

蓝海任遨游

评级: **买入-A**

上次评级: 买入-A

目标价格: **33.00 元**

期限: 12 个月

现价(2012年03月23日): 23.90 元

报告日期: **2012-03-26**

报告关键点:

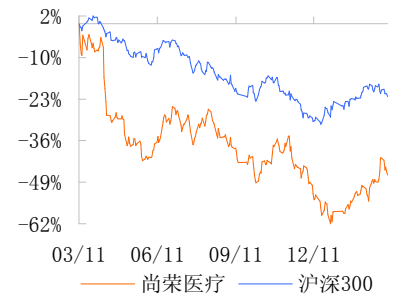
- 📖 医疗资源供不应求, 医院建设行业进入景气期
- 📖 公司业务模式不断创新
- 📖 订单高增长, 业绩确定性强。
- 📖 给予买入-A的投资评级

报告摘要:

- **医院建设进入繁荣期。**随着人口老龄化和医疗保障范围扩大, 我国医疗服务需求的快速上升, 国内医疗资源的供给明显跟不上需求的增长速度, 尤其是医院床位的增长远远跟不上医疗需求的增长, 2005年以来国内医院的病床使用率持续上升, 随着医疗资源供不应求局面的持续, 医院开始加速扩张规模, 医院建设行业逐步进入繁荣期。此外, 随着城市人口激增, 市区面积不断扩大, 县城城镇化加速, 原有的医疗资源规划布局往往不能适应新的发展需要。老城区医疗资源需要重新整合, 部分医院在新城区建设分部或者整体迁往新区, 这进一步加大了医院建设的规模。2007年确立医疗卫生改革的方向以来, 政府加大财政投入也有利于医院建设行业。
- **公司业务模式不断创新。**公司在医院建设工程领域做出多项创新举措, 2003年开始推行买方信贷业务, 为部分暂时资金有困难的医院提供信贷担保购买医疗设备, 2011年公司IPO上市后又成功进入医院整体建设领域, 成为这一广阔蓝海中第一家实现医院建设工程EPC总承包的上市公司, 通过这种“一站式”服务的商业模式, 公司与客户紧密联系在一起, 形成了双赢的业务体系。
- **订单高增长, 业绩确定性强。**公司自2011年4月承接上饶市立医院的住院楼整体建设项目以来, 先后已经签下7个医院整体建设项目, 合计金额14.1亿元, 订单金额同比快速增长。公司进入医院整体建设领域后业务范围扩张明显, 原有的结算模式已经不符合公司的业务需求, 未来医院整体建设项目收入有望采取按工程进度结算方式, 业绩确定性显著增强, 公司业绩进入快速增长时期。
- **盈利预测与估值。**我们预计2012-2014年公司的EPS分别为0.73、1.32和1.76元, 未来三年复合增长率超过60%, 考虑到医院建设工程市场空间大, 未来几年将是一片广阔蓝海, 尚荣医疗作为首家切入医院整体建设的工程承包商, 竞争优势明显, 业绩大幅增长值得期待, 我们给予买入-A的投资评级, 12个月目标价33元, 对应2013年25倍PE。
- **风险提示:** 医院拖欠工程款的风险, 国家医改政策变化导致财政投入减少的风险。

总市值(百万元)	2,939.70
流通市值(百万元)	1,333.71
总股本(百万股)	123.00
流通股本(百万股)	55.80
12个月最低/最高	17.10/68.30 元
十大流通股东(%)	14.74%
股东户数	8,642

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.73	(4.08)	(24.10)
绝对收益	7.14	4.13	(46.61)

李孔逸

0755-82558015
执业证书编号
傅真卿
021-68767632
执业证书编号

行业分析师

liky@essence.com.cn
S1450511020034
行业分析师
fuzq@essence.com.cn
S1450511110002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	208.5	270.0	344.6	658.7	1,156.9
Growth(%)	51.0%	29.5%	27.6%	91.1%	75.6%
净利润	39.9	46.4	52.1	90.3	162.5
Growth(%)	65.3%	16.3%	12.3%	73.3%	79.9%
毛利率(%)	41.4%	39.7%	34.4%	30.7%	31.6%
净利润率(%)	19.1%	17.2%	15.1%	13.7%	14.0%
每股收益(元)	0.32	0.38	0.42	0.73	1.32
每股净资产(元)	1.86	2.24	10.63	11.29	12.47
市盈率	73.7	63.4	56.4	32.6	18.1
市净率	12.8	10.7	2.2	2.1	1.9
净资产收益率(%)	17.2%	16.9%	4.0%	6.5%	10.6%
ROIC(%)	27.5%	24.0%	23.0%	21.8%	28.5%
EV/EBITDA	28.0	20.7	26.1	15.9	9.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.6%

前期研究成果

- 尚荣医疗: 暂时的利润率下滑不改变公司长期价值
2011-07-20
- 尚荣医疗: 独特商业模式加速公司扩张
2011-07-05
- 尚荣医疗: 以德为尚, 欣欣向荣
2011-03-09

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
1. 医疗需求进入快速增长阶段	4
1.1. 老龄化加速	4
1.2. 医疗保障范围扩大	5
1.3. 城镇化进程持续	5
2. 医疗资源供不应求，医院建设进入繁荣期	6
2.1. 国内人均医院床位数仍有较大提升空间	7
2.2. 日门急诊人次与编制床位之比普遍超标	7
2.3. 医院病床使用率持续上升	7
3. 政策扶持力度加大，医院建设进一步加速	8
3.1. 医疗卫生改革进一步深化	8
3.2. 卫生费用加速增长	10
4. 医院建设工程——广阔蓝海	11
4.1. 按院均投资算	11
4.2. 按床均投资算	12
4.3. 按预算内卫生基建投资估算	12
5. 医院建设工程 EPC 总承包第一家	13
5.1. 买方信贷模式有利于开拓业务	13
5.2. 医院整体建设模式独一家	14
5.3. 专业医疗工程行业门槛高	14
6. 订单加速，业绩进入释放期	15
6.1. 新签订单高速增长	15
6.2. 业绩进入释放期	15
6.3. 细项收入分析	16
7. 估值具备提升空间	17

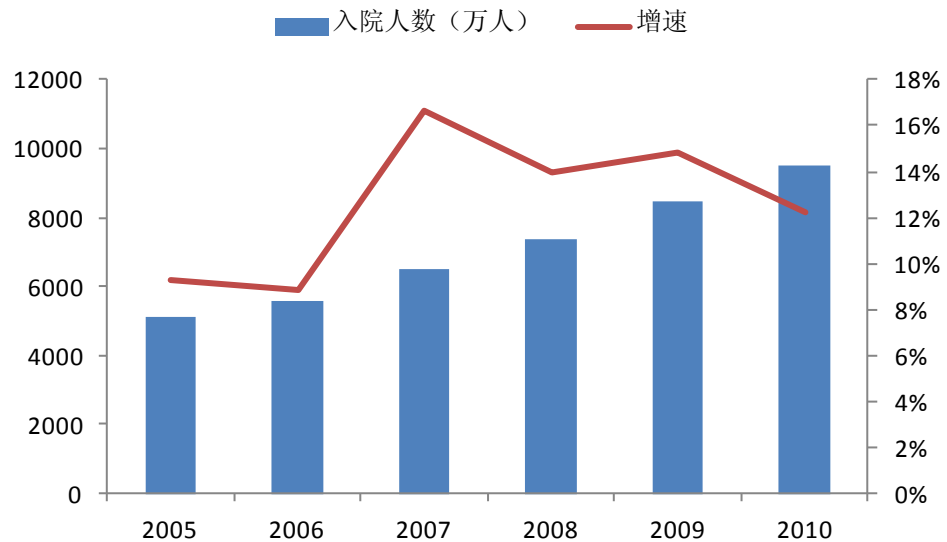
图表目录

表 1 参与新农合人数快速上升	5
表 2 城镇居民医保体系基本建立	5
表 3 人均医疗资源国际比较	7
表 4 浙江省样本医院 2002-2007 年日门急诊人次与编制床位之比 (院均)	7
表 5 国家对医疗卫生事业态度的变迁	8
表 6 国家对医疗卫生事业的相关政策	9
表 7 部分新建医院投资额和新增床位数	12
表 8 公司买方信贷业务情况 (截止 2011 年中报)	13
表 9 尚荣医疗新签医院整体建设项目一览	15
表 10 2009-2014 年公司细分行业收入	16
表 11 可比公司估值比较	17
图 1 医院入院人数和增速	4
图 2 我国 65 岁人口数量和占人口总数比例	4
图 3 我国城市化率	6
图 4 我国 2003-2010 年医院新增病床数	6
图 5 医院病床使用率持续上升	8
图 6 政府预算卫生支出及增速	9
图 7 卫生费用占 GDP 比重快速提升	10
图 8 医院建设行业进入景气周期	11
图 9 国内医院数量	12
图 10 预算内卫生基建投资	13
图 11 买方信贷模式图	14
图 12 公司业绩快速增长	16

1. 医疗需求进入快速增长阶段

从长期来看，人口老龄化和医保范围扩大等内生因素是驱动我国医疗卫生产业迅速增长和调整产业结构的主要力量。人口老龄化的过程将在相当长一段时间内存在，这会促进入院治疗比例的提升。而医保范围扩大则伴随医保覆盖人口的增长而持续对医疗需求起到促进作用。

图 1 医院入院人数和增速

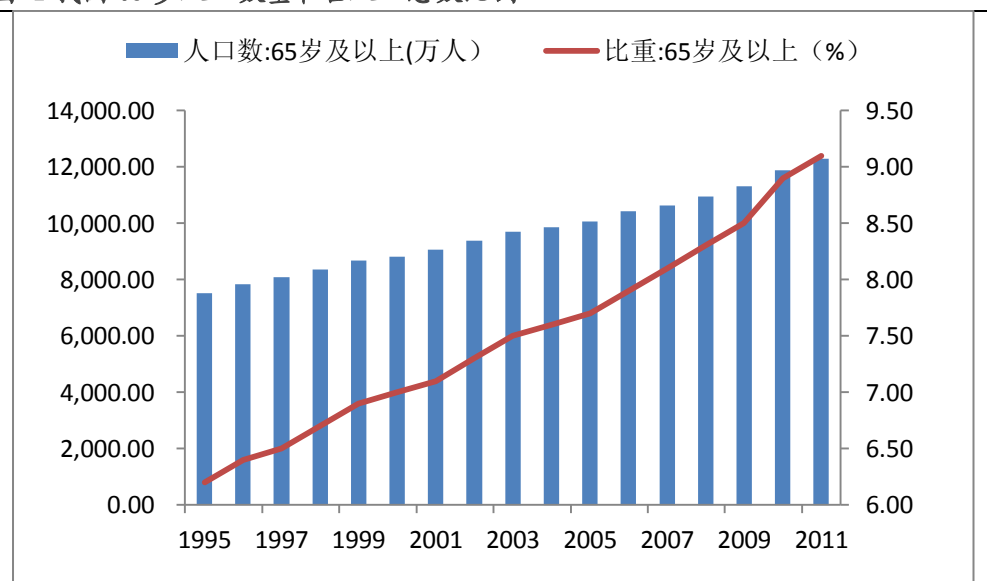


数据来源：卫生部、安信证券研究中心

1.1. 老龄化加速

我国 65 岁以上的老年人口正在经历一个加速上升过程，从 1995 年的 7,510 万到 2000 年的 8,821 万，五年时间增加了约 1,300 万人，2005-2010 年五年时间老年人口则增加了 1,839 万人，老年人口占人口总数的比例从 1995 年的 6.2% 提高到了 2010 年的 8.9%，预计到 2030 年这比例将达到 25%。

图 2 我国 65 岁人口数量和占人口总数比例



数据来源：WIND、安信证券研究中心

老年人口患有各种疾病的概率较高，自身恢复能力较低，因此入院治疗需求也大大增加，医疗需求也相应地水涨船高。人口老龄化已经成为我国医疗需求快速增长的第一驱动因素。

1.2. 医疗保障范围扩大

进入 21 世纪以来，国家加大了对基层医疗服务体系的建设。新型农村合作医疗制度从 2003 年起在全国部分县（市）试点，到 2010 年逐步实现基本覆盖全国农村居民。城镇居民基本医疗保险自 2007 年启动以来，参与人数快速上升，到 2009 年参保人数达到 1.81 亿人。截止 2011 年，新型农村合作医疗、城镇居民基本医疗保险、城镇职工基本医疗保险三项基本医疗保险制度覆盖了 95% 以上的城乡居民，在医疗保障范围不断拓展的同时，保障水平也在持续提高（主要是报销金额和比例），医疗需求有望继续膨胀，显著地刺激医院建设的持续扩张。

2002 年 10 月，《中共中央、国务院关于进一步加强农村卫生工作的决定》明确指出：要“逐步建立以大病统筹为主的新型农村合作医疗制度”，“到 2010 年，新型农村合作医疗制度要基本覆盖农村居民”，从 2003 年起，中央财政率先对中西部地区除市区以外的参加新型合作医疗的农民每年按人均 10 元安排合作医疗补助资金，地方财政对参加新型合作医疗的农民补助每年不低于人均 10 元。

到 2005 年底，全国就有 678 个新型农村合作医疗试点县（市、区），覆盖人口 2.36 亿人，共有 1.79 亿农民参加了新农合，参合率为 75.7%，截止 2010 年底，全国共有 2678 个新型农村合作医疗试点县（市、区），参与人口高达 8.36 亿人，参合率为 96%，基本实现了覆盖所有农村居民。

表 1 参与新农合人数快速上升

年份	开展新农合县（市、区）(个)	参加新农合人数 (亿人)	参合率 (%)	人均筹资 (元)	当年基金支出 (亿元)	补偿受益人次 (亿人次)
2005	678	1.79	75.66	42.10	61.75	1.22
2006	1451	4.10	80.66	52.10	155.81	2.72
2007	2451	7.26	86.20	58.90	346.63	4.53
2008	2729	8.15	91.53	96.30	662.31	5.85
2009	2716	8.33	94.19	113.36	922.92	7.59

数据来源：卫生部、安信证券研究中心

城镇居民基本医保体系包括两大块：城镇居民基本医保和城镇职工基本医保。城镇居民基本医保是在城镇职工基本医保的基础建立起来的，自 2007 年启动以来，参与人数快速上升，到 2009 年参保人数达到 1.81 亿人，已经接近城镇职工基本医保的参保人数。

表 2 城镇居民医保体系基本建立

年份地区	参保人数(亿人)				
	合计	城镇居民基本医保	城镇职工基本医保	在职职工	退休人员
2005		0.00	1.38	1.00	0.38
2006		0.00	1.57	1.16	0.42
2007	2.23	0.43	1.80	1.34	0.46
2008	3.18	1.18	2.00	1.50	0.50
2009	4.01	1.81	2.20	1.64	0.55

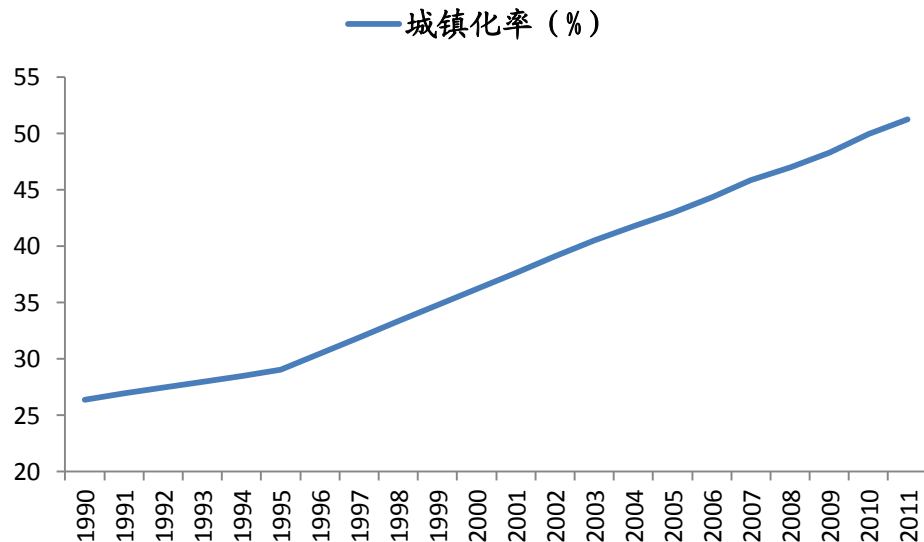
数据来源：卫生部、安信证券研究中心

1.3. 城镇化进程持续

过去二十年，是中国城镇化推进速度最快的时期。1990 年我国的城镇化率是 26.4%，城镇人口仅 3.0 亿人，2000 年我国的城镇化率上升到 36.2%。到 2011 年末，中国大陆城镇人口达到 6.9 亿人，比 1990 年增加了近 4 亿人，城镇人口占总人口的比重达 51.27%，数量首次超过农村人口，20 年间，我国城镇化率提高了近 25 个百分点。从社会发展来看，最大的内需在于城镇化，最大的发展潜力也在于城镇化，城镇化已经

成为我国推动经济社会发展的强大动力。但我国城镇化率提升的空间还很大，与其他发达国家 70%-80%的城镇化率相比，仍有 20 个百分点以上的差距。

图 3 我国城市化率



数据来源：WIND、安信证券研究中心

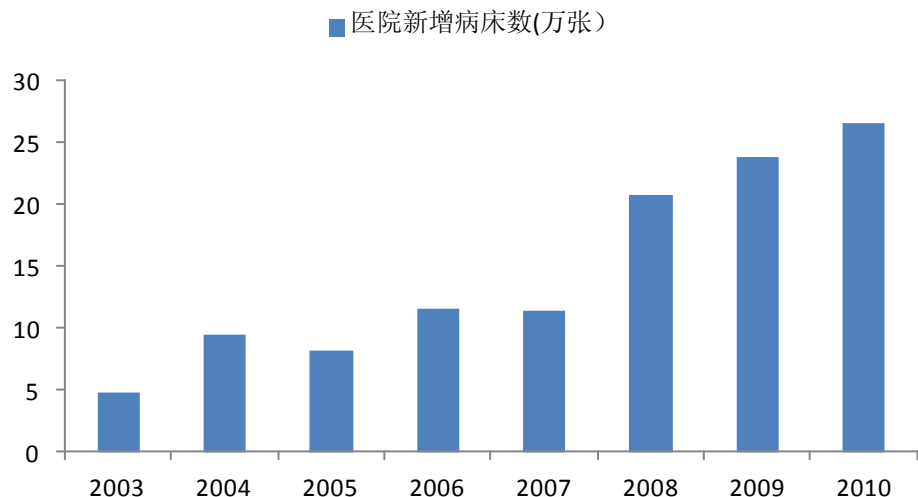
随着城市人口激增，市区面积不断扩大，县域城镇化加速，原有的医疗资源规划布局往往不能适应新的发展需要。老城区医疗资源重新整合，部分医院在新城区建设分部或者整体迁往新区。

以天津为例，为了让广大市民享受到更多的优质医疗资源，市政府在 2011 年已经改扩建医大总医院、肿瘤医院、人民医院和一批区县级医院的基础上，2012 年将新建改扩建 13 所三甲医院，包括第二儿童医院、南开医院、胸科医院、骨科医院、环湖医院、代谢病医院、中医一附院和二附院等，新增病床位 1.3 万多张，大部分建在城乡结合部地区，从而实现卫生资源的均衡配置。

2. 医疗资源供不应求，医院建设进入繁荣期

随着医疗服务需求的快速上升，国内医疗资源的供给也在增加。2005-2007 年我国新增医院床位数在 10 万张左右，2008 年上升至 20 万张以上，2010 年更是上升至 26 万张以上。

图 4 我国 2003-2010 年医院新增病床数



数据来源：卫生部、安信证券研究中心

但供给明显跟不上需求的增长速度，多数医院的日门急诊人次与编制床位之比均高于卫生部标准，医院的病床使用率也在持续上升。随着医疗资源供不应求局面的持续，医院建设力度开始加大，行业逐步进入繁荣期。

2.1. 国内人均医院床位数仍有较大提升空间

国内近几年医院规模扩张开始加速，到2010年医院床位数已经达到了339万张，但考虑到我国巨大的人口基数，国内的人均医疗资源拥有量还是远远落后与世界发达国家，医院床位数的提升仍有非常大的提升空间。

表 3 人均医疗资源国际比较

国家	每万人口 2000-2009			每万人口 医院床位 2000-2009
	医师	口腔 医师	护士和 助产士	
德国	35	8	80	83
英国	21	4	6	39
美国	27	16	98	31
法国	37	7	81	72
瑞士	40	5	110	55
荷兰	39	5	151	48
意大利	37	6	69	39
日本	21	7	95	139
韩国	17	14	44	86
罗马尼亚	19	2	42	65
俄罗斯	43	3	85	97
新西兰	21	4	87	62
阿根廷	32	9	5	41
乌克兰	31	4	84	87
中国	14	1	10	30

数据来源：卫生部、安信证券研究中心

2.2. 日门急诊人次与编制床位之比普遍超标

按卫生部制定的《综合医院建设标准》对综合医院“建设规模与项目构成”的要求，综合医院日门（急）诊量与编制床位数的比值宜为3:1。而根据浙江省卫生经济学会的调查研究，不论是2002年还是2007年，浙江省内医院的日门急诊人次与编制床位之比均高于卫生部标准，其中2007年县级医院最高，达到了4.40:1。从2002年到2007年，除省级医院外，市、县级医院的日门急诊人次和编制床位之比反而有扩大的趋势（见下表）。

表 4 浙江省样本医院 2002-2007 年日门急诊人次与编制床位之比（院均）

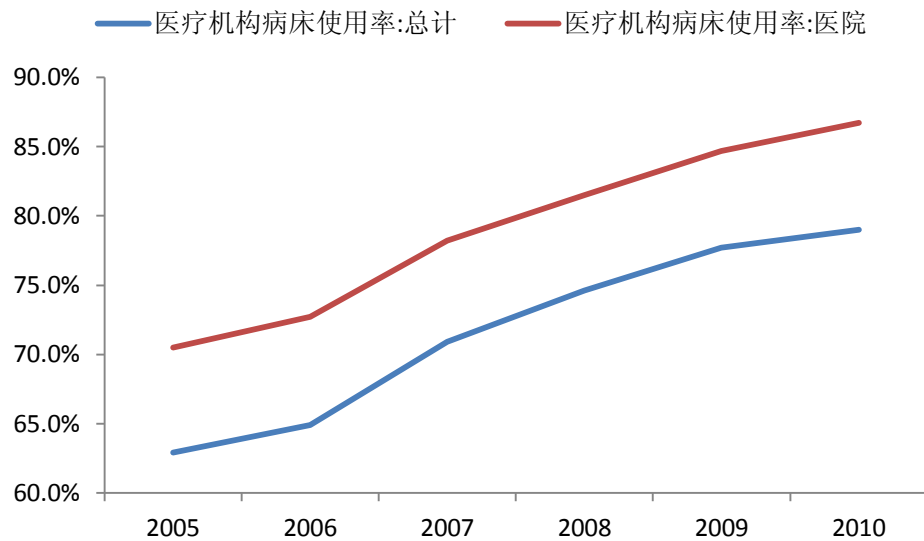
医院级别	编制床位数（张）			日门急诊人次（人次）			日门急诊人次/编制床位	
	2002年	2007年	07/02（%）	2002年	2007年	07/02（%）	2002年	2007年
省级医院	765	1360	177.78	3413	5742	168.24	4.46:1	4.22:1
市级医院	567	798	140.74	2246	3530	157.17	3.96:1	4.23:1
县级医院	473	715	151.16	1795	3148	175.38	3.79:1	4.40:1

数据来源：浙江省卫生经济学会、安信证券研究中心

2.3. 医院病床使用率持续上升

随着医疗服务需求的快速上升，医疗服务的供给相对显得落后，2005-2010年国内医疗机构和医院的病床使用率出现了罕见的持续上升，2005年，全国医疗机构病床使用率为62.9%，医院的病床使用率为70.5%。到2010年，全国医疗机构和医院的病床使用率分别为79%和86.7%，分别提高了16.1和16.2个百分点。

图 5 医院病床使用率持续上升



数据来源: 卫生部、安信证券研究中心

3. 政策扶持力度加大，医院建设进一步加速

根据国家对医疗卫生事业的不同阶段的态度，我们把它划分成四个阶段。第一阶段是上世纪 80 年代，国家刚刚改革开放，经济放在首位，对医疗卫生事业的态度基本是只给政策不给钱；第二阶段是上世纪 90 年代，围绕“医院是不是掉到钱眼里”、围绕医改应该政府主导还是市场改革，两种思路开始针锋相对；第三阶段是 2000 年-2007 年，医改开始试水，但 2000 年江苏宿迁的医院改制最终演变成“卖医院”，2005 年，卫生部政策法规司司长刘新明称“市场化非医改方向”，医改基调最终变成政府将承担基本医疗；第四阶段即是 2008 年至今，以《关于深化医药卫生体制改革的意见(征求意见稿)》的提出为标志，2009 年 1 月 21 日，国务院通过医改方案，医改进入实质阶段。

表 5 国家对医疗卫生事业态度的变迁

	重点	标志事件
第一阶段: 1980 年代	给政策不给钱	卫生部等三部委出台《关于加强医院经济管理试点工作的通知》
第二阶段: 1990 年代	医院方向大争论	围绕“医院是不是掉到钱眼里”、围绕政府主导还是市场改革，两种思路开始针锋相对
第三阶段: 2000 年-2007 年	医改方向的实践	前半阶段，医改有完全“市场化”的倾向，江苏宿迁的医院改制最终演变成“卖医院”。2005 年，卫生部政策法规司司长刘新明称“市场化非医改方向”；医改基调改为政府将承担基本医疗。
第四阶段: 2008 年至今	医改进入实质阶段	2008 年 10 月 14 日，《关于深化医药卫生体制改革的意见(征求意见稿)》公布，并公开征求意见。2009 年 1 月 21 日，国务院通过医改方案。

数据来源: 安信证券研究中心

3.1. 医疗卫生改革进一步深化

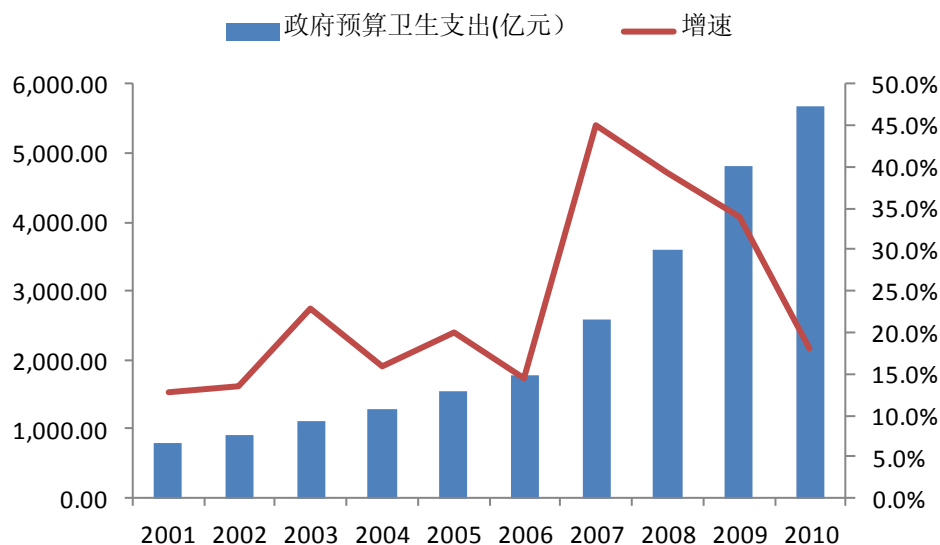
2008 年我国医改进入实质阶段，2008 年 10 月 14 日，《关于深化医药卫生体制改革的意见(征求意见稿)》公布，并公开征求意见，医改进入实质阶段。

2007 年 5 月，随着卫生部制定的《卫生事业发展“十一五”规划纲要》的颁布以及新医改将在未来 3 年带来 8,500.00 亿元的政府投入，各地相继出台了一系列支持卫生事业发展的振兴规划，医院基础设施建设投入的增加为医疗专业工程建设提供了资金保障，也带来了更多的市场机会。

在《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》中国家又明确提出要加强基层卫生医疗机构的建设，三年内中央重点支持 2,000 所左右县级医院(含中医院)建设，

使每个县至少有 1 所县级医院基本达到标准化水平，行业发展进一步加速。

图 6 政府预算卫生支出及增速



数据来源：卫生部、安信证券研究中心

在《医药工业“十二五”发展规划》中，深化医药卫生体制改革要求逐步建立覆盖城乡居民的公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系和药品供应保障体系，形成四位一体的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务，这将进一步扩大医疗消费需求，为我国医院建设发展带来机遇。

2011 年 2 月 28 日，国务院办公厅印发《2011 年公立医院改革试点工作安排》，此次公立医院改革的主要措施是采取“一减一调一补”，即减少药品费用，调整医疗服务收费，适当增加财政对公立医院改革的投入，以及调整相关医保政策等综合措施。

2011 年 11 月 16 日，国务院副总理李克强发文章指出，加快非公立医疗机构发展，形成公立医院改革的外在推力。要在试点的基础上加快公立医院改革步伐，鼓励和引导社会资本兴办医疗机构，形成多元办医格局。

表 6 国家对医疗卫生事业的相关政策

	医疗卫生事业相关政策
2008 年	<p>2 月 29 日，国务院常务会议听取工作小组关于医改方案的汇报，此后形成《关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）》</p> <p>4 月 11 日和 15 日，温家宝在中南海两次主持座谈会，就医改征求意见稿听取群众代表意见和建议。</p> <p>9 月 10 日，国务院常务会议审议并原则通过了《关于深化医药卫生体制改革的意见（征求意见稿）》，并决定公开向社会征求意见。</p>
2009 年	<p>1 月 21 日，国务院常务会议通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009～2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，新医改方案正式出台</p> <p>3 月 18 日，国务院印发《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009 年-2011 年）》，重点抓好五项改革</p>
2010 年	<p>2 月 11 日，卫生部等五部委联合发布《关于公立医院改革试点的指导意见》，确定 16 个国家试点城市。</p> <p>4 月 6 日，国务院办公厅印发《医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排》，提出了 2010 年度的 16 项主要工作任务</p> <p>8 月 1 日，正式实施《医疗卫生服务单位信息公开管理办法（试行）》</p> <p>10 月 9 日，工信部等三部 制定了《关于加快医药行业结构调整的指导意见》，明确了结构调整目标和措施</p>

11月26日,国务院办公厅转发《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》,放宽了社会资本的准入范围,鼓励多元化办医格局

12月10日,国务院办公厅发布关于建立健全基层医疗卫生机构补偿机制的意见,明确基层医疗卫生机构补偿政策

2011年

2月27日,国务院办公厅印发《医药卫生体制五项重点改革2011年度主要工作安排》

2月28日,国务院办公厅印发《2011年公立医院改革试点工作安排》

4月11日,卫生部、民政部和财政部联合下发通知安排2011年新农合工作,推进新农合支付制度改革

2011年11月16日,国务院副总理李克强发文章指出,加快非公立医疗机构发展,形成公立医院改革的外在推力。

2012年

1月18日,科技部印发《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》,提出了行业的发展目标、发展重点、“十二五”重点布局方向和保障措施

1月19日,工业和信息化部发布《医药工业“十二五”发展规划》,大力发展生物技术药物、先进医疗器械、新型药用辅料包装材料和制药设备

2月23日,国务院办公厅印发《国家药品安全“十二五”规划》,进一步规范药品研制、生产、流通秩序和使用行为

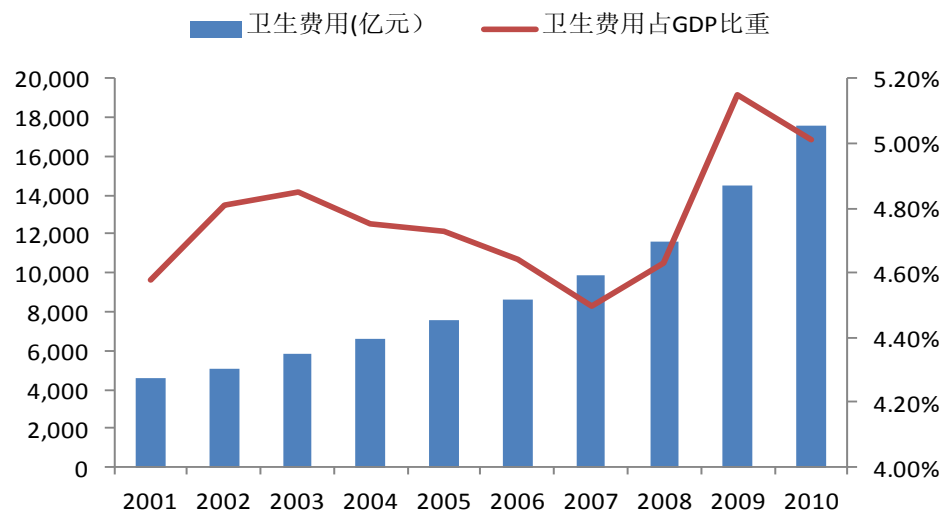
数据来源:安信证券研究中心

3.2. 卫生费用加速增长

根据卫生部的统计口径,卫生费用是指一个国家或地区在一定时期内,为开展卫生服务活动从全社会筹集的卫生资源的货币总额,按来源法核算。

卫生费用反映了一定经济条件下,政府、社会和居民个人对卫生保健的重视程度和费用负担水平,以及卫生筹资模式的主要特征和卫生筹资的公平性合理性。我国的卫生费用自2001年以来保持了快速增长,但相对于GDP增速来说,2003-2007年间卫生费用增速相对更慢,2008年随着医改进入实质阶段,政府明显加大了对医疗卫生事业的投入,卫生费用呈现加速增长态势,其占GDP的比重也从4.5%左右上升到5%以上。

图7 卫生费用占GDP比重快速提升



数据来源:卫生部、安信证券研究中心

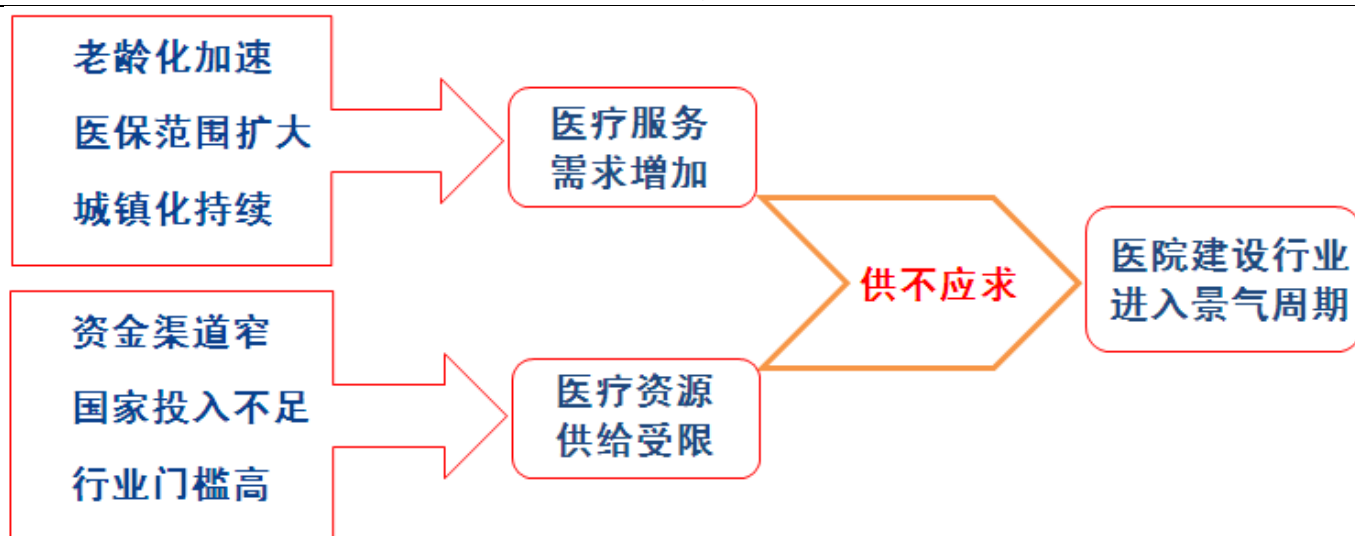
但是,与主流发达国家卫生费用投入相比,我国仍然有非常大的差距,甚至低于世界平均水平,具体表现在保障水平低,人均费用少等方面,未来政府投入占比还有较大提升空间。

4. 医院建设工程——广阔蓝海

随着近年来我国老龄化人口比例持续提升，居民健康意识不断增强，医保覆盖范围快速扩大，医疗保健支出也呈快速增长的态势，而近年来全国诊疗人数和住院人数的持续增长，导致医疗资源较为紧缺，而医院的资金来源基本局限于自筹和银行贷款，政府财政投入不足，医疗资源供不应求的局面已经持续了较长一段时间。

此外，传统老旧医院在设计和功能上已经无法满足居民对医疗服务和医院环境的需求，部分医院需要在新城区建设分部或者整体迁往新城区，因此，我国医院必须通过新建、改建、扩建的方式，增加医院卫生资源，从而为医院建设提供了巨大的市场空间。

图 8 医院建设行业进入景气周期



数据来源：安信证券研究中心

值得关注的是，部分政策也助推了医院的规模扩张。无论是不同等级医院的评比、国家或省重点学科的申报，都有一个最基本的要求，这就是床位数。因而，具备相应的规模成了政策认定医院级别的基本条件。因而，扩大规模对于医院来说不仅有内在的动力也有外在的推力。

由于卫生部门并没有公开医院投资的数据，我们从三个不同的角度估算了每年医院建设的市场规模。一个是从单个医院投资规模的角度，每年新增一定医院家数加上改扩建的医院；一个是从新增床位数对应的单位医院投资（40-60 万元/张）；还有一个是根据每年国家财政对医院建设的投入来估算的。

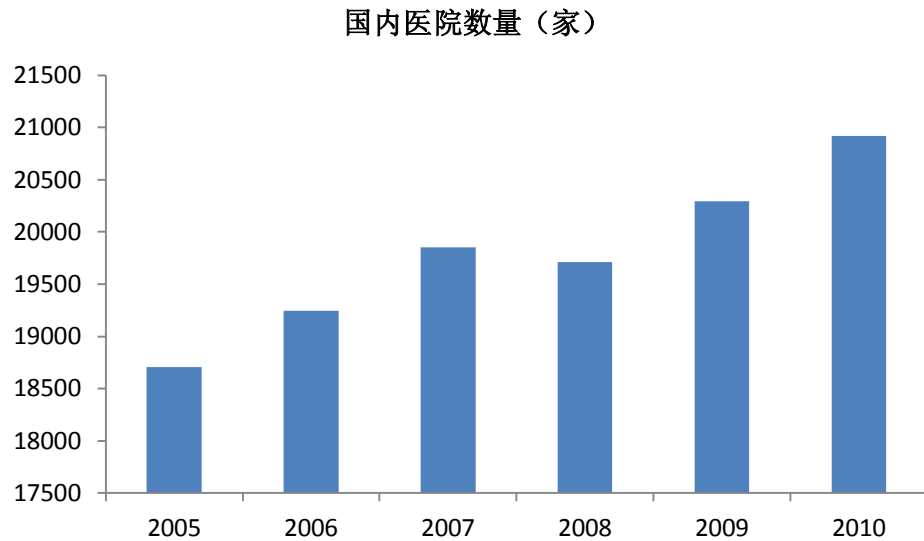
4.1. 按院均投资算

根据卫生部的统计，2005-2010 年间除了 2008 年受金融危机的影响我国医院的数量减少了 140 家，其余每年新增医院家数均超过 500 家，平均下来每年新增医院达 443 家，未来几年合理估计新增医院在 450 家左右。医院的投资规模与床位数密切相关，一般 200 床位的医院投资规模在 1 亿元左右，预计所有医院的平均投资规模 1-2 亿元，据此估算，每年新增医院建设的市场规模为 450-900 亿元。

此外，目前国内共有 20,918 家医院，医疗需求的增长除了通过新增医院解决外，预计每年都有一定比例的医院需要改扩建，我们估计每年 1000 家改扩建（占比 5%，即每 20 年改扩建一次），平均每家医院投资 5,000 万元，每年医院改扩建的市场规模为 500 亿元。

因此，从院均投资的角度估算，每年医院建设包括新增和改扩建，总市场规模为 950-1350 亿元。

图 9 国内医院数量



数据来源：卫生部、安信证券研究中心

4.2. 按床均投资算

由于医院大小差异悬殊，投资规模相差也非常大，据此院均投资规模估算的总市场规模不够精确，我们考虑到医院的规模扩张无论是新增还是扩建最终都落实到床位上，我们也从新增床位数对应的单位医院投资角度来进行测算。

2005-2007年我国新增医院床位数在10万张左右，从2008年开始我国每年新增床位数上升至20万张以上，2010年更是达到26万张以上，我们保守估计未来几年每年新增床位数与2010年基本持平，预计每年新增约25万张。而每增加一张床位，医院需要的投资在40-60万元之间（市场调研8家整体新迁或新建的医院，最少的40万元/张，最多的59.1万元/张），据此测算，我国每年医院建设的市场规模为1000-1200亿元。

表 7 部分新建医院投资额和新增床位数

项目名称	总投资 (万元)	新增床位数 (张)	投资额/床位 (万元/张)
太仓市第一人民医院	65000	1100	59.1
辽宁电力医院异地新建工程	20000	400	50.0
武汉大学中法医院	50000	1200	41.7
重庆涪陵中心医院李渡医院项目	40000	800	50.0
安阳市第三人民医院新建门诊病房综合楼	12000	300	40.0
湛江市中心人民医院新院首期	50000	1000	50.0
昆明医学院第一附属医院呈贡新区医院	47000	1040	45.2
商南县人民医院整体迁建项目	20000	500	40.0

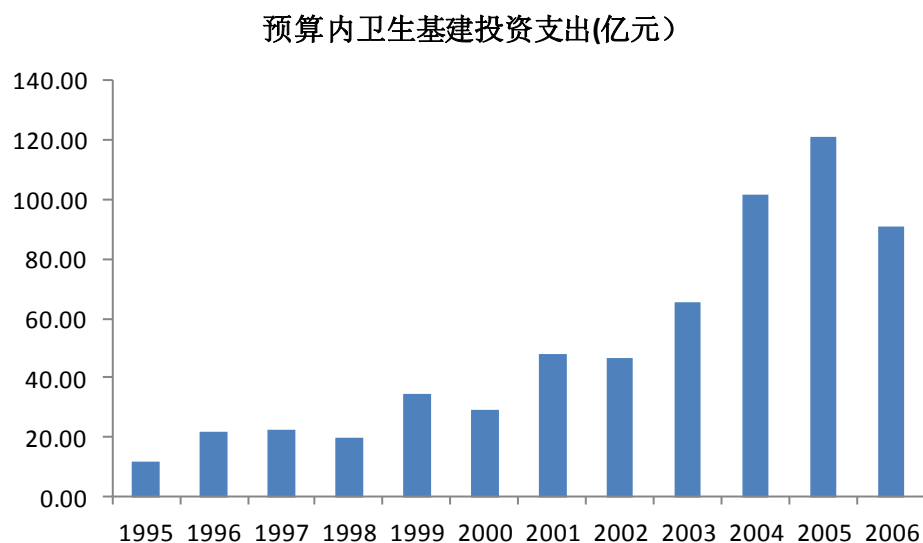
数据来源：瑞雨工程信息网、安信证券研究中心

4.3. 按预算内卫生基建投资估算

2003-2006年全国预算内卫生基建投资分别为65.6、101.6、121和91.2亿元。我们认为自2007年开始，国家加大了对卫生事业的支持力度，预算内卫生基建投资支出应该超过之前的水平，合理假设每年医院建设中国家财政投入为120-150亿元左右的规模。

而根据浙江省医院抽样调查的数据，在2002-2007年间，财政投入在医院建设中的占比都较低，其中，省级医院最低，仅为6.15%；县级医院和市级医院相差不大，都在10%左右，全国范围看，财政投入在医院建设中的占比会稍高，估计在10%-12%之间。从这个角度计算，医院建设投资的总市场规模为1000-1500亿元。

图 10 预算内卫生基建投资



数据来源：卫生部、安信证券研究中心

综合以上三种算法，我们认为医院建设市场空间大，每年医院建设市场的规模在 1000 亿元以上。

5. 医院建设工程 EPC 总承包第一家

公司在医院建设工程领域做出多项创新举措，2003 年开始推行买方信贷业务，为部分暂时资金有困难的医院提供信贷担保购买医疗设备，2011 年公司 IPO 上市后成功进入医院整体建设领域，成为这一广阔蓝海中第一家实现医院建设工程 EPC 总承包的上市公司，通过这种“一站式”服务的商业模式，公司与客户紧密联系在一起，形成了双赢的业务系统。

5.1. 买方信贷模式有利于开拓业务

买方信贷模式顺利解决医院建设资金来源问题。公司 2003 年就开展了买方信贷业务，为部分暂时财政支付有困难的医院提供信贷担保购买医疗设备，在获得订单的同时建立了长期的合作关系。截止 2011 年 6 月底，公司买方信贷业务的贷款余额为 20,312 万元，公司作为担保方缴纳的保证金余额为 3,529 万元，保证金占贷款余额的比例约为 17.4%。

表 8 公司买方信贷业务情况（截止 2011 年中报）

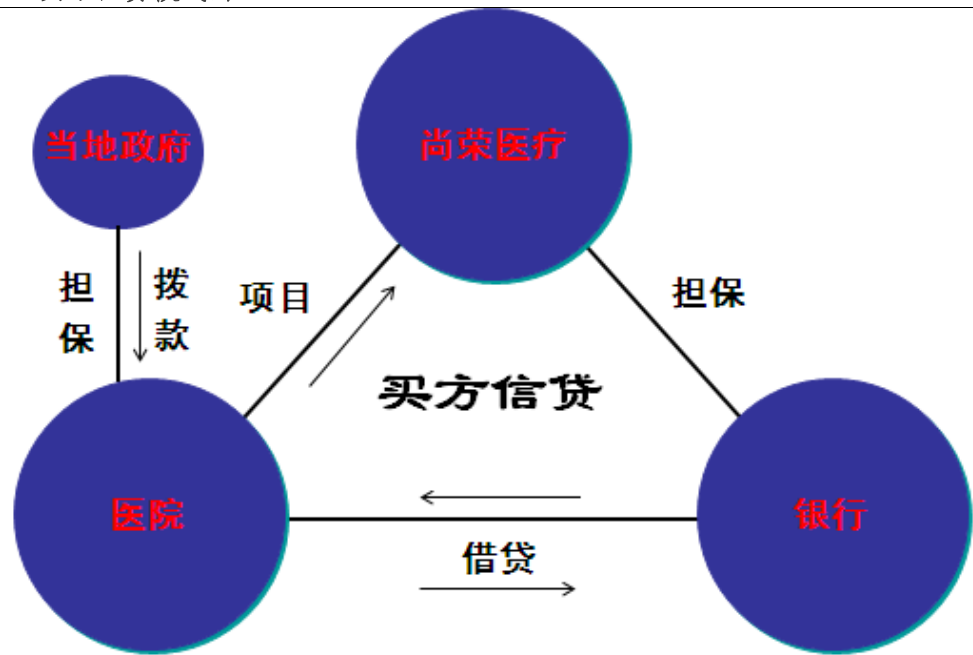
借款人	贷款金额 (万元)	贷款余额 (万元)	保证金余额 (含利息, 万元)	保证金 比例
	245	128	23	17.9%
沧州市人民医院	700	365	66	18.1%
	1200	711	127	17.9%
	855	509	93	18.3%
昭通市第一人民医院	350	189	34	18.0%
	420	237	42	17.7%
	440	269	48	17.8%
	560	342	61	17.8%
	1230	767	137	17.9%
呼和浩特市第一医院	3000	2000	345	17.3%
阿拉善盟中心医院	3000	2350	398	16.9%
齐齐哈尔医学院第二附属医院	3000	2400	405	16.9%
抚顺市第四医院	2000	1833	300	16.4%
	500	474	75	15.8%

呼和浩特市第一医院	5000	3046		
阿拉善盟中心医院	3000	2441	1376	17.8%
昭通市第一人民医院	3000	2250		
合计	28500	20312	3529	17.4%

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

所谓买方信贷模式是指公司向银行申请买方信贷额度，公司为医院向银行的借款提供保证担保，所得贷款专项用于医院购买公司产品或服务的模式，执行过程中银行将根据项目进度发放贷款，保证了专款专用。待项目完成后，医院再通过自筹资金或政府财政拨款来分期偿还银行贷款。一般情况下，由医院先付给公司合同价款的 30% 预付工程款，合同总额 70% 的工程款再由公司提供的银行“买方信贷”贷款额度内按工程进度分批支付，公司需要垫付的资金非常少。

图 11 买方信贷模式图



数据来源：安信证券研究中心

2011 年公司在买方信贷模式运营已经非常成熟的基础上，把这一模式进一步推广到了医院整体建设项目上。

5.2. 医院整体建设模式独一家

医院整体建设包括医院项目的土建、安装、装饰装修及设备配置。医院以往的项目招标往往是把这几块拆分分别招标，因为各个项目所需的资质均不一样。其中，土建、建安和装饰装修需要有建设部门颁发的工程承包、设计、设备安装等专业资质，医疗专业工程需要有国家质量监督检验检疫总局颁发的特种设备安装改造维修资质；涉及医疗设施设备生产与代理采购，则需接受食品药品监督管理局的监督与管理，需要有食品药品监督管理局颁发的医疗器械生产企业资质、医疗器械经营企业资质以及医疗器械注册资质。

公司在长期从事医疗专业工程的基础上进一步为医院提供专业化的整体解决方案，实现了土建、建安、装饰装修到医疗设备配置的系统方案设计和施工，并参与到后期的运营维护中，实现了一站式服务，减少了医院人力、物力、精力的投入，在为医院提供了更优质服务的同时大大扩展了公司的业务规模。

5.3. 专业医疗工程行业门槛高

医疗专业工程涉及技术面广、系统复杂，且专科医院、综合医院等不同类型、不同特色的医院对医疗专业工程的需求不同，需要专业服务提供商具备全面的技术，又

要求服务商具备对医学及医疗设备行业的发展、医院建设发展、医院功能设置有较为深刻的认识，能够满足不同医院的各异要求。此外，由于医疗专业工程直接关系到患者的生命健康或检验化验的准确性，关系到医院的声誉，只有具备丰富行业经验和成熟的行业解决方案的服务商方能获得医院的信任，而行业经验与行业解决方案需要长期积累，新的行业进入者很难在短期内实现这一目标。尚荣医疗在业内口碑良好，已经成为行业的领军企业，上市后品牌和资金优势将更加明显。

医疗专业工程具有严格的技术标准。普通公共装饰装修强调建筑的美观性、舒适性，注重艺术性与人性化。而医疗专业工程事关人的生命安危，对工程的洁净度、细菌浓度、风速、温度、湿度等环境参数以及工程所配置的相关部品部件的材料、质地、规格等都有非常严格的技术标准，注重科学性和专业化。像洁净手术室工程，我国卫生部就制定了《医院手术部建设标准》，建设部制定了《医院洁净手术部建筑技术规范》，规定了洁净手术部在设计、施工和验收方面的标准，对于工程环境参数及设备技术参数都有严格的规定，需要进行严格的医学检测。医疗专业工程严格的技术标准提高了行业进入门槛，对服务商的设计、施工、部品部件的配置、运维服务等方面提出较高的技术要求。

医疗专业工程还广泛应用非标准化产品或部品部件。其所用材料或部品部件需要根据医院的类别和手术特色的不同要求，并结合现场环境确定其技术参数，然后定制化生产。比如，在洁净手术室建设中，手术室壳体、旋转吊臂、净化空调、手术床、送风天花、器械柜、手术门、控制面板、智能控制系统等部品部件都要根据手术室的使用要求以及现场布局进行定制化生产。

6. 订单加速，业绩进入释放期

公司 IPO 上市前主要从事手术室工程项目，毛利率高，但业务范围相对较窄，市场容量小，上市后，公司进入医院整体建设领域，新签订单金额加速增长。随着医院整体建设项目的增多，公司以往的工程结算模式（手术室工程按工程交付后再结算）已经不适应当前需要，新的医院整体建设项目有望改成按工程进度结算，公司业绩进入释放期。

6.1. 新签订单高速增长

公司自 2011 年 4 月承接上饶市立医院的住院楼整体建设项目以来，先后已经签下 7 个医院整体建设项目，合计金额 14.1 亿元。其中 2011 年年内新签 5 个，合计 9.7 亿元，加上独立的医疗专业工程项目订单，公司总订单金额超过 12 亿元，到 2012 年，截止 3 月 21 日，公司又新签 2 个整体建设项目，合计 4.4 亿元，新签订单呈加速增长态势，预计 2012 年公司新签订单金额将超过 18 亿元，同比增长 50% 以上。

表 9 尚荣医疗新签医院整体建设项目一览

项目名称	医院等级	合同金额 (亿元)	签合作协议日期	签正式合同日期
江西省上饶市立医院	二甲	1.2	2011 年 4 月 1 日	2011 年 4 月 29 日
四川省通江县人民医院	二甲	2.0	2011 年 6 月 30 日	2011 年 12 月 14 日
牡丹江市第二人民医院	三甲	3.0	2011 年 8 月 17 日	2011 年 12 月 14 日
广东省连州市人民医院	二甲	1.5	2011 年 8 月 29 日	
陕西省商南县人民医院	二甲	2.0	2011 年 12 月 27 日	
四川省南江县人民医院	二甲	2.3	2012 年 1 月 5 日	2012 年 3 月 5 日
巴中市巴州区人民医院	二甲	2.1	2012 年 3 月 14 日	
合计		14.1		

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

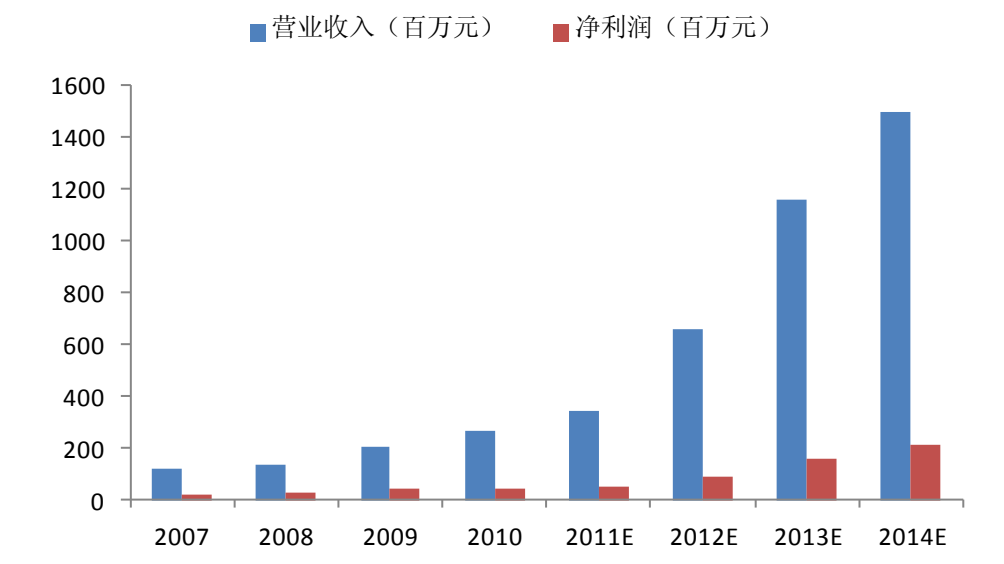
6.2. 业绩进入释放期

公司 2011 年业绩不达预期，增速还不到 20%，主要是因为公司以前的专业医疗工程采取的是竣工交付结算，导致收入确认受到医院本身建设进度和结算的影响，几个大型项目未能如期结算。

随着公司进入医院整体建设领域后业务范围扩张明显,这种竣工交付的结算模式已经不符合公司的业务需求,医院整体建设工程收入有望采取按进度结算方式,业绩确定性显著增强。

我们预计公司 2012-2014 年分别实现收入 6.59、11.57 和 15.01 亿元,同比分别增长 91.1%、75.6%和 29.7%。2012-2014 年实现归属于上市公司股东的净利润 9,030、16,247 和 21,616 万元,同比分别增长 73.3%、79.9%和 33.1%。

图 12 公司业绩快速增长



数据来源: 公司资料、安信证券研究中心

6.3. 细项收入分析

医院整体建设项目可以分成土建、建安、装饰装修、医疗专业工程和设备采购几个部分。土建、建安和装饰装修是公司新开展的业务,毛利率较低,我们把它们统一划成其他工程,医疗专业工程和医疗设备采购是公司原来的主要收入和利润来源,毛利率相对较高。

医院整体建设项目一般工期为两年多一点,第一年主要是土建、建安和装饰装修等其他工程,毛利率较高的医疗专业工程和设备采购收入主要在第二、三年实现。

我们预计 2012 年公司医疗专业工程将实现收入 2.7 亿元(原有的独立医疗专业工程项目),仍保持相对平稳的增长,增速在 30%左右,但随着医院整体建设项目进入第二年,医疗专业工程将迎来结算高峰,2013 年预计比 2012 年翻一番,达到 5.4 亿元,2014 年上升至 7.1 亿元。

土建、建安和装饰装修等其他工程预计 2011 年只有少量结算,2012 年开始快速增长,预计 2012-2014 年分别实现收入 2.12、3.56 和 4.61 亿元。

此外公司的医院后勤托管服务也将跟随整体业务的扩张而发展,预计 2012-2014 年分别实现收入 5240 万、6820 万和 8860 万元。

表 10 2009-2014 年公司细分行业收入

单位: 百万元

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
医疗专业工程收入	158.7	181.7	209.0	270.0	540.0	710.0
增速	53.82%	14.46%	15.06%	29.19%	100.00%	31.48%
成本	89.8	108.6	133.8	170.6	335.3	436.7
增速	0.00%	20.89%	23.19%	27.57%	96.52%	30.21%
毛利率	43.40%	40.23%	36.00%	36.80%	37.90%	38.50%
其他工程	-	-	30.3	212.0	356.0	461.0

增速				599.21%	67.92%	29.49%
成本	-	-	24.9	173.8	291.9	378.0
增速				599.21%	67.92%	29.49%
毛利率			18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
医疗设备销售收入	26.1	50.5	62.8	113.0	176.0	216.3
增速	39.43%	50.00%	30.00%	20.00%	18.00%	20.00%
成本	15.9	32.8	39.7	70.2	108.5	133.3
增速	16.60%	59.50%	167.30%	277.40%	127.10%	127.10%
毛利率	38.87%	35.00%	36.76%	37.84%	38.36%	38.40%
后勤托管服务收入	21.0	26.9	35.0	52.4	68.2	88.6
增速	42.32%	28.35%	30.00%	50.00%	30.00%	30.00%
成本	15.6	19.1	24.8	37.2	48.4	62.9
增速	69.31%	22.62%	30.08%	50.00%	30.00%	30.00%
毛利率	25.73%	29.04%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

7. 估值具备提升空间

基于以上关于行业和公司业务的详细分析，我们认为，公司的医疗专业工程毛利率在 35% 以上，与园林工程类似，其他工程的毛利率和装饰装修工程类似，我们的估值参照这两类公司。考虑到医院建设工程市场空间大，未来几年将是一片广阔蓝海，尚荣医疗作为首家切入医院整体建设的工程承包商，竞争优势明显，业绩大幅增长值得期待，可以给予相对较高的估值。

表 11 可比公司估值比较

	EPS			复合 增长率	PE			3.21 股价
	2011E	2012E	2013E		2011	2012	2013	
瑞和股份	0.92	1.46	1.99	46.8%	26.5	16.8	12.3	24.5
洪涛股份	0.59	1.00	1.45	56.8%	39.4	23.3	16.0	23.3
金螳螂	1.40	2.02	2.66	37.7%	29.2	20.3	15.4	41.0
亚厦股份	1.06	1.63	2.21	44.2%	28.3	18.4	13.6	30.1
广田股份	0.89	1.31	1.76	40.6%	27.6	18.8	14.0	24.6
东方园林	3.04	4.70	6.14	42.0%	31.9	20.7	15.8	97.2
棕榈园林	0.72	1.17	1.61	49.6%	36.3	22.3	16.2	26.1
普邦园林	1.64	2.50	3.52	46.4%	24.9	16.3	11.6	40.8
铁汉生态	1.28	2.05	3.17	57.3%	33.9	21.2	13.7	43.4
尚荣医疗	0.42	0.73	1.32	76.8%	59.2	34.1	18.9	25.0

数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

我们预计 2012-2014 年公司的 EPS 分别为 0.73、1.32 和 1.76 元，同比分别增长 73.3%、79.9% 和 33.1%，给予公司买入-A 的投资评级，12 个月目标价 33 元，对应 2013 年 25 倍 PE。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-03-25
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	208.5	270.0	344.6	658.7	1,156.9	成长性					
减: 营业成本	122.3	162.7	226.1	456.4	790.8	营业收入增长率	51.0%	29.5%	27.6%	91.1%	75.6%
营业税费	6.4	7.9	10.3	19.8	34.7	营业利润增长率	62.5%	22.2%	7.7%	73.9%	80.3%
销售费用	10.9	13.7	17.6	32.9	57.8	净利润增长率	65.3%	16.3%	12.3%	73.3%	79.9%
管理费用	22.4	27.6	34.8	51.4	86.8	EBITDA 增长率	61.7%	30.9%	14.4%	71.1%	71.0%
财务费用	1.2	0.4	-8.2	-11.9	-11.6	EBIT 增长率	65.6%	19.9%	-7.3%	78.3%	90.6%
资产减值损失	-1.4	0.7	2.4	3.1	5.5	NOPLAT 增长率	64.1%	15.7%	-4.1%	77.6%	90.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.4%	0.3%	87.6%	45.2%	27.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	33.1%	20.4%	373.5%	6.2%	10.5%
营业利润	46.7	57.1	61.5	107.0	192.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	毛利率	41.4%	39.7%	34.4%	30.7%	31.6%
利润总额	47.2	57.8	62.0	107.5	193.4	营业利润率	22.4%	21.2%	17.9%	16.2%	16.7%
减: 所得税	7.7	11.1	9.9	17.2	30.9	净利润率	19.1%	17.2%	15.1%	13.7%	14.0%
净利润	39.9	46.4	52.1	90.3	162.5	EBITDA/营业收入	24.6%	24.9%	22.3%	20.0%	19.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	23.0%	21.3%	15.5%	14.4%	15.7%
货币资金	63.2	84.7	939.9	882.9	907.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	138	186	163	108	76
应收帐款	80.5	95.5	160.0	270.6	429.6	流动营业资本周转天数	36	31	113	121	100
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	320	316	796	716	475
预付帐款	22.4	33.1	48.9	48.9	48.9	应收帐款周转天数	117	100	115	102	96
存货	31.9	62.9	99.1	168.8	292.5	存货周转天数	52	63	85	73	72
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	623	594	1,035	873	581
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	298	262	296	248	189
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	17.2%	16.9%	4.0%	6.5%	10.6%
投资性房地产	-	26.7	28.1	29.5	30.9	ROA	9.8%	9.6%	3.5%	5.3%	8.0%
固定资产	126.9	151.7	160.9	234.8	253.6	ROIC	27.5%	24.0%	23.0%	21.8%	28.5%
在建工程	50.4	12.6	26.1	36.9	45.5	费用率					
无形资产	12.7	12.4	16.3	15.2	14.2	销售费用率	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	15.0	9.0	13.3	13.3	13.3	管理费用率	10.8%	10.2%	10.1%	7.8%	7.5%
资产总额	403.0	488.6	1,492.5	1,700.9	2,036.3	财务费用率	0.6%	0.1%	-2.4%	-1.8%	-1.0%
短期债务	-	15.0	-	18.0	18.4	三费/营业收入	16.6%	15.4%	12.8%	11.0%	11.5%
应付帐款	35.3	45.7	55.1	131.3	227.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	43.1%	43.5%	12.4%	18.4%	24.6%
其他流动负债	89.3	108.6	105.5	138.4	231.0	负债权益比	75.8%	77.0%	14.2%	22.5%	32.7%
长期借款	41.1	16.1	16.1	16.1	16.1	流动比率	1.56	1.56	8.40	4.97	3.61
其他非流动负债	5.9	19.6	21.0	21.0	21.0	速动比率	1.31	1.21	7.73	4.36	2.98
负债总额	173.8	212.6	185.7	312.7	501.9	利息保障倍数	38.83	146.23	6.53	8.02	15.68
少数股东权益	0.3	0.7	0.7	0.7	0.7	分红指标					
股本	61.5	61.5	123.0	123.0	123.0	DPS(元)	-	-	0.04	0.07	0.13
留存收益	167.4	213.8	1,183.2	1,264.5	1,410.7	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	229.2	276.0	1,306.9	1,388.2	1,534.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.6%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	39.5	46.8	52.1	90.3	162.5	EPS(元)	0.32	0.38	0.42	0.73	1.32
加: 折旧和摊销	3.7	10.0	23.5	36.4	43.6	BVPS(元)	1.86	2.24	10.63	11.29	12.47
资产减值准备	-1.4	0.7	2.4	3.1	5.5	PE(X)	73.7	63.4	56.4	32.6	18.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.8	10.7	2.2	2.1	1.9
财务费用	0.4	1.3	0.8	-8.2	-11.9	P/FCF	-315.2	71.4	-20.6	-50.0	165.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	14.1	10.9	8.5	4.5	2.5
少数股东损益	-0.4	0.4	-	-	-	EV/EBITDA	28.0	20.7	26.1	15.9	9.3
营运资金的变动	24.4	13.6	-110.7	-74.3	-99.4	CAGR(%)	31.7%	51.4%	60.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	58.1	51.0	-40.8	43.7	100.6	PEG	2.3	1.2	0.9	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-84.0	-0.9	-55.0	-120.0	-70.0	ROIC/WACC	2.8	2.4	2.3	2.2	2.9
融资活动产生现金流量	14.8	-5.8	964.4	20.8	-4.2	REP	2.7	2.9	2.4	1.8	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

傅真卿，建材行业分析师，中国人民大学经济学学士，中国注册会计师。2011年10月加入安信证券研究中心。

分析师声明

李孔逸、傅真卿分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034