

鱼跃医疗 (002223.SZ)

医疗器械与用品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

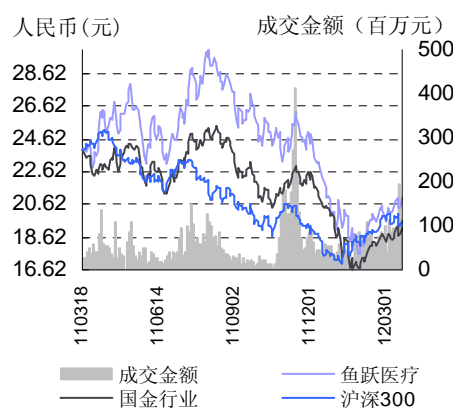
市价(人民币): 21.05元

主导产品增长平稳, 血糖仪是新的增长点;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	365.44
总市值(百万元)	8,607.93
年内股价最高最低(元)	30.09/17.61
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.651	0.629	0.561	0.744	0.979
每股净资产(元)	3.08	3.41	4.18	5.24	6.68
每股经营性现金流(元)	0.62	0.26	1.14	1.02	1.35
市盈率(倍)	52.60	80.05	37.31	28.29	21.51
行业优化市盈率(倍)	65.10	39.45	22.26	22.26	22.26
净利润增长率(%)	62.61%	60.01%	42.72%	32.51%	31.52%
净资产收益率(%)	21.14%	18.45%	21.49%	22.72%	23.45%
总股本(百万股)	154.50	255.58	408.93	408.93	408.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内中小型医疗器械行业的龙头企业:** 公司是医疗器械领域较为优秀的公司, 在行业中具有较为明显的竞争优势; 公司已经具备了丰富的产品线、较强的品牌地位和深厚的营销渠道资源;
- **血糖仪是公司新的业务增长点:** 公司的血糖仪产品于 2012 年初拿到注册证, 现在已经开始在终端进行铺货。由于血糖试纸属于需要长期重复购买的耗材, 对患者具有粘性, 因此终端铺货面越广, 患者购买越方便。公司血糖仪产品性价比最优, 今年的销售额目标实现盈亏平衡; 三年规划成为国产血糖仪第一品牌;
- **制氧机依然是公司稳定的业绩来源:** 公司是国内最大的家用制氧机生产企业, 市场地位稳固。2011 年全年制氧机销售额约占整体销售收入的 35%, 同比增长约 45%, 是公司稳定的利润来源。制氧机最大的消耗国是美国、日本和欧洲, 产地都逐步往中国转移, 公司的外销运作取得较好的成效, 预计今年的外销将会获得较快增长;
- **医用耗材是公司的战略品种, 正在进行销售整合:** 近两年缝合线的销售一直停滞不前, 收入和利润基本没有增长。缝合线的市场较大, 威高的销售额已经接近 6 亿。公司年初对缝合线的销售团队进行了调整, 今年有望获得增长。苏州华佗针是唯一一个制定国际标准的中药企业, 产品在中医针灸届具有绝对品牌优势, 去年开始进入高增长;

投资建议

- 作为中小型医疗器械领域的龙头企业, 公司的家用康复护理系列产品和制氧机经历了几年的高速增长, 随着公司销售规模的扩大, 传统的产品将逐步进入平稳增长期, 未来业绩的提升将不断的通过新产品的补充来获得。血糖仪、空气净化器将是未来 3 年的增长点。

估值

- 我们看好公司新产品的拓展, 预测 2011-2013 年 EPS 为 0.56 元、0.74 元和 0.98 元, 对应 2012 年 PE28 倍, 估值合理。

风险

- 新产品开拓低于预期。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

叶苏 联系人
(8621)61038200
yesu@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

丰富的产品+业绩稳定增长	3
血糖仪: 新的潜力重磅品种	4
制氧机: 公司的支柱产品	6
高质医用耗材: 战略新业务	6
电子血压计: 寄予重塑的品种	7
临床医疗器械仍然处于起步阶段	7
投资建议与盈利预测	7
附录: 三张报表预测摘要	9

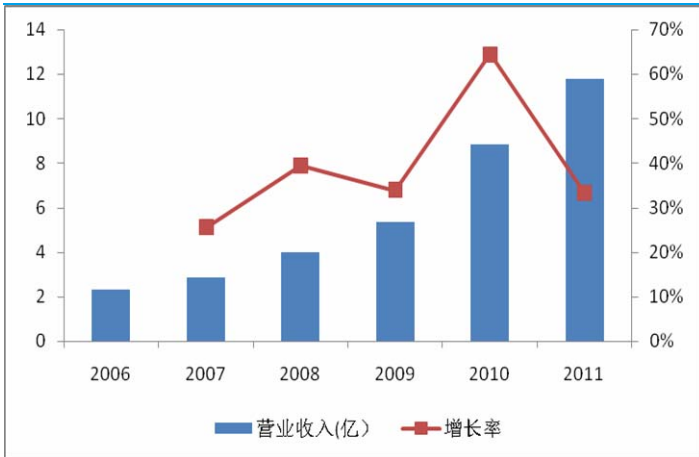
图表目录

图表 1: 近五年营业收入复合增长 38.72%	3
图表 2: 近五年净利润复合增长 50.02%	3
图表 3: 公司产品分类	3
图表 4: 医用临床器械毛利率高	4
图表 5: 血糖仪的竞争格局	5
图表 6: 鱼跃血糖仪性价比最高	6
图表 7: 分项盈利预测	8

丰富的产品+业绩稳定增长

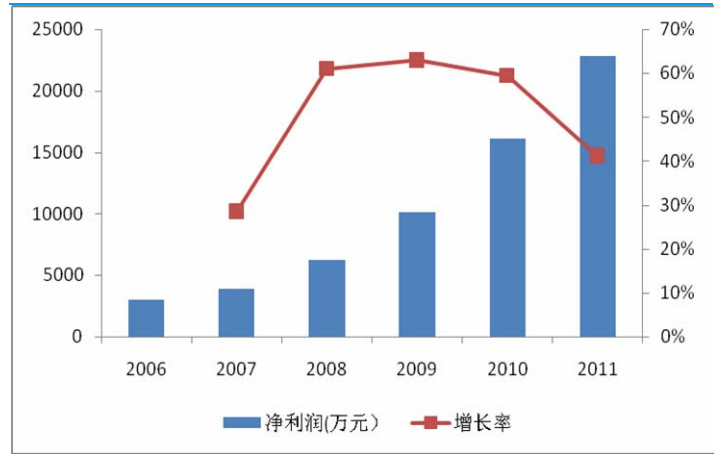
- 公司是医疗器械领域的优秀公司之一，产品线非常丰富，主要产品由血压计、听诊器等基础诊断器械和氧气吸入器、医用雾化、医用吸引、光学仪器、制氧机等医院设备以及轮椅车、防褥疮床垫等健康护理器材共 30 多个品种、200 多个规格；主要产品制氧机、轮椅车、血压计、听诊器等产品销售居于全国领先地位。
- 公司自 2006 年上市以来，收入和净利润取得了高速增长，2006-2011 年收入复合增长 38.72%，净利润复合增长 50.02%。2011 年公司收入 11.76 亿元，净利润 2.28 亿元。

图表1: 近五年营业收入复合增长 38.72%



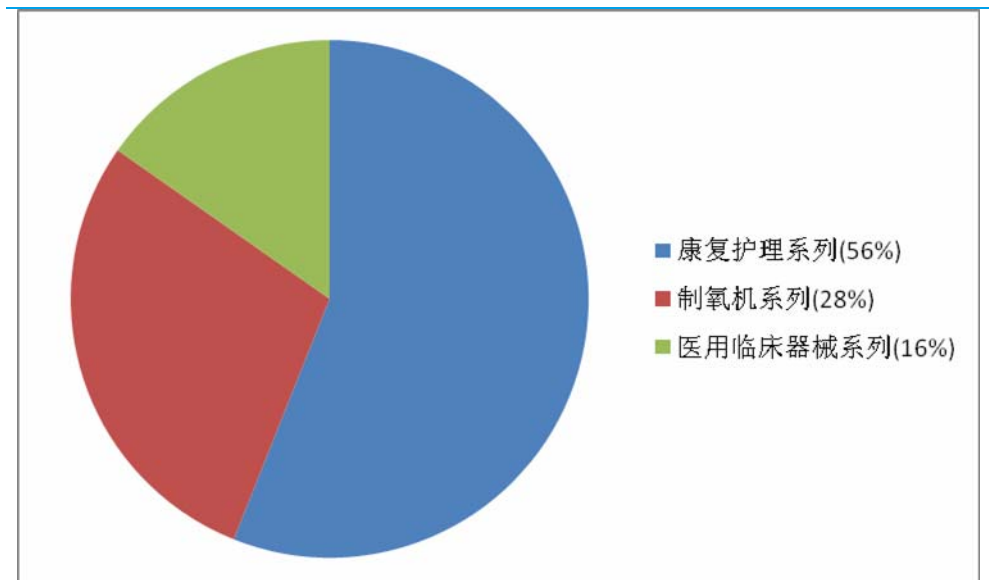
来源: 公司年报 国金证券研究所

图表2: 近五年净利润复合增长 50.02%



- 公司的主要产品品种分为康复护理系列、医用供氧系列和医用临床器械系列。其中康复系列是最主要的产品，2010 年约占总收入的 56%，医用供氧机系列占 28%，临床器械占 16%。

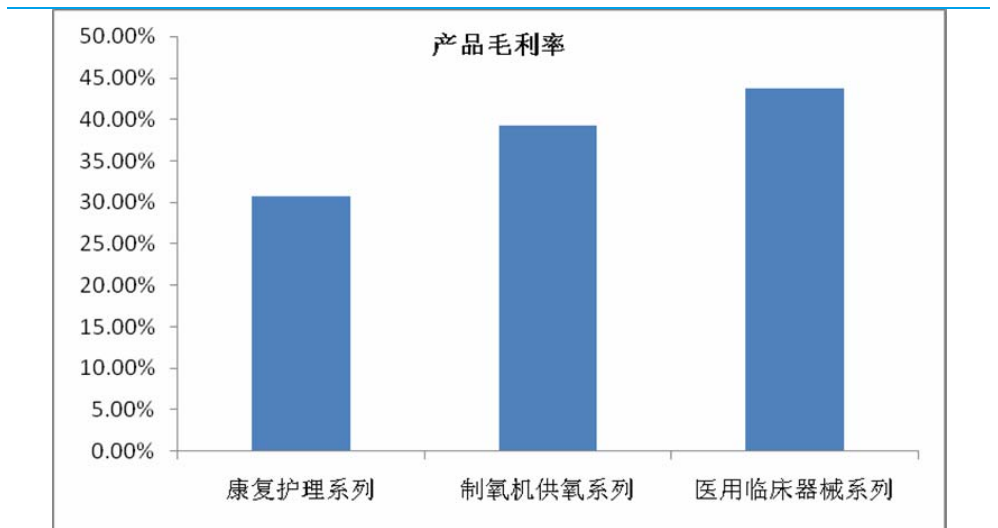
图表3: 公司产品分类



来源: 2010 年公司年报 国金证券研究所

- 从盈利情况看，医用临床器械系列平均毛利率 44%，略高于医用供氧系列和康复护理系列产品的毛利率水平。

图表4: 医用临床器械毛利率高



来源: 公司年报 国金证券研究所

血糖仪: 新的潜力重磅品种

血糖检测系统市场潜力巨大

- 近 30 年来, 我国糖尿病患病率显著增加。2002 年, 全国营养调查同时调查了糖尿病的流行情况, 在 18 岁以上的人口中, 城市糖尿病的患病率为 4.5%, 农村为 1.8%。
- 2010 年世界权威医学杂志《新英格兰医学杂志》发表了中华医学会糖尿病学分会“中国糖尿病和代谢综合症研究组”关于我国糖尿病患病率最新调查结果。结果显示 2008 年, 我国 20 岁以上人群中男性和女性糖尿病的患病率已分别达 10.6%和 8.8%, 总体患病率已达 9.7%, 同期糖尿病前期糖耐量异常 (IGT) 的患病率高达 15.5%。
 - 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。我国已超过印度成为糖尿病患病人数最多的国家。
- 糖尿病是一种无法治愈的疾病, 但是可以通过形成规律的生活习惯和饮食习惯、按时按量摄取食物, 及时检测有效血糖浓度来控制并发症的发生。能够让患者迅速、便利、准确的监测自身的血糖水平是治疗糖尿病的基础。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。
 - 病情稳定且已经达到血糖控制目标的患者可每周监测 1-2 次, 病情危重者或血糖控制差的患者应每天监测 4-7 次, 使用胰岛素治疗者或刚开始治疗者应每天监测 5 次以上, 使用口服药物的患者在血糖达标后仍应每周监测 2-4 次。
- 我国糖尿病患者血糖监测渗透率还很低。
 - 在我国糖尿病患者中, 约有 10%的城市糖尿病患者拥有自己的血糖监测系统, 在农村该比例不足 3%。这与欧美发达国家高达 90%以上渗透率相距甚远。

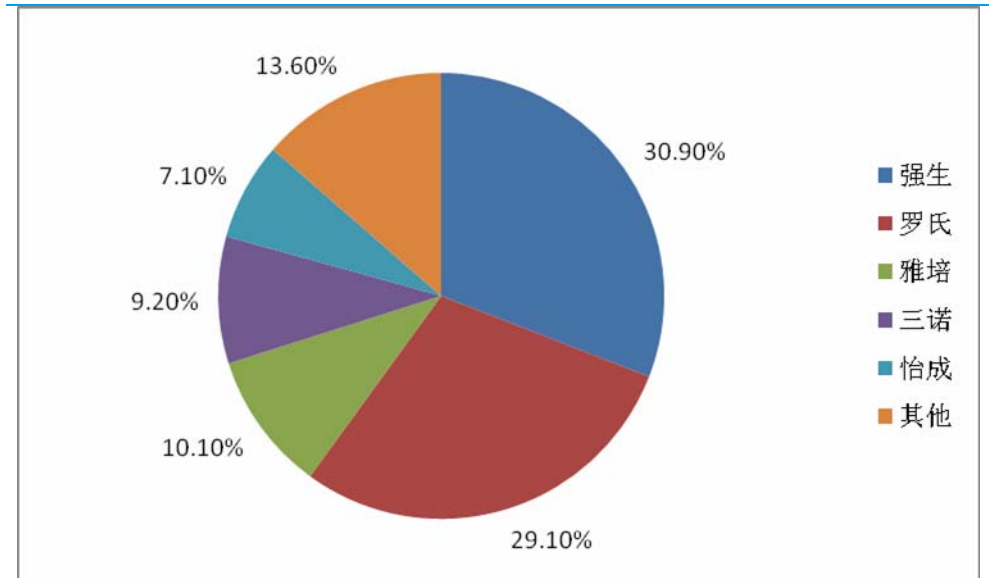
我国血糖监测产品市场正处于快速发展初期

- 血糖监测系统是目前即时诊断产品中销售额最大的产品，主要是为了方便糖尿病患者日常测定血糖浓度。国内血糖监测系统市场规模以 20% 以上的速度增长，2010 年，国内血糖监测产品市场规模已超过 30 亿元。
- 随着血糖测试仪渗透率的提升，无论是血糖测试仪还是配套试条市场容量都非常广阔，不考虑新增糖尿病患者和糖耐量受损人群的需求，未来 5 年内，血糖仪都是一个巨大的市场。
- 在未来几年里，随着糖尿病患者人数的持续增加，糖尿病教育的深入和强化治疗方案的推广，糖尿病病情自我监测的重要性越来越受到重视，血糖监测系统需求量将持续增长。

血糖监测产品目前以外资品牌为主，公司具备高性价比

- 进口品牌在医院市场具备显著优势。在专业市场中，进口品牌由于进入时间早、品牌优势强；尤其是大型医院和高等级医院中，进口品牌相对国内品牌，具有更高的市场占有率。血糖仪目前主要竞争格局为外资占主导（70% 份额），国产品牌三诺、怡成各 10% 左右的份额。

图表5：血糖仪的竞争格局



来源：公司资料 三诺生物招股书 国金证券研究所

- 2012 年 2 月公司发布公告获得血糖仪产品的医疗器械注册证，注册证是医疗器械产品进入市场的必备条件，公司下一步将全面开展血糖仪新品种的市场推广。
- 公司原有 OTC 渠道终端覆盖面比三诺、怡成广，从产品性能和参数来看，公司的性能与外资品牌基本无差异，试纸反应时间和用量均优于国产品牌，终端定价预计比三诺和怡成略高、比外资品牌低；综合看，公司产品的性价比最优。
- 公司血糖仪现在已经开始在终端进行铺货。由于血糖试纸属于需要长期重复购买的耗材，对患者具有粘性，因此终端铺货面越广，患者购买越方便。血糖仪产品今年的销售额目标 4000-5000 万，实现盈亏平衡；三年规划成为国产血糖仪第一品牌。

图表6: 鱼跃血糖仪性价比最高

生产厂家	型号	测试范围	测试时间	血量 (μl)	记忆条	京东零售价格	备注
强生	倍优	1.1-33.3	5	1	600	869	单机
强生	倍易	1.1-33.3	5	1	500	469	单机
罗氏	活力型	0.6-33.3	5	1	350	399	含50条试纸
罗氏	卓越型	0.6-33.3	5	0.6	500	748	含50条试纸
雅培	利舒坦	1.1-27.8	7	0.3	250	587	含50条试纸
怡成	超越IPS5	2.2-27.8	30	1.5	10	337	含50条试纸
怡成	超越IPS7	1.7-27.8	20	1.5	256	288	含40条试纸
三诺	安稳型	2.2-27.8	25	3	220	135	含50条试纸
鱼跃		1.1-33.3	8	1	250	200元左右	含50条试纸

来源: 三诺生物招股书 网络公开资料 国金证券研究所

制氧机: 公司的支柱产品

- 公司是国内最大的家用制氧机生产企业, 市场地位稳固。2011 年全年销售 17.7 万台, 约占整体销售收入的 35%, 同比增长约 45%, 是公司稳定的利润来源。2012 年全年制氧机销售计划增长 40-50%。
- 随着人们生活水平的不断提高和改善, 对健康的需求逐渐增强, 吸氧将逐步成为家庭保健的重要手段。而小型制氧机由于其经济性和方便性, 越来越得到市场的接受。
 - 据统计目前国内家庭吸氧的用户达 75 万左右, 其中采用制氧机吸氧的用户 2008 年仅为 8 万户, 采用其他方式吸氧气 (氧气袋、供氧器、化学制氧机等) 的用户约为 67 万户。
 - 从使用角度, 供氧器的运输存在一定的安全隐患、氧气袋和化学制氧机吸氧又存在单次吸氧时间短的缺点。
 - 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%。
- 虽然公司并不是最早规模销售小型制氧机的企业, 但其依靠敏锐的市场嗅觉和强大的营销网络, 牢牢抓住国内小型制氧机市场快速启动带来的商机, 一举成为国内销售量最大的企业。
- 布局国际市场, 公司产品性能等各方面都达到了国际领先水平。制氧机最大的消耗国是美国、日本和欧洲, 产地都逐步往中国转移。2010 年, 公司制氧机通过美国 FDA510K 认证, 是中国唯一制氧机通过 FDA 认证的企业, 预计今年的外销将会获得较快增长。

高质医用耗材: 战略新业务

- 医用耗材是非常广阔的市场, 不仅市场容量大, 而且品种数目繁多, 给公司提供广阔的发展空间。医用耗材的品种估计有上千种, 其中包括医用缝合线、医用缝合针、吸引袋等。
- 公司 2009 年收购了苏州医疗用品厂, 拟将该厂打造成公司高质医用耗材的业务平台。
 - 缝合线: 近两年缝合线的销售一直停滞不前, 收入和利润基本没有增长, 销售仅 1000 万元。缝合线的市场较大, 威高的销售额已经达到 5-6 亿。公司年初对缝合线的销售团队进行了调整, 今年有望获得增长。
- 2011 年 12 月, 苏州医疗用品厂收购苏州华佗医疗器械有限公司 50% 的股权。华佗医疗器械有限公司成为苏州医疗用品厂的全资子公司, 此举将更有利于公司对于高质医用耗材的战略部署, 战略性的进入医用耗材领域。

- 苏州华佗针是国内唯一一个制定国际标准的中药企业，产品在中医针灸届具有绝对品牌优势，去年开始进入高速增长，同时“华佗牌”针灸针的出口量居国内首位；今年增长目标 40-50%。

电子血压计：寄予重望的品种

- 我国已经进入老龄化阶段，未来老年人口的数目将持续增长，相伴随的高血压群体规模将继续扩大；同时，由于饮食结构的变化以及社会压力快速增加导致高血压群体年轻化的趋势比较明显。因此，血压已经成为民众重点关注的身体指标，血压计也作为家庭保健产品迅速进入家庭消费市场。
 - 虽然汞柱式血压计较电子血压计而言更加准确，但是其存在一定的安全隐患，同时对操作也有相对较高的要求。因此，电子血压计在家庭保健市场受到追捧。
 - 国内电子血压计市场经过欧姆龙等品牌市场超过 10 年的市场培育，现已进入快速发展阶段，这也为公司提供了新的潜在市场。
- 目前欧姆龙在国内电子血压计市场的龙头地位非常明显，预计其市场份额超过 70%。其他销售规模较大的厂商有：日本爱安德、天津九安、台湾百略、日本松下等。
- 电子血压计的推广对公司家庭医疗器械产品的销售通路和品牌积累具有重要意义。前期公司通过小型制氧机成功地打响了在家庭医疗器械市场的领域，并不断扩张了稳定的经销商队伍。
- 目前公司的电子血压计销售额已经位列市场第二，正与欧姆龙进行强势竞争。公司产品的价格略低于欧姆龙，凭借自身的渠道优势，2011 年销售额约 9000 万，同比增长 80%。产品仍然是通过药店和专柜渠道进行销售，暂不考虑商超路线。今年电子血压计有望实现外销，全年预计保持 40-50% 的快速增长。

临床医疗器械仍然处于起步阶段

- 公司现有 2 款数字 X 光机，去年全年销售约 100 台，临床医疗器械与各省份医院招标情况有关，市场中各类 X 光机的新增年需求量约为 5000 台，因此公司面对的仍然是一个较大的市场，今年计划出货量实现 50% 的增长。
- 公司现有 X 光机的生产销售仍然处于起步阶段，积累临床医疗器械的市场经验。在现有品牌产品维护稳定之后，公司未来可能会将 X 光机延伸到骨科、胃肠道、消化道、妇科等拍片领域。

投资建议与盈利预测

- 作为中小型医疗器械领域的龙头企业，公司的家用康复护理系列产品和制氧机经历了几年的高速增长，随着公司销售规模的扩大，传统的产品将逐步进入平稳增长期，未来业绩的提升将不断的通过新产品的补充来获得。血糖仪、电子血压计、空气净化器将是未来 3 年的增长点。
- 我们看好公司新产品的拓展，预测 2011-2013 年 EPS 为 0.56 元、0.74 元和 0.98 元，对应 2012 年 PE28 倍。

图表7: 分项盈利预测

产品(单位:百万元)	2008 年报	2009 年报	2010 年报	2011E	2012E	2013E
康复护理系列	299.10	370.61	494.24	620.00	775.00	968.75
增速		23.91%	33.36%	25.45%	25.00%	25.00%
供氧系列	101.17	132.81	253.08	375.00	525.00	724.50
增速		31.27%	90.56%	48.18%	40.00%	38.00%
医用临床器械系列		32.64	134.57	180.00	243.00	340.20
增速				33.76%	35.00%	40.00%
新品血糖仪、净化器					80.00	160.00
增速						
收入合计	400.27	536.06	881.88	1,175.00	1,623.00	2,193.45
增速		33.92%	64.51%	33.24%	38.13%	35.15%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	401	538	884	1,176	1,623	2,193	货币资金	155	142	333	443	544	729
增长率		34.0%	64.3%	33.0%	38.0%	35.1%	应收款项	53	100	158	185	255	344
主营业务成本	-283	-333	-572	-761	-1,055	-1,425	存货	55	89	193	156	217	293
%销售收入	70.6%	61.8%	64.8%	64.7%	65.0%	65.0%	其他流动资产	8	7	24	19	25	32
毛利	118	205	312	415	568	768	流动资产	271	339	708	803	1,041	1,398
%销售收入	29.4%	38.2%	35.2%	35.3%	35.0%	35.0%	%总资产	60.2%	53.1%	66.5%	61.9%	63.5%	66.7%
营业税金及附加	-2	-4	-4	-6	-8	-11	长期投资	3	11	7	8	7	7
%销售收入	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	141	214	273	395	492	585
营业费用	-17	-34	-54	-71	-97	-132	%总资产	31.3%	33.5%	25.7%	30.5%	30.0%	27.9%
%销售收入	4.3%	6.3%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	无形资产	35	71	72	89	97	105
管理费用	-23	-52	-76	-92	-127	-171	非流动资产	179	300	356	494	598	698
%销售收入	5.7%	9.6%	8.6%	7.8%	7.8%	7.8%	%总资产	39.8%	46.9%	33.5%	38.1%	36.5%	33.3%
息税前利润 (EBIT)	76	115	177	247	336	454	资产总计	449	638	1,063	1,297	1,638	2,096
%销售收入	18.8%	21.5%	20.0%	21.0%	20.7%	20.7%	短期借款	0	28	24	0	0	0
财务费用	0	-1	-3	7	10	13	应付款项	46	92	148	162	225	304
%销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	其他流动负债	-2	6	0	49	55	62
资产减值损失	0	-3	-4	-1	-1	-1	流动负债	44	125	172	211	280	366
公允价值变动收益	0	1	-1	0	0	0	长期贷款	0	20	9	9	9	10
投资收益	0	1	2	0	0	0	其他长期负债	0	10	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	44	156	184	220	289	376
营业利润	75	114	171	252	345	466	普通股股东权益	406	476	872	1,068	1,339	1,706
营业利润率	18.7%	21.2%	19.4%	21.4%	21.3%	21.2%	少数股东权益	0	7	8	9	11	14
营业外收支	-1	4	10	7	3	3	负债股东权益合计	449	638	1,063	1,297	1,638	2,096
税前利润	74	118	181	259	348	469	比率分析						
利润率	18.4%	22.0%	20.4%	22.0%	21.4%	21.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-12	-17	-19	-29	-42	-66	每股指标						
所得税率	15.8%	14.4%	10.7%	11.0%	12.0%	14.0%	每股收益	0.600	0.651	0.629	0.561	0.744	0.979
净利润	62	101	161	231	306	403	每股净资产	3.941	3.078	3.411	4.180	5.240	6.676
少数股东损益	0	1	0	1	2	3	每股经营现金净流	0.588	0.624	0.257	1.138	1.022	1.346
归属于母公司的净利润	62	101	161	230	304	400	每股股利	0.200	0.300	0.100	0.130	0.130	0.130
净利率	15.4%	18.7%	18.2%	19.5%	18.7%	18.2%	回报率						
							净资产收益率	15.23%	21.14%	18.45%	21.49%	22.72%	23.45%
							总资产收益率	13.76%	15.75%	15.13%	17.71%	18.57%	19.09%
							投入资本收益率	15.68%	18.53%	17.29%	20.24%	21.76%	22.57%
							增长率						
							主营业务收入增长率	38.65%	34.01%	64.33%	33.02%	38.03%	35.12%
							EBIT增长率	33.63%	52.80%	53.42%	39.40%	36.06%	35.12%
							净利润增长率	63.26%	62.61%	60.01%	42.72%	32.51%	31.52%
							总资产增长率	65.66%	42.01%	66.62%	21.94%	26.34%	27.92%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	40.6	43.6	47.0	45.0	45.0	45.0
							存货周转天数	67.3	78.9	89.8	75.0	75.0	75.0
							应付账款周转天数	52.5	60.0	61.4	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	98.8	139.0	95.9	88.0	72.0	58.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-38.25%	-20.01%	-34.36%	-40.49%	-39.81%	-41.89%
							EBIT利息保障倍数	325.9	189.7	64.0	-37.2	-34.9	-36.2
							资产负债率	9.74%	24.41%	17.30%	16.96%	17.61%	17.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	5	7	26
买入	0	0	1	3	15
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.11	1.21	1.32

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-18	买入	19.52	65.00 ~ 75.00
2 2010-08-09	买入	24.87	N/A
3 2010-10-20	买入	26.05	N/A

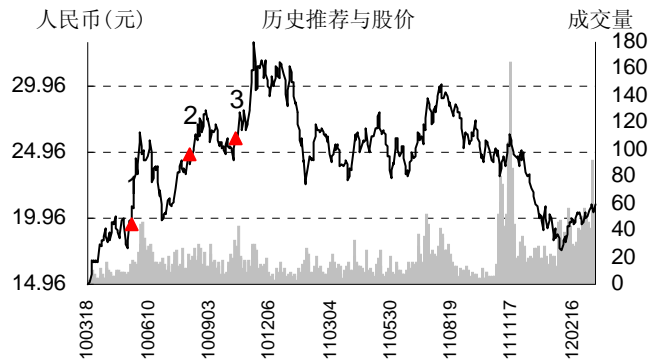
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B