

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

辅助生殖行业是否适合连锁化经营？是

■ 走势对比



■ 子行业评级

■ 推荐公司及评级

相关研究报告：

《医药周报—板块持续回暖，关注三季报有望超预期的优质标的》

—2021/09/20

《医药周报—板块温和回暖，医药行业具备长期投资价值》

—2021/09/12

《医药 2021 半年报总结—政策压制板块行情，风物长宜放眼量，把握优质资产回调良机》

—2021/09/05

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

证券分析师：谭紫娟

电话：0755-83688830

报告摘要

本周周报我们讨论辅助生殖行业连锁化是否适合连锁化经营

影响辅助生殖成功率的核心因素可归结为医生、胚胎师的技术和经验水平，以及胚胎实验室的环境条件。

促排卵是 IVF 治疗中关键的一步，合理的用药选择会对胚胎的正常卵裂率、形态、发育潜能及降低碎片比例有益，而不合理的用药选择将增加患者不良妊娠的可能性。由于相关药物的多样性及患者个体情况的差异性，促排卵方案需要个性化定制，患者的年龄、激素水平、卵巢储备功能都影响方案的制定，整个过程对医生的技术、经验水平要求较高。胚胎挑选和移植是另一核心步骤。胚胎师根据经验，挑选出生育概率最高的优质胚胎，由医生在理想的移植窗口期内选择理想的着床位置进行移植，整个过程十分依赖胚胎师和医生的经验及技术。

胚胎实验室是决定成功率的另一核心关键，环境及设备要求较高。胚胎的培育需要在胚胎实验室中进行，由于胚胎成长对于环境条件要求较高，胚胎实验室需满足培养室温度、湿度及 VOC，培养箱温度、湿度及气体浓度，培养液 pH 及渗透压等条件，需要配备梯度离心机、高倍电子显微镜、囊胚培育保温箱、孵化器、Coda air 空气净化系统等设备，要求较高。

头部机构在上述三个因素中可以实现较强的规模效应，辅助生殖在治疗技术层面适合连锁化经营。

(1) 医生

辅助生殖医生可由妇产科医生经培训较快转化，人才储备充足，头部机构获医能力更优。国内并无辅助生殖学科，辅助生殖医生均由妇产科医生经培训转化，一般来说，经验较为丰富的妇产科医生经过 1 年左右培训即可进行治疗，5 年左右时间即可制定治疗方案，国内妇产科医生数量较为充足，为辅助生殖行业储备了大量人才资源。此外，头部机构具有良好的平台效应、学术吸引力、完善的培养机制、充足的患者人数和周期数，可以帮助医生更快地成长及实现自我价值，相比中小机构获医能力更强。

(2) 胚胎师

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520090001

证券分析师: 陈灿

电话: 18510640908

E-MAIL: chencan@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520110001

胚胎师的培养流程比较规范和标准化,可复制性强。一般胚胎师培养周期为 2-3 年,可进行 ICSI 治疗的需要 3-5 年。

(3) 胚胎实验室

胚胎实验室建设成本高昂,头部机构具有更完善的实验室 SOP。单个胚胎实验室最低建设成本大约为 50-100 万美元,成本高昂,中小型辅助生殖机构无法承担,往往选择使用第三方实验室(源自其他辅助生殖机构)。在美国,约有 17% 辅助生殖机构采用第三方胚胎实验室。此外,由于辅助生殖治疗个性化需要较强,目前全球范围内没有任何一个国家制定了胚胎实验室 SOP,头部机构由于治疗经验丰富,具有更完善的胚胎实验室 SOP,可以快速复制到其他实验室中。

(4) 信息化技术

近年来信息化技术的发展在一定程度上降低了辅助生殖治疗对于人力的依赖,提高辅助生殖治疗的标准化程度。比如 AI 可以通过一系列人眼难以观测的图像特征(包括大小、图片纹理及生物特征)细胞性质和数量等),挑选出最健康的胚胎植入子宫,提高 IVF 成功率。根据《eLife》一篇研究报告,在 72 份胚胎中,AI 系统对优质胚胎判断的准确率高达 90%,对优质胚胎正常染色体数量的判断准确率为 75%,均显著高于胚胎学家人工判断准确度。

相关标的: 锦欣生殖。

风险提示: 并购机构整合不及预期、美国子公司因受疫情影响业绩恢复不及预期、重大医疗事故风险、政策和监管风险。

行情回顾: 医药板块本周微涨,医疗器械板块领涨。本周生物医药板块上涨 0.45%,跑赢沪深 300 指数 0.59pct,跑赢创业板指数 0.46pct,在 30 个中信一级行业中排名第 10。本周中信医药大多数板块实现上涨,其中医疗器械、化学制剂子板块涨幅最大,分别上涨 2.28%、1.63%,仅中成药、医疗服务、中药饮片板块下跌。

投资建议: 风物长宜放眼量,把握优质资产回调良机。基于老龄化、可支配收入提升等需求提升以及技术创新驱动的供给能力增加,部分优秀头部企业强者恒强,医药板块具备长期投资价值不变。投资的本质是分享企业的成长价值,长期可持续的高回报率的板块和公司稀缺的。

从商业模式角度、中长期业绩增长确定性角度,我们认为选主线的角度关注:

1、连锁医疗服务：需求端顺应消费升级大趋势的连锁医疗服务（眼科、口腔科和辅助生殖），相关标的：爱尔眼科、通策医疗和锦欣生殖。

医疗检验外包渗透率的提升为医保控费背景下的大趋势，相关标的
金域医学。

2、类消费品：消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高。相关标的包括角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗；国内舌下脱敏龙头我武生物；生长激素龙头企业长春高新；隐形正畸龙头时代天使。

3、生命科学产业链：生物科研试剂赛道宽广，国产品牌仍大有可为。对比外资品牌科研试剂，国产试剂具备价格和货期优势，未来国内科研试剂市场的国产替代确定性较强，替代空间巨大，目前各上游企业 IPO 募资扩产积极性高企，行业整体景气度持续向上。相关标的：键凯科技、纳微科技和义翘神州，以及即将上市的诺唯赞等。

4、血制品板块：高壁垒，龙头企业有望受益于多个省份浆站十四五规划，浆量成长性进一步打开。相关标的包括天坛生物和华兰生物。

5、药店板块：业绩稳定增长，长期成长逻辑不变。估值处于历史中枢以下，安全边际高，相关标的：一心堂、益丰药房、大参林和老百姓。

6、医疗器械：持续推荐迈瑞医疗。短期政策扰动不改长期发展逻辑，未来十年是国产医疗器械产品自有技术创新与升级的阶段，也是“进口替代”作为国产医疗器械发展主旋律的攻坚阶段。

我们持续推荐迈瑞医疗，其完备的产品布局和强大的产品及信息化方案，有望在公共卫生补短板、医疗新基建中迎来巨大的机遇。

7、医疗耗材：建议关注国内药用玻璃龙头企业山东药玻。从需求端看，化药注射剂一致性评价提速，同时流感疫苗和新冠疫苗包材需求旺盛；从供给端看，国产中硼硅玻璃拉管技术成熟有望大幅提升毛利润。

8、创新药产业链：研发投入及投融资高景气，“卖水人”订单持续旺盛

创新药的研发和生产环节繁杂，单一企业贯通全产业链难度极大，高效率的平台化研发和生产机构应运而生，CRO、CDMO 等企业专注于产业链中的少数环节，具备较多专业性人才和研发生产技术，成为新药研发分工合作和全球化的代表产业。

国内 CXO 企业具备规模优势和“工程师红利”，既可参与全球新药研发外包的竞争，也受益于国内创新药研发的快速崛起，所处赛道宽广，且多数企业具备差异化的技术平台，客户认可度高，构筑强大的竞争壁垒，中长期将维持高景气度。

相关标的：药明康德、凯莱英、药明生物等。

风险提示：政策风险，价格风险，业绩不及预期风险，产品研发风险，扩张进度不及预期风险，医疗事故风险，境外新冠病毒疫情的不确定性，并购整合不及预期等风险。

目录

一、辅助生殖行业是否适合连锁化经营？是.....	7
二、行业观点及投资建议：医药板块具备长期投资价值，把握优质资产回调良机....	8
三、板块行情	11
（一）本周板块行情回顾：继续回暖，医疗服务强势反弹.....	11
1、本周生物医药板块走势：板块微涨，医疗器械领涨	11
2、医药板块绝对估值及溢价率持续下行.....	11
（二）沪股通资金持仓变化：医药板块投资占比继续提升.....	12

图表目录

图表 1: 本周中信医药指数走势	8
图表 2: 本周生物医药子板块涨跌幅	8
图表 3: 本周中信各大子板块涨跌幅	11
图表 4: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率	12
图表 5: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况	12
图表 6: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元)	13
图表 7: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元)	13
图表 8: 南下资金港股通持股市值情况 (亿港元)	13
图表 9: 北上资金港股通本周持股市值变化 (亿港元)	13

一、辅助生殖行业是否适合连锁化经营？是

本周周报我们讨论辅助生殖行业连锁化是否适合连锁化经营

影响辅助生殖成功率的核心因素可归结为医生、胚胎师的技术和经验水平，以及胚胎实验室的环境条件。

促排卵是IVF治疗中关键的一步，合理的用药选择会对胚胎的正常卵裂率、形态、发育潜能及降低碎片比例有益，而不合理的用药选择将增加患者不良妊娠的可能性。由于相关药物的多样性及患者个体情况的差异性，促排卵方案需要个性化定制，患者的年龄、激素水平、卵巢储备功能都影响方案的制定，整个过程对医生的技术、经验水平要求较高。胚胎挑选和移植是另一核心步骤。胚胎师根据经验，挑选出生育概率最高的优质胚胎，由医生在理想的移植窗口期内选择理想的着床位置进行移植，整个过程十分依赖胚胎师和医生的经验及技术。

胚胎实验室是决定成功率的另一核心关键，环境及设备要求较高。胚胎的培育需要在胚胎实验室中进行，由于胚胎成长对于环境条件要求较高，胚胎实验室需满足培养室温度、湿度及VOC，培养箱温度、湿度及气体浓度，培养液pH及渗透压等条件，需要配备梯度离心机、高倍电子显微镜、囊胚培育保温箱、孵化器、Coda air空气净化系统等设备，要求较高。

头部机构在上述三个因素中可以实现较强的规模效应，辅助生殖在治疗技术层面适合连锁化经营。

(1) 医生

辅助生殖医生可由妇产科医生经培训较快转化，人才储备充足，头部机构获医能力更优。国内并无辅助生殖学科，辅助生殖医生均由妇产科医生经培训转化，一般来说，经验较为丰富的妇产科医生经过1年左右培训即可进行治疗，5年左右时间即可制定治疗方案，国内妇产科医生数量较为充足，为辅助生殖行业储备了大量人才资源。此外，头部机构具有良好的平台效应、学术吸引力、完善的培养机制、充足的患者人数和周期数，可以帮助医生更快地成长及实现自我价值，相比中小机构获医能力更强。

(2) 胚胎师

胚胎师的培养流程比较规范和标准化，可复制性强。一般胚胎师培养周期为2-3

年，可进行ICSI治疗的需要3-5年。

(3) 胚胎实验室

胚胎实验室建设成本高昂，头部机构具有更完善的实验室SOP。单个胚胎实验室最低建设成本大约为50-100万美元，成本高昂，中小型辅助生殖机构无法承担，往往选择使用第三方实验室（源自其他辅助生殖机构）。在美国，约有17%辅助生殖机构采用第三方胚胎实验室。此外，由于辅助生殖治疗个性化需要较强，目前全球范围内没有任何一个国家制定了胚胎实验室SOP，头部机构由于治疗经验丰富，具有更完善的胚胎实验室SOP，可以快速复制到其他实验室中。

(4) 信息化技术

近年来信息化技术的发展在一定程度上降低了辅助生殖治疗对于人力的依赖，提高辅助生殖治疗的标准化程度。比如AI可以通过一系列人眼难以观测的图像特征（包括大小、图片纹理及生物特征）细胞性质和数量等），挑选出最健康的胚胎植入子宫，提高IVF成功率。根据《eLife》一篇研究报告，在72份胚胎中，AI系统对优质胚胎判断的准确率高达90%，对优质胚胎正常染色体数量的判断准确度为75%，均显著高于胚胎学家人工判断准确度。

相关标的：锦欣生殖。

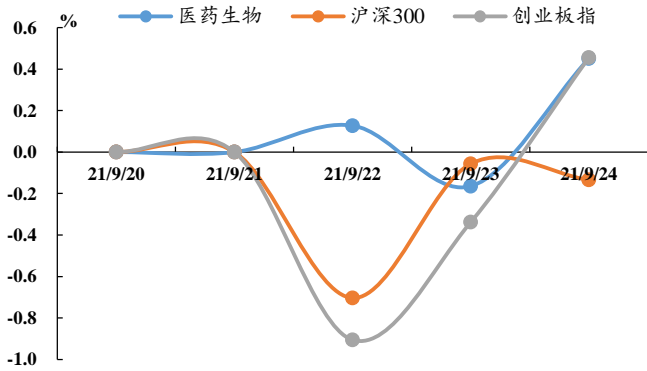
风险提示：并购机构整合不及预期、美国子公司因受疫情影响业绩恢复不及预期、重大医疗事故风险、政策和监管风险。

二、行业观点及投资建议：医药板块具备长期投资价值，把握优质资产回调良机

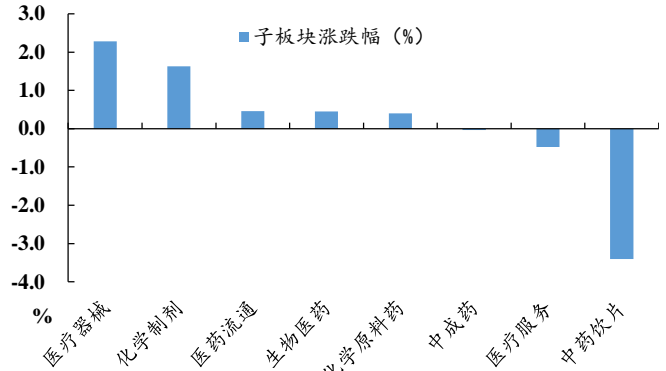
行情回顾：医药板块本周微涨，医疗器械板块领涨。本周生物医药板块上涨0.45%，跑赢沪深300指数0.59pct，跑赢创业板指数0.46pct，在30个中信一级行业中排名第10。本周中信医药大多数板块实现上涨，其中医疗器械、化学制剂子板块涨幅最大，分别上涨2.28%、1.63%，仅中成药、医疗服务、中药饮片板块下跌。

图表 1：本周中信医药指数走势

图表 2：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理



资料来源：WIND，太平洋证券整理

近期观点：投资的本质是分享企业的成长价值，长期可持续的高回报率的板块和公司稀缺的，把握优质资产回调良机。基于老龄化、可支配收入提升等需求提升以及技术创新驱动的供给能力增加，部分优秀头部企业强者恒强，医药板块具备长期投资价值不变。

从生意模式角度、中长期业绩增长确定性以及估值合理角度，我们认为选主线的角度关注：

1、连锁医疗服务：需求端顺应消费升级大趋势的连锁医疗服务（眼科、口腔科和辅助生殖），相关标的：爱尔眼科、通策医疗和锦欣生殖。

医疗检验外包渗透率的提升为医保控费背景下的大趋势，相关标的金域医学。

2、类消费品：消费升级产品终端需求庞大，且通常远未被满足，随着认知度的提升和物质水平的提升，长期可保持稳健增长，估值消化确定性高。相关标的包括角膜塑形镜龙头企业欧普康视以及爱博医疗；国内舌下脱敏龙头我武生物；生长激素龙头企业长春高新；隐形正畸龙头时代天使。

3、生命科学产业链：生物科研试剂赛道宽广，国产品牌仍大有可为。对比外资品牌科研试剂，国产试剂具备价格和货期优势，未来国内科研试剂市场的国产替代确定性较强，替代空间巨大，目前各上游企业IPO募资扩产积极性高企，行业整体景气度持续向上。相关标的：键凯科技、纳微科技和义翘神州，以及即将上市的诺唯赞等。

4、血制品板块：高壁垒，龙头企业有望受益于多个省份浆站十四五规划，浆量成

长性进一步打开。相关标的包括天坛生物和华兰生物。

5、药店板块：业绩稳定增长，长期成长逻辑不变。估值处于历史中枢以下，安全边际高，相关标的：一心堂、益丰药房、大参林和老百姓。

6、医疗器械：持续推荐迈瑞医疗。短期政策扰动不改长期发展逻辑，未来十年是国产医疗器械产品自有技术创新与升级的阶段，也是“进口替代”作为国产医疗器械发展主旋律的攻坚阶段。

我们持续推荐迈瑞医疗，其完备的产品布局和强大的产品及信息化方案，有望在公共卫生补短板、医疗新基建中迎来巨大的机遇。

7、医疗耗材：建议关注国内药用玻璃龙头企业山东药玻。从需求端看，化药注射剂一致性评价提速，同时流感疫苗和新冠疫苗包材需求旺盛；从供给端看，国产中硼硅玻璃拉管技术成熟有望大幅提升毛利润。

9、创新药产业链：研发投入及投融资高景气，“卖水人”订单持续旺盛

创新药的研发和生产环节繁杂，单一企业贯通全产业链难度极大，高效率的平台化研发和生产机构应运而生，CRO、CDMO等企业专注于产业链中的少数环节，具备较多专业性人才和研发生产技术，成为新药研发分工合作和全球化的代表产业。

国内CXO企业具备规模优势和“工程师红利”，既可参与全球新药研发外包的竞争，也受益于国内创新药研发的快速崛起，所处赛道宽广，且多数企业具备差异化的技术平台，客户认可度高，构筑强大的竞争壁垒，中长期将维持高景气度。

相关标的：药明康德、凯莱英、药明生物等。

三、板块行情

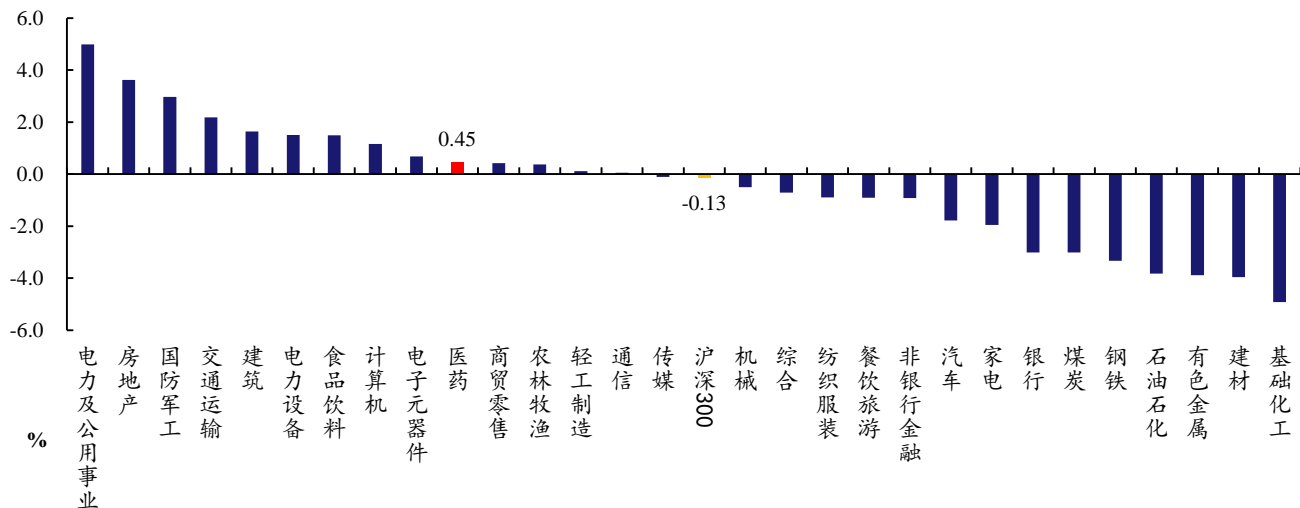
(一) 本周板块行情回顾：继续回暖，医疗服务强势反弹

1、本周生物医药板块走势：板块微涨，医疗器械领涨

本周（9月22日-9月24日）生物医药板块上涨0.45%，跑赢沪深300指数0.59pct，跑赢创业板指数0.46pct，在30个中信一级行业中排名第10。本周中信医药大多数板块实现上涨，其中医疗器械、化学制剂子板块涨幅最大，分别上涨2.28%、1.63%，仅中成药、医疗服务、中药饮片板块下跌。

个股涨跌幅方面，本周涨幅较大的子板块中，医疗器械主要是奕瑞科技(+17.53%)、万泰生物(+12.78%)、开立医疗(+10.29%)和透景生命(+10.27%)；化学制剂主要是特一药业(+10.65%)。

图表 3：本周中信各大子板块涨跌幅



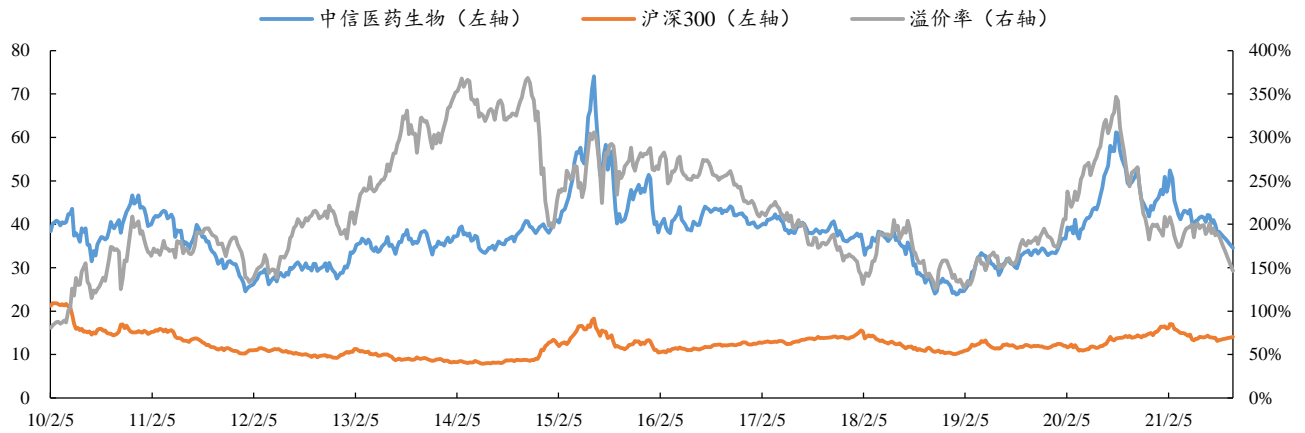
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、医药板块绝对估值及溢价率持续下行

医药板块绝对估值有所反弹，溢价率持续波动向上。截止2021年9月24日，医药板块整体估值（历史TTM，整体法，剔除负值）为34.6，比上周下降0.52。医药行业相对沪深300的估值溢价率为146.28%，环比下降5.5个百分点。医药板块整体估值近三周持续下行。

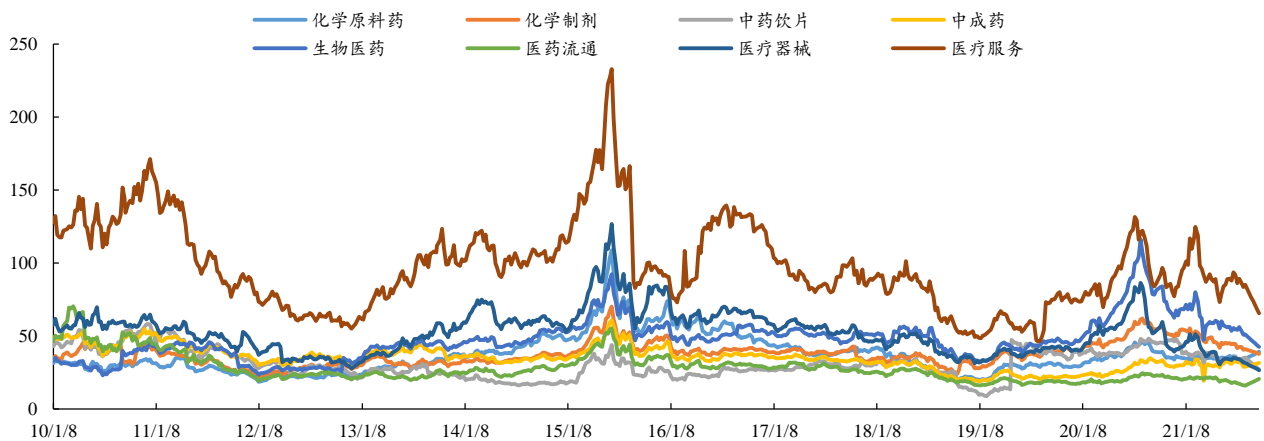
前期估值相对较高板块回调较多。子行业市盈率方面，医疗服务、生物医药和化学原料药板块居于前三位，医疗服务、化学原料药和医疗器械板块估值上升较多，PE环比上周分别下降2.79%、下降0.7%和上升0.66%。

图表 4：2010 年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：2010 年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

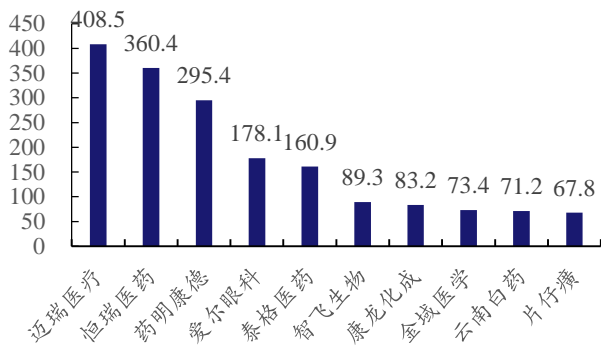
（二）沪港通资金持仓变化：医药板块投资占比持续提升

北上资金：A股医药股整体，截至2021年9月24日，陆港通医药行业投资2496.22亿元，相对2021年9月17日环比减少了41.83亿元；医药持股占陆港通总资金的17.15%，占比环比下降0.30pct。子板块方面，本周化学制药（27.34%）、医药商业（8.35%）、

医疗器械(23.96%)和中药(8.38%)占比上升,生物制品(7.66%)和医疗服务(24.31%)占比下降。

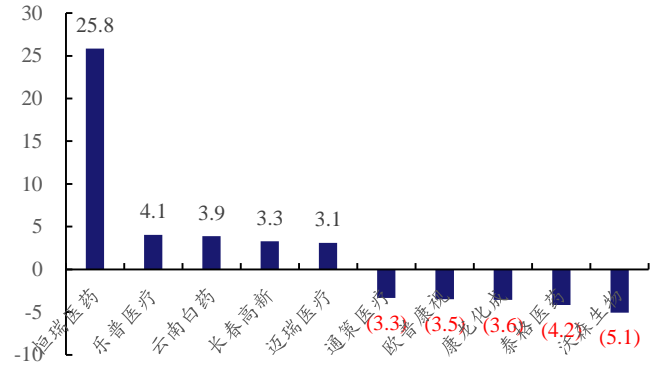
个股方面, A股医药股持股市值前五为迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、爱尔眼科和泰格医药。净增持金额前三为恒瑞医药、乐普医疗和云南白药;净减持金额前三为沃森生物、泰格医药和康龙化成。

图表 6: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

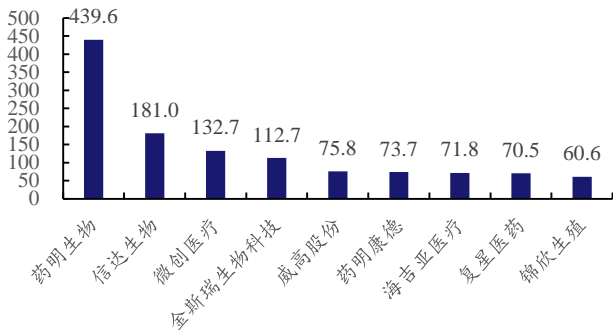
图表 7: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

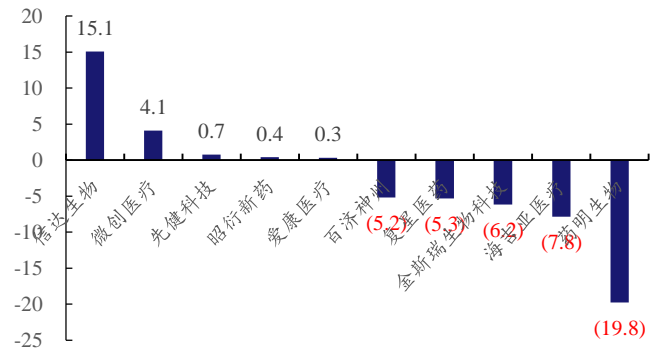
南下资金: H股医药股持股市值前五为药明生物、信达生物、微创医疗、金斯瑞生物科技和威高股份。净增持金额前三为信达生物、微创医疗和先健科技;净减持金额前三为药明生物、海吉亚医疗和金斯瑞生物科技。

图表 8: 南下资金港股通持股市值情况 (亿港元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 9: 北上资金港股通本周持股市值变化 (亿港元)



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

表1：重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 21/09/24
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
300015	爱尔眼科	买入	0.32	0.48	0.64	0.84	162.69	108.08	81.06	61.76	51.88
600763	通策医疗	买入	1.54	2.31	3.17	4.11	184.93	123	89.63	69.13	284.12
300595	欧普康视	买入	0.51				156.81				79.89
688050	爱博医疗	买入	0.92	1.41	1.97	2.76	290.76	189.38	135.55	96.75	267.03
300357	我武生物	买入	0.53	0.7	0.9	1.2	106.15	80.64	62.72	47.04	56.45
000661	长春高新	买入	7.53	10.2	13.1	16.6	33.47	24.7	19.23	15.18	251.95
603882	金域医学	买入	3.25	3.8	3.5	3.9	31.06	26.6	28.88	25.92	101.07
600529	山东药玻	买入	0.95	1.2	1.5	1.8	33.15	26.21	20.97	17.47	31.45
603259	药明康德	买入	1	2.33			150.49	64.76			150.88
688356	键凯科技	买入	1.43	2.28	3.5	4.69	163.66	102.5	66.77	49.83	233.7
002821	凯莱英	买入	2.95	4.2	6.07	8.22	147.73	103.81	71.83	53.04	436
688690	纳微科技	买入	0.18	0.35	0.57	0.91	506.09	262.69	161.3	101.03	91.94
301047	义翘神州	增持	16.58	11.35	8.37	7.68	24.69	36.08	48.92	53.32	409.48
600161	天坛生物	买入	0.47	0.6	0.7	0.9	71.92	55.78	47.81	37.19	33.47
002007	华兰生物	买入	0.88	1.1	1.3	1.6	31.86	25.61	21.67	17.61	28.17
002727	一心堂	买入	1.33	1.7	2.1	2.5	21.3	16.6	13.44	11.29	28.22
603939	益丰药房	买入	1.07	1.39	1.79	2.3	48.01	36.92	28.67	22.31	51.32
603233	大参林	买入	1.34	1.6	2.1	2.7	31.6	26.54	20.22	15.73	42.47
603883	老百姓	买入	1.52	1.9	2.38	2.85	30.24	24.19	19.31	16.13	45.96
300760	迈瑞医疗	买入	5.48	6.8	8.2	10	68.47	55.15	45.73	37.5	375

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

投资评级说明

1、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。

2、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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com

华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

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

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。