

**爱尔眼科 (300015.SZ)****保健产品及服务行业**

评级：买入 维持评级

公司研究简报

市价（人民币）：20.25元

**准分子全年影响可控，配镜业务值得期待；****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)	119.68
总市值(百万元)	8,650.80
年内股价最高最低(元)	26.91/18.41
沪深 300 指数	2901.22

**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.451	0.402	0.543	0.750	1.050
每股净资产(元)	4.78	3.20	3.74	4.41	5.46
每股经营性现金流(元)	0.90	0.60	0.98	1.31	1.62
市盈率(倍)	71.90	50.32	37.28	27.01	19.29
行业优化市盈率(倍)	31.91	25.67	25.67	25.67	25.67
净利润增长率(%)	30.08%	42.90%	34.96%	38.02%	40.04%
净资产收益率(%)	9.42%	12.57%	14.51%	17.02%	19.24%
总股本(百万股)	267.00	427.20	427.20	427.20	427.20

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **准分子激光手术短期增速放缓，全年影响较小：**2月中旬由于“台湾封刀”事件报道，公司当月准分子激光手术量增速明显放缓，3月份开始有所回升，我们判断随着时间推移，报道对消费者心理影响将逐步消退，全年手术量仍有望实现20%以上的较快增长；
- **公司连锁规模优势进一步扩大：**公司目前已开设36家眼科医院，另公告5家正在筹建；今年计划将开设医院数量增加到45家以上，其中包括兰州、深圳等省会城市，以及两湖地区的地级市医院。
- **配镜业务有望成为公司发展新方向：**公司配镜业务虽然增长较快，但仅作为医疗服务的配套项目，收入占比多年维持在15%左右；公司未来两年计划扩充视光配镜的品类，试点配镜连锁，将配镜业务扶植成为医疗服务外的另一主导业务。
- **公司一季报增速放缓，媒体负面报道是主因：**公司一季度实现销售收入3.55亿元，同比增长36%；实现净利润4759万元，同比增长31%。收入利润增速均有所放缓，受到“封刀”事件显著影响。
- **毛利率下滑，费用率下降：**公司从2012年起会计政策变更，经营部门使用的房租和装修费用从管理费用改为计提营业成本。按同比口径前向调整后，一季度毛利率下滑1.78个PP；管理费用率持平；销售费用率9.5%，较同期下降2.9个PP。营业利润率较上年同期下降0.98个PP，总体保持稳定。

**投资建议**

- 鉴于“台湾封刀”事件影响，我们略为下调公司2012-2014年的EPS至0.54元、0.75元、1.05元(原预测0.56、0.79元、1.10元)，同比增长35%，38%，40%。
- 公司目前估值较高。然而，通过在省外复制三级连锁模式、发展配镜业务，公司长期成长性突出，行业龙头地位无可撼动，维持“买入”评级。

**风险**

- 医疗事故风险；准分子手术后遗症报道风险。

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

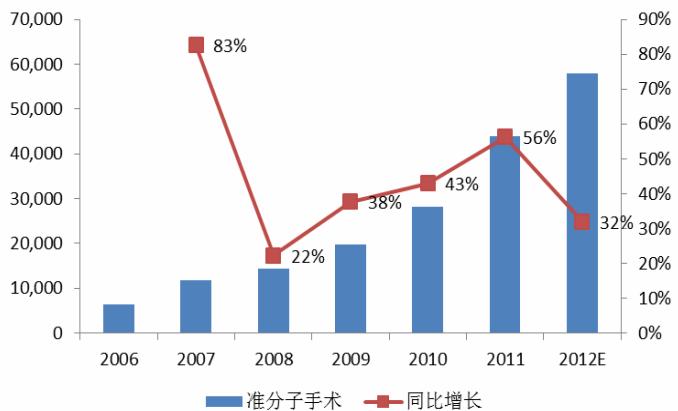
**燕智** 联系人  
(8621)60870946  
yanz@gjzq.com.cn

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

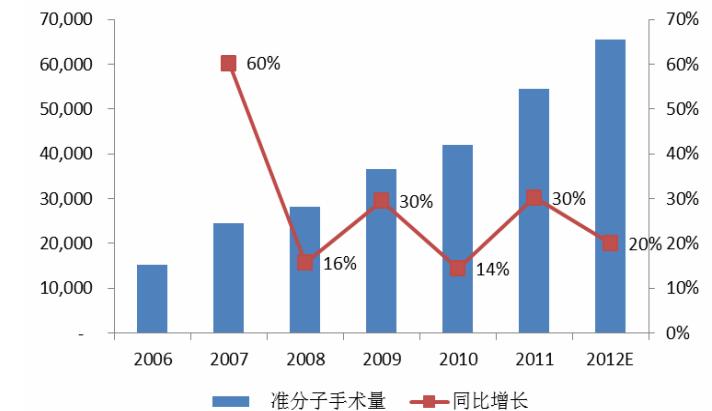
## 准分子手术受报道影响只是暂时现象，全年增长可期

- 2月中旬，媒体爆出“台湾封刀”事件，准分子手术后遗症成为舆论焦点，导致公司当月手术量增速明显放缓。
- 公司对于媒体负面报道积极成熟的应对，表现出公司极强的经营管理能力，和高效的反应速度，更加彰显了公司作为行业龙头企业的责任感和领先地位。
- 第一阶段公司借助权威学术机构和学者发声，拨乱反正，验证手术的安全性，帮助行业整体尽快消除媒体负面影响。
- 第二阶段，公司通过突出爱尔眼科龙头地位和安全性，与竞争对手拉开差距，进一步扩大市场占有率。
- 第三阶段，针对后遗症报道，公司推广终生术后管理服务等增值服务，一方面消除患者对于后遗症的顾虑，一方面增加患者的消费粘性。
- 我们预计，自2月中旬媒体报道后，公司准分子激光手术量当月仅为个位数增长，较原定目标增速下滑20个PP；从三月开始，随着消费者对于媒体报道的淡忘，准分子手术量的增速将逐月回升。
- 后遗症报道对消费心理影响较小。我们援引发表于2005年《眼视光学杂志》上对443个准分子激光手术患者的调查：“大部分患者表示有关手术原理曾咨询过医生，也留意过科普宣传，但真正促成手术的原因是咨询曾经做过手术的朋友或亲人，而且多数患者反复咨询、考察几个甚至十几个患者。可见，在决定手术前患者是非常谨慎的。”因此，我们认为本次媒体报道，对于潜在消费者来说并不存在信息增量，不会对消费者的长期消费选择产生实质性的影响。我们预计二季度负面影响将逐步消失，3季度恢复正常增长轨道。
- 我们预计，公司一季度准分子手术量增长仅为15%左右，较上年同期下滑15个PP，但受益于需求升级带来的平均手术单价提升，准分子手术全年收入增速仍将达到30%。

图表1：准分子手术销售收入（万元）



图表2：准分子激光手术手术量（人次）



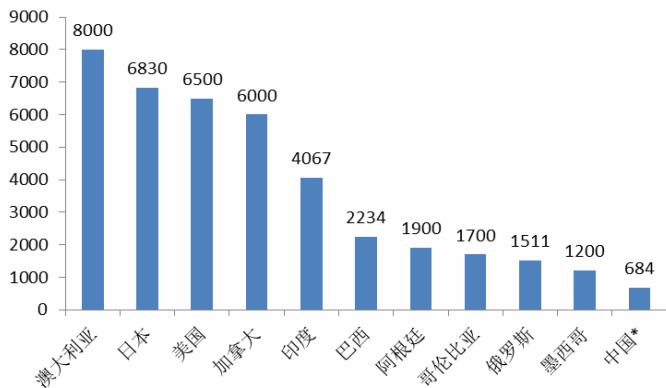
来源：国金证券研究所

## 白内障手术仍有巨大潜力，长期成长性无忧

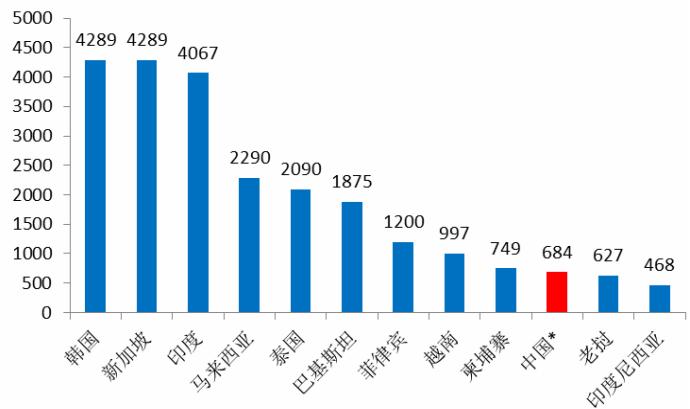
- 2009-2011年，公司两湖地区医院承接“百万贫困白内障患者复明工程”的手术患者较多，今年随着“百万贫困白内障患者复明工程”进入尾声，同比手术量增速可能有所下滑。

- 然而，由于百万复明工程的手术均价和毛利低于普通白内障手术，对公司利润的贡献较小。
- 我国目前的白内障手术率仍严重滞后于国际水平。2011年我国白内障复明手术91.4万例，全国百万人口白内障复明手术率（CSR）为684。

图表3：世界人口大国2006年CSR比较



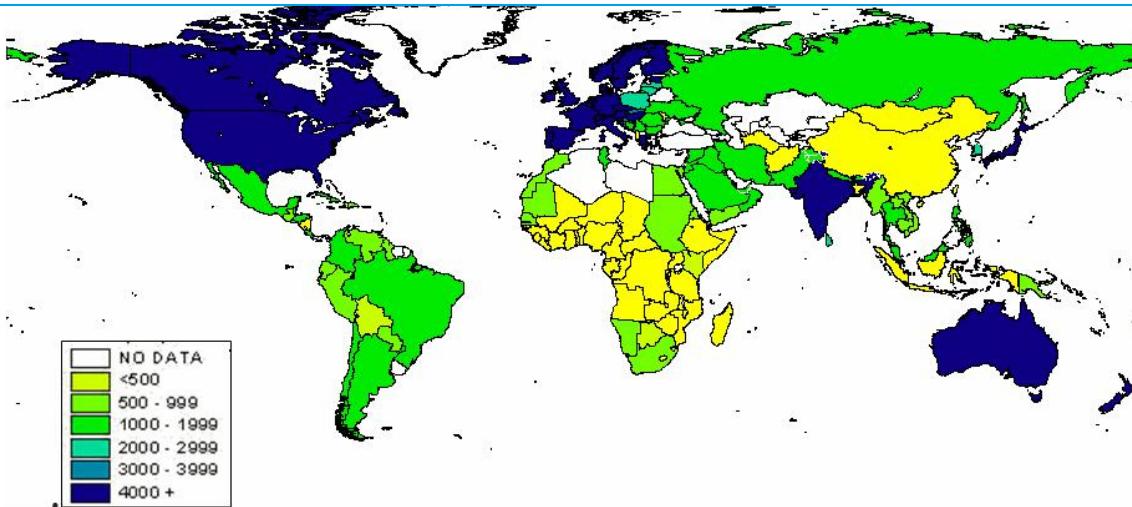
图表4：亚洲各国2006年CSR比较



来源：WHO,国金证券研究所 备注：中国为2011年最新数据

- 相比之下，美国、日本等发达国家的CSR已经达到5000以上，而亚洲的印度、马来西亚、菲律宾等发展中国家，CSR也超过2000。从民生政治的角度出发，中国政府必将加大白内障手术的保障力度。因此，白内障手术领域潜伏着很大增长潜力。

图表5：2004年WHO统计各国CSR分布



来源：WHO、国金证券研究所

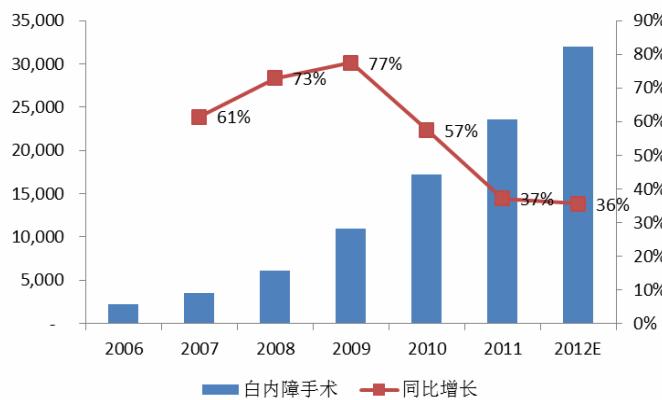
- 由于我国各地经济发展水平以及地区环境差异较大，使得各省CSR水平存在较大差异。

**图表6：2011年卫生部白内障复明手术各省信息**

排名	(省、市)	2011年CSR	2011年报送手术例数	2009年CSR
1	上海	1699	39103	1663
2	云南	1051	48317	636
3	山东	1035	99095	1148
4	天津	985	12741	968
5	西藏	936	2807	1203
6	宁夏	817	5149	779
7	湖南	810	53174	676
8	青海	787	4433	712
9	山西	776	27713	1157
10	广东	770	80331	859
11	河南	725	68170	692
12	福建	719	26535	515
13	甘肃	679	17365	691
14	四川	664	53371	526
15	黑龙江	661	25316	418
16	重庆	658	18983	743
	<b>全国</b>		<b>914193</b>	<b>781</b>

来源：卫生部、国金证券研究所

- 同时，由于各省举办的鼓励复明手术政策多为项目制，缺乏长期持续性，导致各年度之间的手术量和CSR变化较大，连贯性较差。
- 公司遍布全国主要省市的连锁医院网络能够把握各省份由于鼓励政策带来的机会，充分享受政策红利。
- 公司将进一步加大医保报销的覆盖医院数量。目前，医保报销收入仅占公司收入比重的18%左右，有很多医院的白内障项目不在医保范围之内，公司将不遗余力的推动公司眼科手术项目医保报销的覆盖面，这将更加有利于公司与公立医院平等的竞争，提升白内障手术的市场占有率。
- 我们预计，公司今年虽然受到“百万复明”项目结束的影响，手术量仍将保持20%以上的增长，未来白内障手术量将有望维持30%左右的复合增长。同时，也不排除国家加大白内障手术的保障力度，推出更有力的优惠政策，这将为白内障手术业务带来超预期的增长机遇。

**图表7：白内障手术销售收入（万元）**

**图表8：公司理念白内障手术量**

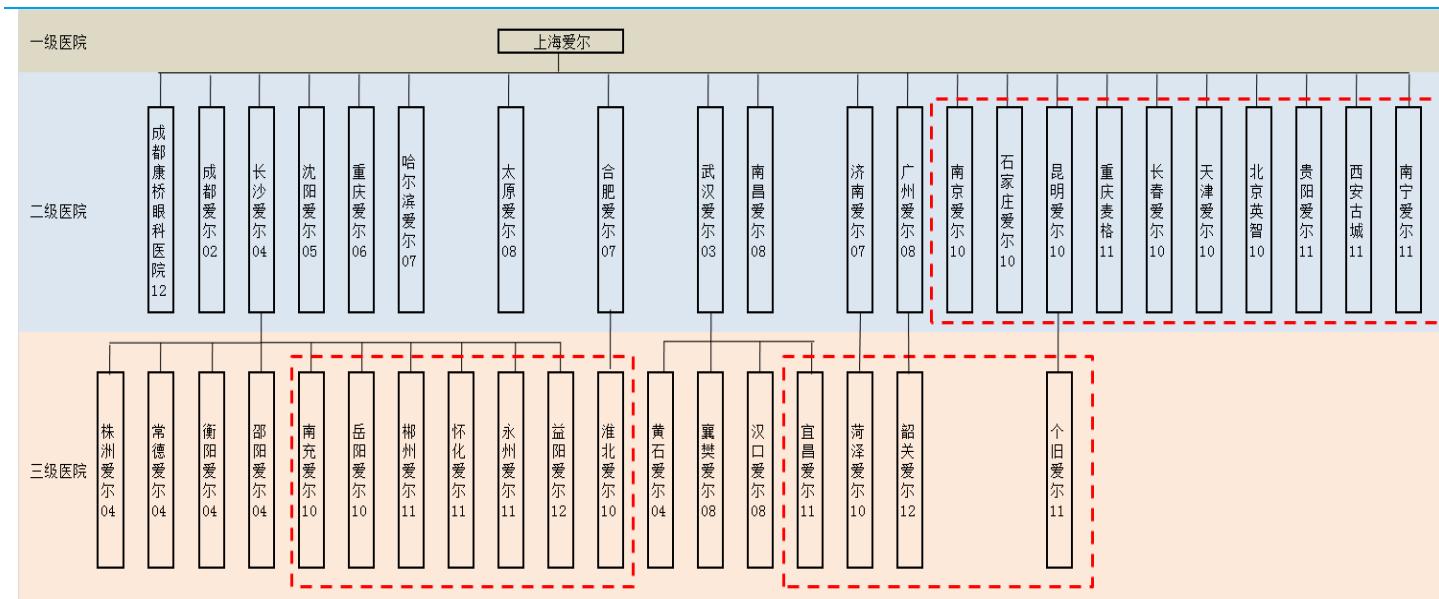

来源：国金证券研究所

### 连锁扩张进入地级市深耕阶段，比较优势越发明显

- 公司目前已运营的医院36家，公告筹建或拟收购的医院5家；设有上海在内的省会级眼科医院23家，地级市眼科医院18家。
- 今年公司计划将医院总数提升到45家以上，其中包括兰州和深圳两家省会级医院，以及其他地级市医院。

- 公司三级连锁体系日渐成熟，地级市市场存在巨大潜力。湖南省是公司目前连锁网络最发达的地区，布局有 11 家地级市医院。从目前的发展情况来看，湖南省目前地级市医院的合计收入已经与省会长沙爱尔相当，并且收入增速远超长沙爱尔。
- 其中设立较早的衡阳、常德、株洲等地级市医院于 2011 年分别实现营业收入 4274 万、2260 万、3974 万，实现净利润 1450 万元、1066 万元、697 万元。仅三家医院收入规模就已经相当于一个长沙爱尔的规模。
- 从竞争的角度，公司作为行业的绝对龙头，在全国各省会完成布局，对竞争对手形成巨大的威慑。公司在竞争对手疲于覆盖省会城市的时候，已经开始深度挖掘地级市的需求，领先优势进一步扩大。
- 公司目前仅在湖南和湖北地区布局了地级市医院，随着三线城市人口消费水平不断提高，对眼科医疗的需求正在快速增长，公司作为全国性连锁品牌，较地级市公立医院在技术、服务、品牌等方面具有明显竞争优势。
- 因此，我们认为公司能够领先于竞争对手，把握地级市医疗需求快速增长的发展机遇。随着三级连锁网络开始向两湖地区以外复制，公司的成长空间将进一步被打开。

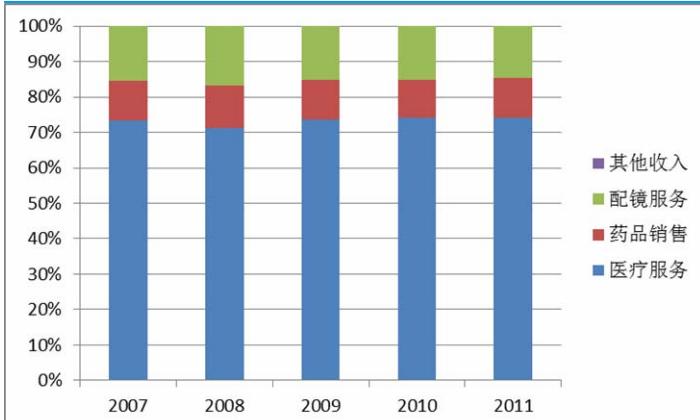
**图表9：爱尔眼科三级连锁组织架构图**



来源：国金证券研究所

### 试水视光配镜业务，品牌背书战略得当

- 公司计划未来两年在两湖地区试点视光配镜中心，依靠爱尔眼科的专业化品牌形象与普通眼镜店拉开差距。
- 公司视光配镜业务收入仅占公司营业收入的 15%，2011 年实现收入 1.93 亿元，同比增长 47%。公司的视光配镜业务现阶段仅作为公司医疗服务的补充项目，可提供的产品选择较少。公司也将扩充医院内配镜业务产品的品类，以吸引更多客户，减少客源流失。
- 预计随着配镜连锁店的试点运营，公司配镜业务的增速将逐步加快，长期有望成长为公司除医疗服务以外的另一主导板块。

**图表10：公司各业务板块收入占比**


来源：国金证券研究所

**图表11：公司视光配镜业务历年收入**


### 一季度收入增速放缓，全年增长可期

- 公司 2012 年一季度实现销售收入 3.55 亿元，同比增长 36.05%；实现归属于上市公司股东的净利润 4759 万元，同比增长 30.67%，实现 EPS 0.11 元。
- 公司收入增速自 2010 年 3 季度以来首次低于 40%，主要受到 2 月中的“台湾封刀”媒体报道影响，我们估计媒体报道当月准分子手术量仅为个位数增长，较正常增长下降 25 个 PP 左右；但由于公司媒体紧急公关措施得当，3 月手术量增速即出现回升。
- 在公司其他业务增速保持稳定的前提下，我们预计准分子手术一季度手术量整体增速为 15%，其中一月份增长 30%，二月份增长 5%，三月份增长 10%。同时，考虑患者对于术后后遗症的担忧提高，飞秒手术占比继续提升，手术均价预计继续提升 10%，使得一季度准分子手术业务收入增速在 27% 左右，较上年同期增速约下滑 30 个 PP。
- “台湾封刀”报道对一季度影响最大，后续影响将逐月递减。按照我们每个季度手术量增速恢复 5 个百分点的假设，到 7 月份准分子手术量将恢复原有 30% 的增长，即二季度整体手术量增速约 20%，三季度恢复 30% 的正常增长。
- 按照上述假设推算，公司全年准分子手术量增速仍将有望维持在 20%-25% 左右，较上年仅下滑 5-10 个 PP。
- 公司会计政策变更，费用率保持稳定。公司公告从 2012 年 1 月起将用于经营活动的场地租金和装修折旧由计入管理费用变更为计入营业成本。
  - 按照新会计政策将 2011 年财务数据调整后，公司一季度毛利率为 46.1%，较 2011 年年报毛利率（调整后）下降 1.78 个 PP，主要由于人工工资的上涨所致。
  - 一季度管理费用率为 17.54%，较 2011 年年报管理费用率（调整后）提升 0.16 个 PP。
  - 公司一季度销售费用率为 9.52%，较去年同期下降 2.08 个 PP。
  - 因此，公司营业利润率较上年同期下降 0.98 个 PP，总体保持稳定。

### 盈利预测

- 我们预测公司 2012-2013 年的营业收入增速为 38%、41%、42%，仍然维持 40% 的复合增长率，分业务拆分假设如下：

- 准分子手术保守预测全年手术量增长 20%，手术均价提升 10%。
- 白内障手术今年受到“百万复明工程”结束影响，手术量增速下滑到 23%，但手术均价提升 10%，整体收入保持 36%的稳定增长。
- 其他医疗服务和药品销售的增速和就诊量增长的假设持平。
- 视光配镜业务将成为重点发展方向，增速预计逐年提升。
- 公司作为眼科医疗行业的绝对龙头，已经在战略发展阶段上与竞争对手明显拉开差距，强者恒强的马太效应现象。未来随着三级医院网络在两湖以外地区的复制，以及视光配镜业务的发展，公司长期发展可期。
- 由于“台湾封刀”事件影响，我们略为下调公司盈利预测，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为：0.54 元、0.75 元、1.05 元，同比增长 35%、38%、40%，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 媒体对准分子激光手术后遗症的持续报道；
- 医疗事故事件；
- 人工、租金成本过快上涨，蚕食利润

图表12：公司各项业务分拆预测

		2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
医疗服务		23,090	31,327	44,652	64,075	97,304	132,912	184,422	255,366
毛利	YOY	76%	36%	43%	43%	52%	37%	39%	38%
毛利率		60%	58%	61%	60%	58.96%	60%	60%	60%
准分子手术		11,688	14,287	19,674	28,127	43,935	57,994	80,670	110,114
毛利	YOY	83%	22%	38%	43%	56%	32%	39%	37%
毛利率		64%	65%	69%	71%	72%	74%	74%	74%
准分子手术量		24,409	28,259	36,599	41,880	54,554	65,464	85,104	110,635
毛利	YOY	60%	16%	30%	14%	30%	20%	30%	30%
准分子均价		4,788	5,056	5,375	6,716	8,054	8,859	9,479	9,953
毛利	YOY	13.9%	5.6%	6.3%	24.9%	20%	10%	7%	5%
白内障手术		3,560	6,156	10,927	17,208	23,593	31,989	42,658	58,227
毛利	YOY	61%	73%	77%	57%	37%	36%	33%	37%
毛利率		32%	45%	49%	51%	48%	48%	48%	48%
白内障手术量		12617	16733	30184	45165	57874	71337	90597	117777
毛利	YOY	109%	33%	80%	50%	28%	23.3%	27%	30%
白内障均价		2821	3679	3620	3810	4077	4484	4708	4944
毛利	YOY	-23%	30%	-2%	5%	7%	10%	5%	5%
眼前段手术		2,048	3,279	3,699	5,426	7,770	10,877	15,228	21,320
毛利	YOY	69%	60%	13%	47%	43%	40%	40%	40%
毛利率		49%	43%	33%	29%	26%	27%	27%	27%
眼后段手术		1,070	1,822	2,132	3,147	6,214	9,942	14,913	22,369
毛利	YOY	55%	70%	17%	48%	97%	60%	50%	50%
毛利率		62%	50%	41%	37%	38%	40%	40%	40%
检查治疗		4,724	5,783	8,219	10,168	15,793	22,110	30,954	43,336
毛利	YOY	79%	22%	42%	24%	55%	40%	40%	40%
毛利率		73%	64%	73%	67%	65%	65%	65%	65%
药品销售		3,523	5,161	6,783	9,256	14,408	20,172	28,240	39,536
毛利	YOY				31%	36%	56%	40%	40%
毛利率		31%	33%	29%	28%	27%	28%	28%	28%
配镜服务	配镜服务	4,877	7,424	9,210	13,149	19,331	28,030	43,446	69,514
毛利	YOY	46%	52%	24%	43%	47%	45%	55%	60%
毛利率		58%	60%	60%	59%	58%	58%	58%	58%
其他收入					7	18	30	52	52
毛利	YOY					151%	65%	73%	0%
毛利率						85%	93%	90%	90%
销售收入合计		31,490	43,912	60,645	86,488	131,061	181,144	256,161	364,468
毛利	YOY	65%	39%	38%	43%	52%	38%	41%	42%
毛利		17,710	24,339	34,625	48,753	72,519	101,488	143,521	203,741
毛利	YOY	79%	37%	42%	41%	49%	40%	41%	42%

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）						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>606</b>	<b>865</b>	<b>1,311</b>	<b>1,811</b>	<b>2,562</b>	<b>3,645</b>
增长率	42.6%	51.5%	38.2%	41.4%	42.3%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-260</b>	<b>-377</b>	<b>-585</b>	<b>-797</b>	<b>-1,126</b>	<b>-1,607</b>
%销售收入	42.9%	43.6%	44.7%	44.0%	44.0%	44.1%
<b>毛利</b>	<b>346</b>	<b>488</b>	<b>725</b>	<b>1,015</b>	<b>1,435</b>	<b>2,037</b>
%销售收入	57.1%	56.4%	55.3%	56.0%	56.0%	55.9%
营业税金及附加	-8	-1	-1	-14	-19	-27
%销售收入	1.4%	0.1%	0.1%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费用	-72	-104	-161	-213	-306	-448
%销售收入	11.9%	12.1%	12.3%	11.7%	11.9%	12.3%
管理费用	-136	-216	-326	-456	-652	-921
%销售收入	22.5%	25.0%	24.9%	25.2%	25.5%	25.3%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>129</b>	<b>166</b>	<b>237</b>	<b>333</b>	<b>458</b>	<b>641</b>
%销售收入	21.3%	19.2%	18.1%	18.4%	17.9%	17.6%
财务费用	-4	6	11	-4	-2	-2
%销售收入	0.7%	-0.7%	-0.8%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-1	-3	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>123</b>	<b>171</b>	<b>242</b>	<b>329</b>	<b>456</b>	<b>640</b>
营业利润率	20.3%	19.8%	18.5%	18.2%	17.8%	17.5%
营业外收支	1	8	-2	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>124</b>	<b>179</b>	<b>240</b>	<b>329</b>	<b>456</b>	<b>640</b>
利润率	20.5%	20.7%	18.3%	18.2%	17.8%	17.5%
所得税	-34	-55	-68	-92	-128	-179
所得税率	27.7%	30.5%	28.4%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	90	124	172	237	328	460
少数股东损益	-3	4	0	5	8	12
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>92</b>	<b>120</b>	<b>172</b>	<b>232</b>	<b>320</b>	<b>448</b>
净利率	15.3%	13.9%	13.1%	12.8%	12.5%	12.3%

资产负债表（人民币百万元）						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	922	774	636	1,046	1,255	1,638
应收款项	35	81	71	149	211	320
存货	28	47	78	87	117	154
其他流动资产	56	78	87	98	137	195
<b>流动资产</b>	<b>1,041</b>	<b>980</b>	<b>872</b>	<b>1,379</b>	<b>1,720</b>	<b>2,306</b>
%总资产	73.7%	60.8%	50.6%	65.6%	65.9%	69.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	265	402	518	715	884	1,025
%总资产	18.7%	24.9%	30.1%	34.0%	33.8%	30.7%
无形资产	106	230	326	5	5	5
非流动资产	371	633	850	723	891	1,032
%总资产	26.3%	39.2%	49.4%	34.4%	34.1%	30.9%
<b>资产总计</b>	<b>1,412</b>	<b>1,613</b>	<b>1,722</b>	<b>2,102</b>	<b>2,611</b>	<b>3,338</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	93	169	170	270	382	545
其他流动负债	21	71	72	118	224	327
流动负债	114	240	242	388	606	872
长期贷款	64	64	64	64	64	65
其他长期负债	0	0	2	0	0	0
<b>负债</b>	<b>178</b>	<b>304</b>	<b>309</b>	<b>452</b>	<b>670</b>	<b>937</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,208</b>	<b>1,277</b>	<b>1,368</b>	<b>1,600</b>	<b>1,882</b>	<b>2,331</b>
少数股东权益	25	32	46	51	59	71
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,412</b>	<b>1,613</b>	<b>1,722</b>	<b>2,102</b>	<b>2,611</b>	<b>3,338</b>
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.693	0.451	0.402	0.543	0.750	1.050
每股净资产	9.052	4.783	3.201	3.744	4.405	5.455
每股经营现金净流	1.267	0.899	0.602	0.976	1.308	1.622
每股股利	0.000	0.350	0.150	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	7.65%	9.42%	12.57%	14.51%	17.02%	19.24%
总资产收益率	6.55%	7.46%	9.99%	11.04%	12.27%	13.44%
投入资本收益率	7.18%	8.42%	11.47%	13.99%	16.46%	18.72%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	38.11%	42.61%	51.54%	38.21%	41.41%	42.28%
EBIT增长率	62.25%	29.01%	42.55%	40.49%	37.58%	39.92%
净利润增长率	50.72%	30.08%	42.90%	34.96%	38.02%	40.04%
总资产增长率	256.10%	14.23%	6.76%	22.10%	24.17%	27.87%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	8.4	11.0	11.6	10.0	10.0	12.0
存货周转天数	37.6	36.5	39.0	40.0	38.0	35.0
应付账款周转天数	94.8	106.2	89.6	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	133.4	165.4	140.7	111.0	81.1	56.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-69.51%	-54.27%	-40.47%	-59.48%	-61.37%	-65.49%
EBIT利息保障倍数	29.6	-27.1	-21.6	86.7	198.9	414.2
资产负债率	12.61%	18.86%	17.92%	21.50%	25.66%	28.07%

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	5	5	19	19	24
买入	3	3	11	12	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>1.38</b>	<b>1.38</b>	<b>1.37</b>	<b>1.38</b>	<b>1.39</b>

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 2011-07-21	买入	20.95	50.00
2 2011-08-08	买入	22.97	50.00 ~ 50.00
3 2012-03-07	买入	21.71	N/A
4 2012-03-15	买入	21.33	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形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靠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**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 5599-8803  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100032  
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B