

# 深度报告——《创新大牛市》公司篇之亚太药业

## 医药创新全产业链平台

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001

联系人：苑建 证券投资咨询执业证书编码：S1190117120042

2018年6月21日



# 概要

- 投资摘要：买入！  
.....
- 基本情况：创新CRO服务&化药制剂两翼齐飞  
.....
- CRO业务：创新全产业链服务平台  
.....
- 核心竞争力：唯一再评价资质&丰富临床资源  
.....
- 制剂业务：业绩进入高速增长阶段  
.....
- 盈利预测与投资评级  
.....
- 业绩及市值展望：三年两倍以上空间  
.....

# 投资摘要：买入

# 投资要点

## A股稀缺的医药创新全产业链平台型公司

**医药创新：**CRO服务创新+创新药（借助临床资源以研究课题形式开展项目，对于有前景的项目以合作开发方式，以技术服务费换取项目部分权益，同时借此优先获得项目投资权，为亚太药业的产业基地筛选项目，目前产品储备丰富）；

**全产业链：**临床前CRO（接单能力强，对临床前CRO如方达、昭衍、科研院所等建立联盟进行项目统筹合作，产能瓶颈小）+临床CRO（通过卫计委“重大疾病防治科技行动计划”掌握核心大医院资源，业务增速较快）+上市再评价（目前国内唯一一家能做，17年开始跟大药厂合作，以研究课题等形式委托医院&医生，符合药厂、医院&医生、CRO企业等多方诉求，市场空间巨大）；

**资金流向：**企业新生源——国家课题机构——医院——医生

**平台型公司：**临床前CRO接单子，统筹联盟内其他临床前CRO公司；上市再评价，以课题等形式委托给医院&医生，自身所需人员少。这两块业务避开了临床CRO业务面临的产能瓶颈（临床基地&人力），公司可通过外部人员扩张业务。反映在财务上为持续的高ROE（35%以上）。

## 核心竞争力：唯一再评价服务资质&丰富临床资源

**唯一再评价服务资质：**新生源通过推进卫计委“重大疾病防治科技行动计划”积累了丰富的临床资源和政府资源，成为目前国内唯一具备开展再评价服务的CRO企业。

**丰富临床资源：**公司在上海、北京、广东、武汉、温州等地拥有丰富临床资源，截止2017年底，长期合作床位（临床基地建设）超过900张，主要以三级医院为主。

## 全国招标顺利推进&品种储备丰富，制剂业务进入高速增长阶段

**招标顺利推进：**公司17年中标省市大增，为18-19年制剂高增长奠定基础。

**品种储备丰富：**通过自主研发+CRO平台储备丰富的创新药，未来有望陆续上市，给长期发展奠定基础。

## 风险提示：CRO订单不及预期，制剂销售不及预期，研发品种上市进程不及预期等。

# 业绩及市值展望

**临床CRO业务+制剂板块增速提升，未来5年业绩有望持续快速增长。**公司为国内唯一具备开展上市再评价业务的CRO企业，通过整合国内丰富临床资源，源源不断获取订单，带动公司CRO业务进入高速增长阶段；制剂业务短期受益全国中标范围扩大，中长期受益在研产品陆续获批上市，制剂营收将进入持续高速增长阶段。预计18-20年净利润2.80/3.72/4.75亿元，增长39%/33%/28%。股价经历调整消化估值后，18/19PE26/19X，相比其他CRO企业，极具性价比，上调至“买入”评级。

**18年市值展望：118亿元。**1) CRO业务：18年净利润2.0亿元，增长33%，考虑到公司拥有丰富临床资源以及强大新药研发上下游整合能力，再评价CRO业务竞争格局好，市场空间大，参考同类CRO公司65倍以上估值，给予公司CRO 45倍PE，对应2018年市值90亿元；2) 制剂业务：受益制剂中标省市快速增加，制剂业务进入高速增长阶段，预计18年贡献净利润0.8亿元，给予35倍PE，对应2018年市值28亿元。

**19年市值展望：138亿元。**1) CRO业务：19年净利润2.6亿元，增长30%，给予40倍PE，对应2019年市值104亿元。2) 制剂业务：抗生素和非抗制剂保持较快增长，扎托布洛芬、氯诺昔康注射剂以及头孢地尼胶囊有望获批，制剂业务将保持较高增速，预计19年净利润1.12亿元，增速40%，给予30倍PE，对应2019年市值34亿元。

**三年两倍以上市值空间，上调至“买入”评级。**1) CRO业务：2021年净利润3.96亿元，增长22%，考虑行业竞争格局好，市场空间大，应给予一定估值溢价，给予30倍PE，对应2021年市值119亿元。2) 制剂业务：新产品获批上市带动下制剂板块有望维持较高增速，预计21年净利润1.97亿元，给予25倍PE，对应2021年市值49亿元，**合计168亿市值。**



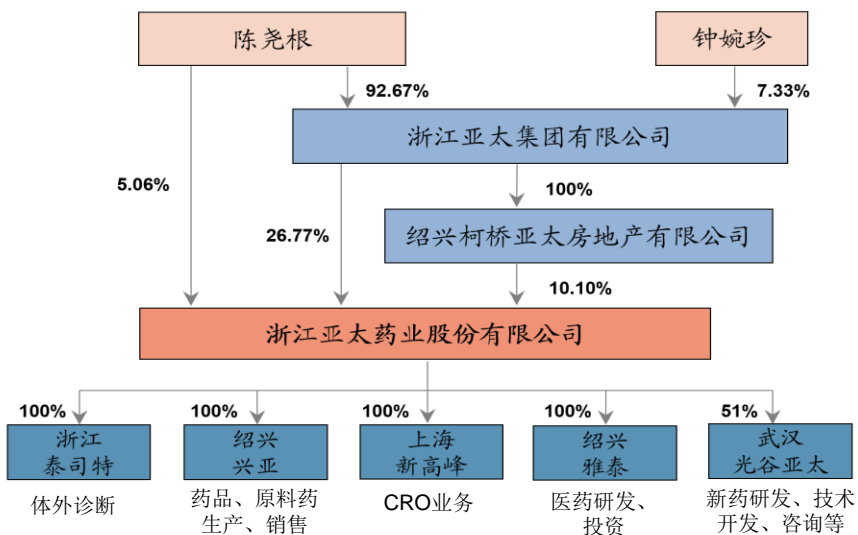
# 公司概况：创新CRO服务&化药制剂两翼齐飞

# 收购新生源，战略布局医药服务CRO

亚太药业以抗生素和非抗生素化学制剂业务（消化类药物为主）起家，15年底收购上海新高峰100%股权，战略布局新药研发服务CRO领域，实现医药工业&服务全产业链布局。定增融资对象为公司实际控制人和新生源管理层，表明大股东坚定看好新药研发服务领域，同时定增将新高峰管理层与公司长期利益绑定。

公司股权结构清晰，董事长陈尧根为实际控制人。公司直接控股5家子公司，其中上海新高峰为医药创新全产业链平台，泰斯特主营体外诊断试剂、武汉光谷亚太从事新药研发和技术服务、母公司以化药制剂业务为主。

图表：亚太药业股权结构及子公司情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表：定增对象主要为亚太和新生源管理层

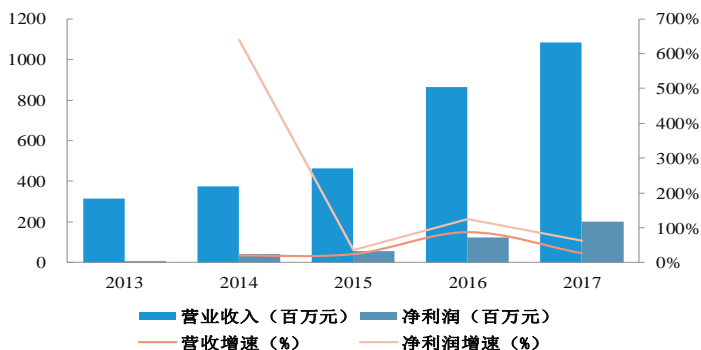
增发对象	认购金额	认购比例	备注
陈尧根	2.7亿元	20.33%	董事长
钟婉珍	2.2亿元	16.42%	董事，董事长配偶
吕旭幸	2.1亿元	15.64%	副董事长及总经理，董事长女婿
沈依伊	1.9亿元	14.08%	董事&副总&董秘，董事长女婿
任军	1.1亿元	8.52%	新生源董事长&总经理
曹蕾	0.65亿元	4.93%	新生源高管，任军配偶
资管计划	2.7亿元	20.08%	新生源主要管理人员和核心骨干

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

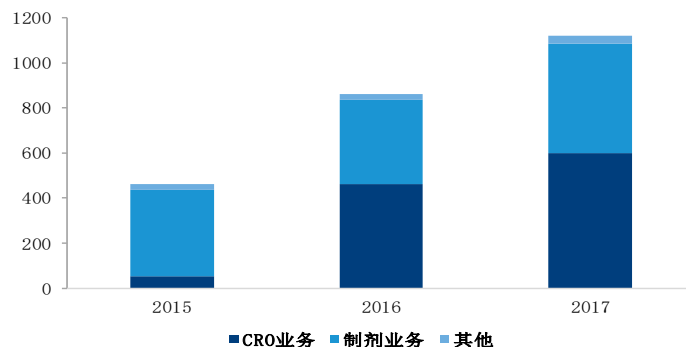
# CRO已成战略主业，带动业绩高速增长

**业绩及经营情况：**15年底收购新生源以来，整体业绩保持快速增长趋势，17年收入10.9亿元（+25.7%），净利润2亿元（+62.1%），主要原因：1）CRO业务持续超承诺完成：收入约6亿元（+29%），净利润约1.5亿元（32%），已成战略主业，预计18年仍将超承诺完成；2）招标顺利推进，制剂板块进入高速增长阶段：收入约4.5亿元（+27%），净利润约5300万元（+380%）；3）期间费用率稳中有降，销售费用率小幅增加：主要原因制剂中标省市增加，公司加大市场推广力度。

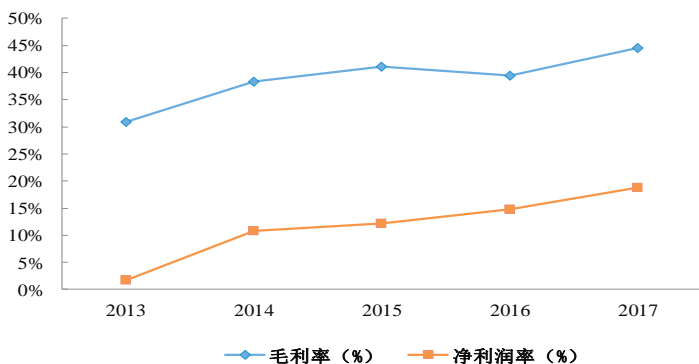
图表：2011-2017年营业收入和净利润



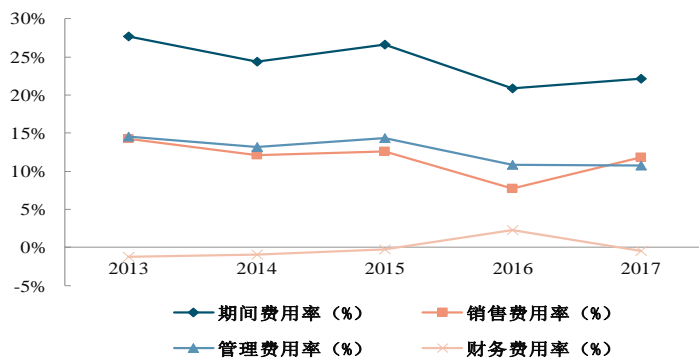
图表：2015-2017年公司营业收入结构 (百万元)



图表：2013-2017毛利率与净利率变化



图表：2013-2017亚太药业期间费用率变化



资料来源：wind，太平洋证券研究院

资料来源：wind，太平洋证券研究院



# **CRO: 创新全产业链服务平台**

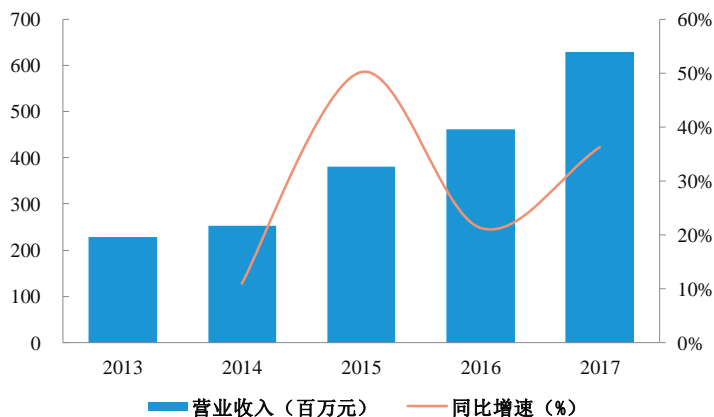
# 新生源：医药创新全产业链平台

- **1) 医药创新：**CRO服务创新+创新药（以技术服务费换取项目部分权益，同时借此优先获得项目投资权，为亚太药业的产业基地筛选项目，目前项目储备丰富）；
- **2) 全产业链：**临床前CRO（接单能力强，对临床前CRO如方达、昭衍等建立联盟进行项目统筹合作，没有产能瓶颈）+临床CRO（通过卫计委“重大疾病防治科技行动计划”掌握核心大医院资源，业务增速较快）+上市再评价（目前国内唯一一家能做，17年开始跟大药厂合作，以研究课题等形式委托医院&医生，符合药厂、医院&医生、CRO企业等多方诉求，市场空间巨大）；  
资金流向：企业**新生源**——**国家课题机构**——**医院**——**医生**
- **3) 平台型公司：**临床前CRO接单子，统筹联盟内其他临床前CRO公司；上市再评价，以课题等形式委托给医院&医生，自身所需人员少。这两块业务避开了临床CRO业务面临的产能瓶颈（临床基地&人力），公司可通过外部人员扩张业务。反映在财务上为持续的高ROE（35%以上）。

# 新生源：业绩持续超承诺完成

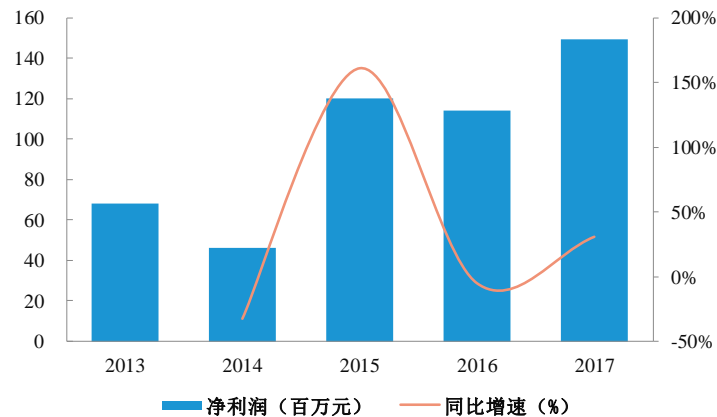
- **业绩承诺：**2015-2018年，新生源扣非后归母净利润不低于8500万元、1.06亿、1.33亿和1.66亿元。
- **业绩持续超承诺完成：**2015-2017，新生源实现营收分别为3.8亿元、4.6亿、6.28亿元，净利润分别为1.2亿元、1.14亿元和1.49亿元，持续超业绩承诺。我们预计18年收入将达到8亿元，同比增速超30%，净利润约2亿元，同比增速超30%，持续超承诺完成，未来业绩持续增长动力来自上市再评价业务。

图表：2013-2017年新生源营业收入及其增速



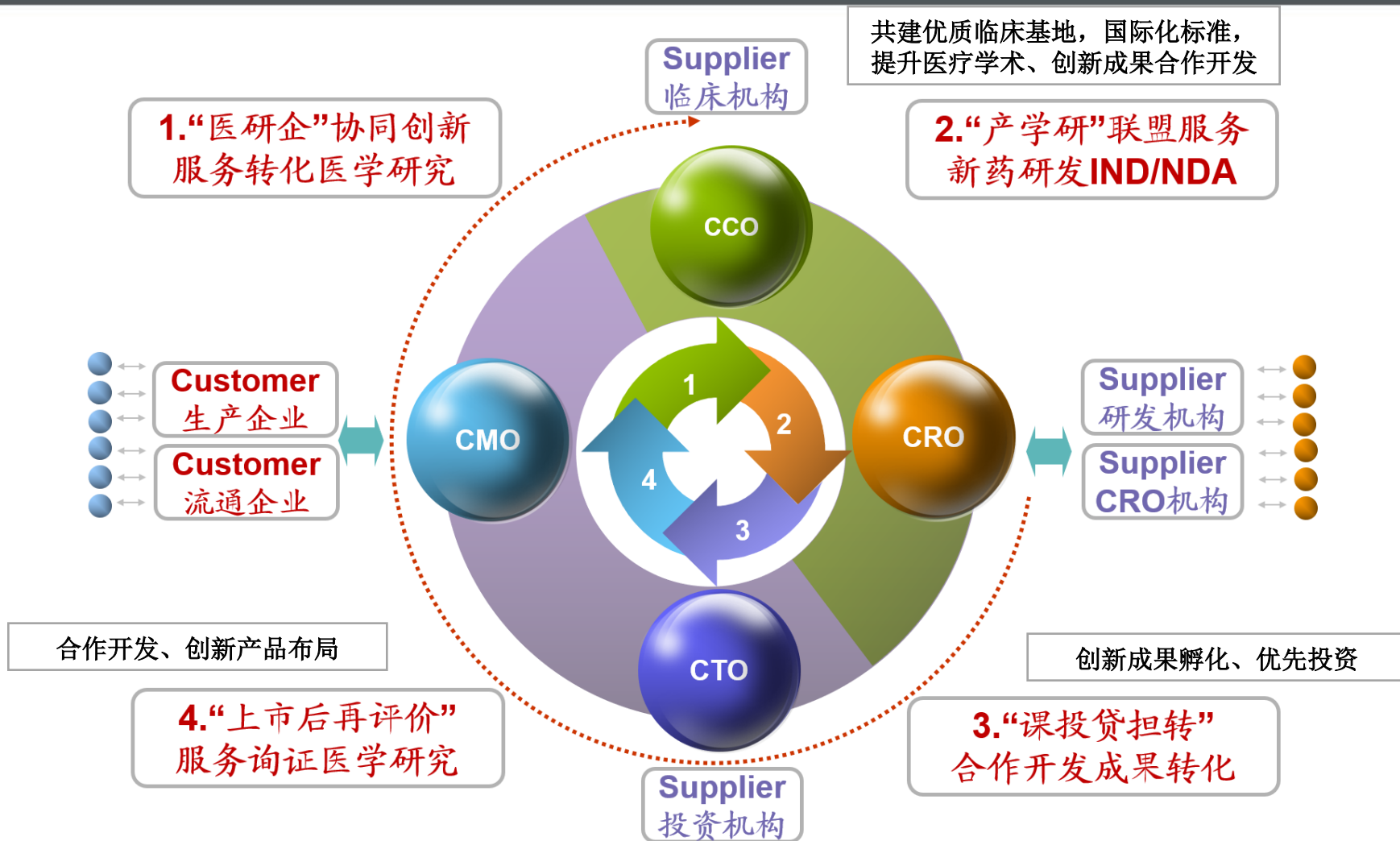
资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表：2013-2017年新生源净利润及其增速



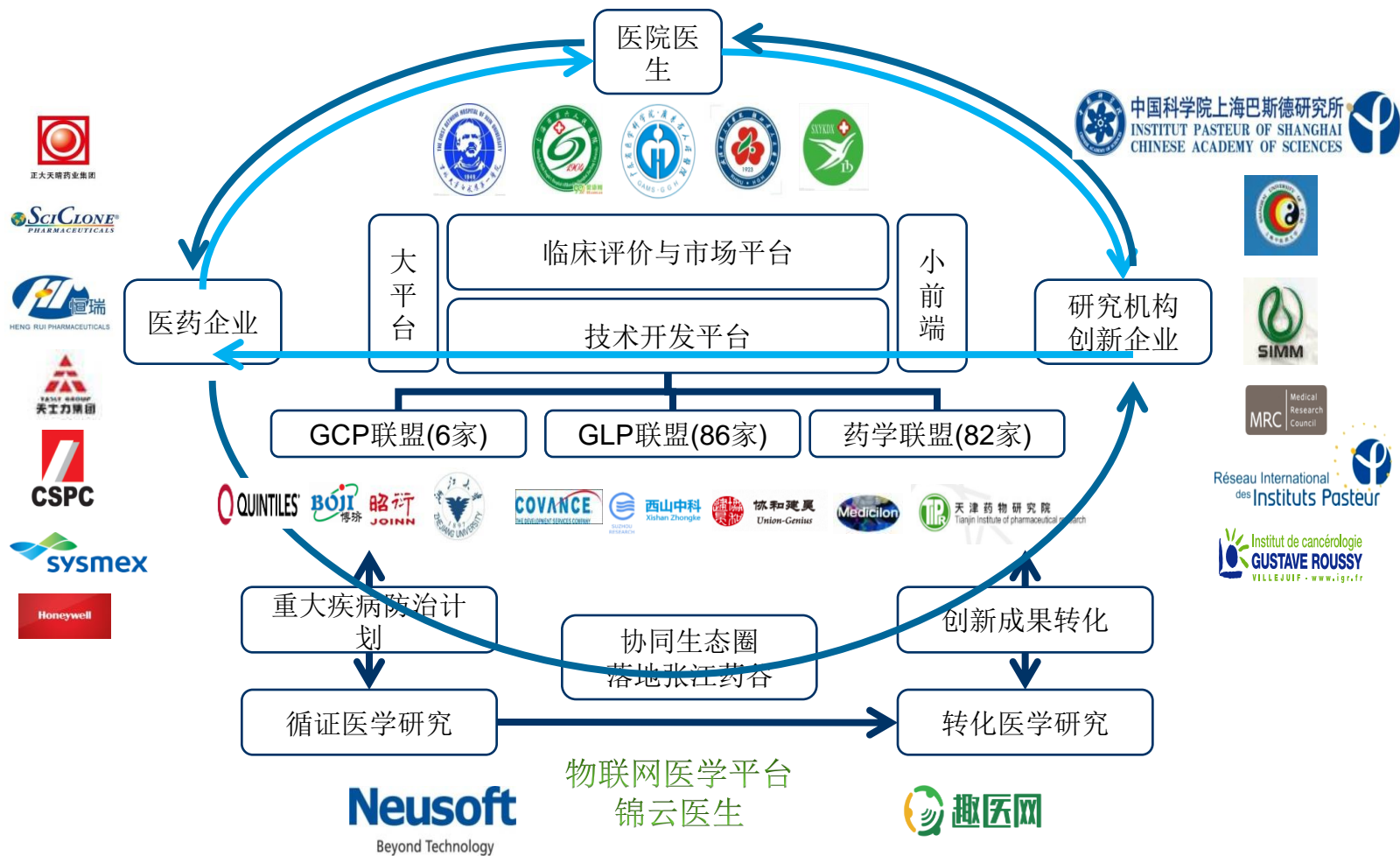
资料来源：wind，太平洋证券研究院

# 创新模式：“三循环”企业优势不断加强



资料来源：公司调研资料，太平洋证券研究院整理

# 平台经济：打造医疗健康产业的阿里巴巴



资料来源：公司调研资料，太平洋证券研究院整理

# 创新模式：“产医研”协同创新

新药研发孵化的一站式专业服务  
BIG-CRO One-Stop Solution Provider



资料来源：公司调研资料，太平洋证券研究院整理

# 全产业链：新药研发成果转化的一站式服务

针对—“医研”脱节  
CCO服务：临床机构  
精准医疗—转化医学

针对—“产研”脱节  
CRO服务：研发机构  
新药研发—成果转化

针对—“产医”脱节  
CMO服务：生产企业  
上市后评价—询证医学

医生是医学创新主体

- 从临床中来到临床中去
- 转化医学从临床到研发
- 成果转化从研发到产品
- 循证医学从产品到应用



创新研究结合临床应用

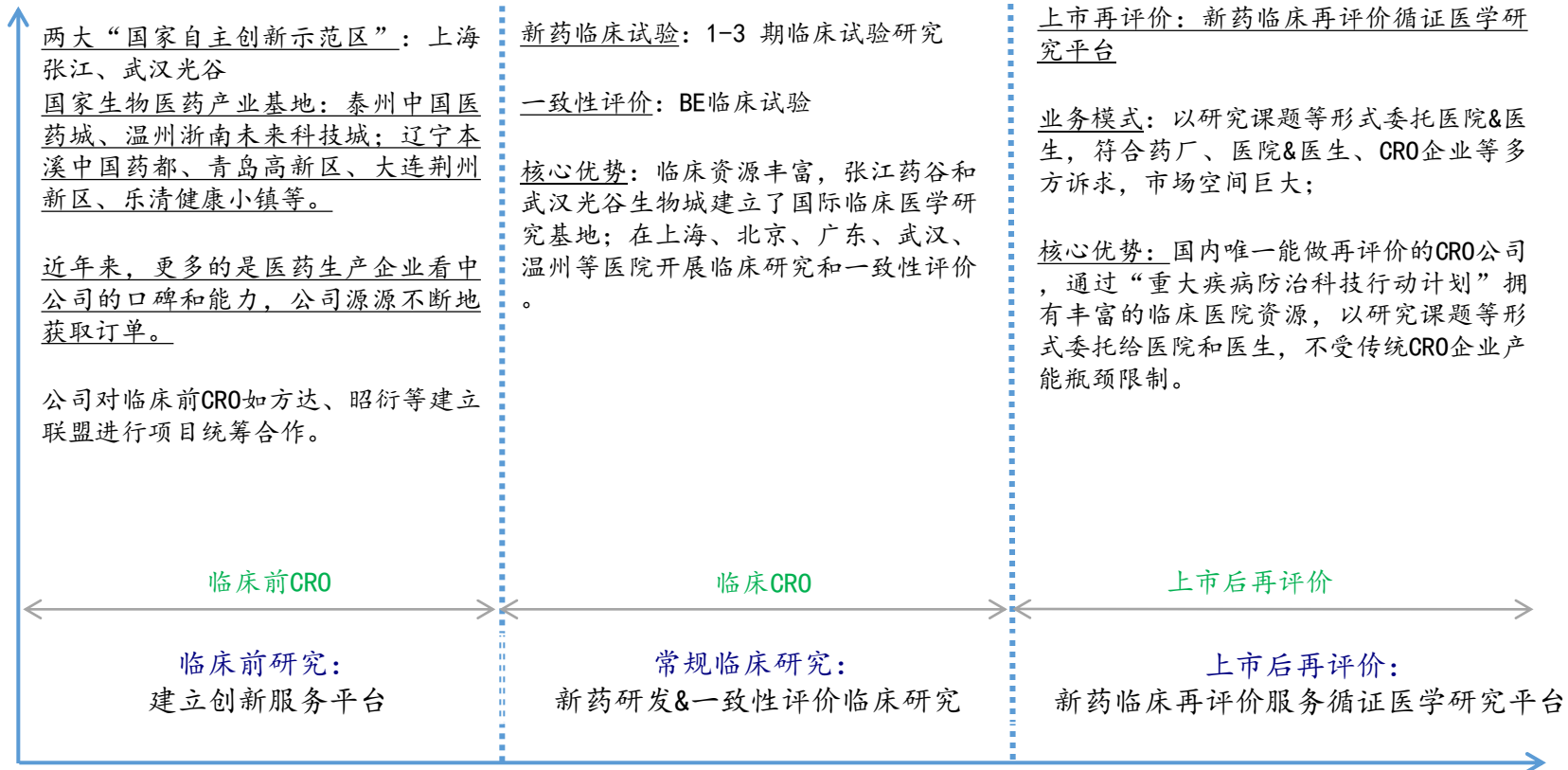
- 新产品+技术+方法研发
- 精准医疗转化医学研究
- 上市后再评价循证医学
- 三级卫生适宜技术推广

中国唯一的涵盖新药研发成果转化全过程的服务机构  
GRDP(Good Research and Development Practices)  
建立以模块化 / 标准化 / 产业化体系的新药研发流水线

资料来源：公司调研资料，太平洋证券研究院整理



# 全产业链：临床前+临床CRO+上市再评价



截止2017年底，新生源待执行订单金额超40亿元。



# 服务平台：轻资产运营，无产能瓶颈

国内外知名企业罗氏、辉瑞、恒瑞、石药、金赛、安科均为公司客户。

## ➤ 临床前研究IND产品

合计：353项	
创新生物89项	•人源化多基因型抗HCV单克隆抗体注射液治疗丙型肝炎(英国MRCT)
创新化学药96项	•注射用多西他赛纳米胶束治疗非小细胞肺癌
创新中药/天然药52项	•EGCG片多靶向抗阿尔茨海默症
医疗器械48项	•医疗器械III类用于止血的纳米止血敷料（Honeywell）
体外诊断试剂60项	•用于肺部感染、快速诊断的MICROARRAY系统（Honeywell） •DNA甲基化乳腺癌检测试剂盒

## ➤ 临床研究新药产品12项，一致性评价BE项目21项

项目名称	分类	研究进展
重组人角质细胞生长因子	生物1类	新药NDA申报
新药CX3002治疗房颤和缺血性脑卒中	化药1类	临床II期
重组人血小板生成因子	生物1类	新药NDA申报
琥珀八氢氨吡啶片	化药1类	临床III期
重组人胰岛素原C肽治疗糖尿病并发症	生物1类	临床II期
XDNF拮抗剂片治疗性功能障碍等	化药1类	临床I期

资料来源：公司调研资料，太平洋证券研究院整理

# CRO业绩增长动力：上市再评价业务

## 再评价业务满足药企、医生/医院、CRO企业需求，未来市场空间巨大：

- **药企学术推广需求：**新药通过1-3期临床即可上市销售，而药品临床三期通过后即可在临床机构使用。再评价主要对药物安全性、有效性、经济性等方面继续进行更为全面、完整的科学评价，主要是与医院医生合作进行的一些临床试验，医生主要通过这类临床试验发表论文，制药企业通过医生达到市场终端销售的目的。上市再评价包含四期临床。再评价的开展有助于培养医生用药习惯，是开展学术推广和开拓市场的最有效手段。
- **医生科研&收入需求：**新生源从药企接单再评价项目后，将再评价项目分配给医院&临床医生，医院/医生通过开展再评价和科研课题，一方面发表学术成果提升学术地位和影响力，同时以科研成果入股研发项目，成果转化后获得更大收益。
- **新生源CRO：**新生源通过接单药企再评价业务，与医院/医生深度对接，获取优质、丰富的临床资源，借助临床资源以研究课题形式开展项目，有前景的项目公司会以合作开发方式，以技术服务费换取项目部分权益。一方面新生源赚取服务费用，更为重要的是公司借此优先获得项目投资权，为亚太药业的产业基地筛选项目，好项目直接由光谷亚太进行成果转让，赚取远超服务费的高额利润。

# 核心竞争力：唯一再评价资质&丰富临床资源

- **唯一再评价服务资质：** 新生源通过推进卫计委“重大疾病防治科技行动计划”积累了丰富的临床资源和政府资源，成为国内唯一具备开展再评价服务的CRO企业。
- **临床资源丰富：** 截止2017年底，长期合作床位（临床基地建设）超过900张，主要以三级医院为主。

图表：公司全国临床医院资源

地点	临床医院资源
上海	上海复旦大学附属中山医院、华山医院、肿瘤医院、上海交大附属瑞金医院、第六人民医院、第九人民医院、上海二军大附属长征医院、长海医院、上海市公共卫生临床中心
北京	解放军总医院
广东	广东第一人民医院等
西安	四军大附属西京医院
武汉	湖北人民医院、同济医院
温州	温附一、温附二等

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

# 国家卫生计生委医药卫生科技发展研究中心

卫技中函(2015)38号

## 关于召开“2015 生物医药转化研究与市场发展论坛”暨筹备启动“重大疾病防治科技行动计划”的通知

各有关单位:

为深入实施创新驱动发展战略,推进医药卫生科技进步和医药健康产业发 展,经研究,决定 2015 年 6 月于温州医科大学召开“2015 生物医药转化研究与市场发展论坛”,并尽快启动“重大疾病防治科技行动计划”。有关事宜通知如下:

一、“2015 生物医药转化研究与市场发展论坛”由我中心和温州医科大学联合主办,由浙江省生物技术制药工程重点实验室和上海新 生源医药集团有限公司承办。主要内容是:

1、发起“重大疾病防治科技行动计划”,开展相关项目的广泛征集;讨论首批启动的专项,包括创伤修复专项、糖尿病防治专项、乳 腺癌防治专项、临床医学诊断检验专项、心脑血管防治专项、**呼吸系 统疾病防治专项**、感染和传染病防治专项等的实施工作方案;

2、启动“医药卫生科技发展基金”和相关专业管理平台的建设, 落实相关章程及管理细则,并召开第一次工作会议;

3、深入探讨临床研究和转化医学、精准医学、适宜卫生技术推广等涉及成果转化和产业化的重要问题。

物联网医学  
分级评估专项

二、“重大疾病防治行动科技计划”由我中心发起并主持,由 上海新生源医药集团有限公司执行。现已开始相关的项目征集,请各 单位在收到本通知后,将有关申报材料报送“重大疾病防治科技行动 计划”执行机构,首批课题征集截止日期为 2015 年 6 月 10 日。

衷心感谢对我们工作的大力支持!

会务组暨执行机构联系方式:

上海新生源医药集团有限公司

地址:上海市张江高科技园区蔡伦路 780 号 2 楼

(邮编:201203)

联系人:黄媛媛、杜慧琴、王宏伟

联系电话:021-50798788、18202158319、18801611538

国家卫生计生委医药卫生科技发展研究中心

2015 年 5 月 21 日



# 2016年4月，重大疾病防治科技行动计划——糖尿病防治、

## 心血管病防治、肿瘤防治专项立项批复

### 国家卫生计生委医药卫生科技发展研究中心文件

卫科发〔2016〕10号

#### 关于启动实施“重大疾病防治科技行动计划”一糖尿病、心血管病和肿瘤防治专项的批复

上海新生源医药集团：

你们关于提请“重大疾病防治科技行动计划”中“糖尿病防治”等六个专项立项的请示函已收到。经研究批复如下：

（一）原则同意正式启动糖尿病防治、心血管病防治和肿瘤防治等三个专项的组织实施工作，分别由中华医学会糖尿病学会主任委员、上海市第六人民医院院长贾伟平教授，中华医学会胸心血管外科学分会主任委员、广东省人民医院院长庄建教授和中国临床肿瘤学会（CSCO）理事长、广东省人民医院吴一龙教授牵头组织落实。

（二）原则同意你们提请委托温州市生物医药协同创新中心（温州科源），广东省医学科学院转化医学中心（广州科临）等作为专项课题第三方专业管理机构协助相关专家，进一步明确每个专项的牵头和参与单位及相应职

责分工，完善每个专项课题的实施方案、技术路线、经费预算等具体事项，编写课题申请书。

（三）请你们主动与广东省、上海市、温州市等省市卫计委相关部门联系，在他们的指导下开展专项课题管理工作，组织课题评审论证。

（四）请你们与专项相关单位及专家严格遵守国家相关法律法规和政策要求，认真做好与糖尿病、心血管和肿瘤防治专项相关的研究及成果转化工作，尽快提供上述项目的具体实施方案和课题申请书（任务委托书）、专家评审意见等有关材料，报我中心审核批准后组织实施

国家卫生计生委医药卫生科技发展研究中心

2016年4月25日

附件1、专项课题申请书样表



# 重大疾病防治科技行动计划

## ——糖尿病防治、心血管病防治、肿瘤防治专项负责人



贾伟平 教授  
上海第六人民医院院长  
中华医学会糖尿病分会主  
任委员



庄健 教授  
广东省人民医院院长  
中华医学会心血管外科分  
会主任委员


































吴一龙 教授  
中国临床肿瘤学会 理事长  
广东省肿瘤防治中心 主任  
美国外科学院院士

第一批立项课题

序号	申请编号	课题名称	课题负责人	课题承担单位	医生照片
1	ZX-01-C001	冻干重组人角质细胞生长因子-2 (KGF-2) 在烧伤治疗中的转化医学研究及冻干重组人角质细胞生长因子-2 (KGF-2) 治疗 II 度烧伤的 II 期临床研究	陈善德	广东省人民医院	
2	ZX-01-C002	冻干重组人角质细胞生长因子-2 (KGF-2) 在烧伤治疗中的转化医学研究及雾化-氧气管插管技术在烧伤辅助治疗中的安全性和有效性的多中心临床研究	赖文	广东省人民	
3	ZX-01-C003	角质化细胞生长因子-2 在对外伤性创面/创口的转化医学研究及可降解性钛合金压膜油释给体生长因子 (bFGF) 对外伤性创面/创口的应用研究的临床研究	王健	温州医科大学附属第一医院	
4	ZX-01-C004	纳米止血敷料用于止血的转化医学研究及神经鞘管联合生长因子 (bFGF/KGF-2) 在周围神经损伤及相关疾病中的应用的临床研究	杨晓东	温州医科大学附属义乌医院	
5	ZX-01-C005	可调节电压技术 (RNPT) 结合生长因子 bFGF/KGF 治疗下肢慢性溃疡的临床研究及纳米止血敷料用于止血的转化医学研究	杨晓东	温州医科大学附属义乌医院	
6	ZX-01-C006	角质化细胞生长因子-2 在对修复周围神经损伤的转化医学研究及基于神经纤维轴突修复再生的生物管管小同聚物接合生长因子 (bFGF) 修复周围神经损伤治疗作用的评价研究	王欣	宁波市第六医院	
7	ZX-01-C007	磷基活性黄嘌呤化合物治疗牙周病的转化医学研究及重组人碱性成纤维细胞生长因子用于牙周炎上皮肉瘤患者骨膜电刺激治疗后疗效及安全性研究	徐育文	温州医科大学附属第二医院	
8	ZX-01-C033	前列腺素 E2 IV 型受体拮抗剂对关节炎的转化医学研究及诺舒单抗于宫内膜异位治疗月经过多的临床研究	王芝英	象山县第一人民医院	
9	ZX-01-C035	某性腺激素受体治疗外阴癌的临床转化医学研究及急危重症面部热灼伤创面激光修复技术的临床研究	陈大庆	温医大附属二院	
10	ZX-01-C036	重组人成纤维细胞生长因子-2 联合重组人碱性成纤维细胞生长因子-2 治疗糖尿病足的临床转化医学研究	陈大庆	温医大附属二院	
11	ZX-01-C030	鼻黏膜巴丹肽黄治疗上呼吸道感染转化医学研究及基于物联网技术的空气雾化外周消毒雾化精准管理感染防控卫生适宜技术推广应用	林才	温州医科大学附属第一医院	
12	ZX-01-C031	重组人角质细胞生长因子-2 (KGF-2) 对急性肺损伤及 OSAHS 合并高血压/糖尿病导致的呼吸困难的转化医学研究	陈成水	温州医科大学附属第一医院	
13	ZX-01-C037	Endopredict12 基因检测对乳腺癌预后转化医学研究及微创微创修复美容新技术——超声引导下热消融治疗甲状腺良性结节、甲状腺微小癌及颈部转移性淋巴结的临床研究	徐林	浙江省肿瘤医院	
14	ZX-01-C039	重组抗 AGR2 单抗免疫 18A4 注射治疗胰腺癌的转化医学研究及微创微创修复美容新技术——超声引导下热消融治疗甲状腺良性结节、甲状腺微小癌及颈部转移性淋巴结的临床研究	李明奎	浙江省萧山医院	
15	ZX-07-C001	NOV-Cster12 基因检测在治疗神经胶质瘤转化医学研究及国产磁共振成像系统在各级医院的技术推广研究	严志斌	温州医科大学附属第二医院	
16	ZX-07-C003	干细胞结构肿瘤基因检测对乳腺癌早期筛查的转化医学研究及碘元素 CT 在乳腺癌早期筛查的临床应用研究	许永水	温州医科大学附属第二医院	
17		人群健康公共安全风险评估技术平台的建立	王爱平	湖北省疾病预防控制中心	
18		医药产品技术认证与临床评价项目管理平台的建设	梁广	浙江省生物技术创新工程重点实验室	

拟立项课题

序号	申请编号	课题名称	课题负责人	课题承担单位	医生照片
1	ZX-01-C008	应用 3D 打印技术制备个性化颌面假体与临床应用研究	薛波	温州医科大学附属第一医院	
2	ZX-01-C009	微创咽喉阻塞性睡眠呼吸暂停综合征手术治疗的临床应用研究	衣文庆	广西医科大学第一附属医院	
3	ZX-01-C010	儿童重症哮喘临床救治策略的研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
4	ZX-01-C011	生长因子通过调节骨形成蛋白受体 (OPG) 在骨质疏松症治疗中的作用研究	李树刚	广州仁安	
5	ZX-01-C012	颅底外科微创手术及康复治疗研究	尹洪	温州医科大学附属第一医院	
6	ZX-01-C013	长效胰岛素类似物管理策略的研究及基于重组人角质化细胞生长因子-2 (KGF-2) 治疗 II 度烧伤的 II 期临床研究	高朝刚	深圳二院	
7	ZX-01-C014	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	连庆东	温州医科大学附属第一医院	
8	ZX-01-C015	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 促进中重度烧伤创面愈合的临床研究	曹秋涛	南京医院	
9	ZX-01-C016	3D 打印技术在个性化手术导板中的应用研究	陈如山	温州医科大学附属第一医院	
10	ZX-01-C017	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
11	ZX-01-C018	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
12	ZX-01-C019	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
13	ZX-01-C020	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
14	ZX-01-C021	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
15	ZX-01-C022	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
16	ZX-01-C023	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
17	ZX-01-C024	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
18	ZX-01-C025	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
19	ZX-01-C026	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
20	ZX-01-C027	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
21	ZX-01-C028	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
22	ZX-01-C029	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
23	ZX-01-C030	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
24	ZX-01-C031	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
25	ZX-01-C032	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
26	ZX-01-C033	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
27	ZX-01-C034	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
28	ZX-01-C035	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
29	ZX-01-C036	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
30	ZX-01-C037	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
31	ZX-01-C038	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
32	ZX-01-C039	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
33	ZX-01-C040	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
34	ZX-01-C041	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
35	ZX-01-C042	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
36	ZX-01-C043	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
37	ZX-01-C044	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
38	ZX-01-C045	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
39	ZX-01-C046	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
40	ZX-01-C047	微创手术在小儿先天性心脏病中的应用研究	章彦	江苏智人医	
41	ZX-02-C017	左西孟酮-肾上腺素受体激动剂在心力衰竭治疗中的临床应用研究	徐中坤	温州医科大学附属第一医院	
42	ZX-02-C018	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
43	ZX-02-C019	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
44	ZX-02-C020	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
45	ZX-02-C021	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
46	ZX-02-C022	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
47	ZX-02-C023	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
48	ZX-02-C024	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
49	ZX-02-C025	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
50	ZX-02-C026	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
51	ZX-02-C027	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
52	ZX-02-C028	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
53	ZX-02-C029	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
54	ZX-02-C030	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
55	ZX-02-C031	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
56	ZX-02-C032	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
57	ZX-02-C033	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
58	ZX-02-C034	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
59	ZX-02-C035	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
60	ZX-02-C036	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
61	ZX-02-C037	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
62	ZX-02-C038	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
63	ZX-02-C039	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
64	ZX-02-C040	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
65	ZX-02-C041	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
66	ZX-02-C042	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
67	ZX-02-C043	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
68	ZX-02-C044	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
69	ZX-02-C045	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
70	ZX-02-C046	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
71	ZX-02-C047	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
72	ZX-02-C048	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
73	ZX-02-C049	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
74	ZX-02-C050	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
75	ZX-02-C051	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
76	ZX-02-C052	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
77	ZX-02-C053	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
78	ZX-02-C054	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	
79	ZX-02-C055	重组人碱性成纤维细胞生长因子 (bFGF) 在创面修复中的作用研究	蓝奇	温州医科大学附属第一医院	



制剂业务：中标省份快速增加&产品  
储备丰富，进入高速增长阶段



# 药品招标：全国范围顺利推进

## 重点发展品种：

1) **抗生素**：阿莫西林克拉维酸钾分散片、头孢泊肟酯胶囊、注射用泮托拉唑钠、注射用头孢美唑钠、注射用头孢孟多酯钠；

2) **非抗生素**：奥美拉唑肠溶胶囊、兰索拉唑肠溶胶囊、注射用奥美拉唑钠。

图表：公司重点制剂品种全国招标进展

产品	产品特点	中标均价	中标情况
阿莫西林克拉维酸钾分散片	312.5 mg 规格为全国独家规格	37.37元/盒（312.5mg*12）	安徽（2015）、海南（2015）、 <u>广西（2017.3）、辽宁（2017.3）、四川（2017.3）、江苏（尚未执行）、湖北（2017.3）、江西（2017.9）</u> 。已参与挂网省份有：北京、河南、山西、山东等尚未开始采购。
头孢泊肟酯胶囊	200 mg 规格为全国独家规格	39.5元/盒（200 mg*6）	全国中标均价39.5元/盒（200mg*6），目前已中标省份有 <u>广东（2017.3）、江西（2017.10）</u> 。
注射用头孢美唑钠	17年1月获生产批文，以原研日本第一三株式会社的产品为参比试剂，并与原研进行了一致性评价，通过国家审评获cFDA批准，为化药新注册分类实施后批准上市品种	61元/盒（200mg*6）	<u>福建（2017年3月）、河南（2017年5月）</u> 。
注射用头孢孟多酯钠	产品开发应用了中国医药工业研究总院2012年获得国家科技进步二等奖“创新药物与制药工艺关键技术及产业化平台”技术，产品质量和用药有效性有保障。	54.14元/瓶（1g）	河北（2016年5月挂网）、黑龙江（2016年3月挂网）、广西（挂网）、湖北（挂网）、江西（挂网）、山东（挂网）、 <u>辽宁（2017年8月）、山西（2017年8月）</u> 。
奥美拉唑肠溶胶囊	奥美拉唑三年增速8.5倍。该产品为肠溶片，产品生产采用的是上海现代药物制剂工程研究中心有限公司开发的技术，该技术获得2011年国家科学技术进步二等奖。	24.6元/盒（20mg*14）	北京（2017年5月）、甘肃（2015）、湖南（2015年）、山东（2016年11月）、 <u>广东（2017年7月）、广西（2017年3月）、河北（2017年9月）、江西（2017年11月）、辽宁（2017年3月）、内蒙古（2016年12月）、宁夏（2017年3月）、四川（2017年3月）、浙江（2018年4月）</u> 。
兰索拉唑肠溶胶囊	采用微丸表面进行肠溶包衣的生产工艺—上海现代药物制剂工程研究中心有限公司“药物制剂缓控释技术的开发与产业化”技术，该技术2011年度“国家科学技术进步二等奖”	61元/盒（30mg*14）	浙江（2015年）、湖南（2015年）、河北（2016年挂网）、湖北（挂网）、辽宁（2017年3月）、内蒙古（挂网）、宁夏（挂网）、山西（挂网）、 <u>北京（2017年5月）、广东（2017年10月）、广西（2017年1月）、四川（2017年3月）、云南（2017年7月）</u> 。
注射用奥美拉唑钠	在原基础上增加了适应症。亚太产品洛森福（40mg）与原研阿斯利康塞洛克（40mg）两产品应具有等同性。	25.7元/瓶	上海（2014年）、云南（2012年）、甘肃（2015）、河北（16年6月挂网）、湖北（2015年）、 <u>江西（2017年10月）、青海（2017年10月）、山西（2017年8月挂网）</u> 。
注射用泮托拉唑钠	在原基础上增加了适应症。亚太的阿漠乐与Takeda GmbH产品潘妥洛克在质量、稳定性、临床配伍溶液稳定性等方面非常接近，各项研究均未见明显区别，两产品应具有等同性。	25.6元/瓶（40mg）	湖北（2015年）、浙江（2015年）、河北（2016年6月）、山西（2016年9月）、 <u>辽宁（2017年9月）</u>

# 在研管线：产品丰富，多个重要品种即将上市

公司通过CRO平台储备了丰富的创新药，未来有望陆续上市，其中最快的KGF2已完成3期临床。

图表：在研品种丰富，多个品种处于报生产阶段

类别	在研产品	治疗领域	注册分类	研发阶段
非甾体类抗炎药	扎托布洛芬	风湿性关节炎	化药3.1	申报生产在审批
	注射用氯诺昔康	手术后急性中度疼痛	化药	申报生产在审批
	右旋酮洛芬缓释贴片	骨性关节炎治疗	化药2.2	开展临床
消化系统用药	埃索美拉唑镁原料及冻干注射剂	食管炎治疗、十二指肠溃疡	原注册分类6类	排队审评
	埃索美拉唑镁原料及肠溶微丸胶囊	食管炎治疗、十二指肠溃疡	原注册分类5类	获批临床
	埃索美拉唑镁	食管炎治疗、十二指肠溃疡	化药3.1	开展临床
	多潘立酮干混悬剂	治疗消化不良症	化药3类	工艺质量研究
	枸橼酸莫沙必利颗粒剂	消化道促动力剂	化药3类	工艺质量研究
抗感染用药	头孢地尼胶囊	细菌感染治疗	化药6	申报生产在审批
	头孢克肟胶囊	细菌感染治疗	化药6	开展临床
	利奈唑胺原料及片剂	细菌感染治疗	原注册分类6类	开展临床
	替加环素原料药及冻干注射剂	细菌感染治疗	原注册分类6类	排队审评
	阿莫西林缓释片	细菌感染治疗	化药3类	工艺质量研究
	阿莫西林克拉维酸钾缓释片	细菌感染治疗	化药3类	工艺质量研究
心血管系统用药	瑞格列奈片	2型糖尿病治疗	原注册分类6类	开展临床试验
	缬沙坦氨氯地平片	原发性高血压	原注册分类6类	开展临床试验
	CX3002原料药和片剂 (2.5mg和5mg)	预防或治疗静脉血栓栓塞事件及其引起的多种疾病	化学1类新药	开展临床试验
生物制品	重组人角质细胞生长因子-2 (rhKGF-2)	治疗烧伤，促进创面愈合	生物制品1类新药	已完成III期临床

# 一致性评价：种类丰富，项目顺利推进

公司一致性评价产品11个，除阿莫西林克拉维酸钾分散片、螺内酯片、兰索拉唑肠溶胶囊尚处在处方工艺完善过程中，其他8个项目已开展临床试验。

图表：一致性评价项目顺利推进

序号	产品项目	剂型	规格
1	阿莫西林胶囊	胶囊	0.25g
2	头孢氨苄胶囊	胶囊	125mg
3	克拉霉素胶囊	胶囊	0.25g
4	盐酸特拉唑嗪片	片剂	2mg
5	盐酸二甲双胍	片剂	0.25g
6	奥美拉唑肠溶胶囊	胶囊	20mg、40mg
7	罗红霉素胶囊	胶囊	50mg、150mg
8	阿奇霉素分散片	片剂	0.1g、0.25g、0.5g
9	螺内酯片	片剂	20mg
10	兰索拉唑肠溶胶囊	胶囊	30mg
11	阿莫西林克拉维酸分散片	片剂	156.25mg、312.5mg

资料来源：公司公告，公司调研资料，太平洋证券研究院

# 盈利预测与投资评级

# 盈利预测假设

## 一、CRO业务

**1、临床前CRO：**项目主要来自园区，公司借助上海张江、武汉光谷两大“国家自主创新示范区”以及国家生物医药产业基地泰州中国医药城、温州浙南未来科技城、辽宁本溪中国药都、青岛高新区、大连荆州新区、乐清健康小镇等园区，并凭借业内良好的口碑和能力，源源不断获得临床前CRO订单，预计18年收入增速约20%，未来5年增速稳定在15%-20%。

**2、临床CRO：**临床CRO业务主要包含新药临床试验、BE试验以及上市再评价三大业务，公司拥有丰富的临床资源，公司通过整合新药研发上下游产业资源，突破传统CRO企业产能瓶颈，受益BE试验订单和上市再评价订单增加，公司临床CRO业务进入快速增长期，预计18年收入增速50%，未来5年收入增速保持20%以上。

## 二、制剂业务

**1、抗生素制剂：**受益中标省市快速增速，阿莫西林克拉维酸钾分散片、头孢泊肟酯胶囊、注射用泮托拉唑钠、注射用头孢美唑钠、注射用头孢孟多酯钠等抗生素核心品种销售有望提速，预计18年收入增速约25%，未来5年增速稳定在15%-20%。

**2) 非抗生素：**受益中标范围快速扩大，奥美拉唑肠溶胶囊、兰索拉唑肠溶胶囊、注射用奥美拉唑钠等非抗制剂收入增速有望提升，预计18年收入增速约30%，中长期受益新品上市放量，预计未来5年收入增速稳定在25%以上。

## 三、其他

预计原料药及诊断试剂整体保持平稳，预计每年销售收入3500万左右。

# 盈利预测

图表：亚太药业业绩拆分及盈利预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>1、CRO业务（百万元）</b>									
收入	53	465	620	801	1014	1265	1545	1852	2181
yoy			33%	29%	27%	25%	22%	20%	18%
净利润	15	114	150	200	260	324	396	475	559
yoy			32%	33%	30%	25%	22%	20%	18%
净利润率	29%	25%	24%	25%	26%	26%	26%	26%	26%
1.1CRO_临床前业务	43	381	434	521	614	725	855	992	1151
yoy			14%	20%	18%	18%	18%	16%	16%
1.2CRO_临床业务	11	79	187	280	400	540	690	860	1030
yoy			135%	50%	43%	35%	28%	25%	20%
<b>2、制剂业务等业务</b>									
收入	383	376	463	610	749	908	1090	1308	1574
yoy		-2%	23%	32%	23%	21%	20%	20%	20%
净利润	40	11	52	80	112	151	197	246	295
yoy		-72%	362%	53%	40%	35%	30%	25%	20%
2.1制剂业务_抗生素									
收入	186	186	224	279	335	396	459	528	607
yoy		0%	20%	25%	20%	18%	16%	15%	15%
2.2、制剂业务_非抗生素									
收入	197	190	228	296	379	477	596	746	932
yoy		-4%	20%	30%	28%	26%	25%	25%	25%
2.3、其他（原料药、诊断试剂等）									
收入	27	22	11	35	35	35	35	35	35
净利润	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>3、合计</b>									
收入	463	863	1083	1411	1763	2173	2636	3160	3755
yoy		86%	26%	30%	25%	23%	21%	20%	19%
净利润	56	125	202	280	372	475	593	720	854
yoy		126%	61%	39%	33%	28%	25%	22%	19%
目前市值对应当年PE			35	26	19	15	12	10	8
合理市值/亿元				118	138	159	168	180	213
合理市值对应当年PE				42	37	33	28	25	25
EPS			0.38	0.52	0.69	0.89	1.10	1.34	1.59

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

# 业绩及市值展望

**临床CRO业务+制剂板块增速提升，未来5年业绩有望持续快速增长。**公司为国内唯一具备开展上市再评价业务的CRO企业，通过整合国内丰富临床资源，源源不断获取订单，带动公司CRO业务进入高增长阶段；制剂业务短期受益全国中标范围扩大，中长期受益在研产品陆续获批上市，制剂营收将进入持续高增长阶段。预计18-20年净利润2.80/3.72/4.75亿元，增长39%/33%/28%。股价经历调整消化估值后，18/19PE26/19X，相比其他CRO企业，极具性价比，上调至“买入”评级。

**18年市值展望：118亿元。**1) CRO业务：18年净利润2.0亿元，增长33%，考虑到公司拥有丰富临床资源以及强大新药研发上下游整合能力，再评价CRO业务竞争格局好，市场空间大，参考同类CRO公司65倍以上估值，给予公司CRO 45倍PE，对应2018年市值90亿元；2) 制剂业务：受益制剂中标省市快速增加，制剂业务进入高增长阶段，预计18年贡献净利润0.8亿元，给予35倍PE，对应2018年市值28亿元。

**19年市值展望：138亿元。**1) CRO业务：19年净利润2.6亿元，增长30%，给予40倍PE，对应2019年市值104亿元。2) 制剂业务：抗生素和非抗制剂保持较快增长，扎托布洛芬、氯诺昔康注射剂以及头孢地尼胶囊有望获批，制剂业务将保持较高增速，预计19年净利润1.12亿元，增速40%，给予30倍PE，对应2019年市值34亿元。

**三年两倍以上市值空间，上调至“买入”评级。**1) CRO业务：2021年净利润3.96亿元，增长22%，考虑行业竞争格局好，市场空间大，应给予一定估值溢价，给予30倍PE，对应2021年市值119亿元。2) 制剂业务：新产品获批上市带动下制剂板块有望维持较高增速，预计21年净利润1.97亿元，给予25倍PE，对应2021年市值49亿元，**合计168亿市值。**



# 太平洋医药团队介绍

**杜佐远：**太平洋医药行业首席分析师，8年医药卖方、买方研究和投资经验。浙江大学制药工程学士，上海财经大学金融学硕士。曾任职国信证券医药分析师4-5年、诺安基金医药研究&投资3年，2017年10月加入太平洋证券。前瞻、深入、靠谱，善于底部挖掘成长大牛股和拐点型公司，伴随公司中长期成长。

**蔡明子：**太平洋医药行业分析师，2-3年医药行业研究经验。澳门科技大学金融硕士，曾任职民生证券医药分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖医疗服务、零售药店、商业批发等板块，深入产业链调研，研究深入扎实。

**苑建：**太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。香港理工大学药学博士，曾任职渤海证券医药分析师，2017年11月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、新型疫苗等板块，研究深入扎实。

**彭波：**太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。华南理工大学生物医学工程硕士。曾任职前海联合基金医药&化工分析师，2017年12月加入太平洋证券，重点覆盖医疗器械、创新药、原料药等板块，研究兼具深度和广度。

**王斌：**太平洋医药行业分析师，2年医药行业研究经验。北京大学药物化学专业博士。曾任职渤海证券医药行业分析师，2018年4月加入太平洋证券，重点覆盖创新药、仿制药等板块，研究深入扎实。



# 投资评级说明

## 投资评级说明

### ■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### ■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

# 重要声明



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。