

日期: 2015年02月10日

行业: 医药制造业



魏贇
02153519888-1960
weiyun@shzq.com
执业证书编号: S0870513090001

区域性大输液及特色注射器生产企业

■ 投资要点

公司简介

公司专注于大输液产品的研发、生产及销售业务,是国内最早生产塑料瓶大输液、双管双阀非PVC软袋大输液的企业之一,拥有非PVC软袋大输液年产能14,000万袋、塑料瓶大输液年产能9,000万瓶。公司非PVC软袋大输液的产能规模位居国内前列。公司同时兼有国内领先水平的注射穿刺器械业务,正在开展与医院合作建立血液透析中心,采取由医院运营、公司独家提供血液透析用耗材的业务。

盈利预测

我们预计2015-2017年归母公司的净利润将实现年递增22.44%、6.63%和2.94%,相应的稀释后每股收益为0.44元、0.47元和0.48元。

公司估值

同行业可比上市公司14年、15年平均动态市盈率为46.87倍、20.68倍,14年、15年化学制剂上市公司市盈率行业中值分别为44.20倍、31.91倍。考虑到公司的业务结构、市场竞争状况、同行业可比公司情况,基于已公布的2014年业绩和2015、2016年预测业绩的均值,我们认为给予公司15年每股收益20倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为20%的公司合理估值区间为8.02-9.62,相对于2014年的静态市盈率(发行后摊薄)为22.25-26.70倍。

定价结论

公司计划每股发行价为7.36元,对应14、15年PE为20.43、16.69。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	559.42	488.31	492.62	516.65	542.65
年增长率	-4.00%	-12.71%	0.88%	4.88%	5.03%
归属于母公司的净利润	81.25	57.64	70.55	75.23	77.44
年增长率	8.97%	-29.05%	22.40%	6.63%	2.94%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.51	0.36	0.44	0.47	0.48

数据来源:公司招股意向书 上海证券研究所

IPO 询价区间 RMB7.36-7.36 元
上市合理估值 RMB8.02-9.62 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过(百万股) 40.00
发行后总股本(百万股) 160.00
发行方式 网下询价
上网定价
保荐机构 安信证券

主要股东 (IPO 前)

双鹤集团 48.26%
张雪琴 16.28%
梓铭贸易 9.17%

收入结构 (Y2014)

大输液 79.13%
医疗器械 20.74%

报告编号: WY15-NSP02

首次报告日期: 2015年02月10日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司专注于大输液产品的研发、生产及销售业务，是国内最早生产塑料瓶大输液、双管双阀非 PVC 软袋大输液的企业之一，拥有非 PVC 软袋大输液年产能 14,000 万袋、塑料瓶大输液年产能 9,000 万瓶。公司非 PVC 软袋大输液的产能规模位居国内前列。

公司同时兼有国内领先水平的注射穿刺器械业务，通过 FDA 体系检查，拥有相关专利 25 项，其中发明专利 2 项。拥有安全注射器年产能 11,000 万支，无菌注射器年产能 13,000 万支，以及输液器年产能 3,000 万副。

目前，公司正在开展与医院合作建立血液透析中心，采取由医院运营、公司独家提供血液透析用耗材的业务。

1.2 行业增长前景

（一）大输液行业发展趋势

大输液的市场容量与全国医疗机构诊疗人次数尤其是医疗卫生机构入院量密切相关。2006 至 2012 年，全国医疗机构诊疗人次数从 44.64 亿人次上升至 68.9 亿人次，复合增长率 7.50%；医疗卫生机构住院量从 7,906 万人上升至 17,812 万人，复合增长率 14.50%。据中国产业信息网统计，2007 至 2012 年，全国大输液产品总销量平均复合增长率为 14.84%。

受多因素驱动，我国非 PVC 软袋大输液产品销量增速显著高于其他包装形式和大输液行业整体增速，在一定程度上实现了非 PVC 软袋大输液对玻璃瓶、塑料瓶的逐步替代。

（二）注射穿刺器械行业发展趋势

2008 年至 2012 年，中国医疗器械市场的规模从 1,210.8 亿元人民币上升到 2,411.8 亿元人民币，年均复合增长率为 18.8%，预计到 2017 年，中国医疗器械市场的规模将达到 4,942.3 亿元人民币，年均复合增长率预计为 15.4%。庞大的人口基数对医疗器械不断增长的刚性需求、医疗器械相关学科技术人才的长期储备以及国家对医疗器械技术创新的大力支持，都是促进医疗器械产业高速发展的保障和动力。公司的安全注射器、胰岛素注射器均为具有发明专利技术的中高端医用耗材，同时具有应用广泛、市场容量大、技术含量高特点，属于《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》鼓励发

展的领域。

医用穿刺器械产品种类丰富，主要包括注射针/注射器、输液针/输液器、输血器、采血针、胰岛素笔针、麻醉针等。注射针/注射器是我国目前消耗数量最大的医用穿刺器械，其次分别是输液针以及输液器。

据中国医疗保险研究会在 2008-2010 年《全国基本医疗保险参保住院患者药品、医疗器械和诊疗项目利用调查》的统计数据，在使用频次最高的 20 种医疗器械中，属于穿刺器械的有 7 种，使用频率的总和达到了 63.16%，其中注射器和输液器是使用最频繁的医疗器械，使用频率分别为 41.4% 和 14.8%。据弗若斯特沙利文公司的统计，自 2008 年至 2012 年，中国医用穿刺器械市场的规模从 146.1 亿元人民币增长到了 218.30 亿元人民币，复合年均增长率为 10.6%。随着中国医用穿刺器械市场的稳步增长，到 2017 年中国穿刺器械市场的规模预计将达到 357.6 亿人民币，期间其复合年均增长率将达到 10.4%。

从注射针/注射器来看，据弗若斯特沙利文公司统计，2012 年，中国注射针/注射器市场规模在 138.7 亿支左右，约合 59.8 亿元人民币，在未来五年内其使用数量的复合年均增长率有望达到 12.4%，金额的增长率将达到 11.8%。目前我国大部分地区还在使用普通的一次性注射器产品，但是注射器的安全性越来越受到人们关注，生产厂商也正在加大对安全注射器或自毁注射器的研发投入和推广力度。安全注射器使用和自毁注射器能避免划伤医务人员，防止交叉感染，还可以自毁，消除了废弃一次性注射器回流市场、重复使用的可能性。

目前，发达国家已经推广使用安全注射器及自毁注射器，但我国只是在少量高端病房或针对特殊疾病时使用。安全注射器及自毁注射器的使用将是注射器未来的发展趋势。据弗若斯特沙利文公司统计，2012 年，我国安全注射器及自毁注射器市场的规模在 1.9 亿支左右，约合 5.3 亿元人民币，在未来五年内其使用数量的复合年均增长率将达到 19.9%，金额的增长率将达到 18.5%，是医用穿刺器械市场的一个重要增长点。

输液器主要分为普通输液器和特种输液器，普通输液器占据了输液器市场的绝对主导地位。特种输液器包括精量调节、精密过滤、避光等特性或这些特性之间不同排列组合成的具备特定功能的输液器。特种输液器目前所占的市场份额较小，在三级医院及发达地区的二级医院使用比例较高，国内用量大概占整体输液器市场的 5%

左右，但其市场增速要快于整体输液器市场，达到 20-30% 的年增长率。随着患者对医疗水平和输注安全要求的提高，未来具有很强的增长潜力。2012 年，中国输液器市场的规模在 64.7 亿件左右，约合 64.8 亿元人民币，在未来五年内其使用数量的复合年均增长率有望达到 9.6%，金额的增长率将达到 10.2%。

（三）血液透析业务

公司正在开展腹膜透析液和血液透析浓缩液的产品研发和批准文号的申报，拟于取得批准文号后进入腹膜透析和血液透析市场。为提前了解透析市场信息和肾衰竭病人的需求，济民堂于 2014 年上半年与黄岩区中医院签署《血液净化病区设备投放及耗材供应合同》，合作建立血液透析中心，采取由黄岩区中医院运营、济民堂独家提供血液透析用耗材的方式开展合作。血液透析用耗材主要包括血液透析浓缩物、血液透析器等。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

注射穿刺器械主要厂商主要来自美国、日本、德国和中国。国外知名且规模较大的厂商有美国 BD 公司、日本尼普洛株式会社、德国贝朗医疗集团等。国内领先企业包括山东威高集团医用高分子制品股份有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、江西洪达医疗器械集团有限公司。

公司的注射穿刺器械业务主要产品为注射器和输液器，目前，公司拥有安全注射器年产能 11,000 万支，无菌注射器年产能 13,000 万支，以及输液器年产能 3,000 万副。公司自主研发的安全注射器和胰岛素注射器具有较高的技术水平，拥有发明专利 2 项，实用新型专利 23 项，其中一次性使用无菌注射器获得上海市经济和信息化委员会、上海市财政局和上海市知识产权局联合颁发的《上海市专利新产品证书》，公司自主研发的安全型胰岛素注射器被上海市高新技术成果转化项目认定办公室认定为上海市高新技术成果转化项目。

2013 年，公司注射器销售收入 9,182.42 万元，输液器销售收入 1,054.68 万元。

公司的大输液业务主要产品为非 PVC 软袋大输液和塑料瓶大输液，其中，非 PVC 软袋大输液年产能 14,000 万袋、塑料瓶大输液产能 9,000 万瓶。公司非 PVC 软袋大输液的产能规模位居国内前列。2013 年，公司非 PVC 软袋大输液和塑料瓶大输液销售收入合计 45,654.08 万元，其中，非 PVC 软袋大输液销售收入 37,075.00 万元，为行业内领先企业。

1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：公司主要的竞争优势有：1) 药包材全产业链优势；2) 生产规模优势；3) 自主创新优势；4) 专业化和产品质量优势；5) 营销团队优势；6) 在核心区域浙江、江苏和广东市场优势；7) 出口业务居于国内领先水平；8) 品牌优势和设备优势。

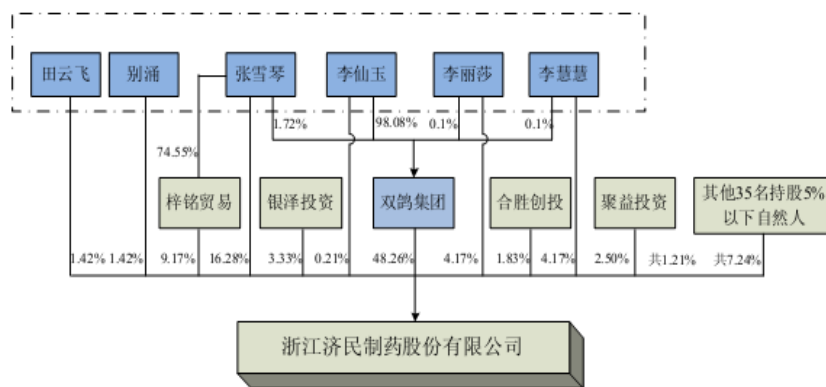
二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司由济民有限整体变更设立，公司主要发起人为双鸽集团、张雪琴、梓铭贸易、李慧慧和李丽莎。

公司实际控制人为李仙玉家族，持有双鸽集团 100.00% 股权，双鸽集团持有公司 48.26% 的股权，李仙玉家族控制的梓铭贸易持有公司 9.17% 的股权，家族成员直接持有公司 27.67% 股权，合计直接或间接持有公司 85.10% 的股权。

图 1 发行人股权结构图



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2011 年-2014 年，公司实现营业收入分别为 54,836.31 万元、58,275.20 万元、55942.01 万元、48830.57 万元，净利润分别为 6,777.50 万元、7,456.01 万元、8,124.78 万元、5764.35 万元。

公司主营业务为大输液和注射穿刺器械的研发、生产和销售，报告期内，公司主营业务收入分别为 54,643.62 万元、58,097.19 万元、55,891.1 万元和 37,149.06 万元，占营业收入的比例分别为

99.65%、99.69%、99.91%和 99.88%。公司主营业务突出。

图 2 公司近年来收入及净利润增长

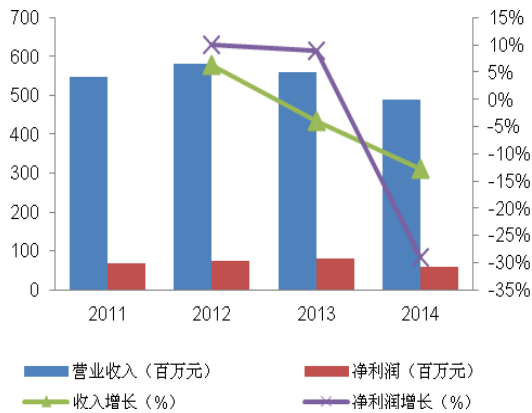
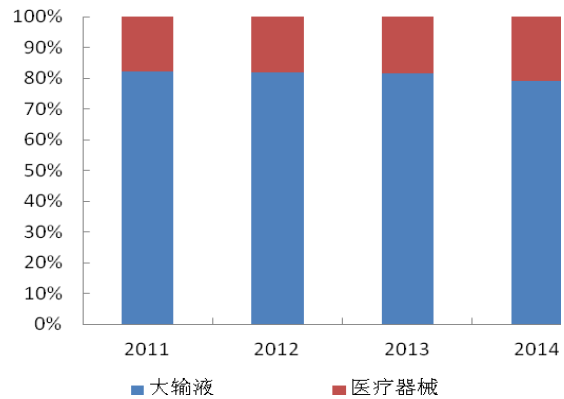


图 3 公司主营收入结构



数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

2011 年-2014 年，公司主营业务毛利率分别为 46.80%、47.36%、49.79% 和 48.85%，总体呈上升趋势。其中，大输液业务中，非 PVC 软袋大输液与塑料瓶大输液相比，具有较高的毛利率，报告期内非 PVC 软袋大输液毛利率分别为 56.56%、58.07%、59.44% 和 58.68%。医疗器械业务中，安全注射器具有较高的毛利率，且毛利率上升较快，报告期内的毛利率分别为 35.24%、40.16%、47.44% 和 47.25%，这两者的销售占比提升，推升了公司综合毛利率水平。

2.4 募集资金投向

本次公开发行股票成功后，公司发行新股实际募集资金扣除发行费用后的净额为 37,764 万元，募集资金投向如下：

表 1 募集资金投向 (万元)

序号	项目名称	总投资额 (万元)	建设期
1	新增年产 14,000 万袋非 PVC 软袋大输液项目	23,868	2 年
2	年产 4,000 吨非 PVC 膜用改性聚丙烯粒子项目	2,888	1 年
3	药品研发中心建设项目	3,008	1 年
4	补充流动资金	8,000	
	合计	37,764	

资料来源：公司招股意向书 上海证券研究所

表 2 募集资金使用计划 (万元)

序号	项目名称	第一年	第二年	第三年	合计
1	新增年产 14,000 万袋非 PVC 软袋大输液项目	7,334	12,556	3,978	23,868
2	年产 4,000 吨非 PVC 膜用改性聚丙烯粒子项目	2,888	-	-	2,888
3	药品研发中心建设项目	3,008	-	-	3,008
4	补充流动资金	8,000	-	-	8,000
	合计	21,230	12,556	3,978	37,764

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

新增年产 14,000 万袋非 PVC 软袋大输液项目

新增设计年产能 14,000 万袋的非 PVC 软袋大输液生产线, 截至 2014 年 9 月 30 日项目已投入 2,890.68 万元。项目建设期 2 年, 假设持续经营期 10 年, 售价 2.7 元/袋, 销售费用率 24%, 所得税率 25%, 折现率 12%, 测算项目的盈利结果及关键性投资指标如下:

表 3 主要经济数据和财务评价指标

测算指标	数值
10 年平均营业收入 (万元)	35,838.28
10 年平均净利润 (万元)	4,834.29
内部收益率	18.15%
回收期 (静态) (年)	7.50
净现值 (万元)	7,162.56

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

年产 4,000 吨非 PVC 膜用改性聚丙烯粒子项目

新建非 PVC 膜用改性聚丙烯粒子生产线年产能 4,000 吨, 项目建设期为 1 年。假设产品单价为 2.50 万元/吨, 企业所得税率 25%, 折现率 12%, 项目建设完成后主要设备使用期 10 年分析, 测算项目的盈利结果及关键性投资指标如下:

表 4 主要经济数据和财务评价指标

测算指标	数值
10 年平均营业收入 (万元)	9,360.00
10 年平均净利润 (万元)	1,074.60
内部收益率	36.01%
回收期 (静态) (年)	4.26
净现值 (万元)	3,214.63

资料来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

药品研发中心建设项目

公司拟新建药品研发中心，配置中试车间，添置研发及检测设备，并重点研究如下方向：非PVC 多层共挤膜（低钙腹膜透析液乳酸盐软包装用）、双层无菌非PVC 软袋大输液等。本项目中研发大楼建设期为1年，项目不产生直接利润。

补充流动资金和偿还银行贷款

公司业务规模扩大及研发新产品需要大量流动资金，公司拟将8,000万元募集资金用于补充公司日常生产经营所需的流动资金。

报告期内，公司银行借款余额分别为18,200.00万元、15,700.00万元、12,500.00万元和9,500.00万元，占各年末负债总额的比例均在50%以上。偿还银行借款，可以调整公司负债结构，增强公司抗风险能力，实现可持续发展。

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

销售和管理费用率上涨

2011~2014年，公司销售费用率分别为19.14%、20.87%、20.59%、21.54%，销售费用率呈现上升状态。公司目前以经销模式为主要发展方向，公司主推的非PVC软袋处于市场推广期，需要相应的市场投入。

同期公司的管理费用率分别为9.39%、9.14%、10.10%、10.65%，呈现逐年增长趋势。公司财务费用分别为1,449.10万元、1,292.91万元、568.89万元和283.10万元，财务费用逐年下降，主要系公司减少银行借款所致。总体来看，公司期间费用率较为稳定。

主要资产周转能力指标良好

近三年及2014Q3，公司的应收账款周转率分别为2.57、2.58、2.74和2.00，公司应收账款周转率较为平稳。2013年度可比上市公司应收账款周转率平均值为3.13，公司2013年度应收账款周转率略低于可比上市公司平均值。

近三年及2014Q3，公司的存货周转率为3.14、3.11、3.06、2.26，公司的存货管理与可比上市公司基本持平。公司存货周转率水平，与公司主营大输液产品业务有关。大输液产品出厂前必须经15天的质量检验期，同时大输液产品系医院普适性药物，需要较高的储存产品，因此，公司日常储备1.5~2个月的安全库存，经营过程中，

平均存货余额较高。

3.2 分业务收入和毛利预测、利润表预测

盈利预测及主要假设

- 1) 公司销售结构及毛利率保持稳定;
- 2) 募投项目进展顺利。

基于以上假设,我们预计 2015-2017 年归属于母公司的净利润将实现年递增 22.44%、6.63%和 2.94%,相应的稀释后每股收益为 0.44 元、0.47 元和 0.48 元。

四、风险因素

4.1 政策风险

基药采购实行“单一货源承诺”,一旦落标,将在该标期执行的 1 至 2 年里,失去该区域内的销售资格。若公司在某区域集中采购招标中落标,将对销售造成不利影响,尤其是在华东等公司销售占比大的区域。

此外,招标降价是目前的大趋势,公司产品价格存在继续下调的可能性。

4.2 市场竞争的风险

我国大输液行业内企业众多,竞争充分。未来大输液行业的市场集中度将加速提高,公司是非PVC 软袋大输液行业的领先企业,具备规模、成本及药包材全产业链经营优势,但仍需面对行业集中度提高带来的市场竞争风险。

4.3 经营风险

报告期内,公司来自浙江、江苏、广东、湖北和上海 5 省市的销售收入占公司营业收入的比例均在 70% 以上。公司经营的区域集中。同时,非PVC 软袋大输液销售收入占公司营业收入的比例达到 65% 以上,公司存在经营区域和收入集中的风险。

此外,公司自 2004 年开始为 RTI 进行贴牌生产。报告期内,为 RTI 贴牌生产实现的销售收入分别为 3,731.94 万元、5,093.98 万元、5,083.20 万元和 3,549.83 万元,占主营业务收入的比例分别为 6.83%、8.77%、9.10%和 9.56%。如果公司在质量控制、交货时间等方面不能持续满足 RTI 的要求,RTI 可能提前终止协议,将对公司的经营产生不利影响。

4.4 汇率风险

报告期内，公司产品出口收入占销售收入的比例平均在10%左右。目前，公司出口业务多以美元计价和结算。公司面临一定的汇率风险。

4.5 应收账款过大风险

报告期各期末，公司应收账款净额分别为20,526.65 万元、15,340.28 万元、17,756.55 万元和14,083.97 万元，占同期期末资产总额的比例分别为31.32%、22.21%、24.89%和23.89%，占同期营业收入的比例分别为37.43%、26.32%、31.74%和37.87%。公司应收账款的金额和占资产总额、营业收入的比例均相对较高。应收账款过大，导致公司销售收入未能及时带来现金流入，影响资金使用效率，带来流动性风险。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

同行业可比上市公司 14 年、15 年平均动态市盈率为 46.87 倍、20.68 倍，14 年、15 年化学制剂上市公司市盈率行业中值分别为 44.20 倍、31.91 倍。

表 5 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
华润双鹤	600062	22.06	1.52	1.14	1.41	14.48	19.40	15.70
丰原药业	000153	11.15	0.09	0.14	0.60	127.27	77.00	18.66
太龙药业	600222	7.59	0.07	0.09	0.18	104.53	88.36	41.41
科伦药业	002422	31.70	1.50	1.49	1.78	21.14	21.30	17.83
华仁药业	300110	7.28	0.18	0.16	0.26	40.29	44.20	27.69
行业平均						60.68	46.87	20.68

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

本次募集资金投资项目总金额为 37,764 万元，其中使用募集资金投资金额为 25,112.54 万元。预计发行费用 4,327.46 万元，本次公开发行 4000 万股，占发行后总股本的比例为 25%，每股发行价 7.36 元。

考虑到公司的业务结构、市场竞争状况、同行业可比公司情况，

基于已公布的 2014 年业绩和 2015、2016 年预测业绩的均值，我们认为给予公司 15 年每股收益 20 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 8.02-9.62，相对于 2014 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 22.25-26.70 倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	559.42	488.31	492.62	516.65	542.65
二、营业总成本	466.76	421.13	409.62	428.14	451.54
营业成本	281.01	252.71	254.05	264.98	277.46
营业税金及附加	6.43	5.31	5.32	5.58	5.86
销售费用	115.18	105.16	105.91	111.08	116.67
管理费用	56.51	52.00	51.73	54.25	56.98
财务费用	5.69	4.16	-7.39	-7.75	-5.43
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	92.66	67.18	83.00	88.51	91.11
加: 营业外收入	3.97	3.38	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.53	2.71	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	95.10	67.84	83.00	88.51	91.11
减: 所得税	13.85	10.20	12.45	13.28	13.67
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	81.25	57.64	70.55	75.23	77.44
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	81.25	57.64	70.55	75.23	77.44
七、摊薄每股收益(元)	0.51	0.36	0.44	0.47	0.48

资料来源: wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
大输液	45,654.08	38,637.57	38,646.69	40,035.96	41,521.86
医疗器械	10,237.10	10,128.99	10,615.39	11,629.14	12,742.84
总计	55,891.18	48,766.56	49,262.07	51,665.11	54,264.70
分业务增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
大输液		-15.37%	0.02%	3.59%	3.71%
医疗器械		-1.06%	4.80%	9.55%	9.58%
总计		-12.75%	1.02%	4.88%	5.03%
分业务主营成本	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
大输液	20,892.43	18,579.89	18,464.47	19,021.13	19,569.78
医疗器械	7,169.10	6,639.99	6,940.25	7,477.23	8,175.74
总计	28,061.53	25,219.88	25,404.72	26,498.37	27,745.53

毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
大输液	54.24%	51.91%	52.22%	52.49%	52.87%
医疗器械	29.97%	34.45%	34.62%	35.70%	35.84%
总计	49.79%	48.28%	48.43%	48.71%	48.87%

资料来源: wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏贇

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。