

所属行业：医药-现代中药

行业评级：看好（维持）

天士力（600535）：长风破浪会有时，直挂云帆济沧海

公司调研报告

个股评级：增持（维持）

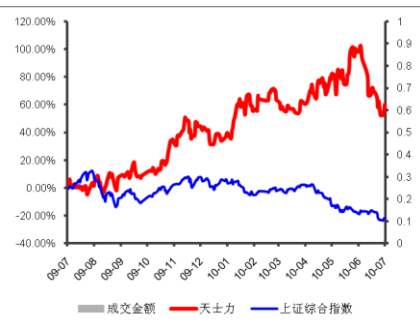
联系人：刘亚明

电 话：010-8832 1822

Email: liuym@tpyzq.com.cn

2010年6月30日	
收盘价	26.87
目标价	35
52周内高	34.45
52周内低	15.22
总市值(百万元)	13112.56
流通市值(百万元)	13112.56
总股本(百万股)	488.00
A股(百万股)	488.00
—已流通(百万股)	488.00

近期股价表现



相关报告

- 1、天士力：产品结构改善值得关注 2009.2.24
- 2、天士力：巩固现代中药领军地位 2009.8.7
- 3、2010年年度投资策略 2009.12.31

投资要点：

- ◆ 从长远来看，公司在中药国际化、现代化的行业领军地位将日益稳固，将取得进一步的跨越式发展。
- ◆ 复方丹参滴丸二期临床结果将于近期公布，可能成为短期股价刺激因素。
- ◆ 产品结构日趋完善，二线品种逐步培育成主流品种，进入快速增长期；
- ◆ 生物制剂开始进入收获期，亚单位流感疫苗前景看好，有望突破亿元。
- ◆ 益气复脉冻干粉针完成4期临床试验，学术推广力度将加大，在工艺和疗效上有独特优势，有望培育成大品种。
- ◆ 增发项目将解决产能瓶颈，提升公司整体实力，提高公司成长能力。
- ◆ 盈利预测及投资建议：预测2010-2012年的每股收益分别为0.81元、0.98元和1.17元。给予公司“增持”的投资评级，2011年目标市盈率35倍，目标价：35元。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2794.91	3434.22	3992.65	4671.40	5418.82	6285.83
增长率(%)	15.29%	22.87%	16.26%	17.00%	16.00%	16.00%
归属母公司股东净利润	177.74	255.89	316.71	393.01	479.25	569.44
增长率(%)	-14.92%	43.96%	23.77%	24.09%	21.94%	18.82%
每股收益(EPS)	0.364	0.524	0.649	0.805	0.982	1.167
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.400	0.165	0.202	0.240
每股经营现金流	0.539	0.678	0.907	0.552	1.812	0.741
销售毛利率	32.90%	33.15%	32.69%	32.69%	32.69%	32.69%
销售净利率	5.83%	7.29%	8.11%	8.60%	9.04%	9.26%
净资产收益率(ROE)	9.78%	13.38%	15.58%	16.07%	16.96%	17.37%
投入资本回报率(ROIC)	11.82%	11.88%	13.98%	17.08%	16.55%	21.93%
市盈率(P/E)	73.77	51.24	41.40	33.36	27.36	23.03
市净率(P/B)	7.21	6.86	6.45	5.36	4.64	4.00
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.015	0.006	0.008	0.009

目录

一、 滴丸保持稳定增长。	3
二、 二线产品进入收获期。	3
三、 中药粉针蓄势待发。	3
四、 研发实力雄厚，中西新药齐备。	4
五、 生物药呼之欲出。	5
六、 调整完善营销模式。	6
七、 积极拓展国际市场。	7
八、 增发解决产能瓶颈,迎来快速发展.....	7
九、 盈利预测与估值建议。	7

一、滴丸保持稳定增长。

天士力的复方丹参滴丸已销售十多年，年销售金额 12 亿以上，使用者众多，占公司利润总额的 75%。公司受益于 GAP 中药材种植基地，保证了产品原材料的优良品质和低廉成本，这对公司保持长久的竞争优势极为有利。预计该产品 09 年、10 年将保持 10% 左右的销售业绩增速。复方丹参滴丸在美国 FDA 的临床 2 期报告结果有望在 2010 年 8 月公布，届时可能刺激股价上扬。此举，目的不仅是让复方丹参滴丸焕发新的生命，进入国际主流市场，更是要通过国际权威认证，为国内外主流医院的医生充分认可，让中药进入主战场，改变和提升中药的地位，进入西医医院，西医指南里面去。未来该产品作为国家基本药物，将进一步受益于基层医疗市场的拉动。

二、二线产品进入收获期。

产品结构日益完善，均是大病种产品，包括：心血管药物（复方丹参滴丸、芪参益气滴丸、注射用益气复脉（冻干））、脑血管药物（养血清脑颗粒、养血清脑丸）、糖尿病用药（消渴清颗粒）、消化系统与肝病用药（水林佳（水飞蓟宾胶囊）、荆花胃康胶丸）、感冒用药（藿香正气滴丸、柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸）。

公司二线产品相继培养成熟，有望进一步放量。除了复方丹参滴丸，养血清脑颗粒、藿香正气滴丸和荆花胃康丸等 8 个品规的产品都已经进入 2009 年版国家基本药物目录，销售规模有望在农村、基层医疗机构进一步放量增长。芪参益气滴丸、养血清脑丸、穿心莲内酯滴丸为首次进入医保目录。过亿元品种 09 年将新增 3 个。二线产品水林佳增长加快，09 年销售过亿，可能成为第二个通过 FDA 的产品。养血清脑颗粒也将延续增势，09 年销售达到 2.7 亿元（08 年 1.7 亿元），预计 2010 年达到 5 亿元，未来可能成为下一个丹滴。产品线优势互补。09 年新上市的板兰根泡腾片与藿香正气滴丸互补，芪参益气滴丸与复方丹参滴丸互补，有望取得销售突破，板兰根泡腾片、芪参益气滴丸有望成为两大销售收入过亿元的产品，尤其看好芪参益气滴丸。芪参益气滴丸 4000 例的循证医学试验已经结题，进入医保目录后销售有望放量。

三、中药粉针蓄势待发。

中药粉针剂的推广有待中药注射剂市场环境的改善。益气复脉粉针仍处市场开发阶段，08年已进入全国17个省份销售，但销量不大，实现销售收入2000多万元，09年销售收入在4000万元左右。益气复脉粉针在质量上安全可靠，无不良反应，对肺心病引起的心衰、老年性心律不齐等疾病有独特疗效，通过4期临床后，将加大学术推广力度，有望培育成一个大产品。

另外，丹酚酸B中药注射粉针剂有望2010年拿到新药证书。上海绿谷公司专利申请治疗心血管病，公司申请治疗脑血管病，将一起做大该产品的市场。

四、研发实力雄厚，中西新药齐备。

(1) 现代中药技术独领风骚。公司建立了组分中药技术工程中心，创建了世界上最大的标准中药组分库，中药组分属于目前中药现代化研究的前沿热点和代表性成果，公司独立董事王永炎和张伯礼院士均是该领域的顶级专家。08年公司及控股子公司共进行新专利申请100项，其中PCT(Patent Cooperation Treaty)5项，授权的境外专利12个，消渴清颗粒、丹参滴丸获新药证书/注册批件；养血清脑丸、柴胡滴丸获得OTC批件。目前共有在研项目50项左右，新药研发成果不断涌现，孕育了多个亿元收入的重磅产品。为公司后续发展提供了支撑。

申报FDA认证的复方丹参滴丸采取超微滴丸灌装胶囊这一全世界独有的崭新剂型，每次服用两粒，口腔迅速溶解吸收，起效快，采用航空技术，根据固体分散原理，不需要冷凝成型，更环保。滴丸紧密结合，保持优秀制剂特性，符合国际常用服用习惯。后续将这一国际化剂型国内化，无限延长产品的生命周期。丹滴14年的保护期将到期，以后完全靠专利保护，产品不断升级换代。

公司通过加强科研、创新，走差异化路线，致力于中药现代化、国际化，从政策调控来看，属于国家政策扶持和引导的对象，而不属于被压制的对象。

(2) 侧重重大疾病开发名医经验方。糖尿病中药糖敏灵丸、消渴清颗粒值得期待。08年3月，糖敏灵丸获得临床批件，消渴清颗粒取得了新药证书和注册批件。糖敏灵丸来自于全小林教授临床应用多年的医院制剂开郁清胃颗粒，由经典名方大柴胡汤化裁而来，由柴胡、黄芩、大黄、枳实、黄连、清半夏等组成。柴胡、黄芩疏肝解郁，宣透邪热，大黄、枳实通泻胃肠腑热，清半夏配琴、连辛开苦降，开畅中焦，全方配伍具有疏肝开郁、清胃降火之功效，郁热既除，气阴自复。研

究表明，糖敏灵丸作为纯中药制剂降糖效果与一线化学药相当，而在减肥、降血脂、改善临床症状、低毒副作用方面明显优于化学药。研究表明，开郁清胃颗粒通过降糖、降脂、增加胰岛素敏感性改善糖代谢异常患者 β 细胞功能，特别是对 β 细胞早相分泌较好的改善作用与糖负荷后 2h 血糖的显著降低密切相关。糖敏灵丸有望成为与复方丹参滴丸相媲美的重磅产品。根据颜德馨老教授治疗二型糖尿病验方研制的消渴清颗粒与糖敏灵丸互补，主治糖尿病并发症。消渴清颗粒基于中医药“君臣佐使”的用药理念。“君药”苍术，通过运脾健脾，激发胰岛功能；“臣药”知母以养阴为主，能解决糖尿病阴虚内热常见症状；“佐药”地锦草发挥清热降糖作用；而以生蒲黄为“使药”化瘀降脂，有效预防糖尿病合并症。消渴清颗粒从中医整体论的观点来考虑，在治疗过程中调整血糖，而不只是单纯降糖，在调节血糖过程中减少并发症。根据颜教授治疗老年性血管性痴呆的“醒脑方”研制的新药目前已经完成临床试验，正在申报生产批件。可见公司在中药治疗心脑血管疾病和内分泌疾病方面已经具有良好的产品布局。

五、生物药呼之欲出。

金纳生物负责生产的亚单位流感疫苗已于 10 年 4 月获得药品批准文号。据公司介绍，该产品采取国内最先进的技术，有些工艺比国际还先进，国内独家生产，新技术现场复核，GMP 一次性通过（号称给药监局打了强心剂），代表了该类产品的发展趋势，产品具有纯度高、杂蛋白含量低、无防腐剂（无汞）、无抗菌素的特点，是最安全的流感疫苗；预计 9 月上市，明年放量，分两步走，先占领国内，再走出去。从周边邻国来看，非常认可，应该往外走，目前正在和东南亚，韩国、新加坡、越南的客户洽谈。设计产能 400 万人份（其中预灌封注射器包装 280 万支，西林瓶包装 120 万支），由于市场需求量大，力争做到 800 万支。公司将与国外企业合作，把产业链做好，原料，引入合作伙伴，建立产业链，从上游到下游，达到一定的垄断地位。上海生物疫苗项目经过 8 年努力，具备了很高的技术壁垒，建立了一个过硬的团队和较完善的技术体系。当初该专利来自军事医学科学院，在生产工艺没有完全解决，后来在金纳技术团队地努力下，把没有解决的技术工艺难题解决了，去年达到零污染，产出放大到 300L。83%的有效率引起国内外极大的振奋。推广期 1-2 年，主要面向二甲医院。治疗肺癌的疫

苗，在美国进入三期临床，肝癌的疫苗也在研发之中。

上海天士力基因工程药物重组人尿激酶原（RH-PROUK）目前已完成 III 期临床，有望近期获得新药证书。09 年 4 月获得国家药品评审中心审评意见，上报补充技术材料；大规模生产已达到工艺的稳定性、内控指标的一致性、内控质量的恒定性。目前我国抗血栓药物市场规模超过 20 亿元，主要由第一代抗血栓产品如尿激酶、链激酶所占领。公司的重组人尿激酶原具有明显的竞争力，上市后突破亿元销售额问题不大。

与法国 TRANSGENE 公司合作进行生物药研发,组建天士力创世杰(天津)生物制药有限公司，将综合双方的优势在中国设立研发中心，逐步建立起天士力生物药的研究平台。

六、调整完善营销模式。

天士力医药营销集团有限公司将板块营销模式调整为产品线模式，做深做实，进一步强化了销售回款，降低了应收帐款，经营性现金净流量大幅增长。

天士力医药营销集团下设 6 个区域分公司，下属 26 个大区和 191 个办事处，覆盖 96%的三级医院、4000 多家二级医院、7000 多家一级医院、3600 个社区卫生服务中心。采用“专家定位-学术推广”的营销模式，对医疗、城乡、OTC 三个板块建立三级营销网络。

公司学术营销能力突出，为新产品的市场开拓奠定了坚实基础。通过完善网络建设，实现多元化营销，有效提升渠道控制能力。为了增强渠道的话语权，加大与流通企业的谈判筹码，并且使公司的产品和品牌能够真正落地，最终成功实现打造医药行业航空母舰的战略目标，公司目前在不断完善“公司一大区一办事处”模式的营销网络格局的同时向连锁柜台零售终端延伸，未来将逐步建立依托第三方物流的三个梯次的营销体系。公司 08 年加大了在农村和社区的推广力度，将公司 2000 人的销售队伍中的近一半人投入到了农村，公司主要覆盖的是县级医院，并以“学术推广”为主，通过这种形式进而进行乡镇的辐射。

公司在营销上重视学术宣传，善于抓重大卖点，与专家、社区、城乡医生广泛交流，使得城乡医生对产品具有良好的信赖度，甚至崇拜性、跟随性。另外，公司还将进一步扩大市场营销人员规模。

七、积极拓展国际市场。

目前天士力主打产品复方丹参滴丸以药品、保健食品等不同身份进入了世界各大洲 27 个国家、地区的药品和保健品市场：以药品身份进入了俄罗斯、加拿大、韩国、越南、阿联酋等 12 个国家和地区，其中以处方药身份进入了俄罗斯、韩国、越南等八个国家，于 2008 年度被加拿大卫生部批准为 OTC 药，并进入越南医疗保险品种目录。

八、增发解决产能瓶颈,迎来快速发展

公司定向增发 2000 至 4000 万股，发行价不低于 26.73 元/股，募集 10.69 亿元资金，投入复方丹参滴丸扩产、现代中药固体制剂扩产、现代中药资源 GMP 技改、三七储备及种植基地建设、研发平台建设等项目。

复方丹参滴丸、芪参益气滴丸新型滴丸剂生产线建设项目，计划投资 20628 万，计划建设周期 18 个月，目前滴丸剂设计产能为 96 亿粒，达产后新增产能 80 亿粒。

现代中药固体制剂扩产建设项目计划投资 25385 万元，扩建养血清脑颗粒(丸)产能 3740 万盒和水林佳固体制剂 940 万盒，建设周期 15 个月。

天士力现代中药资源有限公司 GMP 技改项目投资 15489 万元，建设中成药原料提取车间，设计药材处理能力为 6000 吨/年，目前处理能力为 2100 吨/年。

两项目支持复方丹参滴丸的 FDA 三期临床及国际化发展：一是现代中药出口生产基地集成控制建设项目，拟投资 9853 万元，建设符合美国 cGMP 的现代中药生产车间，设计产能为 1.6 亿只胶囊/年，以满足复方丹参滴丸 FDA 三期临床和美国 cGMP 认证的需要，以及进入欧美市场初期的市场需求。二是三七药材储备及种植基地建设项目，拟按照 GAP 标准进行种植基地建设，保证原材料的稳定与质量控制，有利于通过 FDA 批准，为产品进入国际医药主流市场奠定基础。

另外，现代物流配送中心建设项目、天士力研发中心建设项目、现代中药产业链信息系统建设项目等将提升公司整体经营能力。

九、盈利预测与估值建议。

预测 2010-2012 年的每股收益分别为 0.81 元、0.98 元和 1.17 元。给予公司“增

持”的投资评级，2011年目标市盈率35倍，目标价：35元。

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2794.91	3434.22	3992.65	4671.40	5418.82	6285.83
减：营业成本	1875.26	2295.74	2687.39	3144.25	3647.33	4230.90
营业税金及附加	20.85	23.21	25.79	30.17	35.00	40.60
营业费用	408.30	496.05	565.83	662.02	767.94	890.81
管理费用	224.74	229.87	281.28	329.09	381.75	442.83
财务费用	41.43	70.78	42.07	33.39	10.65	-3.89
资产减值损失	12.60	1.71	5.76	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	1.88	0.18	6.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	213.60	317.04	391.14	472.48	576.16	684.59
加：其他非经营损益	11.61	-2.45	7.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	225.21	314.59	399.10	472.48	576.16	684.59
减：所得税	62.24	64.21	75.46	70.87	86.42	102.69
净利润	162.97	250.38	323.63	401.61	489.73	581.90
减：少数股东损益	-14.77	-5.51	6.93	8.60	10.48	12.46
归属母公司股东净利润	177.74	255.89	316.71	393.01	479.25	569.44
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	197.84	384.29	496.03	46.71	624.60	873.31
应收和预付款项	759.14	794.24	897.34	1269.12	1243.97	1671.21
存货	241.46	313.34	387.76	384.33	511.30	527.63
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	172.40	172.46	448.40	448.40	448.40	448.40
投资性房地产	27.72	28.14	27.43	24.36	21.29	18.22
固定资产和在建工程	1263.09	1344.81	1367.26	1272.50	1077.73	882.97
无形资产和开发支出	357.96	371.88	312.50	274.69	236.88	199.06
其他非流动资产	2.37	8.67	15.29	7.64	0.00	0.00
资产总计	3021.99	3417.84	3952.00	3727.75	4164.16	4620.80
短期借款	284.79	620.56	801.95	197.41	0.00	0.00
应付和预收款项	446.47	585.43	733.94	693.35	935.91	927.64
长期借款	195.00	100.00	225.00	225.00	225.00	225.00
其他负债	121.00	18.94	20.02	20.02	20.02	20.02
负债合计	1047.26	1324.93	1780.90	1135.78	1180.93	1172.66
股本	488.00	488.00	488.00	488.00	488.00	488.00
资本公积	643.22	564.43	564.43	664.43	664.43	664.43
留存收益	687.07	859.44	980.94	1293.21	1674.00	2126.45
归属母公司股东权益	1818.29	1911.87	2033.37	2445.64	2826.43	3278.88

少数股东权益	156.44	181.04	137.73	146.33	156.81	169.26
股东权益合计	1974.72	2092.90	2171.10	2591.96	2983.24	3448.14
负债和股东权益合计	3021.99	3417.84	3952.00	3727.75	4164.16	4620.80
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	262.99	330.99	442.45	269.36	884.40	361.81
投资性现金净流量	-255.40	-179.47	-378.04	-100.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-240.84	5.29	107.87	-618.67	-306.52	-113.10
现金流量净额	-233.66	156.58	172.25	-449.31	577.88	248.71
财务分析和估值指标汇总						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	32.90%	33.15%	32.69%	32.69%	32.69%	32.69%
三费/销售收入	24.13%	23.20%	22.27%	21.93%	21.41%	21.15%
EBIT/销售收入	8.06%	9.16%	10.00%	10.83%	10.83%	10.83%
EBITDA/销售收入	13.02%	12.51%	12.81%	16.04%	15.32%	14.58%
销售净利率	5.83%	7.29%	8.11%	8.60%	9.04%	9.26%
资产获利率						
ROE	9.78%	13.38%	15.58%	16.07%	16.96%	17.37%
ROA	7.45%	9.20%	10.10%	13.57%	14.09%	14.73%
ROIC	11.82%	11.88%	13.98%	17.08%	16.55%	21.93%
增长率						
销售收入增长率	15.29%	22.87%	16.26%	17.00%	16.00%	16.00%
EBIT 增长率	-27.07%	39.69%	26.86%	26.75%	16.00%	16.00%
EBITDA 增长率	-5.61%	18.14%	19.03%	46.44%	10.80%	10.39%
净利润增长率	-25.17%	53.63%	29.26%	24.09%	21.94%	18.82%
总资产增长率	-5.79%	13.10%	15.63%	-5.67%	11.71%	10.97%
股东权益增长率	25.21%	5.15%	6.36%	20.28%	15.57%	16.01%
经营营运资本增长率	4315.75%	15.92%	5.86%	70.57%	-13.26%	52.84%
资本结构						
资产负债率	34.65%	38.77%	45.06%	30.47%	28.36%	25.38%
投资资本/总资产	69.15%	69.15%	63.69%	80.86%	63.35%	61.95%
带息债务/总负债	27.19%	46.84%	45.03%	37.19%	19.05%	19.19%
流动比率	1.44	1.24	1.16	1.90	2.54	3.30
速动比率	1.15	0.98	0.91	1.47	1.99	2.74
股利支付率	0.00%	0.00%	61.63%	20.54%	20.54%	20.54%
收益留存率	100.00%	100.00%	38.37%	79.46%	79.46%	79.46%
资产管理效率						
总资产周转率	0.92	1.00	1.01	1.25	1.30	1.36
固定资产周转率	2.99	3.06	3.50	3.67	5.03	7.12
应收账款周转率	4.43	5.18	5.47	4.40	5.33	4.51
存货周转率	7.77	7.33	6.93	8.18	7.13	8.02

业绩和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	225.21	314.59	399.10	505.87	586.81	680.70
EBITDA	363.77	429.76	511.56	749.16	830.09	916.34
NOPLAT	153.10	252.46	316.87	429.99	498.79	578.59
净利润	177.74	255.89	316.71	393.01	479.25	569.44
EPS	0.364	0.524	0.649	0.805	0.982	1.167
BPS	3.726	3.918	4.167	5.012	5.792	6.719
PE	73.77	51.24	41.40	33.36	27.36	23.03
PEG	2.44	2.20	1.92	1.38	1.25	1.22
PB	7.21	6.86	6.45	5.36	4.64	4.00
PS	4.69	3.82	3.28	2.81	2.42	2.09
PCF	49.86	39.62	29.64	48.68	14.83	36.24
EV/EBIT	59.43	43.12	34.07	27.05	22.02	18.65
EV/EBITDA	36.79	31.56	26.58	18.26	15.57	13.86
EV/NOPLAT	87.42	53.73	42.91	31.82	25.91	21.94
EV/IC	6.40	5.74	5.40	4.54	4.90	4.44
ROIC-WACC	-10.94%	-10.88%	-8.79%	11.44%	10.78%	16.16%
股息率	0.000	0.000	0.015	0.006	0.008	0.009

*以上数据由分析师在<Wind 财务预测和估值系统>上计算生成

*以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算

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；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

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) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

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。