠、脂肪乳、脂质体等项目的开发，掌握手性拆分、不对称催化、定向氧化还原等手性合成技术，缓、控释药物制剂技术和靶向给药技术等高难度的药物合成、药物制剂技术，这使公司在手性药物、缓控释药物、靶向给药等高端药物研发方面拥有丰富的研发经验。

根据外包合同类型不同，公司的化学制剂药物研发可分为**技术转让**和**技术开发**两种类型。公司的**技术转让业务**指在未接受客户委托的情况下，自行市场调研立项后开发市场急需且具有广阔空间的药物，然后在特定阶段将技术成果进行转让。具有高附加价值的药物开发成果及研发技术是公司在行业内的核心竞争优势，也是公司拓展全产业链业务、与药企开展紧密战略合作并进军药品产业化的核心基础。公司的**技术开发业务**指根据客户个性化开发需求的委托，为客户提供化合物筛选、药学研究、临床注册申请等服务，并按注册审批阶段收取服务费用。委托开发的业务模式为公

司与客户之间建立起良好的合作关系，至今公司的客户群体覆盖 2014 年中国制药工业企业 100 强中的 40 余家。

图表 17：华威医药核心业务（技术转让/技术开发）流程图

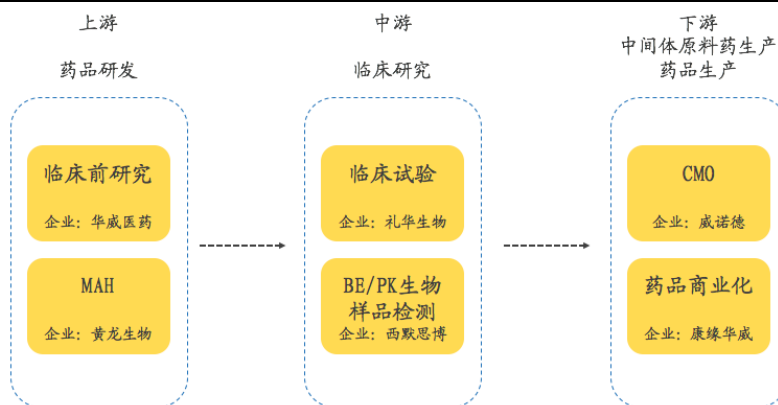


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 加快布局全产业链，促进药品产业化

当前，CRO 行业的内生发展和医药产业链的延伸是全球 CRO 行业的发展路径和趋势，抓住机遇的 CRO 企业不仅能掌握研发端，还将掌握销售端，分享新药上市后的巨大收益。2013 年以来，公司快速抓住这一行业发展趋势，加快布局 CRO 上下游全产业链，促进药品走向商业化。

图表 18：华威医药布局 CRO 全产业链



资料来源：东吴证券研究所

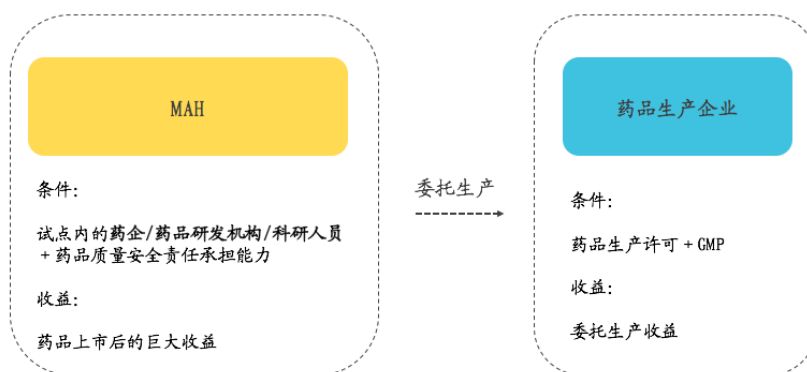
3.2.1. 上游：以临床前研究为核心竞争力，抓住 MAH 利好政策

公司在 CRO 上游的布局主要是具有核心竞争力的临床前研究服务和具有潜力的 MAH 业务。上游的临床前研究服务是公司深耕多年的核心竞争力，扎根坚实。国务院《药品上市许可持有人制度试点方案》在 2016 年

年初发布，CRO 上游的另一潜力业务 MAH 随之放开，公司加快布局抓住这一利好政策，在 2016 年初以 750 万元收购南京黄龙生物科技有限公司闻一龙和谢又生 100% 股权。虽然成立于 4 年前的黄龙生物目前未开展业务，但考虑其在建的研发大楼及其土地使用权将来可作为公司未来开展募投项目的理想场所，公司进行了此次收购，将来黄龙生物将从事开发生物大分子药物及药品上市许可持有人（MAH，Market Authorization Holder）业务。

MAH 制度下，药品上市许可和生产许可相互独立，华威的药品研发优势和临床试验 CRO 业务得以价值最大化，公司可自主研发新药或仿制药并完成临床试验，通过上市申请来持有药物及其批件的上市许可证书，而不必以较低价格转让药物研发成果，然后通过委托生产的形式坐享药品上市后收益，而不必局限于没有生产条件。这不仅为公司的药物研发上游夯实根基，也为药品产业化打下基础。

图表 19：上市许可人（MAH）可享受药品上市后收益



资料来源：东吴证券研究所

临床试验服务是 CRO 产业链中的关键部分，中国 CRO 市场中，临床试验服务占比 58%，大于临床前研究。在临床前研究服务实力夯实的基础上，公司于 2013 年加快切入临床试验服务业务的脚步，成立江苏礼华生物技术有限公司，主要从事药品和医疗器械临床试验业务。礼华生物拥有自己的临床试验机构数据档案和资源，可快速筛选出适合的研究单位，保证临床试验顺利进行。目前礼华生物虽然暂未盈利，但 2015 年营收 1171.68 万元，相比 2014 年增长 98%，2016 年仍有增长和盈利潜力。

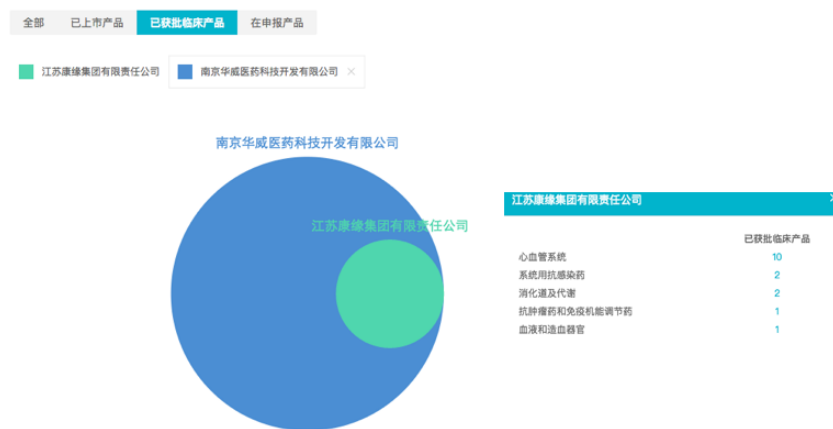
生物样品分析的检测业务是 CRO 服务中重要的一环，BE/PK 的试验结果是药物剂量选择、给药方案的参考或作为产品注册上市的直接依据。公司拓展临床试验服务的同时，在积极延伸生物样品分析检测服务，于 2015 - 2016 年成立南京西默思博检测技术有限公司，目前 1 年可完成 40-50 个 BE 血样检测。预计在仿制药一致性评价政策下，BE 试验及其结果检测的需求量将持续放开。

3.2.2. 下游：开拓 CMO 服务，布局药品产业化合作

公司立足于 CRO 服务的基础上，于 2013 年成立全资子公司南京威诺德医药公司，切入 CMO 领域，主营关键中间体和高附加值的 API（原料药）、杂质等化学品业务，由此公司业务拓展至药品生命周期的研发生产阶段。威诺德 2014 年营收 174.34 万元，2015 年 150.10 万元，略有下滑，但公司持有授权专利糖尿病药物 DPP-4 抑制剂阿拉格列汀中间体的制备方法（CN104016885B）、公开专利抗肿瘤药 VEGFR 抑制剂盐酸帕唑帕尼 N 晶型及其制备（CN104130245A），目前阿拉格列汀有 6 家企业申报临床，帕唑帕尼有 8 家企业申报临床，这两个专利将为公司贡献业绩。

除向 CMO 领域研究延伸以外，公司更是对药品走向商业化充满雄心。2016 年 9 月，公司加快药品产业化平台建设，与康缘药业签订《合作协议》，拟共同出资 2 亿元人民币设立康缘华威医药有限公司（简称“康缘华威”），其中，公司拟出资 0.8 亿元人民币，占康缘华威总股本的 40%。根据合作协议，康缘华威将向公司购买新药临床研究批件，双方共同完成后续研发和产业化推广，并优先选择礼华生物开展临床试验研究。公司与康缘的紧密合作，不仅利于公司加快化药领域的产业化布局，与子公司协同发展，也为公司与其它企业开展长期战略合作开创先河，另外对康缘药业而言，此次合作意味着心血管、抗肿瘤等领域化药在研产品线得以丰富。

图表 20：康缘药业与华威医药已获批临床产品线重合度高



资料来源：丁香园 Insight，东吴证券研究所

3.2.3. 对比领先 CRO 企业，华威产业链完善

中国领先的 CRO 企业中，无论以临床前研究还是以临床试验服务为核心业务，无一不在 CRO 全产业链布局。与药明康德、泰格、博济医药等国内领先企业相比，公司的发展方向与药明康德相对一致，遵循以药品研发、合成为核心，从 MAH、临床前研究、临床试验、CMO、生物分析检测到药品产业化同时布局的路径，而泰格和博济医药虽然在临床试验方面具有巨大优势，但在产业链下游 CMO 和产业化则相对弱势。我们预计公司会发挥新药研发的优势和累积的客户资源，保障公司子公司的发展，释放协同发展作用，并享受药品商业化带来的杠杆收益，从而创造可持续增长的业绩。

图表 21：四家国内领先 CRO 企业的产业链布局对比

企业	MAH	临床前研究	临床试验	生物分析检测	CMO	药品产业化
泰格医药 2004 年成立		✓ 2008 年	☆ 2004 年	✓		
博济医药 2002 年成立		✓ 2004 年	☆ 2002 年			
药明康德 2000 年成立	✓ 与礼来战略合作	☆ 2000 年	✓ 2011 年	✓ 2005 年	✓ 2010 年	✓ 2012 年
华威医药 2000 年成立	✓	☆ 2000 年	✓ 2013 年	✓ 2015 年	✓ 2013 年	✓ 2016 年

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 政策红利：核心优势+一致性评价，快速放量

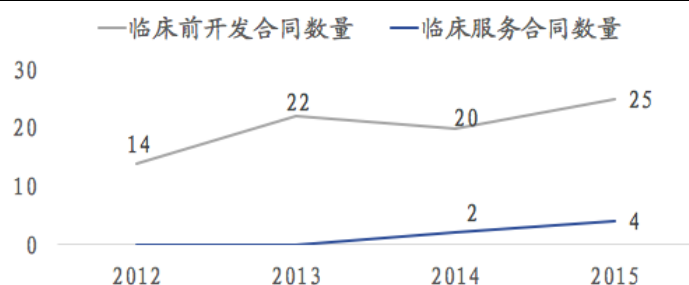
CRO 企业的发展依赖于国家政策的引导，随着药品监管政策改革，创新药、改良新药研发战略驱动，临床试验数据质量加强管理以及“箭在弦上”的仿制药一致性评价等政策将促使更多药企选择与 CRO 开展合作，政策红利将成为公司的变现驱动力。

4.1. 药物研发项目储备充足，满足超 2 亿元市场增长

4.1.1. 药物研发经验丰富，订单量和营收稳定增长

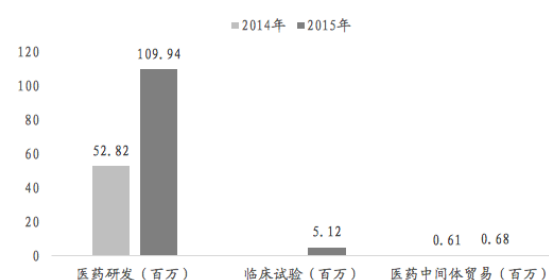
公司深耕新药临床前研发十余年，已累积丰富的新药研发经验和在研项目资源。2012-2015 年，公司临床前研发和临床试验合同数量均呈稳定增长趋势，且未受到药品临床试验数据核查的影响。与此同时，公司主营业务收入也稳定增长，2014-2015 年，药品研发板块的营收从 5282.5 万元增长至 1.1 亿元，增长率达 108%；临床试验业务因刚起步，2015 年营收为 512.39 万元。

图表 22：2012-2013 华威医药订单合同数量稳定增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 23：近 2 年华威医药主营业务收入增长



资料来源：丁香园 Insight，东吴证券研究所

4.1.2. 按“一事一议”定价，以注册审批阶段收费

销售渠道方面，公司采用直销模式，无经销商，项目定价方式为“一事一议”，最大程度保证公司的毛利率。与核心业务同为临床前研究的上市公司蓝贝望和博济医药相比，公司临床前毛利率为 88.80%，处于行业领先水平。公司较高的毛利率主要得益于其成熟的 3 类药物研发服务，公

司能够获得更高的技术附加价值、享受规模效应带来的成本优势以及领先的品牌溢价优势。另外，医药技术成果属于非标准性产品，交易价格通过谈判确定，因此不同公司的临床前研究业务收益与毛利率也会有所差异。

图表 24：华威医药、蓝贝望、博济医药临床前研究业务毛利率比较

华威医药	蓝贝望	博济医药
88.80%	64.51%	97.88%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司通常采取“按客户委托需求开发，按注册审批阶段收费”的模式与药企进行合作，通常确认合同销售收入的时间节点包括：（1）合同签订；（2）申请临床批件获受理通知书后；（3）小试工艺交接后；（4）中试工艺交接后；（5）获临床批件后；（6）获生产批件后，根据项目所处阶段不同而确认收入额比例如下：

图表 25：华威医药按药物研发阶段的收费比例

进度标志	当期完工百分比（%）	累计完工百分比（%）
确定合成工艺、取得合格原料药、签订合同	20	20
获取临床受理通知书	20	40
小试交接完成	10	50
中试交接完成	10	60
取得临床批件	35	95
客户取得生产批件	5	5

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

直销销售模式决定公司的高利润率，而临床前研发的“按阶段付费”模式则意味着公司的年收入将优先依赖于过去 3-6 年的签订合同数量，这部分订单收入将占到公司当年年收入的 50%以上，另外 50%为当年签订合同产生的收入，因此，公司的在研储备项目数量会影响公司的签订合同数量，而签订合同的数量和价值决定着公司未来三年的营收情况。

4.1.3. 超 200 个药物研发储备项目，催生 2 亿市场增长

公司的药物研发储备项目充足，与同类型研发机构比较具有先发优势，将为公司带来营收的继续增长。截至 2015 年 12 月底，公司申报的临床注册项目数量累计达 300 多项，处于申报临床前研发阶段的项目共 118 项，尚未获得临床批件还在研的项目共 85 项，即公司目前有超过 200 个新药研发储备项目，其中 57 个项目已签订转让/开发合同。

图表 26：华威医药在研项目储备数量

项目所处阶段	项目数量	签署研发服务协议数量	未合作项目数量
申报临床前研发阶段	118	8	110
获得临床批件申报受理通知单	85	49	36
合计	203	57	146

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

但是长期以来，公司的项目收入都有赖于 3 类药物，化药新注册分类政策下，3 类药物已失去新药地位和市场监测期，对此，公司提早储备 8 个具有重磅竞争潜力的 1 类新药项目，新药集中在以下治疗领域：抗肿瘤药、糖尿病药物 DPP-IV 酶抑制剂和非黄嘌呤氧化酶抑制剂和抗真菌药物，公司借此进一步发力新药研发，长期将为公司带来可观的收入。

图表 27：华威医药创新药物研发储备情况

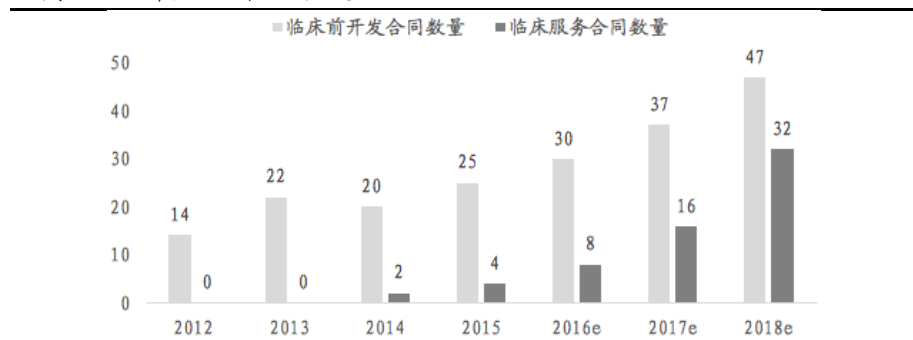
化合物代号	适应症	至临床申报 所需时间	完成临床前研究预 计投入金额（万元）	预期成果转让收益（以临 床批件转让计算/万元）
HW5101	非小细胞肺癌、 直肠癌	2-3 年	800	4000-5000
HW5102	直肠癌	2-3 年	800	4000-5000
TN-16	卵巢癌	2-3 年	800	4000-5000
TN-11	非小细胞肺癌	1.5-2 年	800	4000-5000
BQ-I	2-型糖尿病	2-3 年	800	4000-5000
BH-7	2-型糖尿病	2-3 年	800	4000-5000
SA-6	痛风	2-3 年	800	4000-5000
HW6001	抗真菌	2-3 年	700	4000-5000

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

根据公司现有储备项目，我们预计 2016-2018 年公司营收的主要来源为未来 3 年签订合同当年产生的收入，以及往年签订合同产生的收入。

未来 3 年签定合同数量以历史数据进行测算，2012-2015 年，公司签订的临床前研究和临床试验服务的合同总量为 87 个，临床前研究合同复合增长率为 21.32%，而由于临床试验服务刚起步，正在呈倍数级增长。我们预计未来 3 年，公司合同订单数将继续高速增长。

图表 28：华威医药合同数量预测



资料来源：东吴证券研究所

往年签定的可产生收入的合同数量可基于公司的利润承诺预测来计算。根据公司预测，2016 年现有 203 个储备项目中将有 73 个项目产生收入，其中，2 个处于申报临床前研发，51 个获申报受理通知、20 个已获临

床批件，这些可产生收入项目数量占公司项目总储备的 35.9%，假设未来 3 年该比例保持不变，同时公司项目储备库保持 2010-2016 年申报数量 26% 的平均增长率，那么预计 2017-2018 年公司的储备数量将达 256 个、321 个，可产生收入的过往项目数量分别为 91 个、115 个。

图表 29：华威医药可产生收入的合同数量预测

年份	2016E	2017E	2018E
可产生营收的往年签订合同数量	73	91	115
可产生营收的当年签订合同数量	30	37	47

* 按临床前研究合同数量计算

资料来源：东吴证券研究所

公司药物研发以 3.1 类药物为主，单个项目的收入以同类药物计算。根据公司收入前 5 名的药品研发项目，从研发至获临床批件平均每个项目收入为 687.5 万元，而获得临床批件节点的完工和收费率为 95%，也就是说公司每个项目的平均收入为 700-800 万元。

图表 30：华威医药创新药物研发线一览

研发内容	注册分类	项目进展	确认收入金额 (万元)	项目周期 (年)
阿齐沙坦及片的开发	化药 3.1 类	获临床批件 (2014 年 12 月)	975	3.5
替加环素及注射用替加环素的开发	化药 3.1 类	技术交接完成	750	4
奥氮平氟西汀胶囊的开发	化药 3.2 类	获临床批件 (2015 年 12 月)	562.5	5.5
米诺膦酸及片 (1mg) 的开发	化药 3.1 类	获临床批件 (2012 年 11 月)	525	6.5
比拉斯汀及片剂的开发	化药 3.1 类	获受理通知单 (2013 年 8 月)	525	4

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

可产生营收的往年签订项目中，处于申报临床前研发、获申报受理通知、获临床批件的项目比例分别为 2.7%、69.8%、27.39%，项目的营收将分别按不同研发阶段的收费比例进行计算，因此，往年签订合同可产生的收入可按以下公式进行测算：

$$\text{往年签订合同可产生的收入} = \text{往年签订合同数量} * \text{单个项目合同总费用} * \text{各完工程度项目数量的比例} * \text{项目完工程度的费用比例}$$

可产生营收的当年签订项目均处于申报临床前研发阶段，可收费比例为 20%，但由于回款存在周期性，通常有 25% 当年签订合同（第四季度）的收入无法当年产生，因此假设 75% 新签项目将对当年营收做出贡献，当年签订合同可产生的收入可按以下公式进行测算：

当年签订合同可产生的收入 = 当年签订合同数量 * 单个项目合同总费用 * 项目所处阶段费用比例 * 75%

由此可以预计，公司 2016-2018 年药品研发项目的收入将分别达：1.95 亿、2.43 亿和 3.08 亿元。

图表 31：2016-2018 年华威医药药品研发项目收入预测（万元）

年份	2016E	2017E	2018E
往年签订合同可产生的收入	16186.56	20177.77	25499.38
当年签订合同可产生的收入	3375.00	4162.50	5287.50
合计	19561.56	24340.27	30786.88

* 测算仅考虑临床前研发市场

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 仿制药一致性评价，催生 4-6 亿市场空间

4.2.1. 一致性评价箭在弦上，完善的布局利好订单增长

仿制药一致性评价是 2016-2018 年药品监管工作重点，涉及 2000 多家制药企业，市场空间超 200 亿元。目前一致性评价的工作流程、参比制剂确定方法、生物等效性试验备案管理等相关政策已完全确定，根据中检院发布的 5-6 月参比制剂备案信息，全国有 156 家企业申报和备案参比制剂，虽然仅占有需完成评价工作企业数量的 7.7%，但毫无疑问评价工作已经箭在弦上，一致性评价订单量将随时爆发。

图表 32：289 目录仿制药一致性评价市场测算

项目	数据
品种数量	289
批文数量	17740
所有企业开展一致性评价工作的数量（按规格计）	17095
每个品种开展一致性的企业数量预测	1-30
所有品种所有企业开展一致性评价的比例预测	15%
有参比制剂的品种比例	80-90%
BE 豁免的品种比例	20-30%
最终开展药学评价的批文数量	2300-3500
最终开展 BE 试验的批文数量	2000-3000
药学研究价格（万元）	100-300
BE 试验价格（万元）	250-350
仿制药一致性评价的市场规模（亿元）	210

资料来源：东吴证券研究所

仿制药一致性评价涉及面较广，包括药学研究、生物等效性试验、生物样本检测分析等，公司将凭借完整的“药学研发+临床试验服务+生物样品检测业务”产业链布局和领先全国的药学研究优势抓住政策带来的红利，在即将爆发的一致性评价订单中，争夺一席之地。

此外,3 类药是 2018 年后仿制药一致性评价的主要完成对象之一,而公司作为全国 3 类药物研发的佼佼者,将来也必定是 3 类药物一致性评价的赢家,将承接大部分 3 类药物的一致性评价订单,这使公司长期在仿制药一致性评价政策中受益。

4.2.2. 抓住政策红利,催生 4-6 亿元市场

仿制药一致性评价中,临床前研究溶出曲线一致基础上的生物等效(BE)是通过评价工作的关键点,这就要求 CRO 企业能提供完整的一致性评价服务。公司是目前市场上少数可提供临床前药学研究和 BE 的 CRO 公司之一,尤其在药学研究方面具备领先优势,BE 则主要由子公司礼华生物开展,虽然礼华生物成立时间不长,但公司从起初就制定几百项规范的 SOP 以保障提供临床服务的规范性,可保障 BE 试验的顺利进行。

公司拥有研究服务团队,共 247 人,其中硕士学历占 38%以上,可提供专业的药学研究服务和稳定的产能。从临床前研究来看,公司一年能承接 100-150 个临床前药学研究项目;BE 方面,公司拥有 3 家紧密合作的临床试验基地,1 家是捆绑合作医院,将优先保障礼华的项目,另外 2 家可优先排队参加,预计一年 BE 产能为 12-15 个;生物样品检测方面,子公司西默思博 1 年可完成 40-50 个 BE 的血样检测,如果需求扩大,可建设二期检测实验室,产能还将进一步扩大。与泰格、博济相比,公司的 BE 产能相对较弱,但不影响公司在一致性评价市场中扩大订单量。

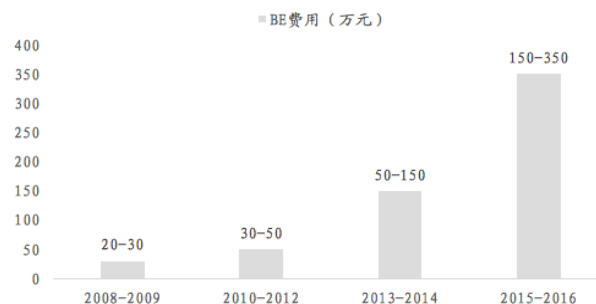
图表 33: 华威医药的仿制药一致性评价产能

一致性评价项目	产能
临床前研究	100-150 个/年
临床试验	12-15 个/年
生物样品检测	40-50 个/年

资料来源:丁香园,东吴证券研究所

目前公司落地的一致性评价项目有 5 个,一致性评价报价和出方案的有 30 多个。华威临床前研究报价为 300-400 万元,而 BE 费用整体暴涨,达 150-350 万元,因此单个一致性评价项目费用在 500-600 万元。若这 35 个项目全部实施,按平均每个项目 600 万费用计算,将为公司贡献 2.1 亿元营收,每个项目周期为 1.5 年,平均每年营收为 1.4 亿元。若以公司最大产能测算,预计未来 2-3 年华威的营收可增加 4-6 亿元。

图表 34: 2008-2016 年 BE 费用暴涨



资料来源:丁香园,东吴证券研究所

从整体来看，公司具有充足的在研项目数量储备，仅临床前研究业务就将为公司未来 3 年带来每年 1.65-2.60 亿元的业绩。此外，公司将借助仿制药一致性评价政策带来的订单爆发增长，为公司贡献至少 2 亿元以上的订单收入。长期来看，公司已完善 CRO 全产业链布局，在母子公司协同发展的作用下，临床试验和医药中间体贸易业绩也将进入快速增长期，形成新的变现点。公司还将通过与康缘药业的紧密投资合作，进军药品产业化，享受新药上市上市后的巨大收益。未来 3 年，预计公司每年可以保持 40%以上的业绩增长。

5. 盈利预测与投资建议

基本假设：

- 公司每年申报新药临床数量保持平均 26%的增长，储备项目数量充足以支持公司 2016-2018 年临床前研发业务高速增长；
- 未来 3 年，公司可产生收入的项目数量保持占总储备数量的 35.9%，且项目阶段分布为：2.7%为申报临床前研发、69.8%为获申报受理通知、27.39%为获得临床批件；
- 公司当年新签合同数量增长率保持在 21.32%左右，以保证公司业绩的可持续性增长；
- 公司 3 类药物单个项目的平均收入为 700-800 万元；
- 2016-2018 年，仿制药一致性评价有望为公司带来 5-100 个临床前研究订单，15-30 个 BE 订单，实现 197%爆发式增长；
- 公司的临床试验业务可与母公司协同发展，将实现与中国临床试验市场 33.4%一致的快速增长，为公司带来业绩的贡献；
- 公司医药中间体贸易业务保持 11.56%的增速；

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润 1.35 亿、1.93 亿和 2.81 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.55 元和 0.71 元，对应 PE 分别为 43 倍、33 倍和 25 倍。我们长期看好公司的“临床前研究+临床试验+检测业务”协同发展、“CRO+药品产业化”联动的全产业链平台布局，首次给予“增持”评级。

图表 35: *ST 百花(华威医药业务) 2016-2018 年盈利预测

单位: 百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	115.74	207.20	301.36	426.66
其中: a. 药品研发 (不含一致性评价)	109.94	195.61	243.40	307.86
b. 临床试验 (不含一致性评价)	5.12	6.83	9.11	12.15
c. 仿制药一致性评价	0.00	4.00	48.00	105.7
d. 医药中间体贸易	0.68	0.76	0.85	0.95
营业收入增速	119.11%	79.02%	45.44%	41.58%
归母净利润	75.60	135.52	193.03	281.25
归母净利润增速	108.30%	79.26%	42.43%	45.70%
EPS (元)	-1.62	0.55	0.78	1.13
PE	-12.08	35.94	25.24	17.32

资料来源: 东吴证券研究所

6. 风险提示:

- (1) 药品政策变化风险
- (2) 仿制药一致性评价开展数量不如预期

ST*百花重要财务数据

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	831.28	819.69	808.27	797.01	营业收入	808.81	1132.33	1585.26	2219.36
现金	260.89	294.39	332.18	374.82	营业成本	872.48	1134.22	1474.48	1916.83
应收款项	301.48	334.46	371.05	411.65	营业税金及附加	14.89	24.00	38.70	62.39
存货	195.58	161.27	132.98	109.65	销售费用	20.15	27.44	37.37	50.89
其他	7.69	6.04	4.74	3.72	管理费用	168.38	221.89	292.41	385.34
非流动资产	3231.71	3068.88	2914.26	2767.43	财务费用	153.73	227.52	336.74	498.37
长期股权投资	4.33	1.74	0.70	0.28	资产减值损失	205.92	581.90	1644.39	4646.91
投资性房地产	163.32	165.98	168.69	171.44	投资净收益	9.83	12.51	15.91	20.24
固定资产	2153.38	1990.23	1839.44	1700.07	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	403.43	345.36	295.65	253.10	营业利润	-614.36	-1.89	110.77	302.53
其他	117.23	165.67	234.12	330.86	营业外净收支	38.33	103.84	281.29	762.03
资产总计	4062.99	4388.03	4739.07	5118.19	利润总额	-543.74	101.95	392.07	1064.56
流动负债	3091.80	3587.26	4162.12	4829.10	所得税费用	-32.29	15.29	58.81	159.68
短期借款	168.00	79.55	37.67	17.84	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	420.06	538.45	690.21	884.74	归属母公司净利润	-405.98	86.65	333.26	904.88
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	837.30	1223.66	1850.64	2961.15
非流动负债	516.08	417.16	337.20	272.57	EBITDA	1008.65	1380.71	1994.60	3093.10
长期借款	76.40	31.84	13.27	5.53	重要财务与估值指标				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	-1.62	0.55	0.78	1.13
负债总计	3607.89	3900.68	4217.24	4559.49	每股净资产(元)	1.34	0.08	0.05	0.03
少数股东权益	121.74	69.26	39.41	22.42	发行在外股份(百万股)	248.52	229.73	212.36	196.31
归属母公司股东权益	333.36	194.82	113.86	66.54	ROIC (%)	0.18	0.24	0.33	0.49
负债和股东权益总计	4062.99	3887.24	3719.09	3558.22	ROE (%)	-78.43	-70.59	-63.53	-57.18
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	-7.87	-7.08	-6.37	-5.74
经营活动现金流	423.58	887.52	1859.58	3896.32	EBIT Margin(%)	0.21	0.28	0.39	0.58
投资活动现金流	-76.20	-68.35	-61.30	-54.98	销售净利率(%)	-0.50	0.08	0.21	0.41
筹资活动现金流	-250.82	-346.13	-477.66	-659.17	资产负债率(%)	0.89	0.89	0.89	0.89
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	收入增长率(%)	-0.19	0.79	0.45	0.42
现金净增加额	96.55	193.10	386.20	772.40	净利润增长率(%)	-73.78	-1.21	2.85	1.72
折旧和摊销	171.35	157.06	143.96	131.95	P/E	-12.1	35.9	25.2	17.3
资本开支	80.70	74.59	68.95	63.73	P/B	13.66	233.57	399.66	683.86
营运资本变动	-2260.52	-2767.57	-3353.85	-4032.10	EV/EBITDA	3.38	2.66	1.98	1.37

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

