

美亚光电 (002690)

寻找探寻健康的利器

推荐 (维持)

现价: 29.90 元

主要数据

行业	平安电子
公司网址	www.chinameyer.com
大股东/持股	田明/61.43%
实际控制人/持股	田明/61.43%
总股本(百万股)	260
流通 A 股(百万股)	65
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	77.74
流通 A 股市值(亿元)	19.43
每股净资产(元)	5.35
资产负债率(%)	7.2

行情走势图



相关研究报告

- 《光学识别, 引领未来》—公司深度报告, 2012-9-4
- 《口腔种植繁荣驱动牙科 CT 机行业高速增长》—公司动态跟踪报告, 2012-10-28
- 《主业稳健增长, 静待新品布局》—公司年报点评, 2013-4-9
- 《牙科 CBCT 机: 深耕利基市场, 以售后赢优势》—公司动态跟踪报告, 2013-7-13

证券分析师

卢山
投资咨询资格编号
S1000511060001
0755-22626227
Lushan498@pingan.com.cn

研究助理

牟卿
投资咨询资格编号
S1060112040011
021-38639693
MOUQING286@pingan.com.cn

平安观点:

我们经过长期跟踪调研与比较分析,更加清晰的看到中国种植牙市场的广阔前景;通过与邻国韩国的比较,判断我国正处于种植牙 10 年黄金发展阶段的初期。市场快速成长中产业链上设备、耗材、医院均将受益。CBCT 是新型牙科影像设备,受到医生高度认可,已取得快速发展。公司作为国内光学识别龙头,传统产品保持稳定成长,CBCT 将给公司带来新一轮成长动力。

■ 韩国种植牙 8 年成长 14 倍:

韩国种植牙市场经历 2000~2011 年的高速增长;2003~2011 年,种植量由 9 万颗增长到 122 万颗,CAGR 为 38%,同期种植牙单价年均-9%。市场成长主要驱动力来自于 1、人口老龄化,2、收入增长,3、价格下降,4、执照牙医人数增加。韩国本土种植牙公司 Osstem 和影像设备公司 Vatech 充分享受市场爆发的红利,2003~2012 年营收 CAGR 达 25%左右,除金融危机外持续高速增长。

■ 中国种植牙市场处于爆发初期:

中国人口年龄持续增长,同时缺牙率高,修复率低,仅假设 65 岁以上老年人人均补牙一颗,市场需求总量也达 1.3 亿颗,现有供给严重不足;我国城镇居民卫生支出与种植牙价格比接近韩国 2003 年水平,单颗种植牙价格为人均卫生保健支出 6~7 倍。我们认为,从需求端来看我国具有种植牙爆发的必要条件。但由于注册牙医偏少,其中种植牙执照医生更少,所以限制了我国种植牙快速推广;根据我们的敏感性分析模型,在最悲观预期下,种植量 10 年 CAGR 达 16%。

■ CBCT 将充分受益种植牙推广大潮:

全球牙科影像设备总规模 22.4 亿美元,预计保持 5%复合增长;但数字化、3D 化趋势明显,CBCT 受到推崇,而中国等新兴国家已是市场成长的主要动力。我们估算当前韩国 CBCT 规模 3 亿元,7 年累计 15 亿,渗透率 10%。中国潜在市场需求超 50 亿元;截止去年 CBCT 总出货约 5 亿元,渗透率与韩国类似。但我国牙科医院、牙科医生的人均数量远低于韩国,未来增长潜力巨大;因此我国 CBCT 机将受益于 1、整个种植牙市场的增长,2、高端影像设备渗透率的提升;现在 CBCT 处于持续 10 年高速增长阶段的初期。

■ 维持“推荐”评级:

公司作为国内唯一批量出货 CBCT 的企业,以高性价比和售后服务赢得客户认可,将享受市场爆发的红利;去年确认 2 台,今年进展顺利。我们维持公司 13/14 年收入 6.5/8.1 亿,净利润 2.1/2.6 亿,EPS 0.81/1.01 元,对应 PE 为 37/30 倍。考虑公司发展方向明确,长期竞争力稳固,我们维持公司“推荐”评级。

■ 风险提示: 新产品开拓不顺,传统产品毛利率下滑,技术优势不能保持。

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	450	518	650	806
YoY(%)	34.3	15.2	25.5	23.9
净利润(百万元)	133	169	211	262
YoY(%)	-11.9	27.2	25.2	24.1
毛利率(%)	51.6	51.9	51.4	51.0
净利率(%)	29.5	32.5	32.4	32.5
ROE(%)	33.2	12.3	13.8	14.6
EPS(摊薄/元)	0.51	0.65	0.81	1.01
P/E(倍)	58.7	46.1	36.8	29.7
P/B(倍)	19.5	5.7	5.1	4.3

正文目录

一、韩国种植牙 8 年增长 14 倍	5
1.1、新世纪后，韩国种植牙市场飞速成长	5
1.2、人口老龄化	5
1.3、收入提升，卫生支出增长	6
1.4、执照牙医人数增加	6
1.5、种植牙价格下降	7
二、中国种植牙潜力无限，正处爆发初期	7
2.1、年龄及收入与 2003 年左右的韩国类似	7
■ 年龄增长，缺牙率高，修复率低	7
■ 卫生支出与种植牙价格比接近韩国 2003 年水平	8
2.2、注册牙医偏少是发展瓶颈	9
2.3、市场规模：中性假设 10 年 CAGR 为 46%	10
三、CBCT 将充分受益种植牙推广大潮	11
3.1、结构性成长的牙科影像市场	12
3.2、韩国案例：参与者充分享受行业爆发	12
■ 种植体及工具制造商 Osstem	13
■ 影像设备制造商 Vatech	14
3.3、中国实际：爆发初期，本土玩家并未缺席	15
■ 外资纷纷进入，抢滩中国市场	15
■ 本土企业并未缺席，然未成集群	15
3.4、CBCT 市场规模测算	15
■ 更大的医疗 X 射线设备市场	16
四、附录一：牙科材料及设备海外股数据	16
4.1、公司概况	16
4.2、市场表现	17
五、附录二：种植牙简介	19
5.1、种植牙的原理和过程	19
5.2、种植牙的发展历史	19
5.3、种植牙的结构和功能	20
5.4、种植牙的优点	20
六、风险提示：	20

图表目录

图表 1	韩国种植牙市场规模（单位：百万美元）	5
图表 2	韩国种植牙数量及单价（单位：万颗，元）	5
图表 3	1970~2011 韩国国民预期寿命（单位：年）	5
图表 4	2000~2011 韩国国民预期寿命（单位：年）	5
图表 5	2003~2013 韩国家庭收入（单位：韩元）	6
图表 6	2003~2013 韩国卫生支出（单位：韩元）	6
图表 7	Osstem 韩国培训牙医（单位：人）	6
图表 8	Osstem 韩国销售额（单位：十亿韩元）	6
图表 9	韩国种植牙价格战（单位：千韩元）	7
图表 10	Osstem 韩国市占率	7
图表 11	中国平均预期寿命（单位：年）	8
图表 12	两次普查不同人群龋齿率变化	8
图表 13	城镇人均可支配收入（单位：元）	8
图表 14	农村人均纯收入（单位：元）	8
图表 15	城镇人均医疗保健支出（单位：元）	9
图表 16	农村人均医疗保健支出（单位：元）	9
图表 17	Osstem 中国培训牙医（单位：人）	9
图表 18	Osstem 中国销售额（单位：百万元）	9
图表 19	中韩数据对比	10
图表 20	中国 2022 年种植牙规模的敏感性分析	11
图表 21	敏感性假设下的中国种植牙数量 10 年 CAGR	11
图表 22	全球牙科影像供应商份额（2012 年）	12
图表 23	全球牙科影像国别份额（2012 年）	12
图表 24	Osstem、Vatech 营收（单位：百万美元）	13
图表 25	Vatech 集团近年营收（单位：十亿韩元）	13
图表 26	国际种植牙市场份额（2011 年）	13
图表 27	中国种植牙市场份额（2011 年）	13
图表 28	Vatech 集团组织架构（2012 年）	14
图表 29	Vatech 中国销售额（单位：百万元）	14
图表 30	韩国本土销售额（单位：百万元）	14
图表 31	韩国牙科影像设备市场规模（单位：百万元）	14
图表 32	中国口腔种植产业链	15
图表 33	韩国本土销售数据（单位：百万元）	16
图表 34	韩国 CBCT 市场规模（单位：百万元）	16
图表 35	全球牙科上市公司营收、市值与估值（单位：营收为百万美元，市值为十亿美元）	

17

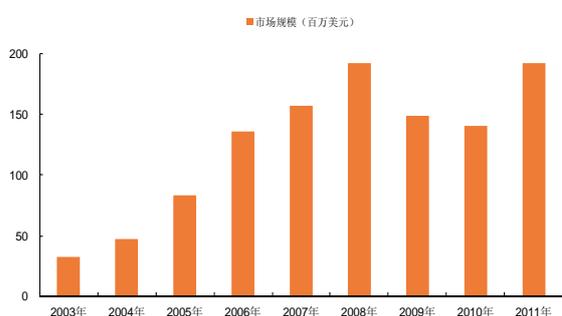
图表 36	美国上市公司走势	18
图表 37	韩国上市公司走势	18
图表 38	瑞士上市公司走势	19

一、韩国种植牙 8 年成长 14 倍

1.1、新世纪后，韩国种植牙市场飞速成长

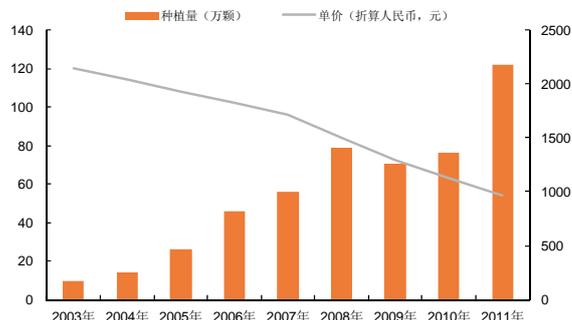
韩国口腔市场经历了 2000~2008 年的高速增长(2000 年全国牙科医生拥有种植牙执照的仅 300 名,推估全年种植量非常少),2003~2008 年期间,种植量从 9 万颗增长到 80 万颗,CAGR 达到 53%,同时由于国产种植牙品牌 Osstem 施行低价策略,种植牙单价 CAGR 为-7%;整体而言,全国种植牙市场规模从 2003 年 3300 万美元,成长到 2008 年近 2 亿美元,CAGR 为 42%。金融危机期间种植量骤减,同时价格剧降,随后逐渐恢复,到 2011 年全国种植数量达到 122 万颗;由于价格下滑 35%,市场规模仅恢复到危机前水平。从 2003~2011,持续 8 年的维度看,种植量 CAGR 为 38%,单价 CAGR 为-9%,市场规模 CAGR 为 25%;保持了长期持续高速增长。

图表1 韩国种植牙市场规模 (单位:百万美元)



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表2 韩国种植牙数量及单价 (单位:万颗,元)



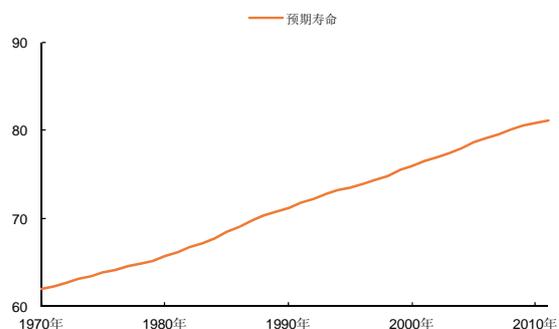
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

我们认为韩国种植牙快速发展的驱动力:需求方面:1、人口老龄化,2、收入提升后,人们更追求自身健康、外部形态的美感;供给方面:1、执业牙医增长,2、手术(尤其是种植牙)的价格下降。

1.2、人口老龄化

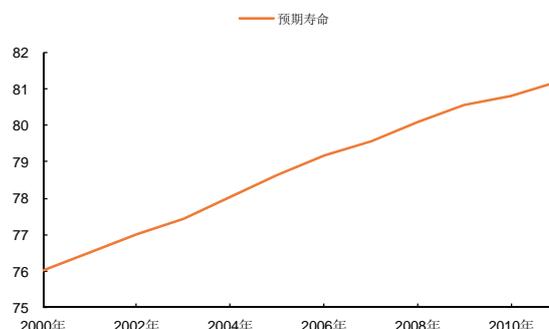
韩国从上世纪 60 年代经济开始腾飞,随着经济增长,人均寿命也快速提升;根据韩国国家统计局的数据,国民预期寿命从 1970 年的 61.9 岁提升到 2011 年的 81.2 岁,年均增长 0.46 岁。在寿命提高的同时伴随着人口老龄化的日渐明显,通常人们到 65 岁牙科疾病开始突出。从 2000 年韩国本土种植牙市场启动开始,国民预期寿命从 76.0 岁缓慢提升到了 81.2 岁,虽然增速减缓,但人均寿命绝对值已高,从客观上为种植牙的爆发提供了基础。人口老龄化是一国种植牙需求增长的根本动力。

图表3 1970~2011韩国国民预期寿命 (单位:年)



资料来源: 韩国国家统计局, 平安证券研究所

图表4 2000~2011韩国国民预期寿命 (单位:年)



资料来源: 韩国国家统计局, 平安证券研究所

1.3、收入提升，卫生支出增长

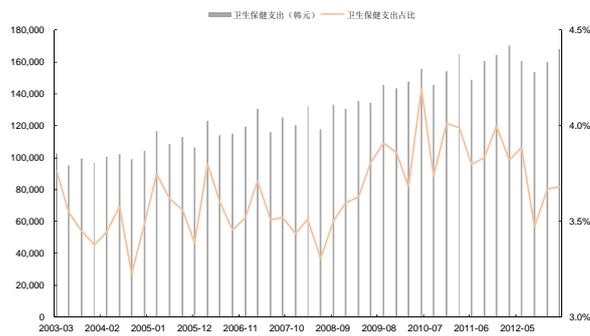
人口年龄增长是种植牙增长的必要条件，从需求角度观察，另一必要条件是收入提升带来的卫生支出提升。虽然经过 1997 年亚洲金融危机，但韩国国民收入水平在新世纪仍保持了较快的增长速度，根据韩国央行的数据，韩国家庭收入从 1Q2003 的 273 万韩元（折合 1.46 万人民币）提升到 1Q13 的 457 万韩元（折合 2.45 万人民币），不计通胀因素 10 年 CAGR 达 15.8%；此间卫生保健支出占收入比重保持在 3.5~4% 之间，收入增长使得国民在卫生的支出金额更多了。**2003 年种植体均价 40 万韩元，为当年卫生支出 4 倍，到 2011 年比值降到 1.2 倍；支出提升和价格下降对种植牙增长促进明显。**

图表5 2003~2013韩国家庭收入（单位：韩元）



资料来源：韩国央行，平安证券研究所

图表6 2003~2013韩国卫生支出（单位：韩元）



资料来源：韩国央行，平安证券研究所

1.4、执照牙医人数增加

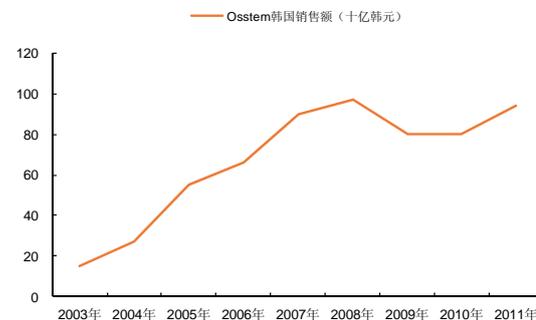
医疗机构的执照要求很高，牙科同样如此；**2000 年，韩国 15000 名牙医中仅 300 名（2%）拥有种植牙执照，但到 2012 年，已经有 15000 名牙医可以进行种植牙手术（全国 18000 名牙医，占比 83%）。**在种植牙推广的过程中，韩国种植体企业 Osstem（奥齿泰）功不可没，上述 15000 名牙医中有 8000 名为 Osstem 培训，当然 Osstem 的投入得到了回报，市占率从 2000 年 25% 提升到 2005 年巅峰的 60%；销售额随之水涨船高。

图表7 Osstem韩国培训牙医（单位：人）



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表8 Osstem韩国销售额（单位：十亿韩元）



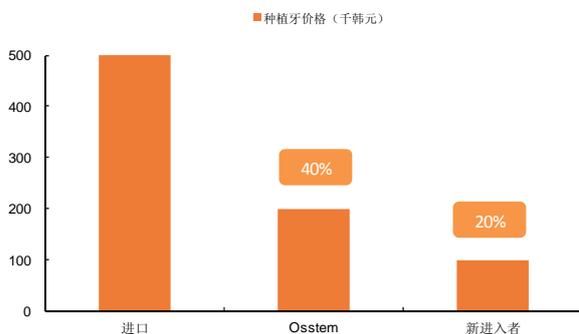
资料来源：公司数据，平安证券研究所

1.5、种植牙价格下降

韩国种植牙市场快速增长的另一原因是价格逐渐下降。原本韩国市场被外资品牌(如 Straumann 等)垄断, Osstem 通过竞争性价格进入(半价)打破价格平衡, 快速提升市占率; 到 2008 年又被新进入者杀价, 韩国市场的种植牙价格呈现快速下降趋势。以 2007 年底汇率计算, 当时韩国市场外资品牌种植牙价格近 400 元人民币, Osstem 仅为外资的 40%, 而国内新进入者更是 Osstem 的一半。

正是这些韩国国内新进入者的价格竞争使得韩国种植牙价格迅速平民化, 以最新汇率计算, 2011 年底韩国种植体单价仅为人民币 1000 元; 相比国内至少 10000 元的价格有极大的差异。不过对于 Osstem 而言, 残酷的价格竞争使得市占率上升异常困难, 2005 年达到高位 60%后, 其国内市占率就一直徘徊在 40%~50%之间, 这使得 Osstem 不得不寻求海外成长空间, 而中国大陆就是其最重要的海外市场。

图表9 韩国种植牙价格战(单位:千韩元)



资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

图表10 Osstem韩国市占率



资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

二、中国种植牙潜力无限, 正处爆发初期

我们从上述四个驱动力对照中国的牙科市场, 可以得到两个结论: 1、中国市场潜力无限, 2、我们处在市场爆发的初期。中国人口平均年龄持续增长, 同时缺牙率高, 修复率低, 仅假设 65 岁以上老年人人均补牙一颗, 市场需求总量也达到 1.3 亿颗, 现有供给严重不足; 我国城镇居民卫生支出与种植牙价格比接近韩国 2003 年水平, 单颗种植牙价格为人均卫生保健支出的 6~7 倍。我们认为, 从需求端而言我国具有种植牙爆发的必要条件。但由于注册牙医偏少, 其中种植牙执照医生更少, 所以限制了我国种植牙快速推广; 我们按照种植牙医的增长速度建立情景假设, 在各类指标 10 年维持不变的最悲观预期下, 10 年 CAGR 也达到 16%。

2.1、年龄及收入与 2003 年左右的韩国类似

根据最新的全国人口普查结果, 我国 2010 年全民平均预期寿命为 75 岁, 与韩国 1998 年水平类似。

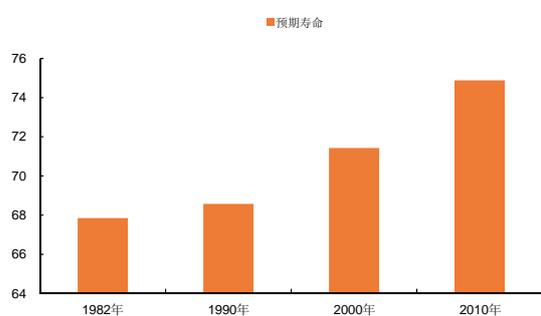
■ 年龄增长, 缺牙率高, 修复率低

随着生活水平提升以及医疗保健完善, 我国人民平均年龄逐渐增长, 2010 年统计全国预期寿命为 75 岁, 相比 2000 年 71 岁明显提升, 并与韩国 1998 年水平类似; 老年人占比提升与老年人患龋率提高趋势明显, 主要是根龋水平显著提高, 这种情况与病因发生变化有关。

2008年全国口腔调查情况显示,我国35岁~44岁年龄段人群的龋齿率为88.1%,其中只有8.4%得到了治疗,57.6%缺失;而65~74岁老年人的龋齿率更高,达到了98.4%,缺牙率为86.1%,10.5%的人满口牙一颗不剩,而其中只有1.9%得到了治疗。另一方面,65-74岁年龄段人群的平均留牙数为20.97颗/32颗,义齿修复率仅42.6%。而治疗牙齿缺失的高端种植牙的渗透率更低,与发达国家相比几乎可以忽略不计。可以看到,在我国人口老龄化趋势明显的大背景下,叠加全民齿科疾病需求量大,我国齿科医疗市场存在非常大的市场空间;而目前修复率低,这之间的供需缺口形成了明确的市场机会。

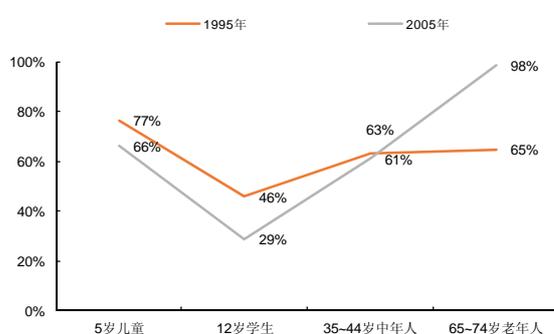
按照35~44岁平均留牙29.4颗、65~74岁平均留牙21颗,相应的义齿修复率仅有43%估算,仅考虑35岁以上者,若全部补齐,则目前种植牙总需求28亿颗;若替代现有义齿,则总需求12亿颗。即使花30年时间逐步补齐,每年也需要4000万颗。当然实际上并不需求每颗牙都补齐,通常65岁以上老年人需要20颗功能牙,而现在的平均留牙数21颗并非全都是功能牙;按照最低每位老人需补1颗牙计算,需求量也达到1.3亿颗,现有的供给量严重不足。

图表11 中国平均预期寿命(单位:年)



资料来源:国家统计局,平安证券研究所

图表12 两次普查不同人群龋齿率变化

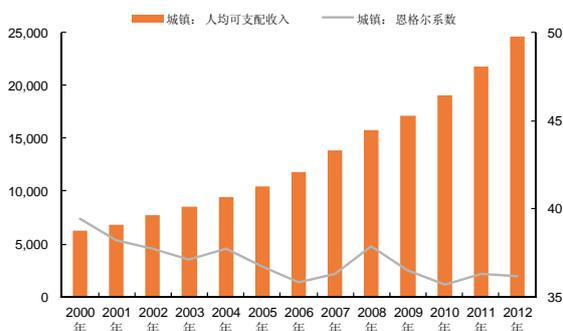


资料来源:全国口腔健康普查,平安证券研究所

■ 卫生支出与种植牙价格比接近韩国2003年水平

从收入支出端考量。我国居民收入及医疗保健支出提升明显,但牙科手术价格仍然偏高;同样的,我国目前所处阶段与韩国2000年左右类似。2012年我国城镇人均可支配收入2.5万元,农村人均纯收入0.8万元;分配到消费上,2011年,城镇人均消费1.85万元,农村人均消费0.57万元;进一步分配到医疗保健类支出上,2011年城镇人均支出1823元(由于存在医保支付的原因,居民实际支出1064元),农村人均支出702元(实际支出514元)。无论是城镇还是农村,种植牙等高端牙科医疗手段对于大多数人都是非常昂贵的收入;按照最低价7500元估算,约为2011年城镇医疗保健支出的4.1/7.0倍,农村的10.7/14.6倍,加权平均后,约为5.9/9.4倍。

图表13 城镇人均可支配收入(单位:元)



资料来源:国家统计局,平安证券研究所

图表14 农村人均纯收入(单位:元)



资料来源:国家统计局,平安证券研究所

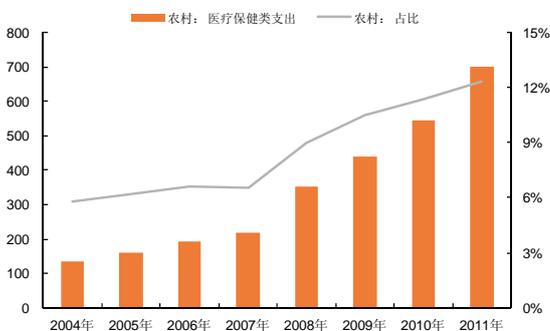
相比 2003 年的韩国(当时种植牙牙体价格为居民医疗支出 4 倍,按手术价格为牙体价格 1.5 倍计算,则这一比例为 6 倍),这一比值比我国目前的全国平均水平要低,也就是说我国目前所处阶段还不如当时的韩国;但由于我国城镇和农村的巨大经济差异,仅考虑城镇居民的消费支出结构,这一比值仍有一定程度的相近。因此我们认为,从需求端而言我国具有种植牙爆发的必要条件。

图表15 城镇人均医疗保健支出(单位:元)



资料来源:国家统计局,平安证券研究所

图表16 农村人均医疗保健支出(单位:元)

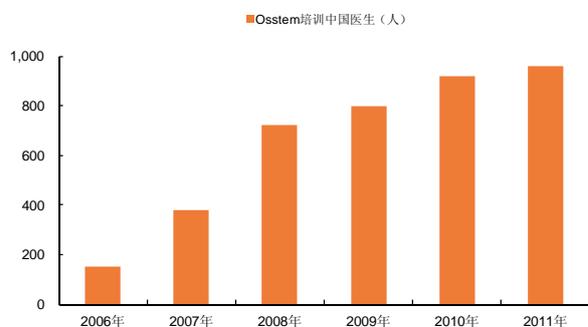


资料来源:国家统计局,平安证券研究所

2.2、注册牙医偏少是发展瓶颈

Osstem 在拓展中国市场时,采取了与韩国本土类似的策略,先培训牙科医生开展种植牙业务,同时培养对 Osstem 品牌的忠诚度;从 2006 年至 2011 年,Osstem 在中国累计培训近 4000 名牙科医生,同期形成近 2.5 亿销售额。

图表17 Osstem中国培训牙医(单位:人)



资料来源:公司数据,平安证券研究所

图表18 Osstem中国销售额(单位:百万元)



资料来源:公司数据,平安证券研究所

根据卫生部疾病预防控制局口腔卫生处的数据,截止 2012 年底我国口腔卫生服务的能力和口腔医生的数量不足,平均每 11000 人有一位牙科医生;即全国约 12.3 万名牙医,而世界卫生组织建议每 5000 个居民有一位口腔医生,全国只有北京达到 3600 人一名医生的高标准。根据中华口腔医学会的数据,近年我国口腔医学的毕业生大幅增加,每年新增口腔执业医师的人数在 1.5 万左右。在人口低速增长的假设前提下,经过 10 年可达到世卫组织的标准(全国共 27 万名口腔医生)。

即使按照上述假设,到 2022 年我国 27.3 万名牙医,则每万人牙医仅 1.9 名,远低于韩国 2000 年的水平(3.1 人);其中参加种植牙培训,并开展种植牙业务的牙医又更少,按照每年新增 2000 名牙医开展业务估算(Osstem 近年每年培训 1000 人,中国市占率 25%,假设其中一半新开展业务;由于存在重复统计,这一假设仍可能高估),则到 2022 年我国仍只有 2.6 万名牙医开展种植牙业务,占比不到 10%。可以说,牙医的紧缺从供给端限制了高端牙科医疗服务的发展。

2.3、市场规模：中性假设 10 年 CAGR 为 46%

参照韩国发展，我们对比了 2000 年、2012 年的韩国和 2012 年的中国，发现目前中国与 2000 年的韩国在种植牙发展水平上类似，面临爆发节点。

我们按照 1、中国历年人口自然增长率 0.5%；2、人均收入完成政府目标十年翻番；3、卫生保健支出的收入占比不变；4、种植牙手术价格十年下降到目前的 40%（韩国下滑幅度）估算，预计到 2022 年，种植牙手术 3000 元，人均卫生保健支出 1600 元，种植牙/保健支出比值为 2，与今日韩国水平相同。因此主要的限制在于供给，即种植牙牙医的培训和业务开展

图表19 中韩数据对比

	韩国		中国
	2000 年	2012 年	2012 年
总人口（亿）	0.48	0.5	13.5
牙医（万人）	1.5	1.8	12.3
每万人牙医（人）	3.1	3.6	0.9
种植牙医（万人）	0.03	1.5	0.66
种植牙量（万颗）	2.5	130	25
种植牙医占比	2%	83%	5%
每名种植牙医年种植量（颗）	83	87	38
每万人种牙量（颗）	5	260	2
Osstem 累计培训人数（人）	20	7540	3930
人均收入（万元，人民币）	1.33	2.32	1.65
人均卫生保健支出（万元，人民币）	0.05	0.09	0.08
占比	3.7%	3.8%	4.8%
种植牙价格（元，人民币）	5000	2000	7500
与卫生支出比值	10	2	9
CBCT（台）	0		300

资料来源：韩国央行、国家统计局，中国国家统计局，平安证券研究所

对三种情形假设中关键数据的解释：1、种植牙医人居年种植（颗），韩国保持在 83~87 的水平，中国目前为 38，我们乐观假设 2022 年达到韩国水平，悲观假设维持现状，中性假设为平均值；2、每万人牙医（人），韩国 2000 年 3.1 人，2012 年 3.6 人，中国目前为 1.9 人，我们乐观假设 2022 年达到韩国水平，悲观假设维持现状，中性假设为平均值；3、种植牙医占比，韩国 2000 年 2%，2012 年 83%，中国目前为 5%，我们乐观假设 2022 年达到韩国水平，悲观假设为每年新增 2000 人，中性假设为平均值。

图表20 中国2022年种植牙规模的敏感性分析

2022年中国种植牙市场规模(万颗)				种植牙医人均年种植量(颗)		
	(单位:人)		(单位:万人)	乐观	中性	悲观
	每万人牙医	种植牙医占比	种植牙医人数	90	65	40
乐观	3.5	80%	39.7	3576	2583	1589
中性	2.7	45%	16.0	1552	1121	690
悲观	1.9	10%	2.7	246	177	109

资料来源:平安证券研究所

从上表可以看到,即使按我们最悲观的假设前提(各类指标维持现状,牙科医生人数按最慢的速度增长),我国种植牙市场未来10年将增长到现在的四倍,CAGR为16%。在中性和乐观假设下,CAGR分别达到46%和64%;中国种植牙市场正在爆发,现在还是爆发初期!

图表21 敏感性假设下的中国种植牙数量10年CAGR

种植牙数量10年CAGR		种植牙医人居年种植		
		乐观	中性	悲观
中国种植牙医人数	乐观	64%	59%	51%
	中性	51%	46%	39%
	悲观	26%	22%	16%

资料来源:平安证券研究所

三、CBCT 将充分受益种植牙推广大潮

在种植牙的过程中,“拍片”是规定动作;其专用设备全景机或CBCT机是牙科医院/诊所开展种植牙业务必须的设备,将充分受益于种植牙推广大潮(按照产业链顺序,为设备、耗材、医院)。Global Data统计包括传统设备牙片机、全景机在内的全球牙科X射线设备市场规模22.4亿美元,在5%的复合增速预测下,2017年达到27.1亿美元;其中数字化、3D化趋势明显,CBCT作为新一代影像设备收到推崇,而中国等新兴国家已是市场成长的主要动力。国内种植牙市场已经启动,外资纷纷进入抢占市场,而产业链中种植系统、影像设备、牙科诊所均有国内企业参与竞争,然未成集群之势。我们估算当前韩国CBCT市场规模在3亿人民币左右,过去7年累计销售额约为15亿元,渗透率10%。推算到中国市场,对应目前潜在市场需求超过50亿元;截止2012年CBCT总出货规模约为5亿元,渗透率与韩国类似。但我国牙科医院、牙科医生的人均数量远远低于韩国,未来增长潜力巨大;因此我国CBCT机将受益于1、整个种植牙市场的增长,2、高端影像设备渗透率的提升;现在CBCT处于持续10年高速增长阶段的初期。

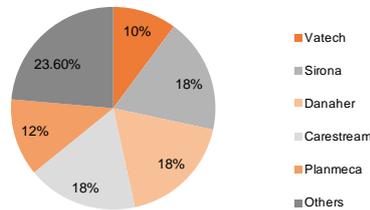
3.1、结构性成长的牙科影像市场

牙科影像设备以生物学、医学为基础，涉及到电气、电子、机械、新材料、信息等行业的新技术，尤其是放射学、半导体传感器、机械设计、图像处理程序等，是一个非常复杂的设备。目前全球传统影像设备是牙片机和全景机，已经是一个相当成熟的产业，根据 Global Data 的报告《牙科放射设备—全球分析，竞争力以及 2017 年市场前景展望(2011 年)》，全球牙科 X 射线设备市场规模 22.4 亿美元（按零售价计算），预计未来 5 年以 5% 复合增速稳定增长，到 2017 年达到 27.1 亿美元。行业未来的增长驱动力来自数字影像、3D 影像技术的渗透率提升。

数字、3D 技术占比提升：种植牙、矫正等高级诊疗需求增长，牙科医疗机构为应对这种情况，并提升自身的竞争力，对计算机断层扫描设备（CT 机）以及其他高端设备、工具的需求不断增长。主要是因为数字化的 3D 扫描（CBCT）可以使医生更精准、清楚的看清楚患者的实际图像，可以降低手术风险，并减少手术时间。同时，由于胶片（全景机的显示材料）原料不断涨价，数字影像设备替代全景胶片机的趋势正在加速。另一方面，CBCT 还可以拍摄到患者颈部和头部的影像，相比传统螺旋 CT 机辐射更小，可以让患者更加安全。

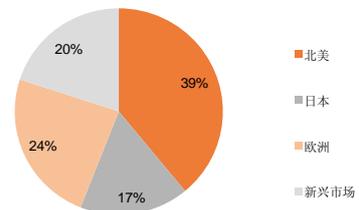
美国存量高，中国增速快：按地区划分，北美、欧洲、日本等发达国家市场占据 80%，但成长缓慢（北美市场占比 39%，但增速仅 4%；日本占比 17%，欧洲占比 24%，增速类似）；而由于新兴国家如金砖四国居民收入快速增长，这些国家的市场正呈现高速增长的特征，而中国市场的快速增长超过了此前的预期。

图表22 全球牙科影像供应商份额（2012年）



资料来源：Global Data，平安证券研究所

图表23 全球牙科影像国别份额（2012年）

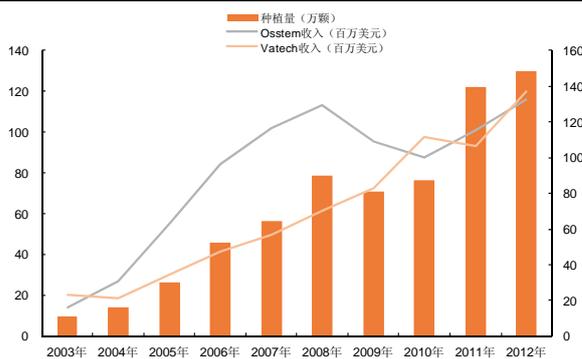


资料来源：Global Data，平安证券研究所

3.2、韩国案例：参与者充分享受行业爆发

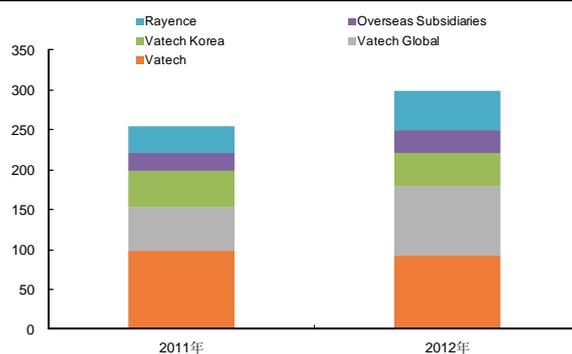
我们同样以韩国种植牙发展历程作为参考，考察两家韩国企业的发展历程：1、Osstem Implant，奥齿泰种植，主营种植牙，2012 年总营收 1.33 亿美元；2、Vatech，怡友影像，主营牙科影像设备，2012 年总营收 1.54 亿美元。参照这两家公司的发展，大致可以看到我国牙科相关企业的发展远景。

图表24 Osstem、Vatech营收（单位：百万美元）



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表25 Vatech集团近年营收（单位：十亿韩元）



资料来源：公司数据，平安证券研究所

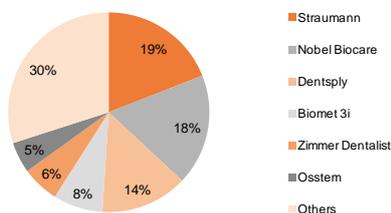
■ 种植体及工具制造商 Osstem

Osstem (奥齿泰), 1997 年成立, 主营牙科植入物制造, 2007 年在韩国创业板 KOSDAQ 上市。在中国大陆、台湾、德国、俄罗斯、印度、美国、日本、泰国、马来西亚等 31 个国家和地区有分公司; 其中中国分公司成立于 2006 年, 在各区域成立分部。公司主要销售收入来源于牙科种植体, 另外有培训费、软件费等形式的收入。

种植牙市场: Osstem 认为全球市场规模 38 亿美元, 韩国本土 2.3 亿; 由于全球老龄化的趋势持续, 以及福利制度逐渐完善, 种植牙的需求正在稳步增长; 同时收入水平提升, 审美要求提高, 也是推动市场成长的原因。分区域来看, 欧洲规模 16 亿, 但增速仅 3%; 金砖四国规模 4 亿, 预计 CAGR 为 17% (巴西、俄罗斯发展较早); 亚太其他地区 7 亿, 增速 4.4%; 北美 11 亿, 增速 10%。目前种植牙渗透率仍然较低, 未来仍有发展空间。

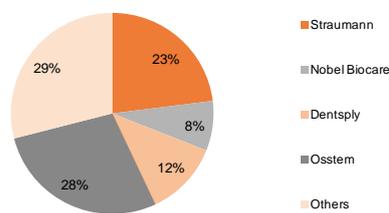
发展历程及战略: Osstem 作为后来者, 主要以高性价比的产品挤入国内市场; 在国内市场站稳脚跟后, 采用同样的战略向亚太、欧美进攻。在上市前的 2002~2007 年, 取得了五年销售额 CAGR 达到 58% 的骄傲成绩。公司未来重点在中国市场, 主要依靠牙医培养和高性价比的战术; 目前已经在中国市场取得 28% 的市占率 (2011 年中国销售 8500 万元, 包括种植体和牙科手术工具)。

图表26 国际种植牙市场份额 (2011年)



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表27 中国种植牙市场份额 (2011年)

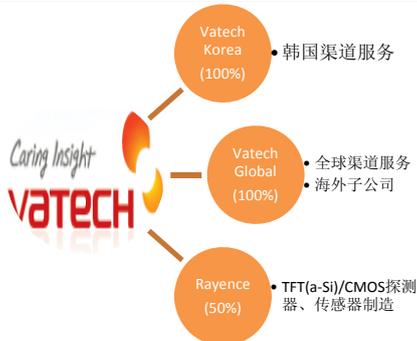


资料来源：公司数据，平安证券研究所

■ 影像设备制造商 Vatech

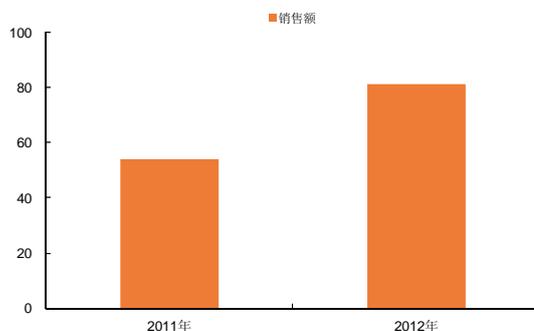
Vatech (怡友), 1992 年成立, 2002 年介入牙科全景机的制造, 2008 年进入人体拍摄 X 射线传感器制造领域; 2006 年在 KOSDAQ 上市。2009 年, 分拆国内营销部门 Vatech Korea, 2011 年分拆全球营销部门 Vatech Global、数字 X 射线部门 Rayence, 目前看到的上市公司业务数据仅为韩国总部运营数据。

图表28 Vatech集团组织架构 (2012年)



资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

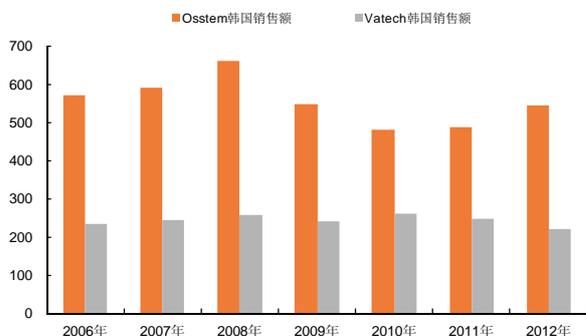
图表29 Vatech中国销售额 (单位: 百万元)



资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

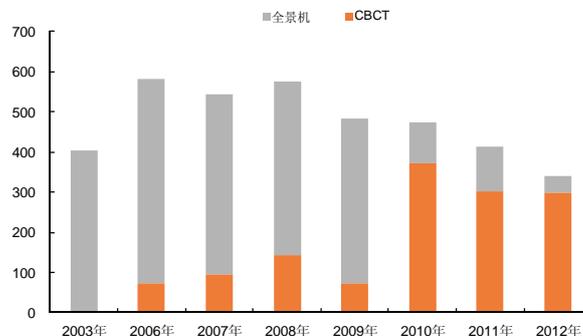
韩国牙科市场经过 10 年高速发展已经趋近饱和, 对治疗设备的需求以更新主, 而种植体需求保持增长, 这就是 Osstem 和 Vatech 韩国本土销售收入走势发生背离的原因。Osstem 在经过 2010 年左右的同行降价竞争后, 近年在价格稳定的前提下销量逐渐回升, 国内收入保持增长; 而 Vatech 在国内市场接近饱和的情况下只能转向国外, 尤其是新兴市场。

图表30 韩国本土销售额 (单位: 百万元)



资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

图表31 韩国牙科影像设备市场规模 (单位: 百万元)



资料来源: 公司数据, 平安证券研究所

我们只有 Vatech 从 2003 年开始的财务数据, 而该公司从 2002 年介入全景机制造; 公司收入从 2004 年开始爆发, 至 2010 年保持 CAGR32% 的增长 (2011 年后拆分, 无法对比), 同期净利润保持年均 20% 的增长。因此可以得到基本结论: 在种植牙市场爆发初期, 影像设备受益明显, 相关公司收入、利润实现持续快速增长; 只有当本国市场饱和后, 才会出现成长停滞, 公司必须寻求海外市场突破。

3.3、中国实际：爆发初期，本土玩家并未缺席

综合我们前面的结论，我们认为中国种植牙市场与韩国 2000 年左右的情况类似，正处于爆发初期；随着 1、人口老龄化，2、居民收入提升，对口腔卫生、颌面整形等关注度逐渐提高，3、种植牙价格下降，种植医师人数增加，未来 10 年将是我国种植牙市场发展的黄金十年；即使按照最悲观的假设，持续 10 年的 16%复合成长的行业依旧非常具有吸引力。

■ 外资纷纷进入，抢滩中国市场

Osstem 在中国市场销售额快速提升，2007 年~2011 年实现复合增速 100%的高速发展，且 2011 年销售额仍仅有 8500 万人民币；Osstem 累计培训中国种植牙医师近 4000 名。同样的，Vatech 在中国 2011、2012 年分别实现销售 5400 万、8100 万人民币，增速 50%，公司未来战略重点也是在中国。韩国企业将战略重心转移到中国，欧美企业也不落后，Sirona、普兰米卡、卡瓦盛邦等设备供应商，Nobel、Straumann(ITI)、Dentsply 等种植体供应商陆续在中国设立办事处，发展代理商网络，培训中国牙科医师。

■ 本土企业并未缺席，然未成集群

中国本土企业在这一轮种植牙大潮中并未缺席，除了种植牙医院/诊所外，在影像设备和种植体中也有参与；如从事 CBCT 研发生产的美亚光电、北京朗视，从事种植牙系统研发生产的成都华西、北京纳通莱顿、常州百康特，以及其他从事专业牙科工具制造的厂商。

图表32 中国口腔种植产业链

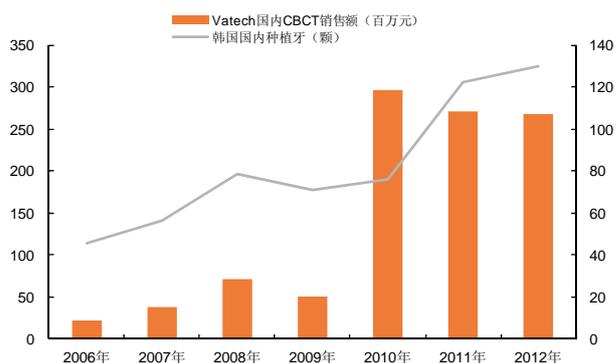
医院/诊所	专科医院、连锁齿科、独立诊所	口腔专科医院；瑞尔齿科、拜尔齿科；地方独立诊所
	综合医院	综合医院口腔科、口腔医疗中心
种植系统供应商	国产：成都华西、北京纳通莱顿、常州百康特 外资：Osstem、Nobel、Straumann、Dentsply 等	
影像设备供应商	国产：美亚光电、北京朗视（CT）；福建梅生（全景） 外资：Sirona、普兰米卡、卡瓦盛邦等（CT、全景机）	

资料来源：平安证券研究所

3.4、CBCT 市场规模测算

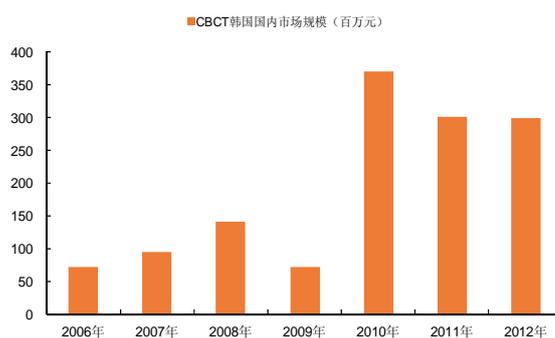
我们参照韩国的市场发展测算我国 CBCT 市场规模。Vatech 在 2006 年开始销售 CBCT 设备，连续三年快速增长后 2009 年遭遇下滑，随后 2010 年大幅反弹，以至透支了其后的两年市场需求。目前 Vatech 在 CBCT 领域国内市占率达到 90%以上（市场领先者 Sirona 与 2005 年才有 CBCT 销售，因此 2006 年的韩国市场竞争者少，推估 Vatech 市占率在 40%左右），2D 全景机市占率 60%以上。我们推算当前韩国 CBCT 市场规模在 3 亿人民币左右，过去 7 年累计销售额约为 15 亿元。

图表33 韩国本土销售数据（单位：百万元）



资料来源：公司数据，平安证券研究所

图表34 韩国CBCT市场规模（单位：百万元）



资料来源：公司数据，平安证券研究所

由于韩国整体市场规模小，牙医人数仅 1.8 万人，种植牙医师 1.5 万人，即使假设 2 人 1 台 CBCT 机（开办牙科诊所的条件），总需求量仅 0.75 万台，按照每台 150 万元计算，潜在总规模仅 113 亿元；目前完成渗透率 10%。推算到中国市场，按照当前种植牙医生的数量估算，全国 0.7 万人，对应目前潜在市场需求超过 50 亿元；截止 2012 年 CBCT 总出货规模约为 5 亿元，渗透率与韩国类似。但我国牙科医院、牙科医生的人均数量远远低于韩国，未来增长潜力巨大；因此我国 CBCT 机将受益于 1、整个种植牙市场的增长，2、高端影像设备渗透率的提升；现在 CBCT 处于持续 10 年高速增长阶段的初期。

■ 更大的医疗 X 射线设备市场

韩国 Vatech 崛起的原因之一是旗下拥有专做人体数字 X 射线传感器的公司 Rayence，该公司 2012 年营收 494 亿韩元，达到 Vatech 韩国国内销售额的水平；在全球医用影像传感器市场中占据 15% 的市占率，排名第四。Vatech 也因此成为全球第一家拥有影像传感器生产能力的的医用影像设备公司，这使得公司可以在高中低端全面铺开产品线；具体而言，高端 CMOS 探测器（应用于牙科）主要自给，简单的 TFT 传感器（应用于兽医）主要外售。Rayence 可能于 2014 年分拆到 KOSDAQ 上市。

全球医用 X 射线探测器（牙科、骨骼、兽医）市场 2012 年规模约 18 亿元，预计到 2014 年 CAGR 为 15%；由于探测器为医用 X 射线设备核心元件，通常占设备成本的 20~40%，因此推估全球医用 X 射线设备市场规模约为 60 亿元。同样的，中国等新兴市场增速将远超过欧美日等发达经济体。

四、附录一：牙科材料及设备海外股数据

4.1、公司概况

口腔科发展多年，而国外种植牙主要生产厂商有 Nobel Biocare（种植牙发明人创立）、Dentsply（登士伯国际）、Straumann（主要是 ITI 系统）、Zimmer Dental、Osstem Implant 等，设备工具厂家有 Sirona、Danaher、Planmeca、Vatech、Carestream、Again 等，我们将其中的上市公司列出，可了解到全球牙科市场的发展概况。

图表35 全球牙科上市公司营收、市值与估值（单位：营收为百万美元，市值为十亿美元）

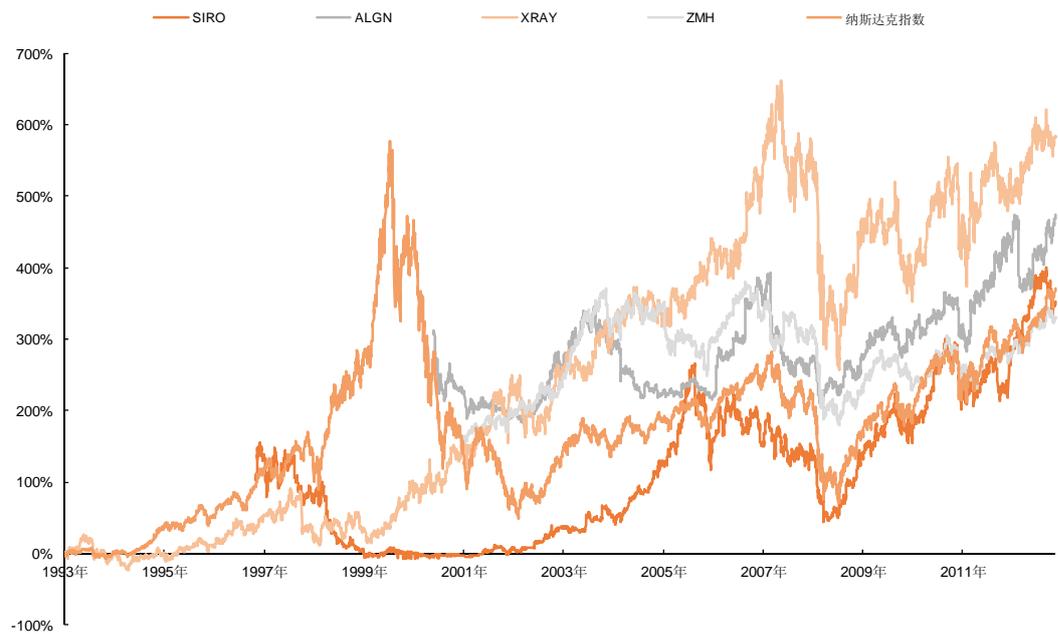
	材料				设备			综合
	NOBN	STMN	ZHM	Osstem	SIRO	ALGN	Vatech	XRAY
1993年	81							504
1994年	92							525
1995年	101							572
1996年	115				7			657
1997年	124				16			721
1998年	147	168			38			795
1999年	197	451	939		46			831
2000年	250	1385	1041		22			890
2001年	288	1174	1179		21	46		1129
2002年	311	1278	1372	11	24	70		1418
2003年	334	2372	1901	15	30	123	22	1568
2004年	388	3211	2981	30	39	173	21	1694
2005年	485	3606	3286	70	53	207	39	1715
2006年	601	3776	3495	115	521	206	57	1810
2007年	666	4296	3898	143	660	284	70	2010
2008年	619	2713	4121	137	757	304	74	2194
2009年	581	4424	4095	98	713	312	75	2160
2010年	577	3590	4222	99	770	387	110	2221
2011年	570	2672	4452	119	914	480	89	2538
2012年	580	1891	4472	135	980	560	82	2928
市值(十亿美元)	1.5	2.5	13	0.36	3.7	3.2	0.17	6
TTM PE	25	63	12	65	27	68	31	17

资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

4.2、市场表现

首先比较美国上市公司, SIRO 是西诺德, 从事牙科影像设备; ALGN 是 Again, 从事牙科工具; XRAY 是登士伯, 从事牙科综合产品, 包括种植体和牙科设备; ZMH 是杰美, 从事牙科种植体。可以看到登士伯国际表现最贱, 西诺德和杰美表现与纳指持平, Again 表现居中。

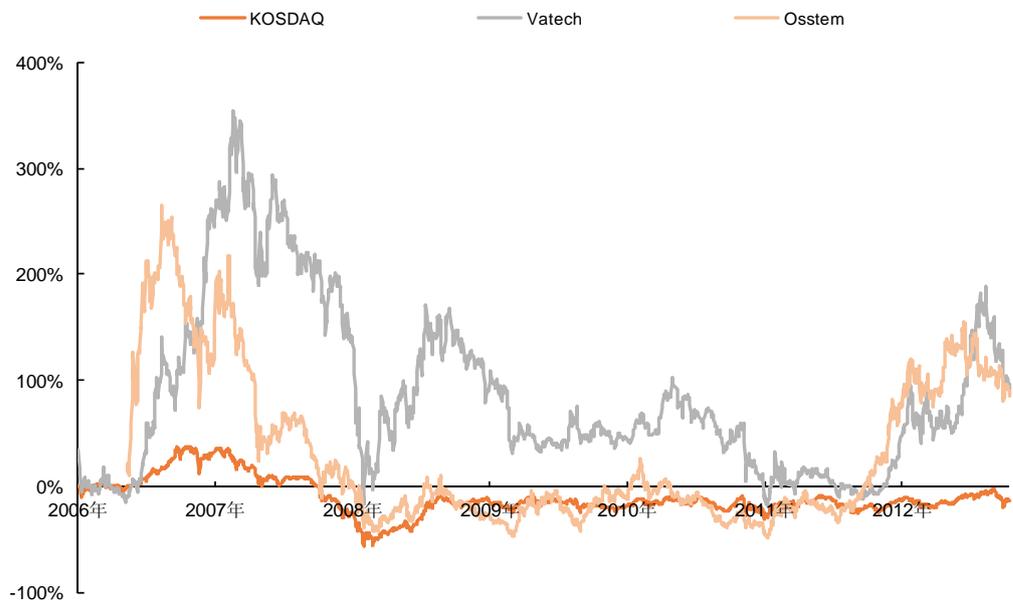
图表36 美国上市公司走势



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

观察韩国市场的情况, Osstem 和 Vatech 上市后受到市场热捧, 在 2007 年远远跑赢指数; 此后公司业绩受实体经济冲击影响较大, 销售利润出现下滑, 股价快速回落, 但 2012 年后随着公司业绩再次回暖, 这两个股票明显跑赢市场。并且很明显的, 设备股的弹性大于材料股。

图表37 韩国上市公司走势

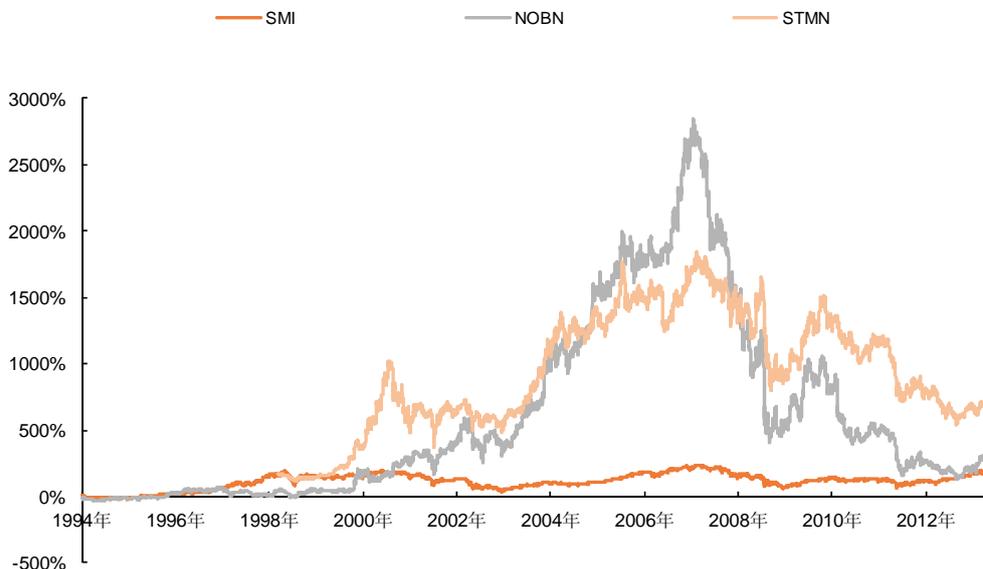


资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

瑞士的两家种植体公司表现也颇有意思, Straumann 在 1998~2007 年间实现收入 43% 的 9 年复合增长, 其股价也在 2007 年炒到巅峰, 而竞争对手 Nobel 由于收入规模小, 弹性更大, 受到更为疯

狂的炒作，股价相比 1999 年低估翻了 20 余倍。但在金融危机后遭遇困境，两家公司都出现收入下滑的局面，股价也随之回落，Nobel 股价更是一落千丈，回到 2002 年的水平。

图表38 瑞士上市公司走势



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

五、附录二：种植牙简介

5.1、种植牙的原理和过程

种植牙的基本原理是在牙槽骨内植入种植体（仿真牙根），然后再其上部安装基台及烤瓷牙冠。无论是植入一颗牙或几颗牙，其种植过程基本类似。

首先，医生将种植体植入牙床内，以代替缺失牙。一般种植体植入术只需要几十分钟到数小时即可完成。由于选用的是与人体相容性极好的生物材料，种植牙对人体不产生不良的副作用，更不会致癌。

一般情况下，约 3~6 月后种植牙体将与颌骨完全融合（高端新型体只需 2~3 周）。医生将在种植体上安装基台，整个基本的步骤便告完成。有时医生会根据患者牙骨及牙位情况，选择在植入牙体的同时连基台一起装上。甚至同时戴上临时牙冠，患者即可拥有灿烂笑容。最后，医生在基台上安装烤瓷牙冠，种植牙修复就全部完成了。

5.2、种植牙的发展历史

早在古代，欧洲、中东、中美洲人们就试图使用各种同种或异种材料，包括人和动物的牙齿、雕刻的骨头和贝壳等，植入颌骨来替代缺失的牙齿。近现代，人们尝试采用人工材料制成多种形状的种植体，通过植入骨内或骨外来修复缺牙或为牙修复体提供支持。但这些种植体因不能满足复杂的口腔环境要求，出现了大量的脱落失败。20 世纪中期，瑞典人 Brånemark 观察到动物的骨组织能与植入的钛金属装置紧密的结合。他后来将这一现象定义为骨结合（osseointegration）。1965 年，他将

研发的骨结合钛种植体用于第一例临床病例，成功地修复了腭裂缺损。1982年，在多伦多会议上，Brånemark报道了关于骨结合长达15年的大量研究工作，被公认为口腔医学的突破性进展，奠定了口腔医学一个新的分支学科口腔种植学的基础。在随后的几十年里，口腔种植学迅速发展并成熟，种植牙作为一种与天然牙功能、结构以及美观效果十分相似的修复方式，已经成为口腔医学界和缺牙患者的首选。

5.3、种植牙的结构和功能

- ①种植体：是植入骨组织的结构，起类似于天然牙根的作用，支持、传导、分散牙合力；
- ②基台：位于种植体牙合方，穿过牙龈暴露于口腔，是连接种植体和上部修复体的结构，是上部修复体的附着结构；
- ③中央螺丝：是连接种植体与基台的重要结构，贯穿基台与上段种植体，将其连成一体；
- ④骨：包绕在种植体周围，与种植体表面紧密结合，骨种植体界面的紧密结合是种植义齿得以正常行使功能的基础；
- ⑤上部修复体：恢复牙冠的外形及功能；
- ⑥愈合帽：利用螺纹旋入并固定于种植体体部，起暂时覆盖种植体体部与基台相衔接的孔的作用，在第二次手术中撤除；
- ⑦牙龈成形器。

5.4、种植牙的优点

目前传统镶牙方法用钩或套将假牙固定在两侧健康牙上，影响美观不说，将两侧真牙带坏的情况比比皆是。种植牙作为国际最新的镶牙方法，它特点鲜明，优点突出：

优势一：稳固牢靠有些朋友经常会遇到这样的情况，全口假牙戴不住，说话、吃东西时很容易脱落。种植牙全固定式种植体固位好，比传统假牙戴的稳固、牢靠。因此，咀嚼效率较传统假牙有大幅度提高，患者即可尽情地吃、畅快地说、自信地笑。

优势二：舒适美观种植牙没有传统镶牙方法中的钩或套，因而十分美观，如同长出的新牙，被称为人类的第三副牙齿。同时，种植牙因假牙基托小，甚至无基托。因此非常舒适，无异物感，对发音影响小。此外，植牙后亦不会像配戴笨重的活动假牙般出现牙肉疼痛。

优势三：使用持久，不伤邻牙种植牙的长远安全性已在欧美国家获得认可。同时，它不影响健康邻牙，其靠自身牙根独立存在，且无需磨两侧健康牙，也不会造成假牙同健康牙接触面食物嵌塞而使健康牙造成新的龋坏。

六、风险提示：

- 1、新产品不达预期的风险，2、传统色选机毛利率下滑的风险，3、技术研发优势不能持续的风险。

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
流动资产	360	1247	1380	1656
现金	227	908	1236	1477
应收账款	7	26	30	37
其他应收款	2	3	3	3
预付账款	47	9	16	20
存货	77	67	92	115
其他流动资产	0	233	3	4
非流动资产	158	270	313	335
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17	211	236	257
无形资产	34	34	34	34
其他非流动资产	107	25	43	44
资产总计	518	1517	1693	1991
流动负债	100	129	147	184
短期借款	0	0	0	0
应付账款	30	72	63	79
其他流动负债	70	56	84	105
非流动负债	19	13	20	20
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	19	13	20	20
负债合计	119	142	167	204
少数股东权益	0	0	0	0
股本	150	200	260	260
资本公积	119	875	815	815
留存收益	130	298	449	711
归属母公司股东权益	399	1375	1526	1788
负债和股东权益	518	1517	1693	1991

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流	140	144	433	263
净利润	133	169	211	262
折旧摊销	4	7	24	28
财务费用	-2	-9	-13	-16
投资损失	-2	-2	-12	-12
营运资金变动	-4	-31	213	-1
其他经营现金流	12	10	11	1
投资活动现金流	98	-256	-58	-38
资本支出	73	28	70	50
长期投资	169	-230	0	0
其他投资现金流	340	-458	12	12
筹资活动现金流	-244	806	-47	16
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	50	60	0
资本公积增加	117	756	-60	0
其他筹资现金流	-411	0	-47	16
现金净增加额	-6	693	328	241

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	450	518	650	806
营业成本	218	249	316	395
营业税金及附加	4	5	6	7
营业费用	45	60	68	81
管理费用	55	61	78	93
财务费用	-2	-9	-13	-16
资产减值损失	1	4	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	12	12
营业利润	130	150	205	256
营业外收入	23	43	39	46
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	153	193	244	303
所得税	21	25	33	41
净利润	133	169	211	262
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	133	169	211	262
EBITDA	132	149	215	269
EPS (元)	0.88	0.84	0.81	1.01

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
成长能力				
营业收入 (%)	34.3	15.2	25.5	23.9
营业利润 (%)	10.9	15.6	36.2	25.3
归属母公司股东权益 (%)	-11.9	27.2	25.2	24.1
获利能力				
毛利率 (%)	51.6	51.9	51.4	51.0
净利率 (%)	29.5	32.5	32.4	32.5
ROE (%)	33.2	12.3	13.8	14.6
ROIC (%)	58.0	25.9	53.6	62.9
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.0	9.4	9.9	10.2
净负债比率 (%)	0	0	0	0
流动比率	3.60	9.70	9.37	9.03
速动比率	2.83	9.16	8.73	8.38
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.51	0.41	0.44
应收账款周转率	61	29	21	22
应付账款周转率	8.07	4.84	4.66	5.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.65	0.81	1.01
每股经营现金流	0.54	0.56	1.66	1.01
每股净资产	1.53	5.29	5.87	6.88
估值比率				
P/E	58.7	46.1	36.8	29.7
P/B	19.5	5.7	5.1	4.3
EV/EBITDA	52	46	32	26

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257