通策医疗（600763）

积累技术资源，创新线上模式

	胡博新（分析师）	丁丹（分析师）	屠炜颖（分析师）
	0755-23976766	0755-23976735	021-38675860
	huboxin@gtjas.com	dingdan@gtjas.com	tuweiying@gtjas.com
证书编号	S0880514030007	S0880514030001	S0880514090002

本报告导读：

公司在口腔与辅助生育领域注重技术与品质的积累，模式上结合互联网积极创新，未来有望向全国复制扩张，分享巨大的市场蛋糕。

投资要点：

口腔与辅助生育积淀深厚，模式创新寻找新增长，上调至增持评级。口腔护理市场需求旺盛，经历 2014 年搬迁及人员调整，公司业务逐步恢复，2015 年 Q1 收入增 23%，扣非净利增 50%，上调盈利预测 2015-16 年 EPS 至 0.82(+0.03)/1.13(+0.26)，预测 2017 年 EPS1.5 元。公司在口腔与辅助生殖领域积累深厚，线下模式具备较强的资源壁垒，线上逐步探索新的模式，构建向全国复制扩张的平台，分享巨大的市场机遇，给予一定的行业溢价，上调目标价至 110 元。

打造辅助生殖第一品牌。2015 年 3 月，公司与昆明妇幼保健院合作建设的生殖中心获批，虽然市场需求众多，但公司并不追求短期业务量的增长，而是注重打造样板效应。以昆明生殖中心为样板，依靠一流的技术和高质量的服务打造品牌，在患者口碑、治疗质量和成功率等方面，树立行业标杆。采用公立医院合作方式，公司拟打造 5 个全国级辅助生殖中心。

三叶儿童口腔连锁，开创互联网医疗新模式。儿童口腔市场需求巨大，2014 年 10 月，公司合作创立三叶儿童口腔，以互联网的方式提供线上线下多重高标准服务。公司未来计划在全国范围内开设 1000 家三叶儿童口腔连锁机构，三叶儿童口腔连锁有望成为公司新的盈利增长点。

通策集团辅助布局，探索数字化正畸矫治 O2O。考虑前期投入较大，大股东通策集团计划通过免费隐秀正畸项目，快速抢占市场份额，收集细分需求信息，从而将分散的需求进行彻底整合。在拥有大量网上客户基础后，将隐秀线上用户导入至公司线下口腔医院，实现 O2O 的战略规划。

风险提示：辅助生育市场拓展低于预期；医疗法律纠纷风险。

财务摘要（百万元）	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	463	584	726	941	1,183
(+/-)%	*22%*	*26%*	*24%*	*30%*	*26%*
经营利润（EBIT）	138	140	175	241	319
(+/-)%	*16%*	*2%*	*25%*	*38%*	*32%*
净利润	100	110	132	181	241
(+/-)%	*10%*	*10%*	*20%*	*37%*	*33%*
每股净收益（元）	0.63	0.69	0.82	1.13	1.50
每股股利（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率(%)	30.0%	24.2%	24.2%	25.7%	27.0%
净资产收益 (%)	19.3%	17.5%	17.4%	19.2%	20.3%
投入资本回报率 %)	20.8%	17.6%	19.4%	26.1%	34.0%
EV/EBITDA	88.8	86.2	70.2	50.8	38.8
市盈率	134.3	122.5	102.0	74.3	56.1
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：	增持
	上次评级：谨慎增持
目标价格：	110.00
	上次预测： 56.00
当前价格：	83.49
	2015.04.24

交易数据

52 周内股价区间（元）	35.42-92.31
总市值（百万元）	13,385
总股本/流通 A 股（百万股）	160/160
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	120.67
日均成交值（百万元）	81.72

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	661
每股净 产	4.12
市净率	20.2
净负债率	-39.60%

EPS（元）	2014A	2015E
Q1	0.16	0.20
Q2	0.16	0.19
Q3	0.25	0.30
Q4	0.12	0.13
全年	0.69	0.82

52周内股价走势图

升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	35%	66%	114%
相对指数	15%	34%	-1%

相关报告

《行业潜力空间大，政策放开加速发展》2014.11.17

《继续看好辅助生殖广阔空间》2013.07.29

《拟进军重庆，辅助生殖蓝海无边界扩张》2013.06.12

《打造下一个“中信湘雅”》2013.05.26

《杭州波恩正式成立，进军辅助生殖蓝海》2013.05.14

模型更新时间：2015.04.24

股票研究

必需消费

医药

通策医疗（600763）

评级： **增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格： **110.00**

上次预测： 56.00

当前价格： 83.49

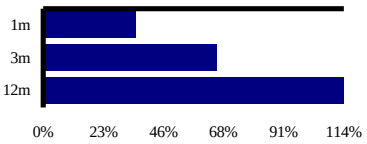
公司网址

www.tcmedical.com.cn

公司简介

公司是国内第一家以口腔医疗连锁经营为主要经营模式的上市公司。
近年来，公司强化了内部管理，重视内部控制规范建设，有效控制了成本费用，同时积极拓宽医疗市场，重视人力引进和培养，高附加值业务盈利能力持续增强，主营业务收入实现较快增长。

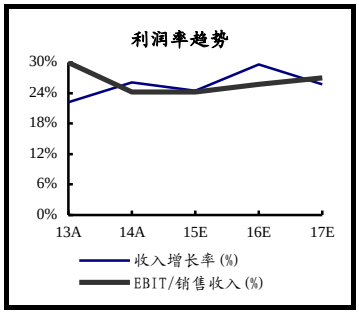
绝对价格回报（%）

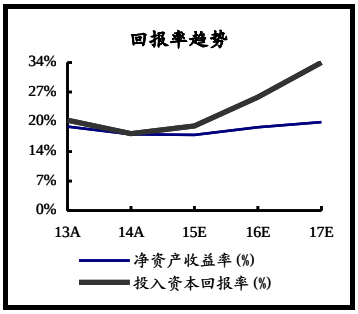


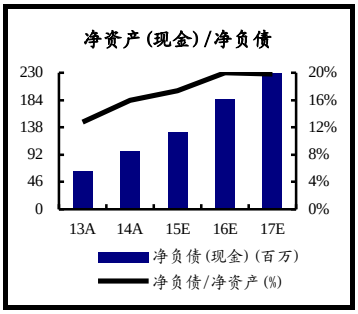
52 周价格范围	35.42-92.31
市值（百万）	13,385

财务预测（单位：百万元）

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**463**	**584**	**726**	**941**	**1,183**
营业成本	254	354	442	559	692
税金及附加	2	2	2	3	4
销售费用	4	8	11	15	19
管理费用	65	79	97	123	150
EBIT	**138**	**140**	**175**	**241**	**319**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	3	0	0	0
财务费用	2	3	6	8	12
营业利润	**136**	**146**	**181**	**249**	**331**
所得税	36	34	42	58	77
少数股东损益	2	4	9	13	17
净利润	**100**	**110**	**132**	**181**	**241**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	210	255	328	486	744
其他流动资产	43	61	68	87	109
长期投资	9	3	2	2	2
固定资产合计	96	165	269	316	329
无形及其他资产	287	309	308	307	307
资产合计	**645**	**793**	**974**	**1,198**	**1,489**
流动负债	81	106	129	162	201
非流动负债	0	1	21	21	21
股东权益	519	630	762	943	1,184
投入资本(IC)	**554**	**684**	**696**	**727**	**722**
现金流量表					
NOPLAT	103	109	134	185	246
折旧与摊销	13	15	16	24	28
流动资金增量	-15	-7	-16	-15	-17
资本支出	22	83	120	70	40
自由现金流	**123**	**200**	**254**	**265**	**297**
经营现金流	111	117	191	229	297
投资现金流	-10	-76	-119	-70	-40
融资现金流	4	4	0	0	0
现金流净增加额	**106**	**46**	**72**	**159**	**257**
财务指标					
成长性					
收入增长率	22.2%	26.1%	24.4%	29.6%	25.7%
EBIT 增长率	16.0%	1.5%	24.5%	37.6%	32.2%
净利润增长率	10.3%	9.7%	20.1%	37.2%	32.5%
利润率					
毛利率	44.7%	39.0%	38.9%	40.3%	41.2%
EBIT 率	30.0%	24.2%	24.2%	25.7%	27.0%
净利润率	21.7%	18.9%	18.2%	19.3%	20.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.3%	17.5%	17.4%	19.2%	20.3%
总资产收益率(ROA)	15.6%	13.9%	13.6%	15.1%	16.2%
投入资本回报率(ROIC)	20.8%	17.6%	19.4%	26.1%	34.0%
运营能力					
存货周转天数	22	23	19	19	19
应收账款周转天数	33	44	38	38	38
总资产周转周转天数	501	489	483	458	453
净利润现金含量	1.13	1.10	1.56	1.36	1.33
资本支出/收入	4.8%	14.2%	16.5%	7.4%	3.4%
偿债能力					
资产负债率	12.6%	13.5%	15.3%	15.3%	14.9%
净负债率	12.5%	15.6%	17.0%	19.6%	19.4%
估值比率					
PE	134.3	122.5	102.0	74.3	56.1
PB	26.0	21.4	17.7	14.3	11.4
EV/EBITDA	88.8	86.2	70.2	50.8	38.8
P/S	29.1	23.1	18.6	14.3	11.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%







目 录

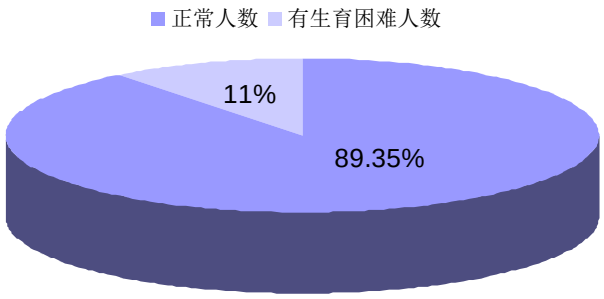
1. 打造辅助生殖第一品牌.....4
1.1. 辅助生殖——供需不匹配，市场空间巨大.....4
1.2. 携手剑桥波恩诊所，引入 IVF 领域国际顶尖技术.....4
1.3. 获辅助生殖牌照，打造技术样板中心.....5
2. 互联网+口腔连锁，三叶模式有望“遍地开花”.....6
2.1. 儿童口腔医疗，一块需求旺盛的“大蛋糕”.....6
2.2. 三叶儿童口腔连锁，开创互联网医疗新模式.....6
2.1. 商业模式清晰，具备全国推广的条件.....7
3. 隐秀，实现数字化正畸矫治 O2O.....8
3.1. 从 4 亿用户需求入手，积极介入数字口腔医疗服务.....8
3.2. 互联网+标准化操作，依托正畸打造“美”产业.....8
3.2.1. 抢占入口资源，培养用户粘性.....8
3.2.2. 标准化操作，提升效率.....9
3.2.3. 线上到线下的引流.....9

1. 打造辅助生殖第一品牌

1.1. 辅助生殖——供需不匹配，市场空间巨大

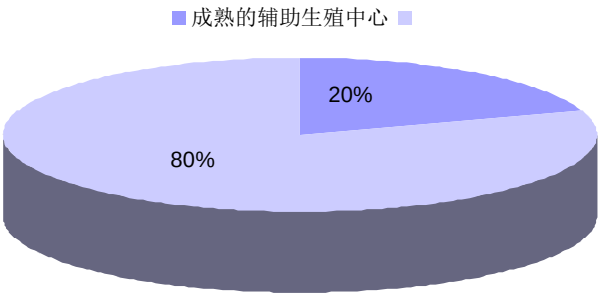
随着工作压力加大、环境恶化、生理机能衰退、以及生育年龄推后，中国不孕不育发病几率正在不断上升。根据中国人口协会 2012 年的调查显示，10.65%的生育期夫妇存在生育困难。参考 1 年 2000 万新生儿数量估算不孕不育质量数量，假设的治疗费用为 4 万元，中国辅助生殖的市场规模就有 800 亿。截止 2012 年底，卫计委批准开展人类辅助生殖技术医疗机构共 356 家，但能成熟开展业务的生殖中心占比不到 20%，稀缺的医疗资源与旺盛的市场需求不匹配。

图 1：我国目前有 10%以上育龄人口存在生育困难



资料来源：中国人口协会，国泰君安证券研究

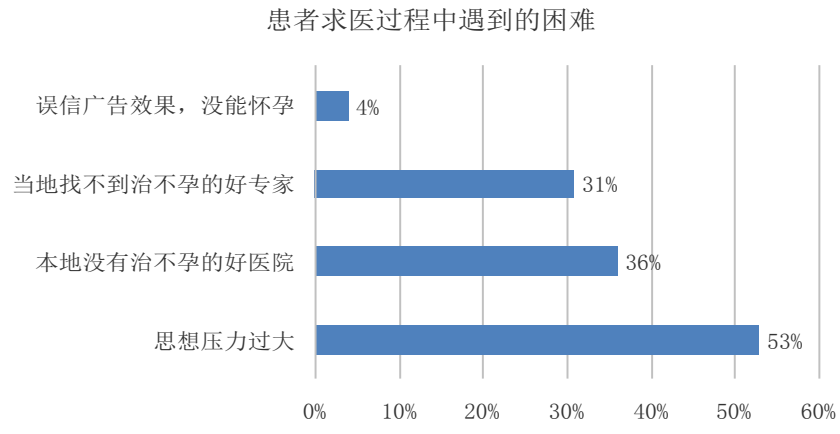
图 2：国内目前缺少成熟的辅助生殖中心



资料来源：中国人口协会，国泰君安证券研究

在求医的过程中，36%的患者认为当地没有治疗不孕的好医院，31%的患者苦于找不到好专家。

图 3：我国目前有 10%以上育龄人口存在生育困难



资料来源：中国人口协会，国泰君安证券研究

1.2. 携手剑桥波恩诊所，引入 IVF 领域国际顶尖技术

2012 年 11 月，公司与试管婴儿的发明者、2010 年诺贝尔获得者罗伯特

爱德华兹教授创立的剑桥波恩诊所合资成立波恩中国，将国际顶级辅助生殖（IVF）医疗领域的先进和适用的技术和科学管理方法引进中国。

波恩辅助生殖中心成立于 1980 年，是得到 NHS（英国国家医疗服务体系）认证的五家辅助生殖中心之一。波恩诊所开创的低温生物学在 IVF 领域的应用、体外受精代孕技术、ICSI（卵胞浆内单精子显微注射）技术以及最新的囊胚培养技术，均代表了业内最高水平。至今，波恩生殖中心已经帮助超过 10000 个试管婴儿出生。

1.3. 获辅助生殖牌照，打造技术样板中心

2015 年 3 月，公司与昆明妇幼保健院合作建设的生殖中心成功获得开展人类辅助生殖技术准入试运行的批复，成为目前国内唯一获得试运行牌照的上市公司。

虽然市场需求众多，但公司并不追求短期业务量的快速增长，而是注重打造样板效应。以昆明生殖中心为样板，依靠一流的技术和高质量的服务打造品牌，在患者口碑、治疗质量和成功率等方面，树立行业标杆。同时，昆明生殖中心将打造成开放式平台，公开交流学习，扩大在全国的影响力。

以昆明生殖中心为模板，公司将合作共建模式向全国复制。在合作伙伴选择和战略布局上，公司目前仅选择省级三甲医院合作，优先打造 5 个全国级辅助生殖中心。2015 年 3 月，通策集团与浙江省中医院签订全面战略合作协议，为公司与公立医院合作开创基础。

图 4：采用合作共建模式，进行试点推广

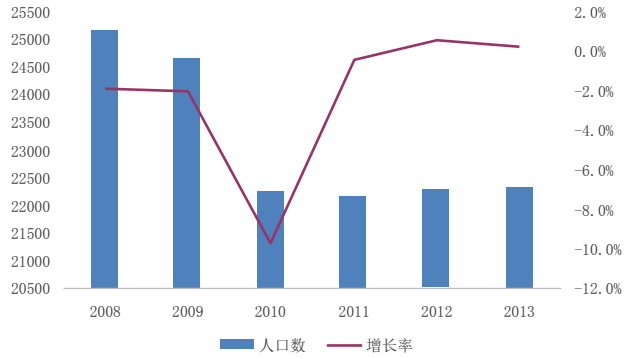
资料来源：国泰君安证券研究

2. 互联网+口腔连锁，三叶模式有望“遍地开花”

2.1. 儿童口腔医疗，一块需求旺盛的“大蛋糕”

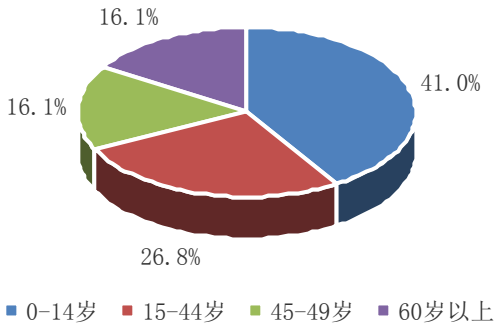
根据国家统计局 2013 年的数据，我国 0-14 岁人口数已达 22329 万人，这个年龄段的儿童处于乳牙与恒牙替换期，由于乳牙比恒牙钙化度低、硬度也差，因此磨损较严重，口腔问题多。统计数据显示，14 周岁以下儿童出现口腔问题的比例高达 40-60%，绝对人数达 1 亿人，假设其中有 10%的儿童进行口腔护理，每人消费 1000 元，这个市场空间就非常巨大。

图 5：0-14 岁人口基数庞大，增长稳定



资料来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 6：14 岁以下儿童患口腔疾病占比超过 40%



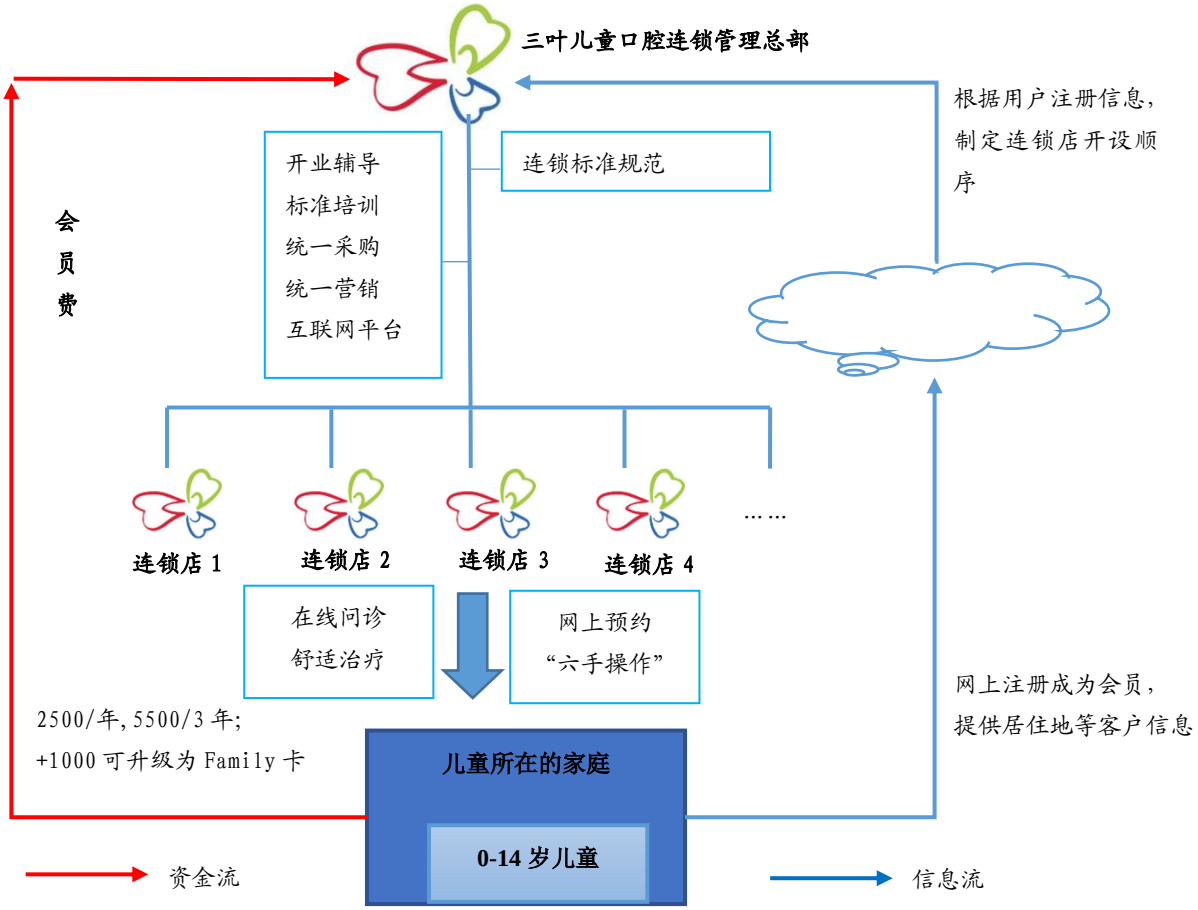
资料来源：卫生统计年鉴，国泰君安证券研究

2.2. 三叶儿童口腔连锁，开创互联网医疗新模式

2014 年 10 月，公司与知名牙医社交媒体意见领袖张野医生合作创立三叶儿童口腔，开拓创新互联网医疗模式。三叶儿童口腔致力于成为儿童的口腔健康管家，以预防为主，包含检查-预防-治疗全流程，为 0 -14 岁儿童提供系统全方位口腔健康管理。

三叶儿童口腔以连锁经营为主要经营模式，以特许经营权为主结合少量自营模式。在这种模式下，公司首先将运用互联网进行加盟商的发展管理，品牌运营与营销，会员发展与客户服务，管理、形象、临床标准的制定、实施与考核；其次，用互联网方式，在网上募集客户，所有收费也都在网上进行，资金全部直接交到总部，以客服为中心组织整个治疗服务，医生-患者-服务全部在网上进行，总部彻底打通，行成真正的闭环；最后，提供互联网预约平台、诊所管理系统等 IT 基础设施，充分利用医疗云大数据、网络运营、线上即时聊天工具、管理软件等各种方式提供线上线下多重高标准服务。

图 7：以互联网思维及连锁经营模式推进三叶儿童口腔项目



资料来源：公司网站，国泰君安证券研究

2.1.商业模式清晰，具备全国推广的条件

三叶口腔连锁目前的盈利模式为“会员费+加盟费+品牌管理费”。杭州三叶设立一年以来，募集会员 720 多人，按 2500-5500 元/人的会费标准，一年会费收入就突破 200 万元，未来会考虑将会员费增加 1000 元，提供全家人共享的口腔医疗服务；公司为加盟商提供开业辅导，标准培训，并统一采购物资，统一实施营销活动，统一使用管理公司提供的 IT 基础设施与互联网服务，吸引大量投资者加盟，目前等待加盟的个人投资者已达 800 多人；公司鼓励内部医师成为三叶的合伙人，将充分利用集团资源对其提供多种网络金融支持。依托这一模式，公司未来计划在全国范围内开设 1000 家三叶儿童口腔连锁机构，三叶有望成为公司新的盈利增长点。

表 1：会员享优惠，用户一次性付费积极性高

收费项目	会员	普通顾客
挂号费	免费	50 元/次
建立云端健康管理档案	免费	200 元
预约绿色通道 专人管理 预约优先选择权	免费	无
一对一指导口腔卫生保健方法	免费	80 元/次

2 次/年		
定期检查，诊断，治疗方案计划 2 次/年	免费	100 元/次
洁牙（不包括龈下深刮洁治） 2 次/年	免费	300 元/次
三岁以上：涂氟胶 2 次/年 三岁以下：涂氟漆 4 次/年	免费	400 元/次
私人定制 口腔保健品赠送	免费	100 元/年
家庭服务计划 家长检查，诊断，治疗计划 绿色通道	免费	无
科普学习班 爱牙派对 小型爱牙专题课	免费	100 元/次
正畸检查诊断权	免费	500 元/次
线上咨询服务	免费	无

资料来源：公司官网，国泰君安证券研究

3. 隐秀，实现数字化正畸矫治 O2O

3.1. 从 4 亿用户需求入手，积极介入数字口腔医疗服务

发达国家的经验证明较早的进行口腔的正畸矫治，日后在口腔方面的支出会大大降低。按现代整形的标准，中国 95%的人口都应该做牙齿的正畸矫治，其中大约有 4 亿年轻人有正畸矫治的需求，如果 10%的人进行矫治，每人消费 1 万元，就有 4000 亿的市场规模。相比体量巨大的潜在需求，目前我国正畸医生只占口腔医生总量的 2%，大部分的正畸治疗都在美容院进行，一个庞大的市场对应严重的供给不足。

公司顺应数字化的时代潮流，将与大股东通策集团所属的 Hibeauty 隐秀正畸矫治项目合作，依托全国最多的正畸医生资源（合计 114 人），以互联网思维改造口腔医疗诊疗流程，推广标准化的正畸矫治操作，重视客户体验，迅速扩大市场，占据主导地位。

3.2. 互联网+标准化操作，依托正畸打造“美”产业

3.2.1. 抢占入口资源，培养用户粘性

公司依托一款产品——无托槽隐形矫治器，打开市场，获取用户流量，抢占入口资源位。公司首先着眼于对客户口腔和美的看法的全面理解，为参与正畸治疗的客户提供一整套治疗方案，让这个个性化的方案通过互联网的无缝连接将服务机构、医生、制造工厂、物流、个人信贷等吸纳进来，公司监督方案的全面达成。公司未来还将与美容院进行合作，推出微整形等服务，形成从口腔到整个“整形”产业的闭环生态链，让消费者通过一次正畸体验，成为公司的长期客户，培养用户忠诚度和粘性。

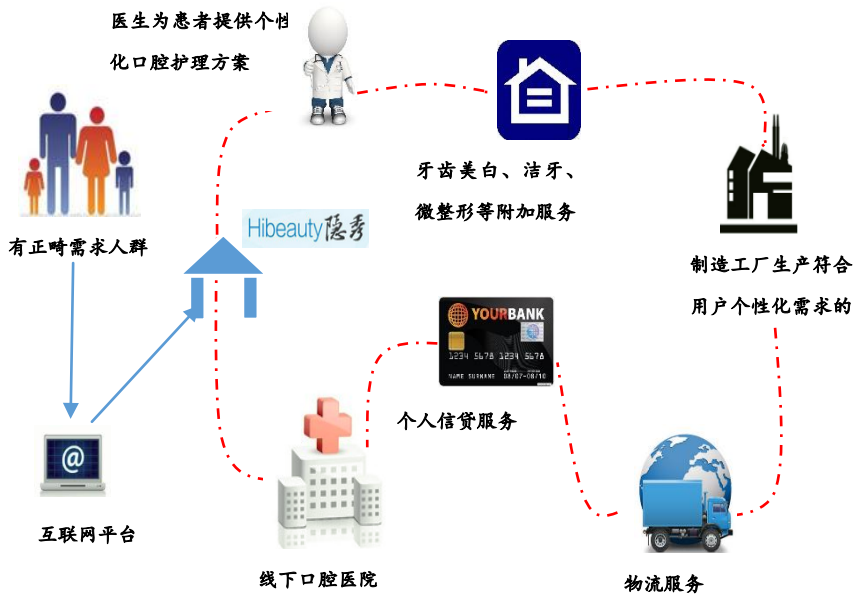
3.2.2. 标准化操作，提升效率

传统的正畸矫治存在“二八定律”，即 20%的医生资源覆盖 80%的产值。公司拥有 114 个正畸医生，是全世界最大的正畸医生团队，传统模式下，8%的医生做了 80%以上的份额，医生工作量分配不平衡。隐秀打造标准化正畸矫治的操作方式，让一流医生不再需要亲自为每一位患者服务，而是由更多的年轻医生直接面对患者，最终由一流医生进行把关，从而将医生饱和状态的工作量由 2-3 万例/年提升到每年 10 万例以上。

3.2.3. 线上到线下的引流

公司计划通过免费的隐秀正畸项目，快速抢占正畸市场份额，收集细分市场消费者的需求信息，从而将分散的需求进行彻底整合。在拥有大量网上客户基础后，可以带动其他科室的增长，将隐秀线上用户导入至公司线下口腔医院，实现 O2O 的战略规划。

图 8：以隐秀为入口，打造闭环产业链



资料来源：国泰君安证券研究

4. 口腔与辅助生育积淀深厚，模式创新寻找新增长，上调至增持评级

口腔护理市场需求旺盛，经历 2014 年搬迁及人员调整，公司业务逐步恢复，2015 年 Q1 收入增 23%，扣非净利增 50%，对比 2013~2014 年增速显著提升。

考虑复制生殖牌照已经获批，预计 2015 年起逐步贡献收入，2016 年起逐步上量。口腔护理随着规模上市，新开分院的费用摊销下降，毛利率

逐步恢复。上调盈利预测 2015-16 年 EPS 至 0.82(+0.03)/1.13(+0.26)，预测 2017 年 EPS1.5 元。

表 1：核心业务假设

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
医疗服务（口腔服务）	311	370	452	565	695	850	1050
增长率	29%	19%	22%	25%	23%	22%	24%
毛利率	46.5%	45.1%	44.1%	39.2%	39.0%	40.0%	40.0%
管理服务费	3.60	5.00	5.00	5.00	5.75	6.61	7.60
增长率		39%	0%	15%	15%	15%	15%
生殖健康					20	80	120
增长率							

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司在口腔与辅助生殖领域积累深厚，线下模式具备较强的资源壁垒，线上逐步探索新的模式，构建向全国复制扩张的平台，分享巨大的市场机遇，给予一定的行业溢价，上调目标价至 110 元。

表 2：医疗服务类公司估值情况

公司	股价	EPS			PE			总市值(亿)
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	
爱尔眼科	41.97	0.47	0.63	0.82	89	67	51	274.81
国际医学	33.77	0.49	0.37	0.44	69	91	77	240.92
金陵药业	20.93	0.39	0.49	0.58	54	43	36	105.49
平均值					71	67	55	

注：股价取自 2015 年 4 月 23 日，盈利预测为 wind 一致预期。
资料来源：wind，国泰君安证券研究

5. 风险提示：

1. 辅助生育品牌效益的梳理需要一定周期，与公立医院合作复制也需要审批程序，业绩贡献可能低于预期;
2. 公司业务主要集中医疗服务领域，存在一定的医疗法律纠纷风险;
3. 核心人员流动风险，医生是医疗服务业的核心资源，虽然公司集团设有口腔学院等培训体系，但若核心骨干医生流动对短期业务的开展有影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com