立足医疗监护，跨入血液透析

增持 首次

目标价格：15.00 元

投资要点：

- 国内领先的医疗监护设备商，主营三大系列监护仪产品；
- 通过自建和并购方式进入血液透析领域，形成设备+耗材商业模式；
- 我国医疗设备市场空间广阔，是政府持续推出政策扶持的行业。

报告摘要：

- **公司是国内领先的医疗监护设备商，主营三大系列监护仪产品。**这三大系列监护仪包括常规一体式监护仪、插件式监护仪、掌上监护仪，占公司营业总收入的 75%以上。通过不断研发推动产品往模块化、信息化、家庭化，远程化的方向发展，并保持盈利能力水平的稳定。
- **公司通过自建和并购方式进入血液透析领域，包括血液透析设备和耗材产品。**公司 2012 年收购了天津挚信鸿达 60%的股权（主要生产透析液和透析粉），今年收购了重庆多泰（主要生产血液透析机和多功能泵），拟收购辽宁恒信生物（主要产品血液浓缩液和透析干粉）。公司这些收购有助于公司在市场渠道、产品布局、注册资质等方面的优势互补，形成设备+耗材的商业模式。
- **我国医疗设备市场空间广阔，是政府持续推出政策扶持的行业。**我国拥有全球最大的人口规模，医疗设备支出与药品消费之比远低于世界平均水平。虽然国际巨头企业主导高端市场，但我国企业在监护、血液透析等领域走出了一条不断自主创新、通过突出的性价比实现进口替代、并进而走出国门立足世界的道路。
- **投资建议：**公司坚持以医疗监护设备为主线，在血液透析设备和耗材领域实现跨越发展，有助于提升公司的品牌影响力和业绩增速。我们预计公司 2013/2014/2015 年归属母公司净利润分别为 4900/6400/8300 万元，EPS 分别为 0.34/0.44/0.56 元，当前 PE 分别为 37.8 倍、29.2 倍和 22.9 倍。首次给予增持评级，目标价 15.0 元。

数据摘要	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	158.1	182.3	270.0	355.0	465.0
YoY	10.1%	15.3%	48.1%	31.5%	31.0%
毛利率	47.6%	47.5%	48.0%	48.0%	48.0%
净利润	33.8	37.5	50.9	65.5	84.2
YoY	2.4%	11.2%	35.6%	28.8%	28.5%
EPS(元/股)	0.98	0.50	0.34	0.44	0.56
P/E(x)	15.4	25.7	38.0	29.4	22.7
P/B(x)	1.5	2.5	4.5	3.9	3.3

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email：wangfenghua@hysec.com

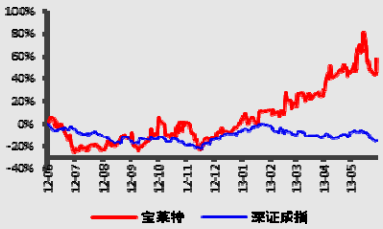
资深分析师

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email：Likunyang@hysec.com

市场表现



基本数据

当前股价（元）	12.85
总股本（亿股）	1.46
流通 A 股（亿股）	0.5377
总市值（亿元）	18.77
52 周股价区间（元）	11.10~31.87
最近 1 个月涨幅（%）	9%

相关研究

《长信科技：重组下游公司，技术、市场多利好》 2013/06/14

《中小市值周报 20130609：牛股基因：真业绩回撤少高送转》 2013/06/09

《中小市值周报 20130602：看好基药备货题材，荐三剑客》 2013/06/02

目录

一、国内领先的医疗监护设备商 4

二、我国医疗监护设备市场空间广阔 5

1. 国际巨头主导的医疗器械市场 5
2. 国内医疗监护设备行业发展空间广阔 7
3. 领先于中低端市场，未来可能进入高端市场 9
4. 保持常规一体式监护仪发展,新插件式监护仪欣欣向荣 9

三、并购进军血液透析领域 12

1. 进入潜力巨大的血液透析领域 12
2. 资本助推业务布局——完善“设备+耗材”经营模式 14

四、募投项目将于 2013 年年内先后完成 15

1. 多参数监护仪技改扩建项目 15
2. 研发中心技术改造项目 15
3. 超募资金投向 15

五、财务分析与可比公司分析 17

六、风险提示 19

1. 主要产品集中的风险 19
2. 新产品研发风险 19
3. 外延并购管理风险 19
4. 海外市场销售风险 19
5. 注册证到期风险 19

七、业绩预测及估值 20

插图

图 1: 主营业务构成（百万）.....4
图 2: 主营业务毛利率（%）.....4
图 3: 宝莱特股权结构图及下属子公司.....5
图 4: 外资企业主导中国医疗器械市场.....6
图 5: 2007-2011 年中国医疗机构床位规模（万张）及每千人床位数.....8
图 6: 掌上监护仪.....10
图 7: 常规一体式监护仪.....10
图 8: 插件式监护仪.....10
图 9: 常规一体式监护仪营业收入、毛利、毛利率.....11
图 10: 插件式监护仪营业收入、毛利、毛利率.....11
图 11: 配件及配套产品营业收入、毛利、毛利率.....11
图 12: 掌上监护仪营业收入、毛利、毛利率.....11
图 13: 血液透析设备进出口额（万美元）和增长率（%）.....13
图 14: 多功能泵血液透析机示意图.....14
图 15: 透析液、透析粉示意图.....14
图 16: 营业收入季度分析（百万元）.....17
图 17: 净利润季度分析（百万元）.....17
图 18: 公司盈利能力趋势分析.....17
图 19: 公司期间费用率趋势分析.....17

表格

表 1: 产业政策推动医疗器械市场发展.....7
表 2: 监护仪全球市场分布特点.....8
表 3: 医疗监护仪分类.....10
表 4: 可比上市公司财务指标对比汇总表.....18
表 5: 可比上市公司相对估值分析.....20
表 6: 上市公司未来三年财务报表预测汇总.....21

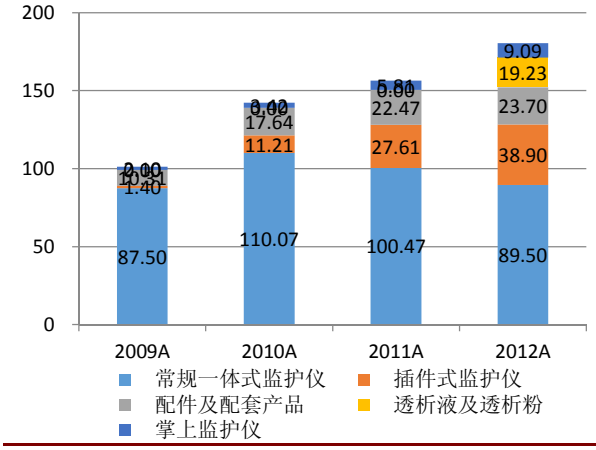
一、国内领先的医疗监护设备商

公司是国内领先的医疗监护设备商，专注于医疗监护设备的研发、制造、销售业务，目前主要产品为**多参数监护仪**，主要包括**掌上监护仪、常规一体式监护仪、插件式监护仪**等三大系列的监护仪产品，广泛应用于家庭保健、社区医疗、普通病房、急诊室、高压氧舱、ICU、CCU、手术室等领域。此外，公司还为三大系列的监护仪产品提供**配件及配套产品**。公司注册地在珠海，并于 2011 年 8 月 11 日在深圳交易所创业板挂牌上市。

公司**坚持以医疗监护设备为主线，进一步围绕医疗器械拓宽产品线**，在巩固医疗监护产品线上，通过自建和并购的方式有计划、有策略地进入血液透析领域，其中包括**血液透析设备和耗材产品**，向具有国际竞争力的科技型医疗设备供应商方向迈进。**血液透析设备**属于公司新开辟的医疗器械产品系列，与公司拥有的医疗监护设备无论在技术、功能和应用方面都具有较大差异。目前血液透析机样机研制成功并陆续进入临床阶段及产品注册等环节。

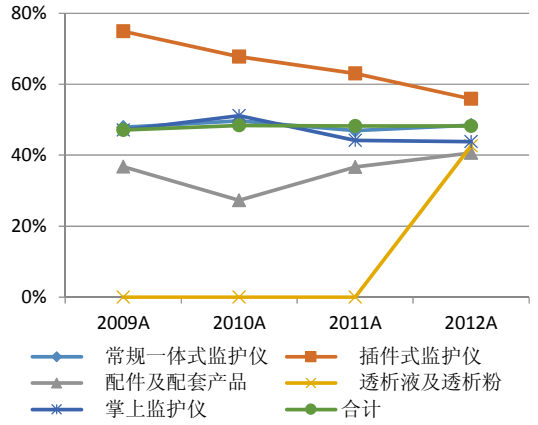
公司总股本 1.46 亿，总市值 21.53 亿。2012 年实现营业收入 18,228.52 万元，较 2011 年同比增长 15.29%；营业利润 3,572.09 万元，较 2011 年同比增长 12.68%；归属于上市公司所有者的净利润为 3,650.59 万元，较上年同期增长 8.08%。收入构成上看，2012 年国内销售收入 9353.68 万元，占比约 51%。国际销售收入 8689 万元，同比增长了 20%，其中欧洲市场销售增长了 73%，占公司出口总收入的 37.52%。

图 1：主营业务构成（百万）



资料来源：宏源证券

图 2：主营业务毛利率（%）



资料来源：宏源证券

公司股权结构明晰，实际控制人为燕金元、王石夫妇，并拥有三家子公司。

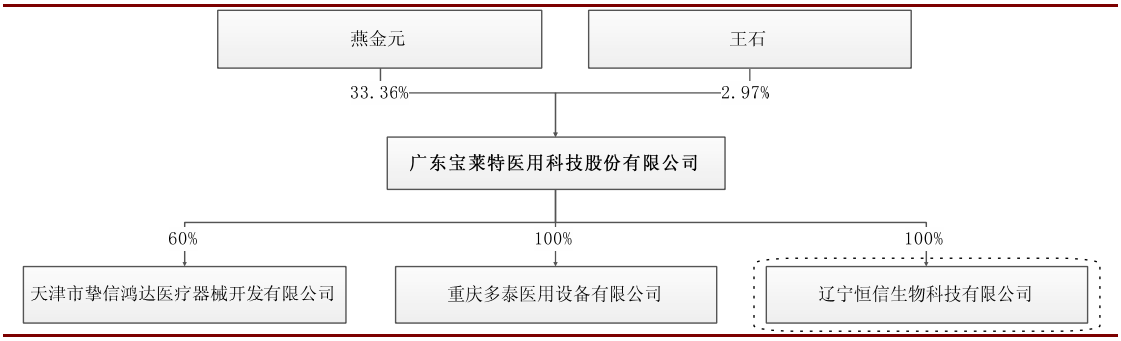
其中挚信鸿达成立于 2001 年 12 月 28 日，注册资本 700 万元，实收资本 700 万元。其主要产品为**透析液和透析粉**，产品销售覆盖全国 20 多个省市和地区，市场份额稳定，公司在技术研发、生产管理、质量控制和市场销售均建立了较成熟的管理体系，每年保持较快的发展速度。2012 年 7 月公司使用超募资金 1900 万元以股权转让及增资方式收购了挚信鸿达 60%的股份。2012 年，根据权益对控股子公司挚信鸿达进行合并报表处理，合并了其 7-12 月的数据。其中挚信鸿达主营产品透析液及透析粉营业收入为 1,923.47 万元，

归属于上市公司的净利润为 156 万元。

重庆多泰 1993 年成立，一直专业从事国家三类医疗器械—血液净化产品的研发、生产、销售及服务，是**国内首家国产血液透析机生产销售企业**，是国内为数不多的能自主研发生产**血液透析机及多功能泵产品**的企业之一。2013 年 2 月 6 日公司完成工商变更登记将其收购成为公司全资子公司。

恒信生物 2004 年成立，是目前东北地区生产和销售血液透析粉和血液透析浓缩液产品规模较大的企业之一。2013 年 6 月 14 日公告显示，正在收购中，收购完成后，恒信生物将成为公司的全资子公司。

图 3：宝莱特股权结构图及下属子公司



资料来源：公司公告，宏源证券

二、我国医疗监护设备市场空间广阔

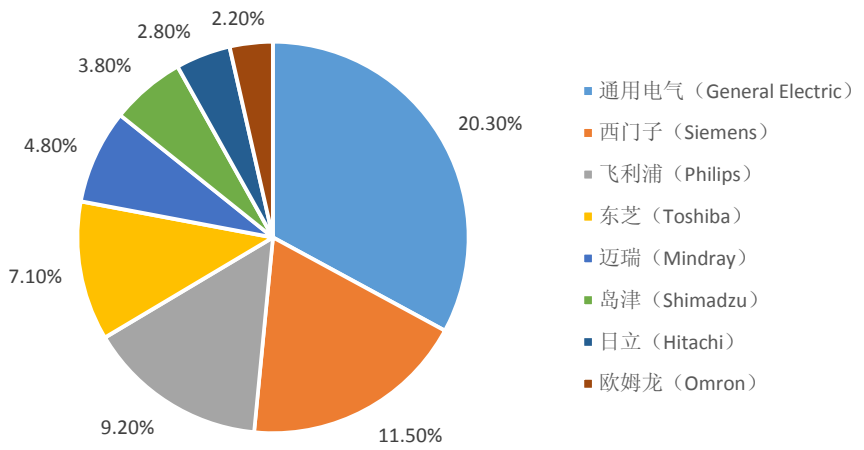
1. 国际巨头主导的医疗器械市场

医疗器械关乎人的健康，是技术壁垒较高、产品质量要求苛刻、投资周期长的行业。目前全球医疗器械市场目前主要被美国、欧洲、日本等发达国家所垄断，尤其是高端产品市场。其中美国约占 40%左右，欧洲占 30%左右，日本约占 9%，中国约占 7%左右。全球市场中主要代表性企业有德国西门子、荷兰飞利浦、通用电气、中国迈瑞医疗等。

中国市场主要被国际巨头占据。除在超声聚焦等少数领域处于国际领先水平外，多数关键技术被发达国家大公司所垄断，并仍有赖于从国外进口，致使近 70%的高端医疗器械市场被发达国家公司瓜分。在核磁、MR、CT 等医疗设备市场方面，主要集中在 GE、西门子和飞利浦等外资公司手里；90%的心电图机市场、80%的中高档监护仪市场、90%的高档多道生理记录仪市场以及 60%的睡眠图仪市场均被外国品牌占据。而在支架材料、导管材料、微导丝、微导管等医械和材料上的依赖程度接近 100%，颅内血管支架和外周血管支架等材料的依赖程度也高达 80%。

国外公司在中国高端医疗器械市场中竞争优势明显。以 2012 年市场统计来看，在中国市场份额最大的八大品牌中，通用电气（General Electric）占 20.3%、西门子（Siemens）占 11.5%、飞利浦（Philips）占 9.2%、东芝（Toshiba）占 7.1%、迈瑞（Mindray）占 4.8%、岛津（Shimadzu）占 3.8%、日立（Hitachi）占 2.8%、欧姆龙（Omron）占 2.2%。八大品牌占据中国 61.70%的市场份额。其中只有迈瑞一个为国产品牌，其他全部为国外品牌。

图 4：外资企业主导中国医疗器械市场



资料来源：驰昂咨询，宏源证券

而国内医疗器械生产厂商主要为中小企业居多，且集中于低附加值、低端产品市场的竞争。在 14000 家生产医疗器械的企业中，约 80%左右的企业，是年销售额仅几百万元的小规模企业，而且产品线大都集中在一次性输液器、医用导管、卫生材料、普外科器械等低附加值的低端医疗器械市场。因此尽管整个行业保持着相对稳定的增长态势，但是国内企业在世界医疗器械市场份额不足 4%。

此外，欧、美、日等国家医疗器械公司除逐步将在本土生产没有成本优势的基础医疗器械产品通过 OEM 或 ODM 等方式转移到中国制造之外，还通过收购国内企业、在中国成立总部和研究中心等方式进一步深耕中国市场。如 2012 年美敦力在上海成立除欧洲和美国外第一家创新中心、飞利浦在苏州投资 5400 万美元打造专为亚太地区基础医疗业务研发与生产的医疗影像基地。通过加大在中国市场的布局力度，外资企业已开始新一阶段的战略扩张。

尽管如此，中国企业依靠本土优势、难得的市场机遇、持续不断地研发投入仍有逆袭的可能性。因为从目前医疗器械与药品消费比例方面来看，世界平均水平为 7：10，发达国家达到 10：10，而我国仅为 3：10；从医疗器械与药品产值比面来看，发达国家器械与制药的产值比约为 1:1，而我国医疗器械收入仅占药品市场规模的约 10%；从医疗卫生总费用占 GDP 比例来看，2012 年我国仅为 4.98%，而世界平均比例为 8%左右。这三个指标均反映我国医疗器械产业与发达国家对比尚存在着较大的缺口，市场发展空间仍极为广阔。

此外，国家也逐渐加大了对医疗器械的重视力度，各种扶持政策相继出台。仅 2012 年就有如下产业政策：

表 1：产业政策推动医疗器械市场发展

时间	机构	文件	备注
2012 年 1 月	工业和信息化部	《医药工业“十二五”发展规划》	指出要把发展先进医疗器械作为重点发展领域
2012 年 1 月	国家科技部	《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》	要重点开发具有自主知识产权、高性能、高品质、低成本和主要依赖进口的基本医疗器械产品，强调以扶持大型医疗器械龙头企业作为发展医疗器械产业重点之一
2012 年 7 月	国务院	《十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	生物产业位列七大战略性新兴产业之一，同时，强调未来将大力支持研究开发高性能临床诊疗设备的核心部件与关键技术，开发高集成度、高灵敏度、高特异性和高稳定性的临床诊断、治疗仪器设备及配套试剂
2012 年 8 月	卫生部	《健康中国 2020 战略研究报告》	未来 8 年将推出涉及金额高达 4000 亿元的七大医疗体系重大专项其中 1090 亿元被明确用在了县医院建设
2012 年 12 月	国务院	《生物产业发展规划》	2013—2015 年，生物产业产值年均增速保持在 20%以上。到 2015 年，生物医学工程产业年产值达到 4000 亿元，突破一批核心技术，培育一批高端化发展的生物医学工程制造企业

资料来源：宏源证券

据国家统计局的统计，2012 年我国医疗器械行业市场规模已经达到 1565 亿，而年均增长率约 23%，预计到 2015 年市场规模要达 3000 亿元。在巨大的市场潜力加政策的推动、本土企业日益认识加强对研发、对产品质量的逐渐重视，中国城镇化水平的推进及生活水平的提高等宏观背景下，先行并扩张企业有望成为行业巨头。整合发展期，中国医疗器械企业将面临三种发展格局选择:

1）专注细分市场，成就细分龙头。如微创医疗、康辉医疗、创生医疗、九安医疗、阳普医疗、新华医疗则是细分领域的佼佼者。

2）通过并购扩张，成为综合巨头。迈瑞医疗、威高股份、鱼跃医疗、乐普医疗已经通过合资、并购走向多元化，成为整合的领跑者。

3）借助科技优势，实现医电一体化。

2. 国内医疗监护设备行业发展空间广阔

我们看好医疗监控设备的发展空间和增长潜力。

医疗监护仪作为基本医疗器械产品，已成为我国医疗器械产业中的一个重要分支。医疗监护仪行业的发展程度是与一国的经济发展水平、居民生活条件、卫生医疗政策及信息技术发展水平息息相关的。根据行业发展程度及市场对产品的需求特征，大致可将全球医疗监护仪市场做如下分类:

表 2：监护仪全球市场分布特点

市场类型	产品类别	市场特征	主要国家和地区
成熟市场	高端产品	市场产品向功能模块多元化、监护网络信息化、远程控制化、可移动化方向发展，使用比例高，市场需求稳定增长。以美国为例，监护仪普及率达到 80%左右	北美、西欧、日本、澳大利亚等
发展中市场	常规产品为主，逐渐向高端产品演进	常规产品和高端产品具有一定的市场需求，市场发展较快，常规产品逐步普及的同时，高端产品市场需求量也在高速增长。以中国为例，监护仪普及为 20%左右	中国、印度等亚洲国家，墨西哥、巴西等拉美国家，俄罗斯等东欧国家
初级市场	常规产品	市场需求主要满足对人体基本生理参数的监控，功能单一，整体普及率较低，市场需求增长缓慢。普及率低于 20%	非洲等地区

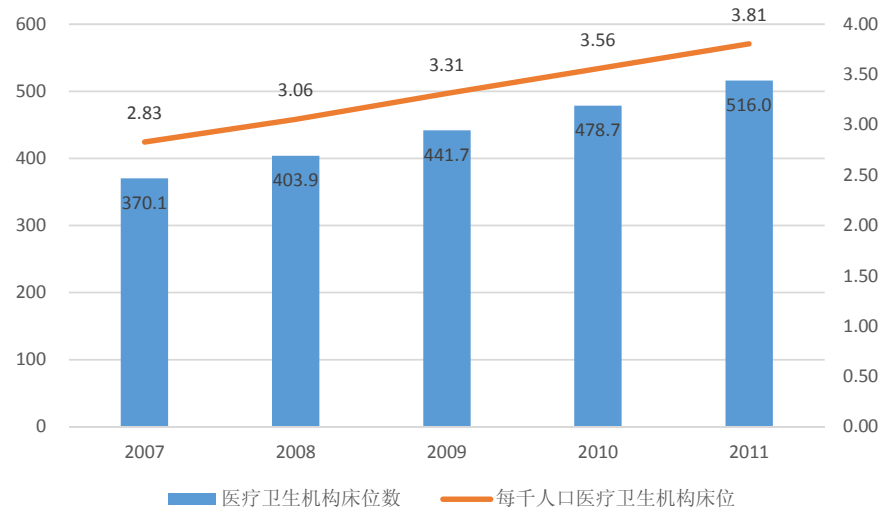
资料来源：公司招股说明书，宏源证券

可以看出全球医疗监护仪产品的高端技术主要掌握在美国、日本、欧洲等少数西方发达国家手里，而以中国、印度、巴西为代表的绝大部分发展中国家仍以常规医疗监护技术为发展重心。

从品牌方面看，目前全球医疗监护仪重点品牌主要有荷兰飞利浦（PHILIPS）、美国通用（GE）和深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司（Mindray），各自市场份额分别为 38%、26%、10%，市场呈现出寡头垄断格局。

在国内随着生活条件的改善，医疗观念已经从原来的“病急投医”逐步向“预防为主，防治结合”转变，医疗消费升级加快，监护仪应用领域不断扩大，医改逐步深入，我国医疗日渐完善，国家财政的扶持将加大各类型医疗机构对既有设备的升级设备的采购力度。医疗监护行业也将因此受益，预计未来医疗监护设备的保有量逐步增加。

图 5：2007-2011 年中国医疗机构床位规模（万张）及每千人床位数



资料来源：国家统计局，宏源证券

从监护设备台数与病床比来看，目前美国、欧洲比值约 80%，我国比值仅约 20%，

尚有很大空间。而国内医疗卫生床位数和每千人医疗机构床位数以每年约 8%的速度增长，无疑助推市场空间的扩大。

此外，从产品更新换代方面来讲，医疗监护设备在一般县级或县级以上医院的使用寿命为 5 年，而三甲医院的使用寿命会更短，因此即使按照保有量的正常更新换代，其市场发展的潜力依然巨大。

我国医疗监护仪品牌在逐渐抢占国内市场的同时，也积极拓展国际市场。2005 年，我国监护出口量为 27,802 台，出口金额为 4,428 万美元，到 2011 年，出口量和出口金额增长到 157,068 台和 30,089 万美元，分别是 2005 年的 5.65 倍和 6.80 倍。但是由于欧美等国家对医疗器械产品有严格的市场准入监管，因此为我国企业开拓国际市场带来了一定难度。目前仅有**迈瑞、宝莱特、金科威**等少数企业获得了美国 FDA 注册、欧盟 CE 认证等，参与国际市场竞争。但是中国自主品牌的医疗监护设备在国际市场上的份额逐步提升，特别是在发展中国家尤为突出，如印度、南非、巴西、阿根廷、墨西哥、泰国等国家。

3. 领先于中低端市场，未来可能进入高端市场

我国医疗监护设备市场目前集中度较高，国内生产销售医疗监护设备的企业约 70 家左右，其中具有独立研发能力的企业约为 10 家。

从市场层次结构方面来看，国内市场主要存在两大板块，以**飞利浦、通用医疗和迈瑞医疗**为代表的企业为第一板块，其产品性能稳定，同级别产品价格比国内品牌普遍高 30%-40%，并通过丰富的医疗器械产品种类和广泛的销售渠道在国内监护设备市场占据营业额和市场份额绝对优势，并在占据高端市场的同时，也在深入我国中低端监护仪市场，例如飞利浦 2008 年收购国内企业金科威来深入常规产品市场，通用医疗也积极制定“草根”战略进入我国二、三线监护仪市场；以**宝莱特、理邦仪器**为代表的企业为第二板块，中低端市场占据着较大市场份额，正通过独特技术和产品，满足不同客户个性化的需求，并且不断加强销售体系建设，加速市场份额的占领。目前**宝莱特在第二板块处于领先地位**，是未来几年最有可能进入第一板块的民族企业。此外，国内市场也涌现了像**深圳杰纳瑞、科曼医疗、和心重典和三埃弗电子**等厂商，希望在广阔的医疗监护设备领域抢占份额。此外国内品牌也在逐渐进行产业转型升级，注重创新研发，不断的向高端市场进军，与国外品牌相竞争。

从市场份额方面来看，2010 年，迈瑞在中国监护设备市场占有率仍然位居第一，市场占有率达 37%左右；飞利浦紧跟其后，市场占有率达 35%左右；外国品牌厂商 GE 以及 Drager 在中国监护设备市场占有率达 20%左右；国产品牌宝莱特及理邦所占市场份额不超过 10%。

4. 保持常规一体式监护仪发展,新插件式监护仪欣欣向荣

医疗监护仪产品更新换代逐步加快，往**模块化、信息化、家庭化，远程化**的方向发展。医疗监护仪是一种以测量病人生理参数，并可与已知设定值进行比较，及时发出警报的装置或系统。医疗监护仪经历了几十年的发展历程，从单参数到多参数，从单机到网络化，从有线到无线等都是由技术进步和临床需求推动。

表 3：医疗监护仪分类

分类方法	产品类别
按结构分类	掌上监护仪、常规一体式监护仪、插件式监护仪
按应用分类	重症室监护仪、麻醉科监护仪、神经科监护仪、胎儿监护仪、新生儿监护仪、除颤监护仪、核磁共振监护仪
按功能分类	床边监护仪、中央监护仪、遥测监护仪
按市场分类	常规监护仪、高端监护仪

资料来源：公司公告，宏源证券

公司的监护仪产品逐步形成了**掌上监护仪、常规一体式监护仪及插件式监护仪**等三大系列。掌上监护仪具有便携、轻巧，易于操作，待机时间长等特点，主要应用于家庭保健、社区医院。公司所生产的掌上监护仪主要用于监测脉率、血氧饱和度等生理参数。公司目前所生产的掌上监护仪主要用于向国外出口。

常规一体式监护仪一般配置常用的生理参数，并且功能模块相对固定，主要应用在医院的各个科室。目前已广泛应用于医院的普通病房，部分产品（如 M9000/M69）也经常应用于 ICU、CCU 及手术室等重点科室。公司所生产的常规一体式监护仪在技术、质量、价格等方面均具备较强的竞争优势。

插件式监护仪除拥有一体式监护仪所有的各种功能外，还具有监测参数模块化，便于监测参数的扩展，目前已成为欧美等发达国家医疗监护仪市场的主导产品。在国内，插件式监护仪主要应用在三级医院的重点科室。公司的插件式监护仪产品具备先进的技术并配备公司自主研发的全球领先的带显示屏可独立使用的多参数插件式模块，自推出以来销售良好，将成为公司未来几年新的销售增长点。

图 6：掌上监护仪

资料来源：招股说明书，宏源证券

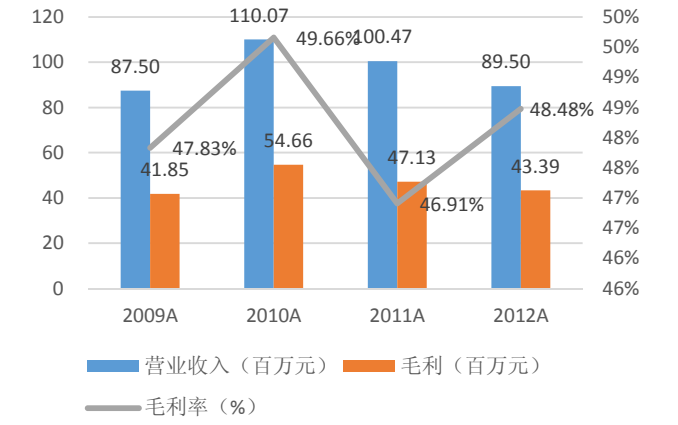
图 7：常规一体式监护仪

资料来源：招股说明书，宏源证券

图 8：插件式监护仪

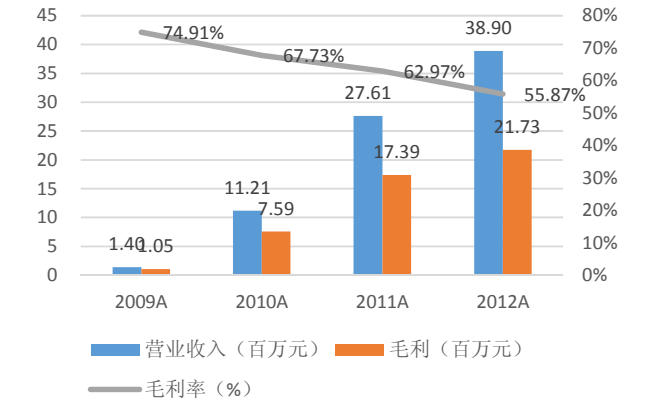
资料来源：招股说明书，宏源证券

图 9：常规一体式监护仪营业收入、毛利、毛利率



资料来源：公司公告，宏源证券

图 10：插件式监护仪营业收入、毛利、毛利率

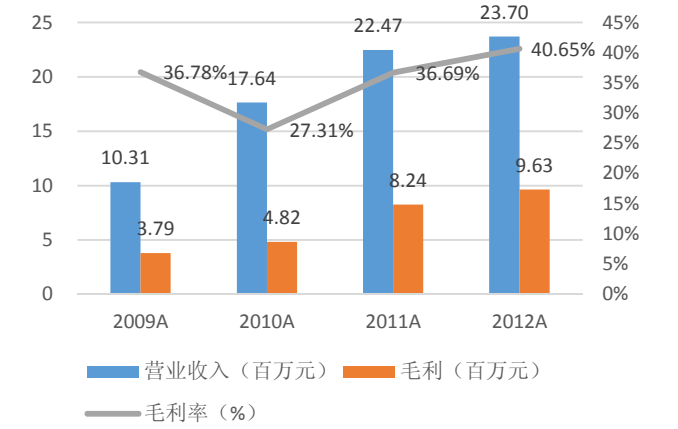


资料来源：公司公告，宏源证券

公司营业收入的的主要营业收入来源于常规一体式监护仪，随着未来插件式高端监护仪市场普及率增加，未来公司的盈利增长点要保持常规一体式发展的基础上增加高端插件式监护仪的销售。

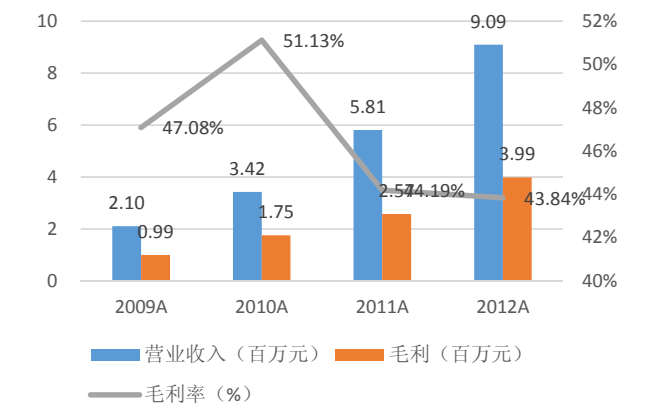
2012 年公司主营产品常规一体式监护仪实现销售 8,949.98 万元，较上年同期增长减少 10.92%，毛利率为 48.48%；插件式监护仪全年实现销售 3,889.96 万元，较上年同期增长 40.88%，毛利率为 55.87%；掌上监护仪实现销售 909.44 万元，较去年同比增长 56.56%，毛利率为 43.84%；配件及配套产品全年实现销售 2370.01 万元，较去年同比增长 5.47%，毛利率为 40.65%。

图 11：配件及配套产品营业收入、毛利、毛利率



资料来源：公司公告，宏源证券

图 12：掌上监护仪营业收入、毛利、毛利率



资料来源：公司公告，宏源证券

三、并购进军血液透析领域

1. 进入潜力巨大的血液透析领域

血液透析是目前应用最广泛的肾脏替代治疗之一，适用于绝大多数尿毒症患者。对于肾外并发症控制良好的患者，通过充分的透析治疗，尿毒症患者可以长期存活数十年。

全球市场方面，全球透析人群仍主要集中在欧美日等发达地区，但是随着发展中国家医保范围的扩大以及国民收入的提高，中国、印度、巴西等国家的透析人数正在快速增长。2011 年，全球透析人数为 215.8 万人，同比增长 6.4%。未来几年全球透析人数将继续保持 6%左右的增长速度，预计到 2020 年将增长至 380 万人左右。

透析主要设备包括血液透析机，耗材包括透析器、透析液和透析管路等。全球血液透析设备市场集中度较高，主要由欧美和日本企业占据。2011 年，全球透析设备市场前三名生产商分别为德国费森尤斯医疗、美国百特和瑞典金宝。费森尤斯医疗是全球最大的血液透析设备生产商，也是最大的血液透析服务提供者，服务于全球超过 23.3 万名肾病患者。美国百特是全球最大的腹膜透析设备生产商。

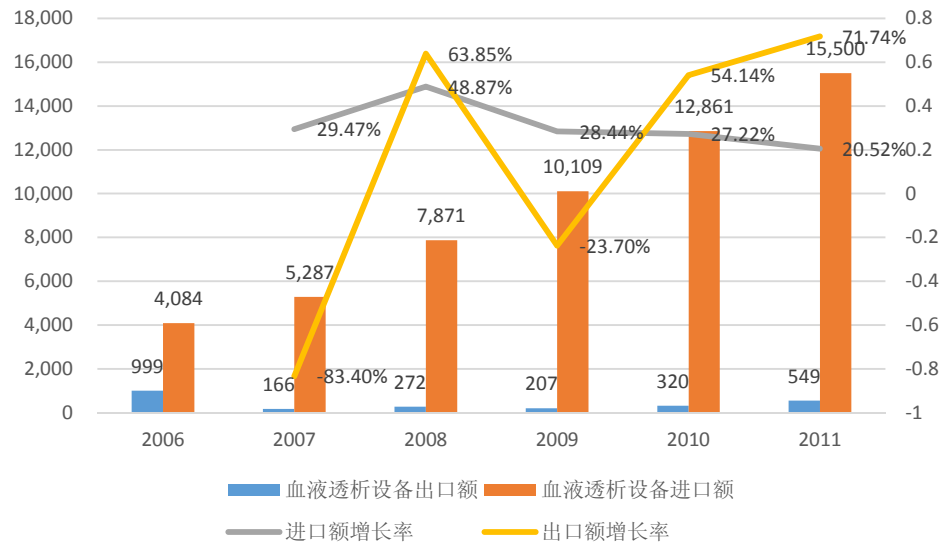
国内市场方面，2012 年，中国终末期肾病（ESRD）患者约有 200 万人，但是由于中国医保报销比例相对较低，大部分终末期肾病患者经济上无法承受，接受透析治疗的人数仅为 10%左右。据估计当前获得血液透析治疗的 ESRD 患者大概为 21 万人。终末期肾病（ESRD）患者平均透析次数 2.32 次/周，平均透析时间 9.27 小时/周，因此每个 ESRD 患者每年透析的 100~120 次/年，则血液透析次数约为 2500 万次/年，按每次 400 元的治疗价格推算，每年实际在血液净化治疗方面支出的医疗费近 100 亿元。

目前，国家医疗保险正逐步提高对肾病患者的治疗报销比例，从而保证患者的基本生存权利，同时在行业规划、政策扶持、政府采购等方面均得到国家和地方政府的重视和支持，如 2012 年 8 月 30 日由国家发改委、卫生部、财政部、人社部、民政部、保险监督管理委员会等 6 部门公布《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》，明确指出对终末期肾病（尿毒症）等 8 类大病患者给予保障，目前通过新农合与医疗救助的衔接，使该等疾病补充水平达到 90%左右。未来随着中国各级医保覆盖面的逐步扩大、对尿毒症病患者报销比例的提高、医院血液透析中心数量的增加、以及医疗服务水平的提高，会有更多需要进行血液透析的病人得到救治。

中国终末期肾病（ESRD）患者接受治疗的比例将大幅上升，市场潜力巨大。终末期肾病发病率主要和糖尿病及高血压发病率以及人口老龄化相关。随着中国逐步步入老龄化社会，中国终末期肾病发病率呈现上升趋势。尤其是我国的台湾省，发病率为 2420 例/百万人。其次为日本和美国，发病率分别为 2,380 例/百万人和 1,780 例/百万人，欧盟 27 国平均发病率为 960 例/百万人。

从中国血液透析设备进出口额对比来看，出口量大且呈现出明显的上涨趋势：2011 年进口额为 15500 万美元，增长率在 20.52%；而出口额仅 549 万美元，增长率时正时负。一方面反映出中国血液透析设备国内市场需求巨大，国内企业产能不足的境况，主要依赖进口；另一方面也反映了目前中国血液透析设备的市场竞争格局。

图 13：血液透析设备进出口额（万美元）和增长率（%）



资料来源：Wind，宏源证券

由于受限于品牌推广、技术壁垒和产品配套等因素的制约，国内血液透析设备市场主要以国际厂商竞争为主。按品牌划分，一线品牌主要是欧美品牌，包括**瑞典金宝、德国费森尤斯、德国贝朗**等；二线品牌主要是日系品牌，包括日装机、尼普洛、东丽等，一、二线品牌基本占据 90%以上的市场份额。三线品牌主要为国产品牌，生产企业较少，所占国内市场份额较少。其中广州暨华、重庆多泰、重庆山外山等主要生产血液透析机；威高集团、江苏朗生等主要生产透析器。国内产品在技术上、产品配套以及产品质量上均有一定的差距，但随着血液透析市场的高速发展，国产产品在得到人才、资金、管理以及产品技术和质量的支撑，未来国产血液透析设备的发展空间仍然是巨大的。

血液透析浓缩液、血液透析干粉、透析器和透析管路是进行血液透析需使用的主要耗材。由于受限于原材料和物流成本等因素的制约，国内血液透析干粉、血液透析浓缩液市场主要以国内厂商竞争为主，目前国内拥有生产许可资质的厂家约 20 家，其中具有竞争力为 6~8 家，主要分布在天津、广东、江苏、河北和辽宁等地区，约占市场份额的 70~80%。而透析器的使用以进口产品为主，国产透析器占有的市场份额仅为 19%。

由于中国血液透析市场的巨大潜力，除宝莱特之外，仍有多家上市公司涉足透析领域。如华仁药业腹透透析产品已于 2012 年第三季度全面上市；科伦药业通过增资青山利康进入腹膜透析领域，华仁药业腹透透析产品已于 2012 年第三季度全面上市；2013 年 3 月，和佳股份使用超募资金 2200 万元对一家血液透析设备公司增资入股，持股比例达到 78.75%等。

图 14：多功能泵血液透析机示意图

资料来源：网络图片，宏源证券

图 15：透析液、透析粉示意图

资料来源：网络图片，宏源证券

2. 资本助推业务布局——完善“设备+耗材”经营模式

2012 年 7 月公司使用超募资金 1900 万元以股权转让及增资方式收购了挚信鸿达 60%的股份，其主要生产**透析液和透析粉**，开始实现新领域的开拓，布局血透耗材领域。

血液透析设备以及多功能泵均属于国家 III 类医疗器械注册产品，国家对该类产品均有严格的市场准入，目前国家正逐步加强对血液透析产品的监管，因此国家食品药品监督管理局对产品的审批周期可能较长。而目前国内拥有血液透析设备注册证的厂家为 5 家，拥有多功能泵注册证的厂家为 4 家，均分布在重庆、广东和山东三个地区。

子公司重庆多泰其主要生产**血液透析机及多功能泵产品**。为加快公司血液透析设备产业化的实施，充分考虑到自我研发设备在产品临床及注册环节上所耗费时间的不确定性，因此公司通过全资收购重庆多泰的方式加快进入血液透析设备的领域。公司因此取得血液透析机医疗器械注册证,快速进入血液透析机领域。本次收购一方面将为重庆多泰提供良好的资金，管理支持，并在产品线，市场渠道等方面优势互补，帮助重庆多泰现有产品的销售业绩重新达到正常规模；另一方面，也将为公司自主研发血透机的注册申报提供便利和经验，加快市场切入进度。

最新公告收购恒信生物。恒信生物主要产品为血液浓缩液和血液透析干粉，并拥有医疗器械注册证。考虑到目前血液透析浓缩液存在运输半径局限、物流成本过高等缺点，宝莱特于 2013 年 6 月 13 日与标的公司原股东中海润科技集团有限公司和朝阳市加华电子有限公司签署了《关于辽宁恒信生物科技有限公司之股权转让协议》。

恒信生物自 2004 年成立以来，一直从事国家三类医疗器械—血液透析浓缩液和血液透析干粉的研发、生产及销售。产品销售主要覆盖东北和华北地区，属于东北地区生产规模最大的厂商之一，且市场份额稳定。是目前东北地区生产和销售血液透析粉和血液透析浓缩液产品规模较大的企业之一。恒信生物产品均符合国家及相关部门的市场准入要求，每年均保持较快速度发展，同时积累了丰富的行业经验和品牌优势。该产品属于血液透析

耗材产品，符合公司进入血液透析行业当中的发展规划，这对推动公司未来发展战略目标的实现具有重要意义。

打造完善的商业模式。通过三次并购，重庆多泰与挚信鸿达、恒信生物形成互补，公司可以同时进军**血液透析设备和耗材产品**市场，实现有计划、有策略地进入血液透析领域。公司设备核心部件将采取进口方式，然后通过行业中普遍采取送仪器，捆绑销售耗材的销售模式，主要通过耗材实现利润。

四、募投项目将于 2013 年年内先后完成

公司 2011 年 IPO 公开发行人民币普通股 1050 万股，每股发行价格人民币 25.00 元，募集资金总额 26250 万元，扣除发行费用 3189 万元，实际募集资金净额为 23061 万元，其中计划募资资金为 12,161 万元，超募资金为 10,900 万元。募集资金项目多参数监护仪技改项目和研发中心技术改造项目将于今年下半年陆续完成。

1. 多参数监护仪技改扩建项目

2012 年度，多参数监护仪技改扩建项目支出为 1,501.03 万元，其中包括以募集资金置换预先投入募集资金投资项目的 155.84 万元。原规划用地由于受地面沉降、积水等影响，以及受开发区对主干道新建建筑物红线图后退要求所限制等原因，公司对项目基建工程的施工方案进行了部分调整。所用厂房的主体基建工程已基本完成，后续将进入内部装修、设备购置及安装调试阶段，但厂房竣工、验收等达到预定的使用状态仍需一定的时间。

2. 研发中心技术改造项目

2012 年度，研发中心技术改造项目支出为 51.36 万元，原因是该募投项目是以场地改造和设备购置为主，目前场地改造未进行完成，后续公司会加快研发、检测等设备的采购，提高募集资金的使用效率。因涉及到厂房整体规划布局的影响，以及对新购置设备的调试安装等制约，因此对该项目会有所延迟。

3. 超募资金投向

超募资金先后用于购买并增资天津市挚信鸿达、重庆多泰和恒信生物。

公司于 2012 年 5 月 7 日召开董事会会议审议通过了《关于使用部分超募资金收购天津市挚信鸿达医疗器械开发有限公司股权及增资的议案》，公司董事会同意以超募资金人民币 1900 万元以股权转让及增资方式收购挚信鸿达 60%股权。2012 年 7 月 9 日完成工商变更登记。

根据增资及股权转让协议，股权转让方魏廷占、廖伟、傅玲、张艳新承诺该天津挚信鸿达公司 2012 年、2013 年及 2014 年三年业绩，即 2012 年、2013 年及 2014 年经具有证券从业资格的会计师事务所审计的销售收入分别不低于 3,300 万元、4,100 万元及 5,150 万元，税后利润分别不低于 330 万元、410 万元和 515 万元，若天津挚信鸿达公司未能实现上述承诺目标，税后净利润差额部分由原股东魏廷占、廖伟、傅玲、张艳新按照原持股比例以现金方式向本公司补足差额利润部分。

公司于 2013 年 1 月 17 日董事会会议通过收购重庆多泰 100%股权的议案。宝莱特使用超募资金人民币 1,200 万元对重庆多泰进行股权收购并增资，其中以现金 550 万元收购

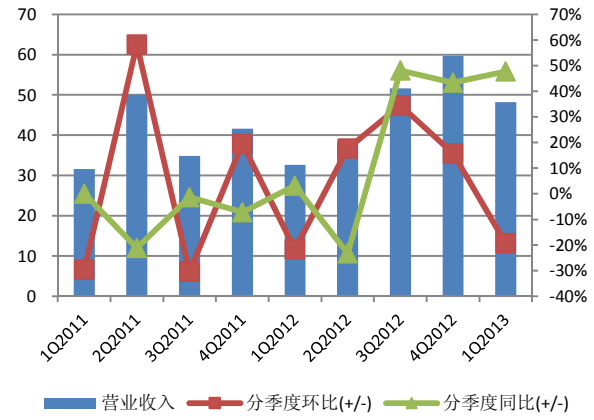
重庆多泰原股东 100%股权，以现金 650 万元对重庆多泰进行增资。完成后，重庆多泰注册资本变更为 850 万元。本次股权转让已于 2013 年 2 月 6 日完成工商变更登记。公司在收购可行性研究报告中预测重庆多泰公司未来 3 年营业收入可以达到 482 万元、904 万元、1470 万元，净利润可以达到-45 万元、17 万元、90 万元。

宝莱特 2013 年 6 月 13 日辽宁恒信生物的原股东中海润科技集团有限公司和朝阳市加华电子有限公司签署了《关于辽宁恒信生物科技有限公司之股权转让协议》：宝莱特拟以超募资金超募资金 1456 万元收购恒信生物 100%股权，并对其进行增资 1200 万元，合计使用超募资金 2,656 万元。预计恒信生物未来三年营业收入可以达到 2319.69 万元、2493.46 万元、3496.70 万元，净利润分别为 139 万元、160.8 万元、622.31 万元。

五、财务分析与可比公司分析

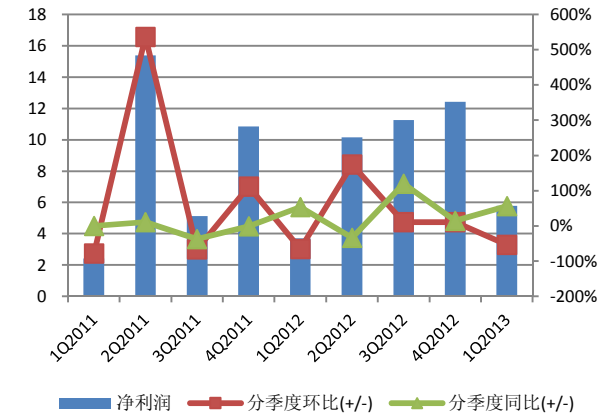
公司自 2011 年上市以来，营业收入和净利润持续稳定增长，盈利能力保持稳定，期间费用率控制较好。

图 16：营业收入季度分析（百万元）



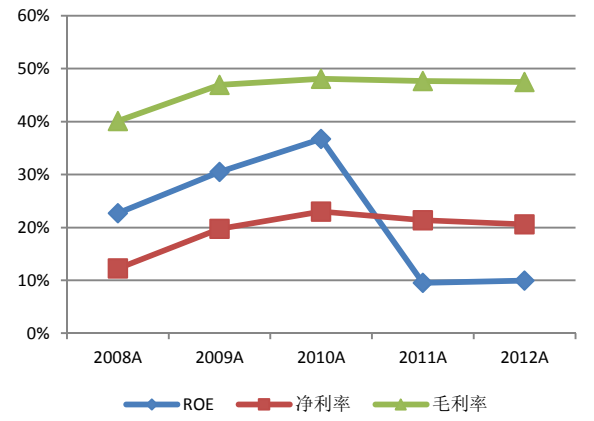
资料来源：宏源证券,公司公告

图 17：净利润季度分析（百万元）



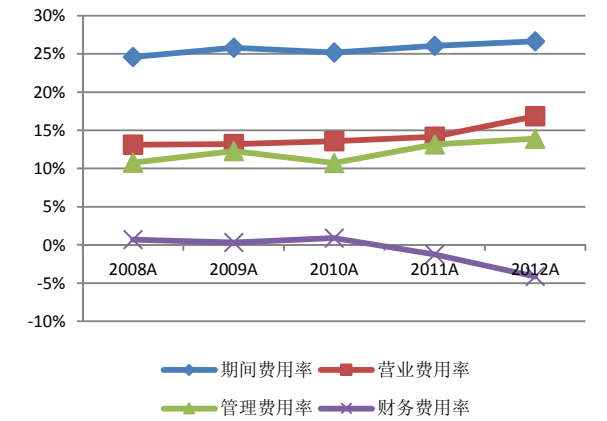
资料来源：宏源证券,公司公告

图 18：公司盈利能力趋势分析



资料来源：宏源证券,公司公告

图 19：公司期间费用率趋势分析



资料来源：宏源证券,公司公告

公司是目前国内领先的监护设备生产商，已经通过并购和持续的研发投入进军血液透析设备及耗材领域。我们主要选取 A 股上市的理邦仪器（主打超声设备、监护设备、心电图机等诊断治疗设备）、九安医疗（主要经营各类电子血压计设备）、乐普医疗（支架、封堵器等医用辅助设备）、和佳股份（DR、肿瘤治疗设备等）作为宝莱特的可比公司。对比发现公司业绩表现较为稳健，但从收入和利润规模上还是偏小。公司目前实践的利用超募资金的并购战略，积极发展血液透析设备和耗材是非常明智的。

表 4：可比上市公司财务指标对比汇总表

证券代码	证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
		2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A
300246.sz	宝莱特	35.96	42.06	15.21	10.07	46.94	48.05	47.64	47.45	19.73	22.97	21.36	20.60
300206.sz	理邦仪器	33.82	35.96	8.75	4.78	57.63	59.34	57.33	56.84	20.05	20.37	15.52	14.01
002432.sz	九安医疗	24.57	4.95	2.68	0.91	33.68	34.07	33.38	33.35	12.47	7.94	5.88	1.95
300003.sz	乐普医疗	25.93	21.52	21.47	16.28	81.73	82.92	82.54	79.13	51.73	53.32	51.44	39.70
300273.sz	和佳股份	13.23	29.12	15.24	13.88	50.75	52.74	50.80	54.33	7.01	14.18	16.70	21.06
证券代码	证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
		2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A
300246.sz	宝莱特	35.25	29.75	10.63	12.82	2.77	3.03	10.78	7.62	2.20	2.30	9.88	6.89
300206.sz	理邦仪器	23.66	18.22	4.01	7.08	4.17	6.64	29.92	25.24	3.46	5.56	28.95	24.24
002432.sz	九安医疗	25.00	5.14	7.29	7.42	2.33	16.72	11.09	10.21	1.57	14.87	8.89	8.06
300003.sz	乐普医疗	5.35	7.21	4.15	4.79	15.86	10.48	18.32	15.52	15.02	9.80	17.02	14.26
300273.sz	和佳股份	48.07	44.65	16.18	21.59	1.77	2.12	7.10	5.02	1.56	1.78	6.68	4.77
证券代码	证券名称	营业总收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业总收入(亿元)			
		2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A
300246.sz	宝莱特	19.85	38.85	10.07	15.29	93.15	61.68	2.38	8.08	1.03	1.44	1.58	1.82
300206.sz	理邦仪器	30.18	40.05	17.06	1.91	61.65	43.81	-10.35	-6.74	2.29	3.21	3.75	3.82
002432.sz	九安医疗	12.04	-4.62	18.56	0.55	24.71	-39.25	-12.27	-66.44	3.13	2.99	3.54	3.56
300003.sz	乐普医疗	43.50	36.25	19.44	10.44	45.11	40.47	15.27	-14.77	5.65	7.70	9.20	10.16
300273.sz	和佳股份	36.74	37.10	46.46	20.54	211.11	166.64	74.70	56.58	2.43	3.34	4.89	5.89
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
		2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A	2009A	2010A	2011A	2012A
300246.sz	宝莱特	3.11	3.42	2.91	2.88	5.37	6.45	8.16	8.20	0.20	0.33	0.34	0.37
300206.sz	理邦仪器	4.25	3.66	4.18	4.01	40.09	37.68	26.70	26.18	0.46	0.66	0.59	0.55
002432.sz	九安医疗	4.03	3.20	2.22	1.79	7.28	4.74	5.02	3.97	0.39	0.24	0.21	0.07
300003.sz	乐普医疗	1.56	1.45	1.46	1.57	6.05	5.70	4.07	2.82	2.92	4.10	4.73	4.03
300273.sz	和佳股份	3.57	4.98	5.00	4.88	3.68	4.22	4.33	2.75	0.17	0.45	0.79	1.24

资料来源：宏源证券

六、风险提示

1. 主要产品集中的风险

公司主要产品较为集中使得公司的经营业绩过度依赖医疗监护设备，一旦该产品遇到政策、技术更新替代、需求改变、原材料供应等因素产生的突发不利影响，公司可能面临主要产品集中引致的风险。

2. 新产品研发风险

血液透析设备属于公司新开辟的医疗器械产品系列，与目前公司拥有的医疗监护设备无论在技术、功能和应用方面都具有较大差异。

3. 外延并购管理风险

目前，公司发展规划是希望通过外延式并购的方式逐步完善血液透析产品，但被收购公司在生产运营管理、市场营销、人才管理和产品结构等方面均与公司存在较大差异。

4. 海外市场销售风险

如果公司主要海外销售国家的政治、经济、贸易政策、汇率等方面发生重大不利变化或发生不可抗力重大事件，将对公司海外市场销售带来一定的不利影响。

5. 注册证到期风险

公告显示重庆多泰血液透析设备注册证有效期至 2013 年 8 月 13 日，目前续证工作已经在积极准备，但是仍存在延误的风险，从而对公司未来的生产经营产生不利影响。

另外，恒信生物拥有的《医疗器械注册证》信息为血液透析浓缩液和血液透析干粉（国食药监械（准）字 2010 第 3450287 号），有效期至 2014 年 4 月 5 日，该医疗器械注册证的续期可能给公司此次股权收购带来潜在风险。

七、业绩预测及估值

2013 年是公司完善产业布局、推进国内外市场、内涵与外延扩张并举的一年。通过并购公司实现了在血液透析领域的跳跃式发展，提升了品牌影响力和业绩增速。工作重心是完成公司血液透析设备的产品注册，继续深入血液净化设备领域，其中包括提升现有多功能泵的产品质量，及其他着手研发相关血液净化设备。目前公司自主研发的血液透析样机已经做出，进入临床阶段已近百余例了，截止目前临床情况较稳定。

基于以上分析，我们假设公司产品综合毛利率维持在 48%的水平，营业费用率、管理费用率分别维持在 15%和 13.5%的水平。预计公司 2013/2014/2015 年将实现营业收入 2.7 亿元、3.55 亿元、4.65 亿元，年增长率分别为 48%、31%、31%。未来三年的净利润分别为 5100 万元、6600 万元和 8400 万元，分别增长了 36%、29%、29%；归属于上市公司股东净利润分别为 4900 万元、6400 万元、8300 万元，EPS 分别为 0.34 元、0.44 元 、0.56 元，当前 PE 分别为 37.8 倍、29.2 倍和 22.9 倍。与 A 股可比医疗设备上市公司相比，公司估值相对偏低，我们认为合理股价在 15.00 元，首次给予“增持”评级。

表 5：可比上市公司相对估值分析

证券代码	证券简称	当前股价 2013-06-16	总股本（亿股）	总市值（亿元）	PE 2013	PE 2014	PE 2015	PEG	CAGR
300246.sz	宝莱特	12.85	1.46	18.77	37.79	29.20	22.95	1.22	30.86%
300206.sz	理邦仪器	19.21	1.30	24.97	42.69	29.11	20.66	1.43	29.87%
002432.sz	九安医疗	10.45	3.72	38.87	209.00	149.29	116.11	3.05	68.62%
300003.sz	乐普医疗	11.98	8.12	97.28	22.19	19.64	16.41	1.62	13.70%
300273.sz	和佳股份	21.93	4.40	96.50	48.73	33.23	22.84	0.96	50.56%

资料来源：宏源证券

表 6: 上市公司未来三年财务报表预测汇总

单位:百万元

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**182**	**270**	**355**	**465**
YoY	*15%*	*48%*	*31%*	*31%*
营业成本	96	140	185	242
营业税金及附加	1	3	4	5
销售费用	31	41	53	70
管理费用	25	36	48	63
EBITDA	**33**	**56**	**74**	**97**
YoY	*0%*	*67%*	*34%*	*30%*
EBIT	**29**	**50**	**66**	**86**
财务费用	(8)	(2)	(2)	(2)
非经营性/经常性损益	7	7	8	9
利润总和	**43**	**59**	**75**	**97**
所得税费用	6	8	10	13
净利润	**38**	**51**	**66**	**84**
YoY	*11%*	*36%*	*29%*	*29%*
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司所有者净利润	**37**	**49**	**64**	**83**
YoY	*8%*	*35%*	*29%*	*29%*

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
资产				
货币资金	303	321	372	441
应收款项	33	49	64	84
预付款项	4	5	7	9
存货	36	54	70	92
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	**375**	**429**	**513**	**626**
固定资产	28	42	50	53
在建工程	18	19	14	12
无形资产	11	15	19	22
非核心资产	1	2	2	2
非流动资产合计	58	78	84	88
资产总计	**434**	**507**	**597**	**715**
负债				
短期借款	0	0	4	9
应付款项	43	63	83	109
预收款项	2	3	4	6
其他应付款	5	5	5	5
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**49**	**72**	**95**	**128**
长期借款	0	0	0	0
长期经营性负债	0	0	0	0
其他非流动负债	6	8	9	10
非流动负债合计	6	8	9	10
负债合计	**56**	**80**	**105**	**138**
股本	73	146	146	146
资本公积金	188	115	115	115
留存收益	110	159	223	306
归属母公司股东权益	371	420	484	566
少数股东权益	7	9	11	12
股东权益合计	**378**	**429**	**494**	**579**
负债和股东权益合计	**434**	**508**	**599**	**717**

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流				
净利润	38	51	66	84
折旧与摊销	4	6	9	11
财务费用	-5	-2	-2	-2
非经常性/非经营性损益	1	-7	-8	-9
营运资金的减少	3	-13	-13	-17
长期经营性负债的增加	0	2	1	1
经营活动现金流净额	**41**	**36**	**53**	**68**
投资活动现金流				
固定资产购建	-17	-20	-10	-10
无形资产购建	0	-5	-5	-5
非经常性或非经营性损益	-9	7	8	9
非核心资产的减少	0	0	0	0
投资活动现金流量净额	**-26**	**-18**	**-7**	**-6**
筹资活动现金流				
短期借款增加	0	0	4	6
长期借款增加	5	0	0	0
股本及资本公积增加	0	0	0	0
财务费用及红利等	-21	2	2	2
筹资活动现金流量净额	**-15**	**2**	**5**	**8**
现金及现金等价物净增加额	-1	20	51	70
现金及现金等价物期末余额	**301**	**321**	**372**	**441**

主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
盈利能力				
ROE	9.9%	11.9%	13.3%	14.6%
净利率	20.6%	18.9%	18.5%	18.1%
毛利率	47.5%	48.0%	48.0%	48.0%
营业费用率	16.9%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用率	13.9%	13.5%	13.5%	13.5%
财务费用率	-4.1%	-0.6%	-0.5%	-0.4%
资本结构				
资产负债率	12.8%	15.7%	17.5%	19.3%
权益乘数	1.15	1.18	1.21	1.24
流动资产/总资产	86.5%	84.6%	85.9%	87.6%
流动负债/总负债	88.6%	90.0%	91.3%	93.0%
偿债能力				
流动比率	7.62	5.99	5.37	4.88
速动比率	6.89	5.23	4.64	4.16
产权比率	0.15	0.19	0.21	0.24
归属母公司股东权益/负债	6.67	5.28	4.63	4.10
营运能力				
存货周转率	2.88	3.13	2.97	2.97
应收账款周转率	6.23	6.63	6.31	6.30
流动资产周转率	0.49	0.67	0.75	0.82
固定资产周转率	7.82	7.70	7.73	9.09
总资产周转率	0.44	0.57	0.64	0.71
每股和估值指标				
EPS(元)	0.50	0.34	0.44	0.56
BPS(元)	5.07	2.87	3.31	3.88
P/E(x)	25.71	38.00	29.36	22.74
P/B(x)	2.53	4.47	3.88	3.31

资料来源：宏源证券

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游等行业研究组，《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司：众生药业、宝莱特、金宇集团、久立特材、佳都新太、中弘股份、德力股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队				
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张　珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵　越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。