

日期: 2011年12月9日

行业: 专用设备制造



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870511030004

布局产业转型 品牌研发并购三驾马车同行

基本数据 (11Q3)

报告日股价 (元)	23.28
12mth A 股价格区间 (元)	22.45/30.85
总股本 (百万股)	408.93
无限售 A 股/总股本	89.37%
流通市值 (亿元)	85.07
每股净资产 (元)	2.56
PBR (X)	9.10
DPS (Y10, 元)	10 送 6

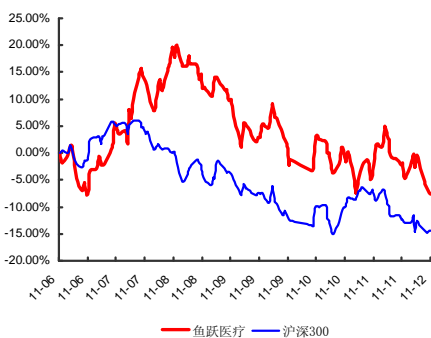
主要股东 (11Q3)

江苏鱼跃科技发展有限公司	43.38%
吴光明	12.73%
吴群	8.82%

收入结构 (11H1)

康复护理系列	53.65%
医用供氧系列	33.68%
医用临床系列	12.52%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: HQC11-CI02

首次报告日期: 2011年12月9日

■ 报告目的:

近期我们对鱼跃医疗进行了实地调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

OTC 品种积极开拓国际市场

2011年上半年,公司的外销产品营业收入为8034.81万元,营业收入比上年同期增加77.62%,占全部营业收入的比例为13.2%。公司外销产品收入近年逐年增长的原因是09年公司制氧机产品取得了美国FDA认证,通过OEM和ODM模式打入了美国市场。公司与APM公司关于禁止轮椅等相关产品外销的约定于2010年10月到期,目前轮椅已经大量出口至欧美等发达国家。预计未来公司OTC业务仍将保持30%以上的高速增长。

储备产品品种多样,将给未来业绩带来较大弹性

近年来,公司不断加强研发实力,储备了不少增长性较高的产品,有血糖仪和血糖试纸、全科诊断仪、医院药房自动配药机等。这些储备产品运用在临床的同时,也宣传了鱼跃的品牌,提高了公司的研发实力,非常有利于公司产品品牌在OTC渠道的宣传,并带动相关产品的增量。

外延式并购保障公司未来发展的动力

公司自上市以来便充分利用资本市场进行了一系列资本运作,在体温计、传统针灸针、机电制造、软件系统、以及临床高端耗材等都有着兼并和收购,目前公司在制氧机、彩超、内窥镜、置留针等领域仍有考虑,新的项目将有利于完善公司的产品结构,并有利于公司开拓目前的市场。

■ 投资建议:

未来六个月内,给予“跑赢大市”评级

预计公司11年、12年实现每股收益为0.60元和0.87元,以12月8日收盘价23.16元计算,动态市盈率分别为39.29倍和26.25倍。随着国际市场的开拓、公司储备产品的销售逐步放量以及公司品牌渠道研发效应突显和未来对医疗器械领域的整合并购,我们看好公司长期的发展前景,给予公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	883.90	1236.85	1753.64	2505.61
年增长率	64.33%	39.93%	41.78%	42.88%
归属于母公司的净利润	160.88	247.31	354.16	510.64
年增长率	60.01%	53.72%	43.21%	44.18%
每股收益(元)	0.39	0.60	0.87	1.25
PER (X)	58.87	39.29	26.25	17.64

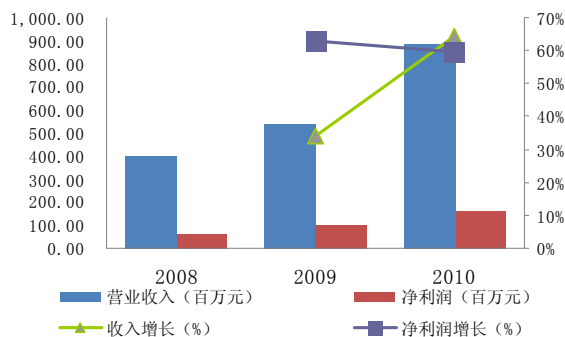
注: 有关指标按当年股本 408.93 百万股摊薄

一、国内家用医疗器械设备生产龙头企业

公司专业从事医疗设备研发、制造和营销，主要出品血压计、听诊器等基础诊断器械和氧气吸入器、医用雾化、医用吸引、光学仪器、制氧机等医院设备以及轮椅车、防褥疮床垫等健康护理器材共 36 个品种、225 个规格。其中在制氧机、雾化器、轮椅车、血压计、听诊器等产品上居于全国领先地位，“鱼跃牌血压计”和“鱼跃牌轮椅车”先后被评为“中国名牌”。2007 年，“鱼跃”商标被评为“中国驰名商标”。据统计，目前正在使用鱼跃医疗产品的消费者约 500 万人，产品的影响覆盖人群达 5000 万人。

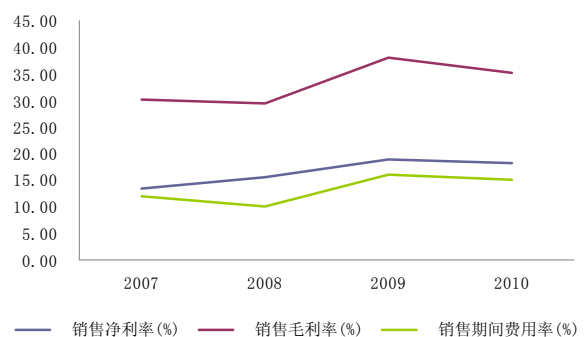
2008-2010 年，公司的营业收入分别为 4.01 亿、5.38 亿和 8.84 亿元，增长率分别为 38.65%、34.01%和 64.31%，归属于母公司的净利润为 6183.22 万、10054.24 万和 16088.24 万元，净利润的增长率为 63.26%、62.61%和 60.01%。公司近 3 年保持较快的营收和净利润增速，主要原因是公司加大了对研发和营销网络的投入力度，不断建立完善覆盖全国的多层次销售体系，并且毛利率较高的医用临床器械开始对公司贡献业绩。同时，公司引进了一批高级管理人员及高端科研人员，以及营销人员也大幅增长，致使公司销售费用和管理费用出现了增长。2010 年公司销售毛利率同比 2009 年略有下降的主要原因是公司主要材料价格随着国际市场波动而变动较大，其中铝板、水银、铜棒、铜管都出现了不同程度的上涨，为了应对主要材料价格稳定，公司购买了一定数量的铝期货，另外公司还对相应的物资进行了战略储备。

图 1 公司近年来的收入、利润变化



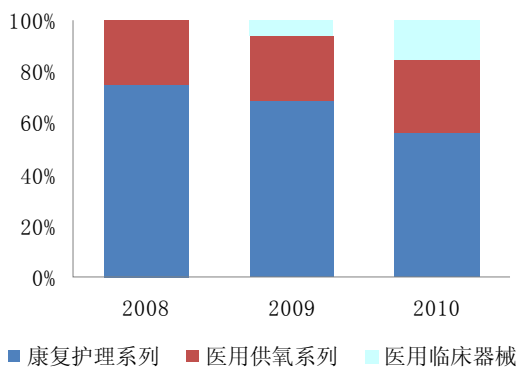
数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 2 公司近年来盈利能力变化



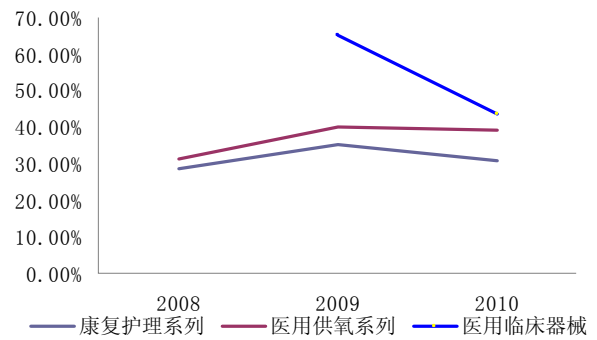
数据来源: Wind, 上海证券研究所

图3 公司近年来的收入构成变化 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图4 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、OTC 品种积极开拓国际市场，保持较高增速

2011 年上半年，公司外销产品的营业收入为 8034.81 万元，营业收入比上年同期增长 77.62%，占全部营业收入的比例为 13.2%。公司外销产品收入逐年增长的原因是 10 年公司制氧机产品取得了美国 FDA 认证，通过 OEM 和 ODM 模式打入了美国市场。且公司与 APM 公司关于禁止轮椅等相关产品外销的约定即将于 2010 年 10 月到期，公司目前轮椅已经大量出口至欧美等发达国家，未来仍将保持高速增长。

2.1 制氧机——公司起家的明星产品

公司的小型医用分子筛制氧机是国内首家通过美国 FDA 认证、拥有国内唯一直接出口权、占据 65% 的市场份额。我国 2008 年家庭吸氧用户有 75 万左右，采用制氧机吸氧的用户为 8 万户，采用其他方式吸氧（氧气袋、供氧器、化学制氧机等）约 67 万户。2010 年公司的制氧机有望实现 18 万台 3.6 亿元的销售收入，全年增速在 50% 以上，2012 年也保持在很高的增速水平上。预计 2012 年，国内需求量将达到 25 万台。全球最大的制氧机市场在北美，并且美国的制氧机还进入了医保目录。2008 年，美国政府医疗保险在制氧机方面的投入高达 23 亿美元，预计到 2012 年，仅美国市场对制氧机的需求量将达到 52 万台。鱼跃的制氧机出口还需要进一步的工艺完善，未来公司可能通过收购美国当地的制氧机公司来打入美国市场。公司近期推出的 8F-3C 型制氧机，采用先进进气的模式，旋转气阀与气路集成模组高精技术，拥有小型化、智能化等优势。

2.2 轮椅——公司未来出口增长较快的主力产品之一

随着老龄化人口的增长，我国无障碍设施的逐步完善，将对轮椅车的开发、使用产生积极的推动作用，而居民收入水平的迅速提高则为轮椅车市场的发展奠定了经济基础。根据中国商情网的预测，中国轮椅车市场的年均需求量约为 60 万台。公司现已把轮椅的生产工艺流程进行了合理改造，在固定资产上扩大投资。去年和今年由于原材料的价格上涨，轮椅的毛利率有所下降。在医疗器械行业里面，轮椅的毛利率不高，但是相对于钢制轮椅，铝制轮椅的价格较高。公司坚持生产轮椅的原因是轮椅是一个容易“带货销售”（即指渠道成员以走量的畅销产品，来带动其他赚钱的非畅销产品销售的行为）的品种，但是公司不会大规模生产轮椅。国内轮椅市场对未来的增长预期是，残联和社会保障部达成协议，让轮椅进入各省的医保目录。根据目前订单情况推算，公司今年的轮椅的销售收入将超过 1.4 亿元。

由于世界经济发展和老龄化驱动，世界轮椅市场一直保持平稳的发展，据 New Global Industry Analysts 市场研究公司的预计，2009 年世界轮椅市场销售近 400 万台各式轮椅，其中美国是全球最大的轮椅消费国，占到世界轮椅消费量的 50% 以上。近年，公司轮椅外销的占比逐年增大，公司利用已有的国外客户网络通过 OEM/ODM 在国外市场销售轮椅系列产。在发达医药市场如美国，轮椅已经进入了医保目录，目前鱼跃的轮椅国内销售价格为 400 元左右，而出口美国则在 400 美金左右，中美两国销售的价差由过去的 8 倍缩小到目前的 6.5 倍，原因是轮椅制造业的转移，低端产品正在向东南亚转移如越南和马来西亚等国家。今后公司的轮椅生产和出口定位在中端及以上产品，以质取价。

图 5 鱼跃医疗全球营销网络



数据来源：公司网站，上海证券研究所

2.3 雾化器

美国又叫给压器，用于花粉过敏等治疗，未来可以发展至家用美容设备，将这个概念引导至制氧机和呼吸机里，目前公司研发阵容强大，和钟南山院士做呼吸实验，该产品市场前景广阔。公司今年将有几个品种推出，近年，由于公司在电机制造的投入，公司超声雾化器在国内处于领先地位。预计公司今年的雾化器收入可达到 6000 万元。

2.4 电子血压计—环保的宠儿

血压计是测量人体血压的主要产品，对高血压的诊断、治疗、疗效评价起着非常重要的作用。随着医学知识的普及和自我保健意识的提高，人们开始重视对自身血压的日常监测。电子血压计具有工作稳定、携带方便、易学易用、价廉物美的特点，现在已成为公众测量血压，健康保健的首选医疗器械。

电子血压计一直是公司近几年研发的重点项目。公司生产的“鱼跃”牌电子血压计自 2008 年推向市场后，以品种丰富、规格多样、设计新颖、造型时尚等受用户欢迎。随着公司 OTC 事业部的设立，电子血压计产品在全国建设了广泛的自主销售连锁网络，打破了原本由外资品牌垄断的中国电子血压计市场。公司的电子血压计是对汞柱式血压计的替代，并且性价比很高。由于水银环保等问题，发达医药市场已经不用汞柱式血压计。近期，公司在拥有 20 多款电子血压计基础上，又推出的 6 款电子血压计：时尚背光腕带设计的 YE8200B、具有血压数据管理功能的 YE8500B、智能型隧道式臂管，体检测量方便的 YE699A，在医用、家用两大类型电子血压表上，都用了无汞测量。今年公司的电子血压计收入有望达到 1 亿元，明年的收入增速将保持在 50% 以上。

三、公司储备产品多样化

3.1 血糖仪和血糖试纸

目前，我国每天新增糖尿病患者约 3,000 余例，每年大约增加 120 万例糖尿病患者，成年人糖尿病患者 9,240 万人，其中农村 4,310 万人，城市 4,930 万人，糖尿病前期人数高达 1.48 亿人。血糖监测系统 在欧美国家广泛使用，在糖尿病患者中的普及率达到 90% 以上。由此看来，血糖仪和血糖试纸市场前景非常广阔。公司的血糖仪最早是临床品种，后逐步转变为 OTC 品种。公司的血糖仪在产品研发、制造设备、外观设计等方面均有所改良和突破。近期公司推出的鱼跃全新

产品血糖仪，共有 3 个型号，悦稳系列、悦康系列、悦好系列，有着快速检查、采血量少、记忆数量大、测量精确等优势。公司的血糖试纸预计将于明年年初推出，血糖仪未来 3 年内力争做到行业一流企业，创造销售收入 3 亿元左右。

3.2 中心供氧设备

大型医用分子筛制氧机，又称中心供氧设备，主要用于医院、卫生院等医疗机构集中供氧。大型医用制氧机方面，壁垒是氧浓度标准，我国药典要求制氧供氧的浓度在 99%，而分子筛制氧供氧的浓度只能达到 95%，从吸氧经济性角度，利用小型医用分子筛制氧机的平均吸氧成本仅为 0.18 元/小时，分别是化学制氧机的 1%、氧气袋的 1.5% 和供氧器的 4.8%。目前美国和欧洲均在使用分子筛集中供氧。如果未来国内医院制氧机的制氧浓度标准改变，将对国内分子筛制氧生产企业是一个比较大的机会。鱼跃今年医院制氧规模在 5000 万左右，总的销售通过采购招标，主要用于新建医院、民营医院和职工医院等。公司的集中供氧系统也是储备品种之一。

3.3 全科诊断仪

目前全科医生制度已在 50 多个国家和地区实行，并且全科医生的占比达到 30%-60%，而我国的全科诊断还在刚刚起步阶段；基层医疗卫生人才队伍建设相对滞后，合格的全科医生数量严重不足，制约了基层医疗卫生服务水平提高。2009 年 3 月美国伟伦公司全资赞助的美国伟伦--华西全科医学技能培训中心的成立代表着中国首个全科医学培训中心的成立，今年 7 月 7 日，国家颁布了国务院关于建立全科医生制度的指导意见，提出了近年来的目标：到 2020 年，初步建立起充满生机和活力的全科医生制度，基本形成统一规范的全科医生培养模式和“首诊在基层”的服务模式，全科医生与城乡居民基本建立比较稳定的服务关系，基本实现城乡每万名居民有 2-3 名合格的全科医生，全科医生服务水平全面提高，因此受益于全科医生制度的推广，全科诊断系统市场前景广阔。目前，国内全科诊断系统市场有三家厂商，美国伟伦公司，桂林优利特和鱼跃医疗，鱼跃在国内市场具有品牌效益，售价在 8000 元-9000 元左右，公司的壁挂式全科诊断系统组成有无液血压计、广角检眼镜、检耳镜、红外线电子耳温枪、储物盒、壁挂式电源和壁挂板。全科诊断系统将成为公司又一个重要的储备品种，今年销售收入在 3000 万元左右，预计在明年有着较快的增速，在 30% 以上，未来的目标是销售收入达到 2-3 个亿。

3.4 医院药房自动配药机—新市场、新的利润增长点

医院药房自动配药机也是公司的一个储备品种，主要用于医院的住院部和药房，公司推出此类产品的目的是消费者在医院能够看到鱼跃的品牌。目前，国外发达医药市场的自动配药机都采用自动化，比较领先的有德国和日本，他们在国内医院市场已经销售了 100 多台，市场还处于起步阶段。医院药房自动配药机在有效缓解医院药房的人工成本的同时还宣扬了鱼跃的品牌效应，同时有利于临床和 OTC 产品的发展。

四、公司未来的发展战略

公司未来的首要发展目标仍然是家用医疗器械市场，受益于中国老龄化和消费升级等，公司康复护理类的家用医疗器械仍在未来几年保持高速发展。在医用临床器械上的投入有两大目标：第一是希望通过临床产品的专业性给 OTC 市场产品带来增量；第二是建立起自己的研发体系，培养公司的研发文化并努力提高相应的工艺过程，保持生产产品品质的一致性。

在医用耗材上，公司前不久收购了镇江康利医疗器械有限公司 20% 的股权，近几年仍有收购医用耗材企业的可能性，在这块市场上实行进口替代，预计公司明年医用耗材的产值将超过医用影像。在临床医用耗材方面，医生倾向于用好的品相，而近期医疗器械产业发展十二五专项规划即将颁布，在高端产品领域中规划将重点解决高值耗材问题，并争取实现其定价权，公司的高端耗材产品前景广阔。公司近期收购的镇江康利医疗器械扩充了公司高端耗材的产品线，也准确得把握了未来行业的发展趋势。在医用影像上，公司未来可能朝肠胃机、乳腺机等方向发展，接下来甚至会考虑核磁共振。由于医疗器械行业在研发上需要大量的人力和物力，公司有可能借助资本市场完成产品体系的建构。

表 1 公司近年资本运作概况

日期	资本运作	主营业务
2011 年 10 月	收购镇江康利医疗器械有限公司 20% 的股权	耗材类器械产品生产、销售、三类医疗器械耗材
2009 年 5 月	设立全资子公司：江苏鱼跃信息系统有限公司	集成电路及软件业务的专业化制造和销售
2009 年 8 月	全资收购苏州医疗用品厂有限公司	针灸针、针灸器械、可吸收缝合线等，拥有华佗牌商标
2008 年 11 月	与蒂菱体温计合资成立江苏鱼跃医用	体温计、温度计及玻璃工艺制品的制

五、盈利预测及主要假设

1) 预计未来公司康复护理系列和医用供氧系列产品由公司品牌效应和规模效应，毛利率持续增长，而医用临床器械因为竞争日益激烈，毛利率将有所下降。

2) 公司其他产品仍将维持较高增速，由于基数高等因素，增速将小幅下调。

3) 公司三费费用率维持稳定

六、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

预计公司 11 年、12 年实现每股收益为 0.60 元和 0.87 元，以 12 月 8 日收盘价 23.16 元计算，动态市盈率分别为 39.29 倍和 26.25 倍。随着国际市场的开拓、公司储备产品的销售逐步放量，以及公司品牌渠道、研发效应突显和未来对医疗器械领域的整合并购，我们看好公司长期的发展前景，给予公司“跑赢大市”评级。

七、风险提示

- 1) 原材料等价格继续上涨；
- 2) 公司整合兼并具有不确定性；
- 3) 未来公司利润增速的下滑。

八、附表

附表1 鱼跃医疗损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	537.88	883.90	1,236.85	1,753.64	2,505.61
二、营业总成本	426.35	713.65	967.23	1,362.00	1,935.76
营业成本	332.65	572.38	775.52	1,090.18	1,547.39
营业税金及附加	4.11	4.50	6.18	8.77	12.53
销售费用	34.10	53.68	74.21	105.22	150.34
管理费用	51.56	76.21	105.13	149.06	212.98
财务费用	0.61	2.77	6.18	8.77	12.53
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	1.15	-1.03	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.22	1.83	2.00	2.20	2.40
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	113.90	171.05	269.62	391.64	569.85
加: 营业外收入	5.14	13.34	13.00	13.00	13.00
减: 营业外支出	0.93	3.77	0.50	0.50	0.50
五、利润总额	118.11	180.62	282.12	404.14	582.35
减: 所得税	16.97	19.30	33.85	48.50	69.88
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	
六、净利润	101.14	161.32	248.27	355.65	512.47
减: 少数股东损益	0.60	0.43	0.96	1.48	1.83
归属于母公司所有者的净利润	100.54	160.88	247.31	354.16	510.64
七、摊薄每股收益(元)	0.25	0.39	0.60	0.87	1.25

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
康复护理系列	49423.51	65393.54	85011.60	110515.08
医用供氧系列	25307.57	43022.87	66685.45	103362.44
医用临床器械	13457.04	15268.96	23666.89	36683.68
合计	88188.12	123685.37	175363.94	250561.20
分业务主营成本测算 (万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
康复护理系列	34255.43	43879.07	56957.77	74045.11
医用供氧系列	15371.82	24084.20	36677.00	56849.34
医用临床器械	7565.55	9588.91	15383.48	23844.39
合计	57192.80	77552.17	109018.25	154738.84
分业务增速	2010A	2011E	2012E	2013E

康复护理系列	33.36%	32.31%	30.00%	30.00%
医用供氧系列	90.56%	70.00%	55.00%	55.00%
医用临床器械	312.28%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	2010A	2011E	2012E	2013E
康复护理系列	30.69%	32.90%	33.00%	33.00%
医用供氧系列	39.26%	44.02%	45.00%	45.00%
医用临床器械	43.78%	37.20%	35.00%	35.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表3 鱼跃医疗历年财务指标

指标名称	2007年	2008年	2009年	2010年
销售毛利率(%)	30.21	29.37	38.16	35.24
EBIT/主营业务收入(%)	21.58	18.35	22.00	20.63
销售净利率(%)	13.30	15.45	18.80	18.25
净资产收益率(全面摊薄)(%)	26.89	22.76	22.81	23.88
流动比率	1.13	6.19	2.70	4.10
速动比率	0.76	4.93	1.99	2.99
资产负债率(%)	49.50	9.74	24.41	17.30
存货周转率	4.59	5.42	4.63	4.07
应收账款周转率	6.44	9.00	8.36	7.77
总资产周转率	0.87	1.11	0.99	1.04
净利润同比增长率(%)	20.04	63.26	62.61	60.01
每股收益(全面摊薄)	0.49	0.60	0.65	0.63
每股经营性现金流量	0.29	0.59	0.62	0.26
每股未分配利润	0.29	0.56	0.69	0.92
每股资本公积金	0.46	2.30	1.27	1.35

数据来源: Wind, 上海证券研究所

附表4 医疗器械行业上市公司估值比较

证券简称	代码	报告日股价	EPS			P/E			PB
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
冠昊生物	300238	57.50	0.53	0.75	1.03	108.63	76.33	55.84	8.51
宝莱特	300246	32.72	0.81	1.04	1.41	40.25	31.55	23.19	3.87
万东医疗	600055	13.45	0.19	0.22	0.28	69.41	60.02	48.12	4.89
和佳股份	300273	27.11	0.34	0.60	0.86	79.89	45.35	31.70	4.29
理邦仪器	300206	24.09	0.66	0.78	1.08	36.49	30.78	22.33	2.16
九安医疗	002432	11.18	0.10	0.13	0.17	116.91	88.87	64.89	3.59
东富龙	300171	42.17	0.89	1.35	1.84	47.23	31.25	22.96	3.40
尚荣医疗	002551	25.05	0.38	0.69	1.22	66.41	36.15	20.45	2.62
乐普医疗	300003	14.86	0.51	0.63	0.77	29.40	23.70	19.36	5.41
千山药机	300216	38.43	0.68	0.98	1.53	56.93	39.21	25.07	3.82
阳普医疗	300030	11.77	0.20	0.30	0.42	60.02	39.30	27.96	2.85
山东药玻	600529	12.58	0.67	0.62	0.75	18.90	20.29	16.77	1.77
新华医疗	600587	32.09	0.45	0.79	1.14	71.46	40.71	28.06	5.66

行業平均	61.49	42.96	30.91	4.42
------	-------	-------	-------	------

資料來源: Wind, 上海證券研究所; 股價數據為2011年12月8日收盤價

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。