

中小市值主题精选系列之宝莱特

——宝莱特（300246）：血透业务扬帆远航

2013年6月19日

强烈推荐/首次评级
宝莱特

报告摘要:

- **血透业务并购再下一城，大格局逐渐显现。**公司近日公告，使用超募资金2656万元对恒信生物进行股权收购并增资，该公司将成为宝莱特的全资子公司。辽宁恒信生物拥有血液透析浓缩液产品证书。此次收购完成后，公司血透业务生产布局将从天津单点生产转变为东北、华北两点布局，这是公司由点到面战略部署中的重要一步。此举将使宝莱特血透业务在国内的布局进一步完善，运输半径的优化将有助于提升公司血透业务的整体盈利能力。我们看好公司该项业务未来的前景。
- **血透业务具有较高的行政审批壁垒，看好宝莱特行业整合。**从CFDA公布的数据来看，目前国内具有透析粉和透析液产品注册证书的企业不到20家，根据我们了解，最近几年没有一家公司新拿到产品证书。我们预计新取得证书周期最短也需要3-5年的时间，而且暂未发现有公司能短时间内获得产品注册证书。所以公司此次收购的恒信生物虽然盈利能力暂不理想，但是其拥有的透析浓缩液产品注册证书具有较高的价值，对于宝莱特行业整合具有重要意义。
- **血透市场潜在空间远远大于监护仪业务。**目前我国终末期肾病患者数量在100-200万人之间，我们估计对应的血液透析市场理论规模在800亿元左右，相关耗材市场规模（按出厂价口径计算）为300亿元左右，远远大于监护仪市场（几十亿元体量）。该业务给宝莱特未来提供了巨大发展空间。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2013-2015年每股收益分别为0.34、0.46和0.59元，动态PE分别为37、28和21倍。考虑到血透行业巨大的市场前景，以及公司在该领域的资本优势，我们给予“强烈推荐”评级。未来1年至1年半的目标价20元，涨幅空间60%。

财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入（百万元）	158	182	250	327	428
增长率（%）	10.07	15.29	37.24	30.54	30.95
净利润（百万元）	34	37	50	67	87
增长率（%）	2.38	8.08	37.33	33.36	29.81
每股收益(元)	0.23	0.25	0.34	0.46	0.59
净资产收益率（%）	9.53	9.66	12.53	14.86	17.36
PE	54.54	50.46	36.74	27.55	21.23
PB	5.20	4.87	4.61	4.09	3.68

宋凯

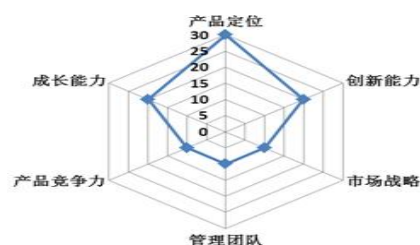
执业证书编号：S1480512040001

中小市值研究员

010-66554087

songkai@dxzq.net.cn

六位评价体系之服务业、制造业图



所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材:

血液透析

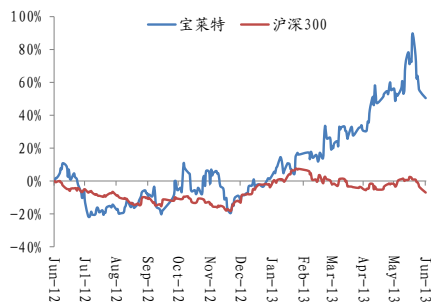
东兴分类:

精选个股

核心护城河、商业模式概括

- 生产工艺壁垒
- 行政审批壁垒
- 品牌和技术壁垒

52周股价走势图



目 录

1. 核心护城河	3
2. 成长路径与运营模式	3
2.1 监护仪业务增长缓慢	4
2.2 企业都在寻找自己的出路	5
3. 行业供需和市场空间分析	5
3.1 监护仪业务供需和市场空间分析	5
3.2 血液透析耗材供需和市场空间分析	6
3.2.1 血液透析市场分析	6
3.2.2 宝莱特血透业务分析	8
4. 六维评价体系应用	9
5. 解禁、业绩雷区风险	10
6. 业绩亮点及预测	10

图表目录

图表 1: 公司主要产品收入分布 (2012 年)	图表 2: 公司分地区收入比例 (2012)	3
图表 3: 宝莱特近年内销收入 (万元) 增速情况	图表 4: 理邦仪器近年内销收入 (万元) 增速情况	4
图表 5: 宝莱特出口业务情况	图表 6: 理邦仪器出口业务情况	4
图表 7: 国内部分监护仪企业发展路径		5
图表 8: 全球监护仪市场规模 (亿美元)	图表 9: 国内监护仪市场规模 (亿元)	6
图表 10: 国内医疗机构床位数		6
图表 11: 血液透析示意图		7
图表 12: 慢性肾病诱发因素分析		8
图表 13: 宝莱特利润表预测 (单位: 万元)		11

1. 核心护城河

公司的核心业务有两块：监护仪和血液透析业务。我们分别观察公司的这两块业务的行业壁垒。

监护仪业务。公司监护仪业务的护城河主要在于技术和研发，其次是品牌。公司董事长燕金元先生曾是深圳迈瑞的创始人之一，研发出身。后创建宝莱特，是公司的研发和技术核心人员。具体产品方面，公司的插件式监护仪是未来行业的发展趋势，取代目前的一体式监护仪。由于目前国内电子产品技术的发展，不少企业也可以制造类似的电子设备，即所谓的山寨，所以品牌构成了公司护城河的另一组成部分。

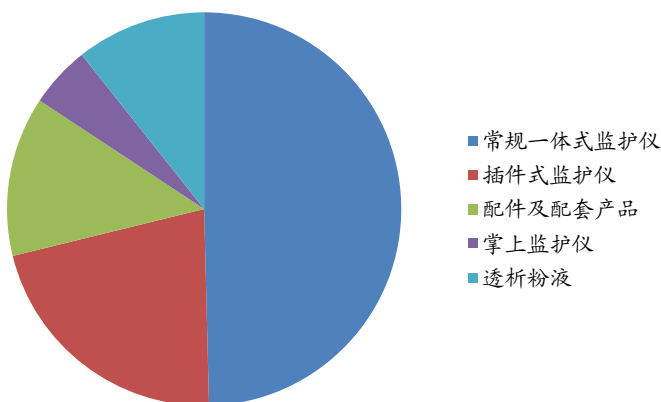
血液透析业务。公司上市后通过并购进入了血液透析领域，目前贡献业绩的是透析粉液，公司在今年初也收购了透析设备公司重庆多泰。我们着重分析透析粉、透析液领域。目前这个行业的壁垒来自于两个方面，一个是技术，一个是行政。所谓技术壁垒，是指目前的透析液生产过程中存在工艺技术，而这种工艺技术是需要企业具有一定历史积淀才能够掌握的。行政壁垒是一个重要护城河。监管部门出于产品安全性的考虑，最近 5-6 年没有新发一个证书，也就是这个行业没有新的竞争者进入。同时，有的现有企业在监管部门的飞行检查中发现生产问题而停产，并且我们估计新版 GMP 大限之后，存在现有企业不能达标而丧失生产资格的可能性。所以这确保了行业内部的良性竞争格局。此外，公司凭借资本优势对行业进行整合，提高行业集中度。

2. 成长路径与运营模式

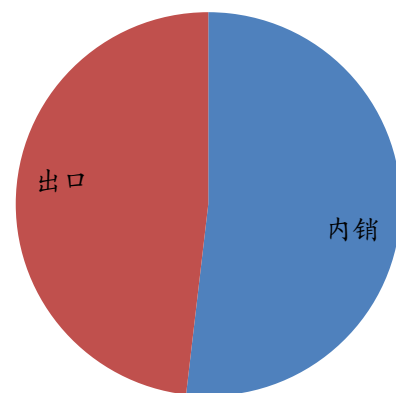
公司目前最大的单个产品是常规一体式监护仪。2012 年该产品收入规模约占公司整体的一半。其次是插件式监护仪。2012 年公司收购了天津挚信鸿达，当年合并报表的透析粉液收入将近 2000 万元，收入占比大约为 10%左右。

从分区域情况来看，2012 年公司将近一半的收入来自于产品出口。

图表 1：公司主要产品收入分布（2012 年）



图表 2：公司分地区收入比例（2012）

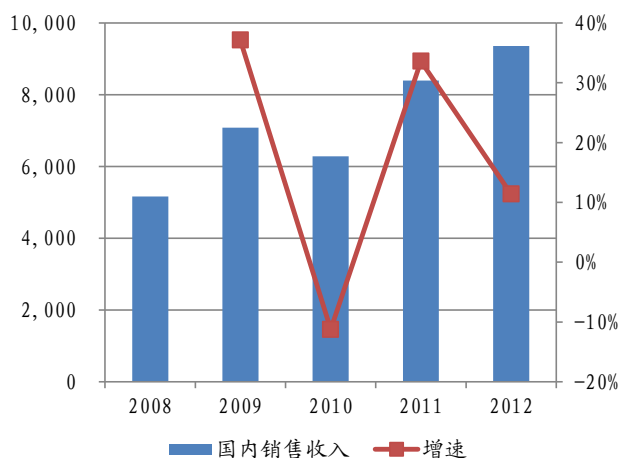


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

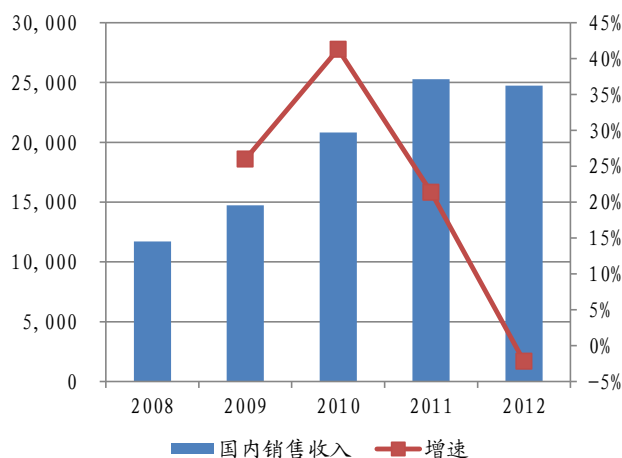
2.1 监护仪业务增长缓慢

公司传统业务监护仪之前经历了高速增长，现在增速缓慢。我们认为有几个原因导致了这样的结果。首先是前些年受益于新医改对于医疗机构的大力建设，拉动了医疗机构对于监护仪等医疗器械设备的需求。包括理邦仪器在内的二线监护仪厂家都受益于此。但是随着基建高峰的逐渐逝去，监护仪增速出现了明显的下滑。

图表 3: 宝莱特近年内销收入（万元）增速情况



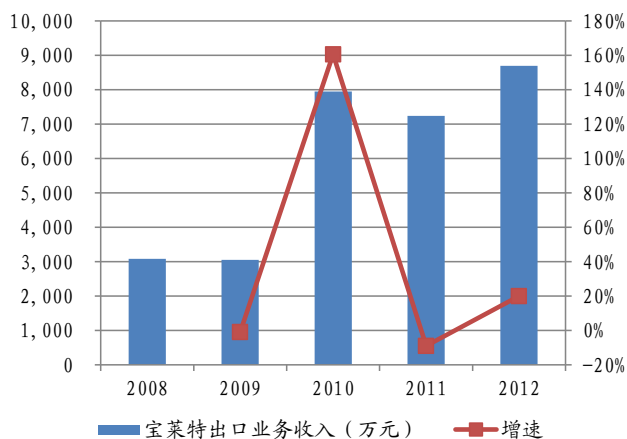
图表 4: 理邦仪器近年内销收入（万元）增速情况



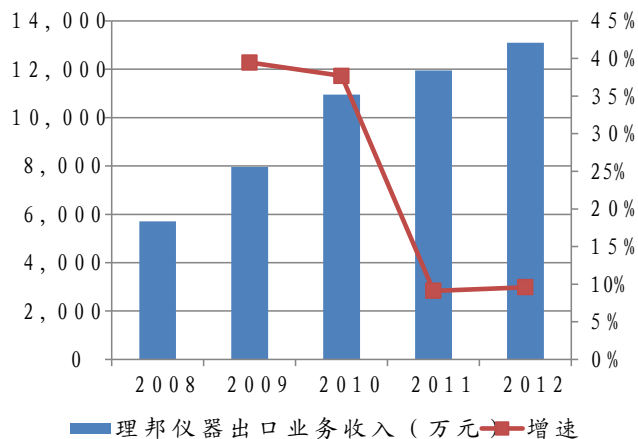
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此外，出口业务增速放缓。国内监护仪企业大都有出口业务，受欧债危机和人民币升值等因素的影响，监护仪生产企业的出口业务增速出现了不同程度的下滑。我们注意到宝莱特的监护仪出口业务从 2012 年下半年至今一直呈现增长趋势。

图表 5: 宝莱特出口业务情况



图表 6: 理邦仪器出口业务情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

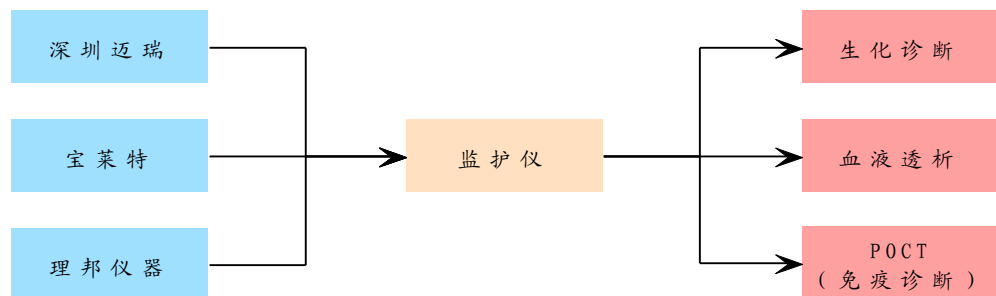
2.2 企业都在寻找自己的出路

观察国内的监护仪生产企业，我们发现他们都在不约而同的寻找其他领域的发展出路。我们预计国内监护仪市场规模在 25-30 亿元左右，这个市场空间对于上市公司来讲比较小。海外出口市场依然广阔，但面临的不确定性较大。所以我们发现国内监护仪生产企业都在不约而同的寻找出路。深圳迈瑞作为国内的监护仪龙头公司，凭借在仪器设备开发方面的优势，开发了自己的自动生化检测仪，然后涉足生化诊断试剂的生产和销售。目前已经发展成为国内生化诊断领域的龙头。

宝莱特和理邦仪器也找到了公司未来突破监护仪行业瓶颈的发展道路。理邦仪器选择的方向是快速诊断（POCT），公司成立了东莞子公司，从事 POCT 领域的研发。公司研发的免疫诊断快速试剂盒，直面的竞争对手是雅培的 i 系列产品。免疫诊断是目前国内 IVD 行业中的最大细分领域，我们预计市场规模在 40 亿元左右，同时快速诊断技术是 IVD 领域中的一个重要技术平台，可以将其视为一种通用的技术平台，在这个技术平台上可以整合生化、免疫和分子等不同的诊断技术，具有广阔的市场前景。

宝莱特选择的发展方向是血液透析领域。2012 年公司收购了天津挚信鸿达，这是一家国内从事透析粉液生产和销售的公司。我们认为血透行业给公司提供的增长空间远远大于监护仪行业的空间。监护仪行业的市场规模在 25-30 亿元，国内血液透析耗材领域的潜在市场规模我们估计在 300 亿元左右，是监护仪市场的十倍。而且这一市场由于较高的行政壁垒，外来竞争者很难介入。

图表 7：国内部分监护仪企业发展路径



资料来源：东兴证券研究所

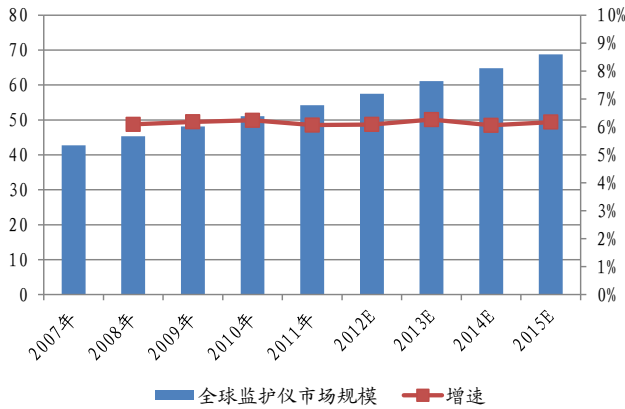
3. 行业供需和市场空间分析

我们对公司的监护仪业务和血液透析业务分别进行市场供需的分析。

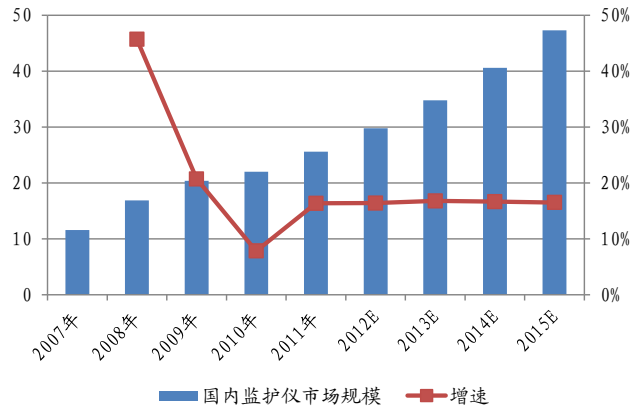
3.1 监护仪业务供需和市场空间分析

从全球角度来看，监护仪市场增速稳定，年增速一直保持在 6% 左右。目前的规模在 60 亿美元左右。在全球市场上，GE 和飞利浦等国际巨头占据绝对优势地位，占据发达国家市场。深圳迈瑞是国内最大的监护仪供应商，产品打入了欧美主流市场，在这些市场的低端医疗机构占据一定的市场份额。

图表 8: 全球监护仪市场规模 (亿美元)



图表 9: 国内监护仪市场规模 (亿元)



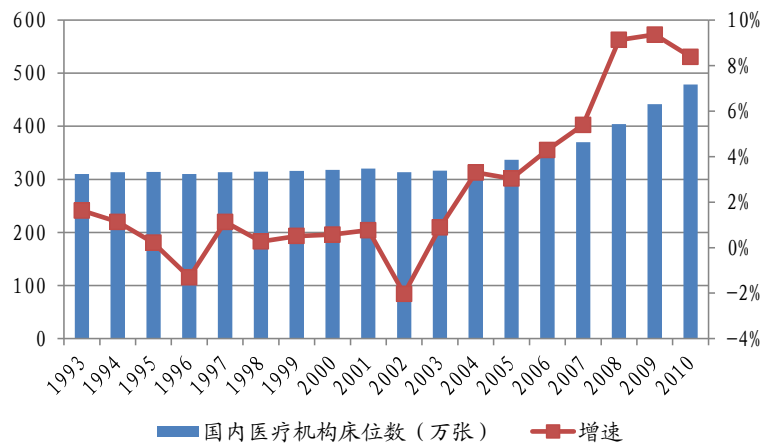
资料来源: 宝莱特招股书, 东兴证券研究所

国内方面, 医疗监护仪从过去主要用于危重病人的监护, 发展到目前普通病房的监护, 甚至基层医疗单位和社区医疗单位也提出了应用的需求。市场的发展使监护仪成为一种日益增长的、临床急需的设备之一。

从普及率上来看, 我国与发达国家在监护仪的普及率方面还有非常明显的差异。美国监护仪普及率大约为 80%, 中国仅为 30%左右。根据行业协会的预测, 以 2011 年国内监护仪市场规模为基数, 到 2015 年可以实现翻番, 即规模接近 50 亿元。

国内今年来医疗机构数量变化不大, 但是国内医疗机构床位总数有了明显的上升, 这一数字更有意义。床位数的增加将创造更多的监护仪需求。

图表 10: 国内医疗机构床位数



资料来源: 卫生部, 东兴证券研究所

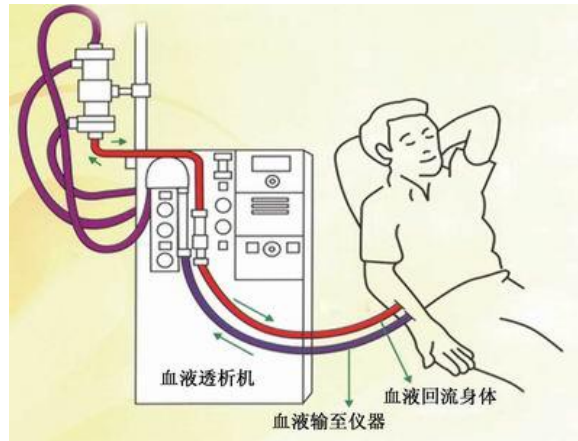
3.2 血液透析耗材供需和市场空间分析

3.2.1 血液透析市场分析

血液透析市场和公司的传统监护仪市场是两个完全不同的领域。

首先，什么是血液透析。血液透析简称血透，是血液净化技术的一种。利用半透膜原理，通过扩散、对流体内各种有害以及多余的代谢废物和过多的电解质移出体外，达到净化血液的目的，并吸达到纠正水电解质及酸碱平衡的目的。

图表 11：血液透析示意图



资料来源：网络图片，东兴证券研究所

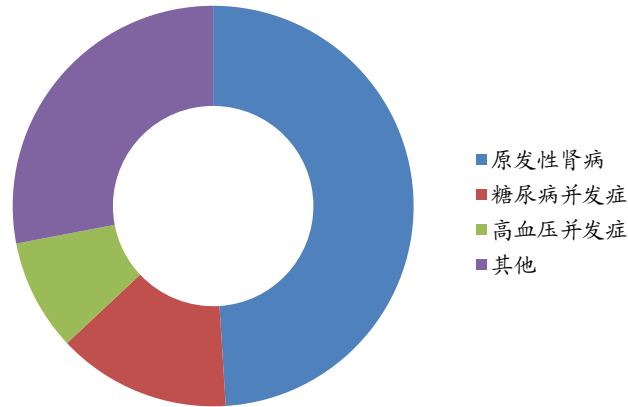
半透膜是透析过程中的核心部件，外部电解质溶液和人体血液在半透膜两侧进行物质交换。血液透析所使用的半透膜厚度为 10-20 微米，膜上的孔径平均为 3 纳米，所以只允许分子量为 1.5 万以下的小分子和部分中分子物质通过，而分子量大于 3.5 万的大分子物质不能通过。因此，蛋白质、致热原、病毒、细菌以及血细胞等都是不可透出的。通过这一过程，血液得到净化，在输入回人体中。

第二，谁需要做血透。血液净化本是人体肾脏的主要功能，肾脏发生病变将影响其对血液的过滤和净化功能。通常来讲，终末期慢性肾病（ESRD）患者是透析的主要人群。

第三，ESRD 人群数量。根据我们查到的信息，以及上市公司公告和沟通的结果，目前国内 ESRD 人群数量大约在 100-200 万人之间。而整个慢性肾病的患病人群估计超过 1 亿人。

第四，什么疾病能够诱发慢性肾病。目前大约一半的肾病患者属于原发性肾病，大约 14% 的患者是糖尿病并发症，9% 属于高血压并发症。糖尿病和高血压都有庞大的患病人群，随着这两种疾病未来年轻化趋势的蔓延，由它们引起的相关肾病并发症发病率将逐渐提升。

图表 12：慢性肾病诱发因素分析



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

第五，目前进行透析治疗的人群数量多大。我们看好国内血液透析领域未来市场前景的一个重要因素就在于目前进行有效透析治疗的人群比例仅在 12%左右，88%的市场空间没有打开。我们按照 200 万 ESRD 病人数量计算，每次透析治疗费用 400 元，每年透析次数 100 次，那么血液透析终端市场规模为 800 亿元人民币。

进一步，我们将耗材费用单独提出来，每次 400 元的治疗费用中，我们估计医院的耗材成本大约为 150 元左右，潜在市场空间 300 亿元，这其中包括了透析器、透析管路和透析粉液，透析粉液的成本大约在 40 元左右，所以这个市场的规模将近 100 亿元。目前这个市场每年的增速在 30-50%之间。

3.2.2 宝莱特血透业务分析

通过上述简要分析，从行业层面来看，血液透析领域能够给公司提供巨大的成长空间。宝莱特在 2012 年通过并购天津挚信鸿达进入了血液透析领域，之后收购了透析机企业重庆多泰，以及刚刚公告的恒信生物。

透析粉液实际上是指透析粉和透析液两种产品。透析液就是透析粉的溶液。从目前挚信鸿达的情况来看，透析液是主要产品。透析液分为 A 液和 B 液两种（透析粉也分为 A、B 两种，此处不单独讨论了），A 液是由氯化钠、氯化钙和醋酸盐等化学成分组成的弱酸性溶液体系，B 液通常是由碳酸氢钠配制成的弱碱性溶液体系。在使用的时候将 A 液和 B 液混合配比，构成完整的缓冲液体系使用，A 液和 B 液的配置比例根据不同的透析机而异，但是 AB 液要使用同一品牌产品。

透析液从化学本质上来看不具有技术壁垒，因为它就是一种弱酸或弱碱配成的缓冲液体系，但是从生产工艺角度来看，实现成熟的工业化大规模生产需要比较深厚的技术积淀，一般企业难以生产合格的产品，生产过程中会出现透析液染菌、变色等问题。挚信鸿达掌握了比较成熟的技术工艺，公司现有的生产线超过了新版 GMP 的要求。

这个行业的另一个壁垒是行政壁垒。目前国内拥有透析粉液生产证书的企业 20 家左右，最近几年没有一家厂商拿到透析粉液的生产证书。一家企业想拿到证书，我们估

计最快也要 3-5 年的时间，而从目前情况来看，还没有新进入者能在 3-5 年内拿到证书。

从目前的市场竞争格局来看，最大的是广州康盛，该公司精耕华南市场，是目前体量最大的透析粉液生产企业。估计其收入规模在 1.5 亿元左右。天津除了挚信鸿达之外，还有天津海诺德和天津瑞鹏；华北地区的生产企业主要还有北京的联合易康，河北的紫薇山和黄骅思创等企业。这些企业大部分规模都在 1 亿元以下。

我们估计天津挚信鸿达目前每年透析粉和透析液的总产能大约在 200 万人份左右，目前每年接受透析治疗的患者数量大约为 25 万人，按照每年 100 多次的透析次数计算，全国每年的总透析人次大约为 2500 万人次左右。照此推算目前挚信鸿达的市场占有率大约为 8% 左右。

最新收购的恒信生物 2012 年收入规模 1500 万元左右，净利润为负。按照收入规模估算，恒信生物目前的规模大约是挚信鸿达的一半左右（挚信鸿达 2012 年收入规模 3300 万元）。但是我们更看好的是宝莱特收购之后对于行业资源的整合，公司由点到面的战略布局初见雏形。

此外，从经济性角度来看，布点的增多有利于公司优化产品运输半径。由于透析液是液体，其运输成本较高，根据公司公告，目前挚信鸿达这种单点辐射全国的销售方式，运输成本占比达到了 25%。通常业内认为合理的运输半径在 800 公里以内。但是由于目前国内透析液生产企业较为分散，各自为战，难以实现区域优化。宝莱特收购天津挚信鸿达后，又收购了透析机生产企业重庆多泰，在产业链纵向上进一步完善；在横向上，此次又收购了恒信生物，提高了整体产能，完善了国内市场的布局。

规模的扩大将带来两个效应，一是单位成本的进一步下降，二是运输半径的进一步优化，二者叠加，将使公司血透业务的净利润率得到提升。2012 年天津挚信鸿达的收入规模是 3382 万元，净利润 374 万元，净利润 11%。由于公司是以单点辐射全国，所以净利润率水平比较低。我们认为在布局优化和成本进一步降低，以及管理水平提升等因素之下，透析粉液生产企业的净利润率水平可以达到 15-18% 之间。未来随着公司生产基地扩展以及并购步伐的迈进，公司该项业务的整体净利润率还有 4-7 个百分点的提升空间。

在收入规模方面，我们预计公司 2013 年透业务的收入规模能够达到 6000 万元左右，2014 年达到 0.9-1.0 亿元。增速方面将明显超越现有监护仪的成长性。

4. 六维评价体系应用

细分行业空间：目前监护仪行业规模大约在 25-30 亿元之间，未来会保持平稳增长，我们预测未来国内监护仪行业的增速在 10-15% 之间。血液透析领域的潜在市场空间巨大，将近 90% 的潜在市场没有得到开发，我们认为未来这一领域将是一个百亿元级别的市场，相对于目前公司所在行业和自身收入规模而言，潜力巨大。

成长能力及抗风险能力：宝莱特董事长是研发出身，公司在传统监护仪领域虽然属于第二梯队，但是在技术上具有自己的核心竞争力，同时产品具有较好的性价比，符合目标客户的需求，在监护仪市场占据一席之地，未来可以分享行业的平均增速。透析领域，公司属于“半路出家”，凭借资本优势介入，我们认为公司选择的切入点是正确的，找到了一条通往更大市场规模的通路。我们可以看到目前公司在这一领域正在积极完成产业链横向和纵向的布局，增强竞争力以及抗风险能力。血透领域由于市场空间大，行政壁垒高，竞争格局相对稳定，未来随着公司生产基地规模的扩大，我们认为可以实现高速的增长，这一增速将远高于监护仪业务。

盈利能力：公司监护仪业务目前的净利润率在 20%左右，分产品来看，一体式监护仪逐渐走下坡路，插件式监护仪涨势迅猛，插件式监护仪具有更高的毛利率，所以这个产品收入占比的提升将带动监护仪业务整体盈利能力的增强。血透业务方面，目前公司血透业务净利润率平均约为 10%，我们预计在规模扩张和区域优化等背景下，公司这项业务的净利润率有 4-7 个百分点的提升空间。

轻重资产模式：作为医疗器械公司，宝莱特属于轻资产型企业。公司血透业务也属于轻资产型业务，产品周转率高，未来这项业务的规模扩张有助于公司提升 ROE 水平。

产业链地位：目前公司监护仪业务在国内属于第二梯队，血透业务从规模来看还算不上龙头，但是随着公司并购步伐的迈进，以及在该领域的资本优势，未来有可能成为行业龙头企业。

管理层信息化、研发投入动力（激励 OR 定增事件催化）：公司是民营企业，目前没有实施股权激励，但是民营企业管理和机制灵活，我们不排除未来公司实施股权激励的可能性。

5. 解禁、业绩雷区风险

业绩方面，我们认为透析业务面临着较大不确定性风险，这种风险来自于两方面，一是并购风险。二是盈利能力方面，我们预期公司产能提升和成本的下降，以及布局优化能够带来 4-7 个百分点的净利润率提升空间，但是这本身存在不确定性风险，此外管理风险也可能导致净利润率低于我们的预期。限售股解禁方面，宝莱特于 2011 年 7 月 20 日 IPO，第二大股东艾利克斯承诺锁定期为 24 个月，2013 年 7 月 20 日解禁。

6. 业绩亮点及预测

我们预计宝莱特 2013-2015 年的 EPS 分别为：0.34 元、0.46 元和 0.59 元，净利润平均增速 32%，对应动态 PE 分别为 37 倍、28 倍和 21 倍。

我们从市值角度来看公司的投资价值。公司目前总市值 18 亿元，我们预计 2014 年公司监护仪收入规模 2.2 亿元，参照行业可比公司来看，该项业务给予 16 亿市值（7 倍市销率）；血透业务 2014 年收入规模我们预计能够达到 0.9-1.0 亿元，考虑到血透业务市场规模（百亿元级别）远远大于监护仪市场（十亿元级别），我们给予该项业务 14 亿元的目标市值（即 14 倍市销率），所以公司（2014 年）总市值预计将达到 30 亿

元左右，对应的股价目标价为 20 元，相对于目前的增长空间在 60%左右（注意，我们的预测区间是到 2014 年末）。我们给予公司强烈推荐的评级。

图表 13：宝莱特利润表预测（单位：万元）

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	15,810	18,229	25,017	32,657	42,763
增长率	10.07%	15.29%	37.24%	30.54%	30.95%
营业成本	8,279	9,579	12,659	16,012	20,535
毛利率	47.64%	47.45%	49.40%	50.97%	51.98%
营业税金及附加	181	136	187	244	319
销售费用	2,236	3,073	4,240	5,496	7,180
管理费用	2,081	2,532	3,923	5,183	6,936
财务费用	-197	-753	-1,251	-1,470	-1,711
期间费用率	26.06%	26.62%	27.63%	28.20%	29.01%
资产减值损失	60	89	90	86	80
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,170	3,572	5,169	7,106	9,423
增长率	-4.13%	12.68%	44.71%	37.47%	32.61%
加：营业外收入	653	762	800	850	900
减：营业外支出	2	2	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	2	2	0	0	0
利润总额	3,821	4,333	5,969	7,956	10,323
增长率	1.71%	13.38%	37.78%	33.28%	29.75%
减：所得税	444	578	806	1,070	1,404
所得税率	11.61%	13.34%	13.50%	13.45%	13.60%
净利润	3,378	3,755	5,163	6,886	8,919
增长率	2.38%	11.16%	37.52%	33.36%	29.53%
减：少数股东损益	0	104	150	200	240
归属于母公司所有者的净利润	3,378	3,651	5,013	6,686	8,679
增长率	2.38%	8.08%	37.33%	33.36%	29.81%
基本每股收益	0.23	0.25	0.34	0.46	0.59

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

宋凯

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐： 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。