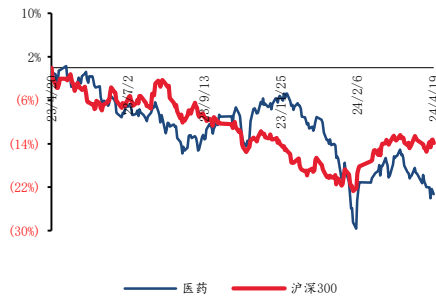


医药

## 血液透析远期市场空间广阔，国产企业有望加速进口替代

### ■ 走势比较



### ■ 子行业评级

化学制药	无评级
生物医药II	无评级

### ■ 推荐公司及评级

#### 相关研究报告

<<AD 免疫诊断准确性较高，诺唯赞产品获批探索新市场>>--2024-04-14  
<<创新支持政策多地开花，创新药械春天正在开启>>--2024-04-07  
<<低浓度阿托品滴眼液获批，儿童近视防控市场空间广阔>>--2024-03-31

#### 证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

#### 证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

## 报告摘要

本周我们讨论国产血液透析器械公司的投资逻辑。

### 1、血液净化有多种方式，血液透析和连续性肾脏替代治疗原理相似，后者适应症更广

血液净化是指把患者的血液引出身体外并通过一种净化装置，除去其中某些致病物质，净化血液，以达到治疗疾病的目的，包含多种不同的净化方式。其中，血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法，是治疗急、慢性肾功能衰竭包括终末期肾病（ESRD）和某些急性药物、毒物中毒的有效方法；连续性肾脏替代治疗（CRRT）是另一种血液净化方式，CRRT 的临床应用范围超出肾脏病的领域，是各种危重病救治重要的支持措施。

### 2、中国血液透析人数持续增长，远期市场空间广阔

我国血液净化市场起步较晚，技术水平相较于国外还有一定差距，但随着肾病患者人数不断增长以及血液透析费用医保报销比例的不提高，我国血液净化市场规模将快速增长。

根据中国医师协会肾脏内科医师分会 2023 年学术年会数据，截至 2022 年底，中国大陆地区登记在透血液透析患者达 84.4 万人，2022 年新增血液透析患者 15.7 万人。我国目前接受治疗的终末期肾病患者比率不到 20%，如果未来尿毒症患者透析治疗率提高到国际平均水平 37%，届时透析治疗人数将达到 148 万人。

根据蛋壳研究院统计数据，我国每位尿毒症患者的透析费用约为 6-10 万元/年，因此我们预计我国血液透析服务市场规模在 2022 年达到 675 亿元左右，并有望在 2030 年达到千亿市场规模。随着血透中心市场规模增加，上游的透析设备及耗材的需求量也将持续上升，预计在 2025 年，上游产业链中包含的透析设备、药品及耗材的市场规模将接近 300 亿元。

### 3、国产血液净化设备市占率不断提升，国产血液净化耗材有望借集采抢占市场

根据相关招标数据，2021~2023 年间，我国血液透析设备市场上，费森尤斯、贝朗等外资品牌的市场份额明显下降，而山外山、威高、宝

莱特等国产厂家的市场份额有所提升。这表明，在国产替代政策的利好背景下，国产血透设备公司在产品端与市场端均有显著进步，实现了国产化率的快速提升。

与此同时，国产血透耗材企业也有望借集采机会加速实现进口替代。在今年1月，河南省牵头进行了24省联盟的血液透析类医用耗材集中采购。在最终招标结果中，外资企业的一些产品上出现了丢标情况。同时，由于多类耗材的最终报价降幅均在40%以上，我们估计该价格对于生产基地不在中国本土的外资企业来说盈利空间大幅缩小，而国产产品由于制造成本更低，在集采后或将拥有更多的市场经费空间和更好的盈利空间。

**建议关注布局血透设备及耗材的国产企业，例如：山外山、三鑫医疗、健帆生物、天益医疗。**

**行情回顾：**本周医药板块下跌，在所有板块中排名第20位。本周（4月15日-4月19日）生物医药板块下跌1.67%，跑输沪深300指数3.56pct，跑输创业板指数1.28pct，在30个中信一级行业中排名第20位。

本周中信医药子板块除医药流通、中成药外均下跌，其中医药流通子板块上涨3.60%，涨幅最大；中药饮片子板块下跌8.24%，跌幅最大。

**投资建议：**建议关注年报和一季度业绩有望超预期的优质个股

即将进入上市公司定期报告的集中披露时期，期间建议关注2023年年度和2024年第一季度的业绩有望实现高增长的优质个股。

**中长期观点：**把握“关键少数”，寻求“单品创新+出海掘金+院内刚需”潜在机遇

(1) 单品创新，渐入佳境：CNS系列（恩华药业、丽珠集团）、创新器械（微电生理、惠泰医疗）。

(2) 出海掘金，拨云见日：创新制药（康辰药业、百奥泰）、医疗器械（迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、开立医疗、新产业、亚辉龙）。

(3) 院内刚需，老龄催化（心脉医疗、赛诺医疗）。

**风险提示：**行业监管政策变化的风险，贸易摩擦的相关风险，市场竞争日趋激烈的风险，新品研发、注册及认证不及预期的风险，安全性生产风险，业绩不及预期的风险。

## 目录

一、 血液透析远期市场空间广阔，国产器械公司有望加速进口替代 .....	5
二、 行业观点及投资建议：建议关注年报和一季度业绩有望超预期的优质个股 .....	9
三、 板块行情 .....	11
(一) 本周板块行情回顾：板块整体下跌 1.67%，子板块医药流通涨幅居前，中药饮片跌幅最大...	11
(二) 沪深港通资金持仓变化：医药北向资金增加 .....	14

## 图表目录

图表 1: 血液透析治疗过程中主要涉及的医疗器械 .....	5
图表 2: 全球血液透析市场规模 (亿欧元) .....	6
图表 3: 我国历年在透/新增血液透析患者人数 (万人) .....	7
图表 4: 我国血透设备市场份额变化 .....	8
图表 5: 本周中信医药指数走势 .....	11
图表 6: 本周生物医药子板块涨跌幅 .....	11
图表 7: 本周中信各大子板块涨跌幅 .....	12
图表 8: 2010 年至今医药板块整体估值溢价率 .....	13
图表 9: 2010 年至今医药各子行业估值变化情况 .....	13
图表 10: 医药行业北上资金变化情况 .....	14
图表 11: 医药行业北上资金分板块的变化情况 .....	14
图表 12: 北上资金陆港通持股市值情况 (亿元) .....	15
图表 13: 北上资金陆港通本周持股市值变化 (亿元) .....	15
图表 14: 南下资金港股通持股市值情况 (亿元) .....	15
图表 15: 南下资金港股通本周持股市值变化 (亿元) .....	15

## 一、血液透析远期市场空间广阔，国产器械公司有望加速进口替代

### 1、血液净化有多种方式，血液透析和连续性肾脏替代治疗原理相似，后者适应症更广

血液净化是把患者的血液引出身体外并通过一种净化装置，除去其中某些致病物质，净化血液，达到治疗疾病的目的。

目前，血液透析是目前最常用、最重要的血液净化方法，是治疗急、慢性肾功能衰竭包括终末期肾病（ESRD）和某些急性药物、毒物中毒的有效方法。血液透析工作过程为：通过将体内血液引流至体外，经一个由无数根空心纤维组成的透析器中，血液与含机体浓度相似的电解质溶液（透析液）在一根根空心纤维内外，通过弥散/对流进行物质交换，清除体内的代谢废物、维持电解质和酸碱平衡；同时清除体内过多的水分。血液透析治疗过程中，主要涉及的医疗器械及耗材包括血液透析设备、透析器、水处理设备、体外循环血路、穿刺针、透析液、透析粉等。

图表1：血液透析治疗过程中主要涉及的医疗器械

血液透析医疗器械	介绍及作用
血液透析设备	通常由透析液流量及脱水控制模块、透析液浓度监控模块、温度监控模块、漏血监测模块、血液循环监控模块和消毒模块组成。为血透过程提供动力源以及安全监测。
透析器	利用半透膜的原理，以弥散、对流、滤过等方式清除血液内的有害物质。配合血液透析装置使用。
水处理设备	用于制备血液透析和相关治疗用水。
体外循环血路	通常由血液侧管路（动脉管路、静脉管路）和其他辅助管路组成。其中动脉管将血液引流至透析器，静脉管将净化后的血液回输至体内。
血液透析干粉/浓缩液/颗粒	通常由A剂和B剂组成，是制备血液透析液的专用原料，与透析治疗用水配制成透析液。

资料来源：山外山招股书，太平洋研究院整理

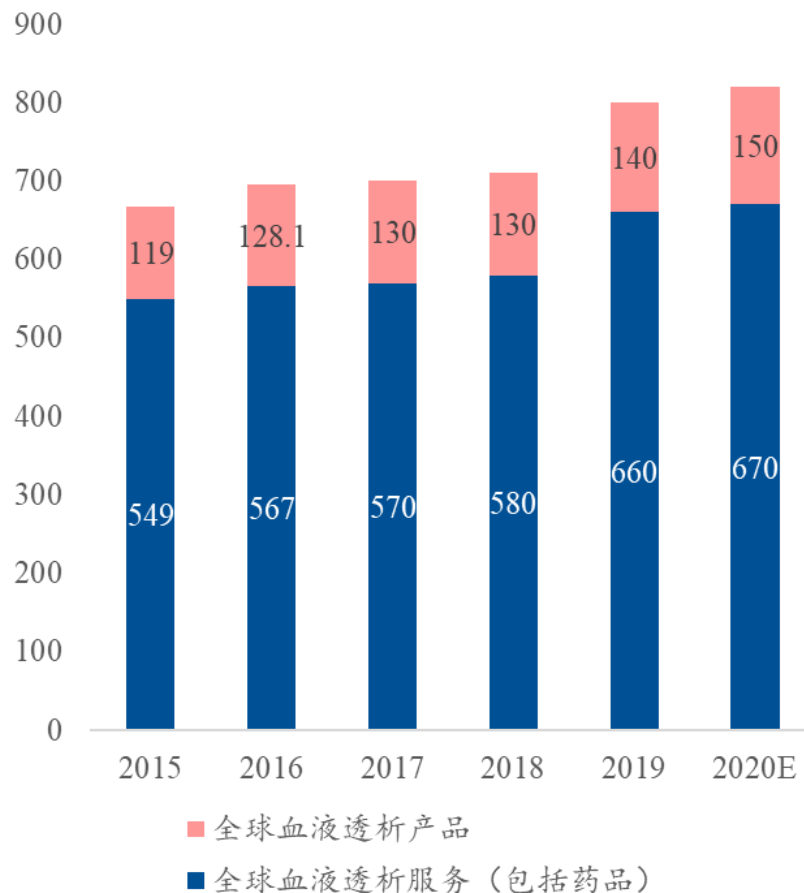
连续性肾脏替代治疗（CRRT）是另一种血液净化方式，它与血液透析治疗的原理一样，基于弥散、对流和吸附的原理来清除毒素。但是区别于血液透析，CRRT的临床应用范围超出肾脏病的领域，从重症急性肾功能衰竭到多脏器功能障碍综合征(MODS)、全身炎症反应综合征(SIRS)、急性呼吸窘迫综合征（ARDS）、急性坏死性胰腺炎、挤压综合征、药物及毒物中毒以及严重心衰等，都具有良好的应用前景，成为各种危重病救治重要的支持措施。CRRT 与机械通气和全胃肠

外营养 (TPN) 是近年来重症监护病房治疗中最重要的进展之一。CRRT 治疗过程使用的耗材包括血液过滤器、体外循环血路、置换液/透析液、抗凝剂等。

## 2、中国血液透析人数持续增长，远期市场空间广阔

根据费森尤斯的年报，2020 年全球约有 370 万慢性肾衰竭患者接受治疗。近几年来，全球透析产业市场规模从 2015 年的 668 亿欧元提升至 2020 年的 820 亿欧元，年复合增长率约为 4% 左右，其中透析服务（包括药品）的市场规模占比在 80% 以上，而以透析机为主的透析产品市场规模则占比较小。预计未来几年全球血透行业市场规模将继续保持平稳增速，到 2025 年全球血透行业市场规模将接近 1000 亿欧元。从全球来说，血液净化市场主要集中在美国、日本和欧洲等发达国家，占比高达 70% 以上。

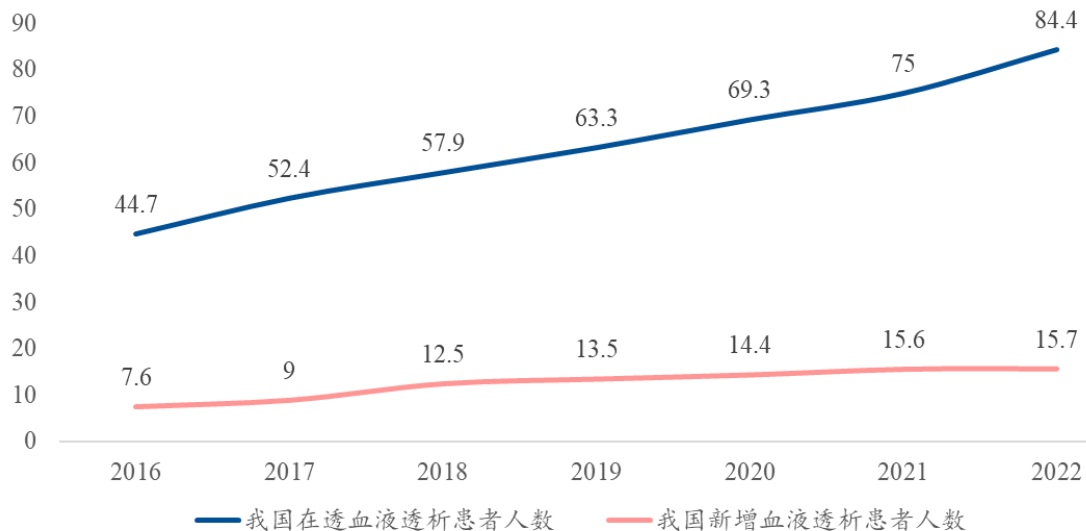
图表2：全球血液透析市场规模（亿欧元）



资料来源：费森尤斯 2015-2020 年年报，太平洋研究院整理

我国血液净化市场起步较晚，技术水平相较于国外还有一定差距，但随着肾病患者人数不断增长以及血液透析费用医保报销比例的不断提高，我国血液净化市场规模将快速增长。根据中国医师协会肾脏内科医师分会 2023 年学术年会数据，截至 2022 年底，中国大陆地区登记在透血液透析患者达 84.4 万人，2022 年新增血液透析患者 15.7 万人。

图表 3：我国历年在透/新增血液透析患者人数（万人）



资料来源：中国医师协会肾脏内科医师分会 2023 年学术年会，太平洋研究院整理

另一方面，从 2016 年至 2019 年底，我国新增终末期肾病患者人数的年复合增长率达 21% 左右。我国目前接受治疗的终末期肾病患者比率不到 20%，如果未来尿毒症患者透析治疗率提高到国际平均水平 37%，届时透析治疗人数将达到 148 万人，若接近或达到发达国家现在的平均治疗率 75%，则透析治疗人数或将达到 300 万人以上。根据蛋壳研究院统计数据，我国每位尿毒症患者的透析费用约为 6-10 万元/年，因此我们预计 2022 年我国血液透析服务市场规模达到 675 亿元左右，并有望在 2030 年达到千亿市场规模。

根据蛋壳研究院测算，2020 年，透析机、透析器、其他耗材（粉液、管路等）及药品的市场规模分别在 38 亿元、66 亿元、53 亿元及 64 亿元左右。随着血透中心市场规模增加，上游的透析设备及耗材的需求量也将持续上升，预计在 2025 年，上游产业链中包含的透析设备、药品及耗材的市场规模将接近 300 亿元。

### 3、国产血液净化设备市占率不断提升，国产血液净化耗材有望借集采抢占市场

根据医招采数据，2021年时我国血透设备市场（包含血液透析机、血液透析滤过机、连续床旁血滤机，不含水处理设备）被外资垄断，市占率最高的国产厂家山外山仅拥有3.9%的市场份额。而根据MDCLLOUD数据，2023年我国血液/腹膜透析设备招标市场上，费森尤斯、贝朗等外资品牌的市场份额明显下降，而山外山、威高、宝莱特等国产厂家的市场份额有所提升。这表明，在国产替代政策的利好背景下，国产血透设备公司在产品端与市场端均有显著进步，实现了国产化率的快速提升。

图表4：我国血透设备市场份额变化

品牌	市场份额（2021年）	市场份额（2023年）	市场份额变化
费森尤斯	29.9%	18.7%	-11.20%
贝朗	24.1%	17.6%	-6.50%
日机装	20.0%	9.9%	-10.10%
百特	9.4%	5.3%	-4.10%
尼普洛	7.6%	-	
山外山	3.9%	11.1%	+7.20%
东丽	2.5%	3.1%	+0.60%

资料来源：医招采，MDCLLOUD，太平洋研究院整理

与此同时，国产血透耗材企业也有望借集采机会加速实现进口替代。在今年1月，河南省牵头进行了24省联盟的血液透析类医用耗材集中采购。此次集采中，血液净化体外循环管路的计划采购量超过4800段，血液透析器的计划采购量超过4200万个，血液滤过器的计划采购量超过360万个。在最终招标结果中，外资企业在一些产品上出现了丢标情况，例如：百特在高通量血液透析器、贝朗及东丽在非高通量血液透析器上均未中标。同时，由于多类耗材的最终报价降幅均在40%以上，我们估计该价格对于生产基地不在中国本土的外资企业来说盈利空间大幅缩小，而国产产品由于制造成本更低，在集采后或将拥有更多的市场经费空间和更好的盈利空间。

建议关注布局血透设备及耗材的国产企业，例如：山外山、三鑫医疗、健帆生物、天益医疗。



## 二、行业观点及投资建议：建议关注年报和一季度业绩有望超预期的优质个股

### 近期观点：关注业绩高增长标的

即将进入上市公司定期报告的集中披露时期，期间建议关注 2023 年年度和 2024 年第一季度的业绩有望实现高增长的优质个股：惠泰医疗、微电生理、澳华内镜、康辰药业、亚辉龙等。

### 中长期观点：创新为帆，蓝海启航

#### 1、单品创新，渐入佳境

- (1) CNS 系列：千亿市场有望孕育多个大单品。相关标的：恩华药业、丽珠集团、绿叶制药。
- (2) 创新器械：从微创新向全面创新稳步迈进。相关标的：微电生理、惠泰医疗、三诺生物。
- (3) 新型疫苗：接种环境向好大单品放量可期。相关标的：智飞生物、百克生物、万泰生物。
- (4) 皮肤管理：国内企业布局痤疮新药大蓝海。相关标的：三生制药、歌礼制药、科笛集团。

#### 2、出海掘金，拨云见日

- (1) 创新制药：携手外企打造全球药品发展生态，把握“突破性+确定性”。相关标的：中国生物制药、亚盛医药、乐普生物、百奥泰。
- (2) 医疗器械：产品积累从量变到质变，迈向海外市场开启新征程。相关标的：①设备：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、开立医疗、澳华内镜、海泰新光、祥生医疗；②IVD：新产业、亚辉龙、安图生物、万孚生物；③高耗：南微医学、安杰思。

#### 3、其他创新，期待惊喜

- (1) 仿创结合：把握传统企业“主业反转+创新开花”的边际变化。相关标的：康辰药业。
- (2) 创新上游：压制因素基本出清，关注标的客户质量+业务裂变能力。相关标的：键凯科技、森松国际、海尔生物。

#### 4、院内刚需，老龄催化

相关标的：心脉医疗、赛诺医疗。

**风险提示：**行业监管政策变化的风险，贸易摩擦的相关风险，市场竞争日趋激烈的风险，新品研发、注册及认证不及预期的风险，安全性生产风险，业绩不及预期的风险。

### 三、 板块行情

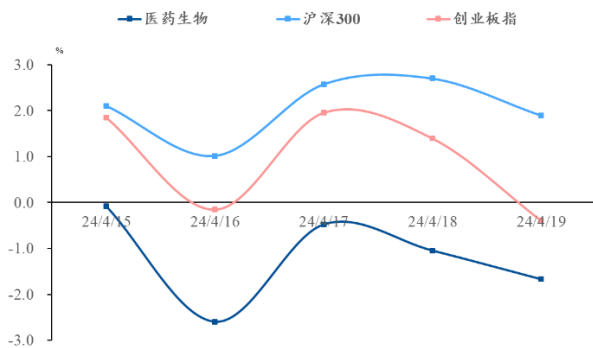
**(一) 本周板块行情回顾：板块整体下跌 1.67%，子板块医药流通涨幅居前，中药饮片跌幅最大**

**1. 本周生物医药板块走势：板块整体下跌 1.67%，子板块医药流通涨幅居前，中药饮片跌幅最大**

**行情回顾：**本周医药板块下跌，在所有板块中排名第 20 位。本周（4 月 15 日-4 月 19 日）生物医药板块下跌 1.67%，跑输沪深 300 指数 3.56pct，跑输创业板指数 1.28pct，在 30 个中信一级行业中排名第 20 位。

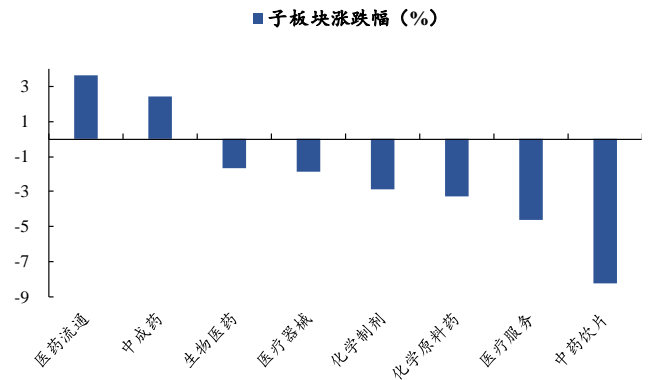
本周中信医药子板块除医药流通、中成药外均下跌，其中医药流通子板块上涨 3.60%，涨幅最大；中药饮片子板块下跌 8.24%，跌幅最大。

图表5：本周中信医药指数走势



资料来源：WIND，太平洋证券整理

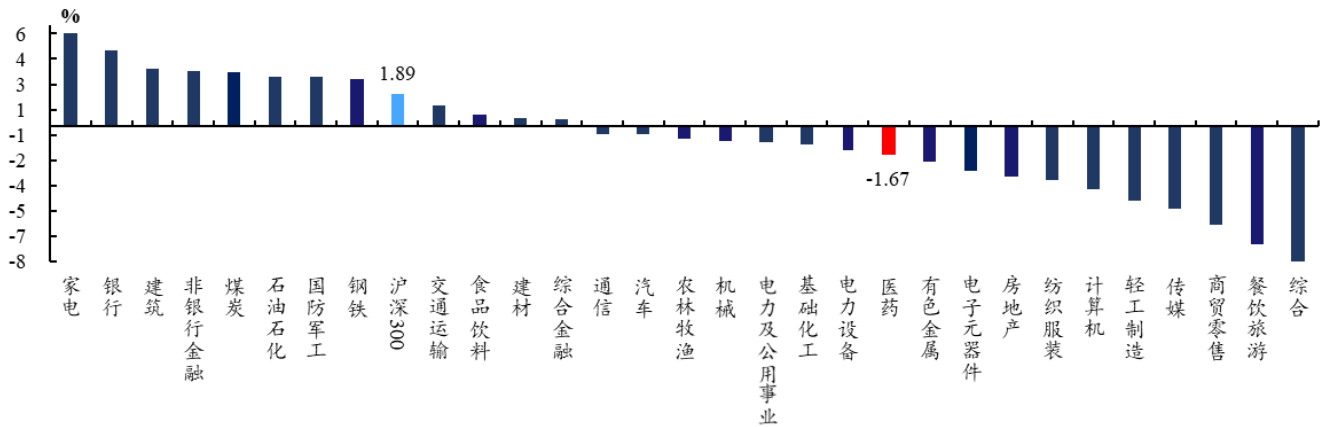
图表6：本周生物医药子板块涨跌幅



资料来源：WIND，太平洋证券整理

**个股涨跌幅方面：**本周涨幅前五的标的，包括国药现代 (+22.55%)、国药一致 (+14.46%)、神州细胞-U (+13.48%)、江中药业 (+12.52%) 和佐力药业 (+12.49%)；本周跌幅前五的标的，包括 ST 吉药 (-24.39%)、\*ST 太安 (-22.47%)、仟源医药 (-22.41%)、河化股份 (-21.33%) 和康惠制药 (-20.19%)。

图表7：本周中信各大子板块涨跌幅



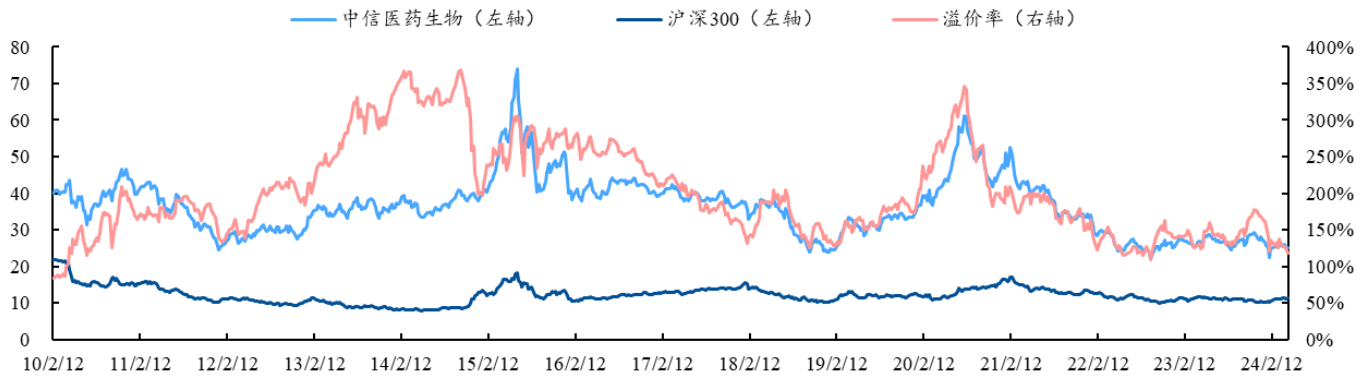
资料来源：WIND，太平洋证券整理

## 2. 医药板块整体估值下降，溢价率下降

**医药板块整体估值下降，溢价率下降。**截止 2024 年 4 月 19 日，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 25.09，环比前一周下降 0.16。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 118%，环比下降 7.49 个百分点。医药相对沪深 300 的估值溢价率仍处于历史较低水平。

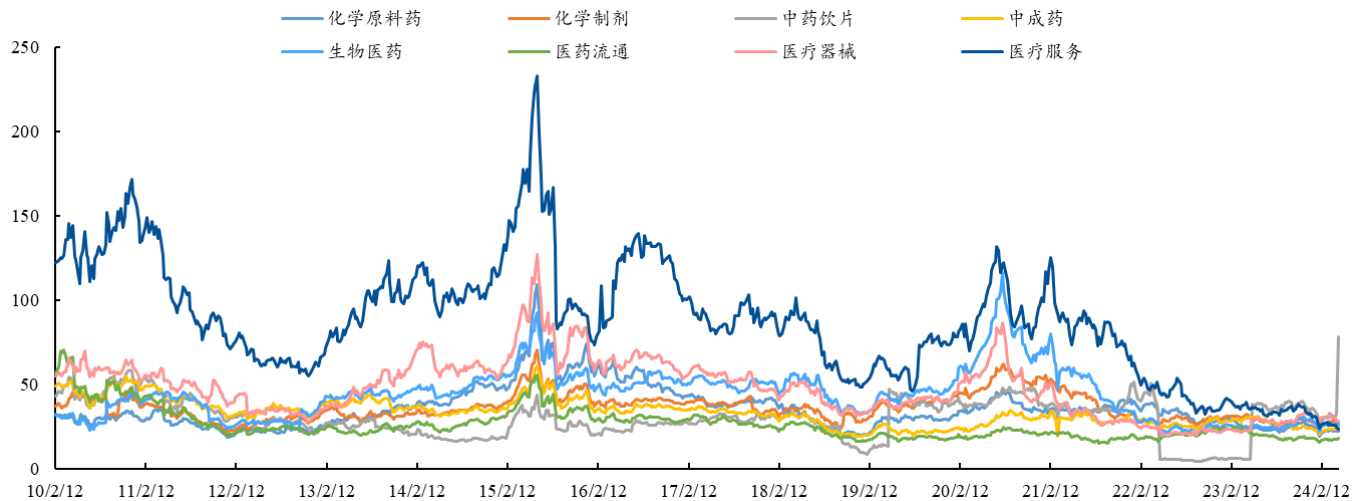
**本周医药子板块估值走势转弱。**子行业市盈率方面，中药饮片（78.06X）、医疗器械（28.31X）和化学制剂（27.20X）居于前三位。本周医药子板块除中药饮片、中成药、医药流通外估值均下降，中药饮片、中成药、医药流通、化学原料药、医疗器械、生物医药、化学制剂、医疗服务子板块的估值分别变化+44.45、+0.88、+0.57、-0.42、-0.54、-0.64、-0.84、-0.96。

图表8：2010年至今医药板块整体估值溢价率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表9：2010年至今医药各子行业估值变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

## (二) 沪深港通资金持仓变化：医药北向资金增加

**北上资金：**A股医药股整体，截至2024年4月19日，陆港通医药行业投资1475.02亿元，相对2024年4月13日增加了10.09亿元；医药持股占陆港通总资金的8.13%，占比增加了0.09pct。

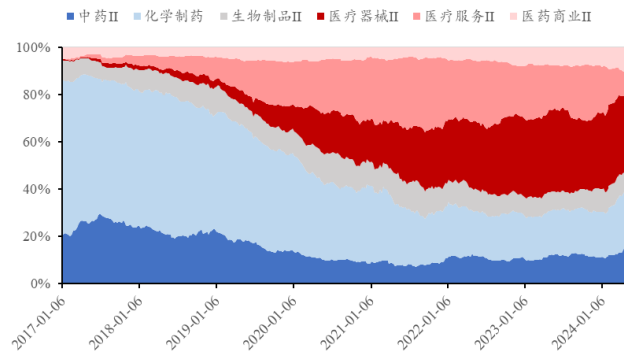
**子板块方面，**本周中药II（15.14%，+1.39pct）、医药商业II（10.34%，+0.26pct）占比上升；化学制药（23.45%，-0.61pct）、医疗器械II（32.27%，-0.55pct）、医疗服务II（10.25%，-0.31pct）、生物制品（8.55%，-0.19pct）占比下降。

图表10：医药行业北上资金变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

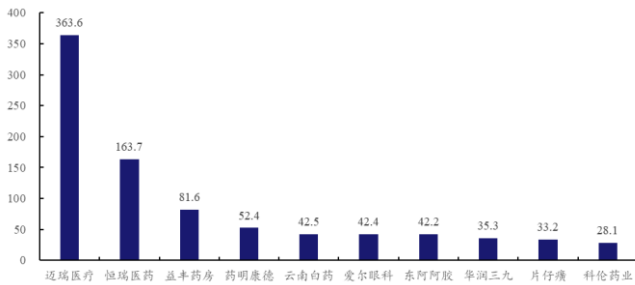
图表11：医药行业北上资金分板块的变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

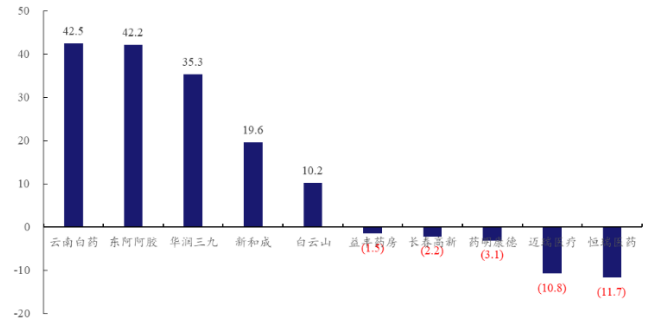
**个股方面，**A股医药股持股市值前五为迈瑞医疗、恒瑞医药、益丰药房、药明康德和云南白药。净增持金额前三为云南白药、东阿阿胶、华润三九；净减持金额前三为恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德。

图表12：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

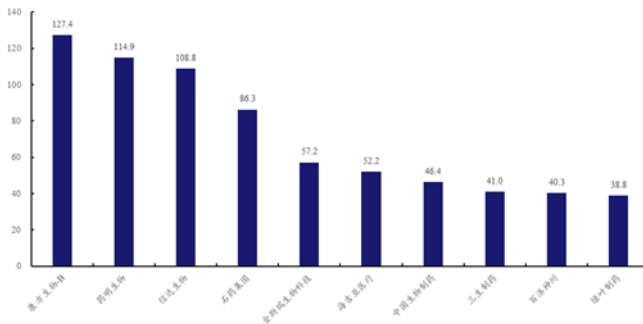
图表13：北上资金陆港通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

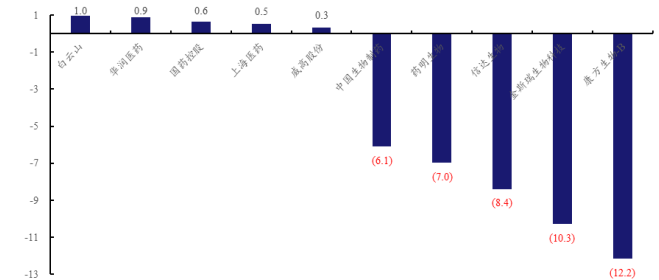
**南下资金：**H股医药股持股市值前五为康方生物-B、药明生物、信达生物、石药集团和金斯瑞生物科技。净增持金额前三为白云山、华润医药、国药控股；净减持金额前三为康方生物-B、金斯瑞生物科技、信达生物。

图表14：南下资金港股通持股市值情况（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表15：南下资金港股通本周持股市值变化（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2024/04/19
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
300760	迈瑞医疗	买入	7.92	9.60	11.50	13.90	39.88	30.30	25.10	20.90	271.39
688114	华大智造	买入	4.89	-0.40	0.20	0.60	22.72	-188.70	424.40	114.80	51.82
688271	联影医疗	买入	2.01	2.40	3.00	3.70	88.07	57.00	45.80	37.10	121.35
688617	惠泰医疗	买入	5.37	7.99	10.40	14.04	57.16	48.65	41.17	30.49	454.63
688351	微电生理	买入	0.01	0.00	0.10	0.20	4191.63	548.10	228.40	120.10	21.76
300832	新产业	买入	1.69	2.10	2.68	3.36	29.68	28.74	22.50	17.91	64.68
688575	亚辉龙	买入	1.79	0.80	1.10	1.30	11.01	22.40	18.00	14.10	21.01
603590	康辰药业	买入	0.63	1.01	1.06	1.38	39.32	33.77	32.05	24.60	28.63
002262	恩华药业	买入	0.89	1.08	1.33	1.66	27.46	22.83	18.43	14.81	23.28
000513	丽珠集团	买入	2.04	2.16	2.42	2.71	15.91	17.87	15.92	14.25	37.85
688016	心脉医疗	买入	4.96	6.40	8.40	10.90	38.13	25.70	19.60	15.20	170.39
688177	百奥泰	买入	-1.16	-0.95	-0.39	0.62	-18.77	-43.28	-91.11	57.70	28.39
688108	赛诺医疗	买入	-0.40	-0.12	0.01	0.11	-14.42	-104.33	1989.46	103.04	9.96
300633	开立医疗	买入	0.86	1.15	1.40	1.71	63.44	40.79	33.52	27.46	36.97
688410	山外山	买入	0.41	0.90	1.11	1.32	61.74	32.44	21.49	17.99	23.73
300453	三鑫医疗	买入	0.46	0.40	0.45	0.52	18.55	19.19	16.00	13.96	7.25
300529	健帆生物	买入	1.10	0.76	1.04	1.31	28.12	29.08	21.22	16.97	22.16
301097	天益医疗	买入	1.45	0.00	0.00	0.00	38.89	-	-	-	38.21

资料来源：Wind 资讯，太平洋研究院整理



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 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，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

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。