

# 涉足干细胞存储业务 迈开孕产一体化坚实第一步

戴维医疗 (300314.SZ)

推荐 维持

核心观点:

分析师

☎: 李平祝  
✉: lipingzhu@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

张金洋

☎: (8610) 83574546  
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn  
对本报告的编制提供信息

## 1. 事件

公司6月30日发布公告,为进一步贯彻落实战略目标与规划,实现外延式发展,公司拟采用增资的方式,支付对价4,500万元人民币认购无锡希瑞生命科技有限公司13.04%的股权。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 涉足干细胞存储业务,空间巨大前景广阔

公司此次收购的目的是立足于主业,积极拓展相关产业链,进行相关一体化,发现新的利润增长点,增强公司核心竞争力。这次投资完成之后公司也将进入干细胞存储,细胞再生医疗这一前沿领域,从广泛意义上讲两块业务都属于孕产行业,都是围绕产科新生儿的相关业务,未来有望产生良好的协同效应,我们推测公司未来在妇产科新生儿领域有望持续突破,实现孕产一体化大布局。

公司此次拟参股的希瑞科技成立于2014年4月,主要经营范围是干细胞、基因检测的技术开发、转让、服务、咨询;干细胞储存技术服务等;公司目前所从事的主要是上游的干细胞存储行业,收入主要来自新生儿脐带/胎盘干细胞的储存服务(包括胎盘间充质干细胞、脐带间充质干细胞)。新生儿干细胞存储业务开展模式为,希瑞科技与产妇产前签订储存服务合同,收取干细胞的制备、检测费用及储存费用。合同约定希瑞科技在产妇产前分娩的医院配合下,采集新生儿的脐带、胎盘等组织,由希瑞科技进行干细胞的分离、制备并通过相应检测达到希瑞科技干细胞库的入库标准后,将制备好的干细胞存入干细胞库储存。目前公司以自体库为主,在江苏无锡、广东佛山有两个库,每库实际容量分别为30万份,建有符合GMP的中心,都已实际投入并运行。另外,公司子公司在佛山这边,也与广东妇幼保健院已经签订了合作协议。目前销售团队在江苏、上海、浙江、湖北、广东、北京都有覆盖,业务合作超过40家医院,通过一年的运作目前已有100例+存储量。销售团队有60人,核心技术团队20个。公司未来规划为覆盖产业上下游全方位的细胞治疗公司。

我国干细胞市场空间巨大,前景广阔。我国干细胞市场规模大概2009年为20亿,2012年已经增长到60亿。由于政策法规方面的原因,目前我国干细胞的研究主要还是集中在上游新生儿干细胞存储领域。新生儿存储费用大概2-3万,目前发到国家和地区脐带血存储率10%以上,我国只有1%,所以市场空间大。如果按照我国每年1600万新生儿,存储费2万元,1%-10%存储率,预计有32-320亿市场规模。

### 市场数据 时间 2015.6.30

A股收盘价(元)	39.98
A股一年内最高价(元)	58.85
A股一年内最低价(元)	10.46
上证指数	4277.22
市净率	16.1
总股本(亿股)	2.88
实际流通A股(亿股)	1.15
流通A股市值(亿元)	46.18

### 相关研究

戴维医疗(300314)深度报告:保育设备行业龙头,孕产前景未来可期 2015-06-18

## (二) 三大战略直指未来，孕产一体化前景可期

公司未来发展的三大战略为：

第一、传统产业婴儿保育设备继续领跑细分市场，加速新产品研发拓展。

第二、吻合器业务作为新增长点做大做强，已经有注册证，希望再造一个戴维。

第三、相关多元化，做孕产行业一体化拓展，产前、产中、产后全方位布局突破。

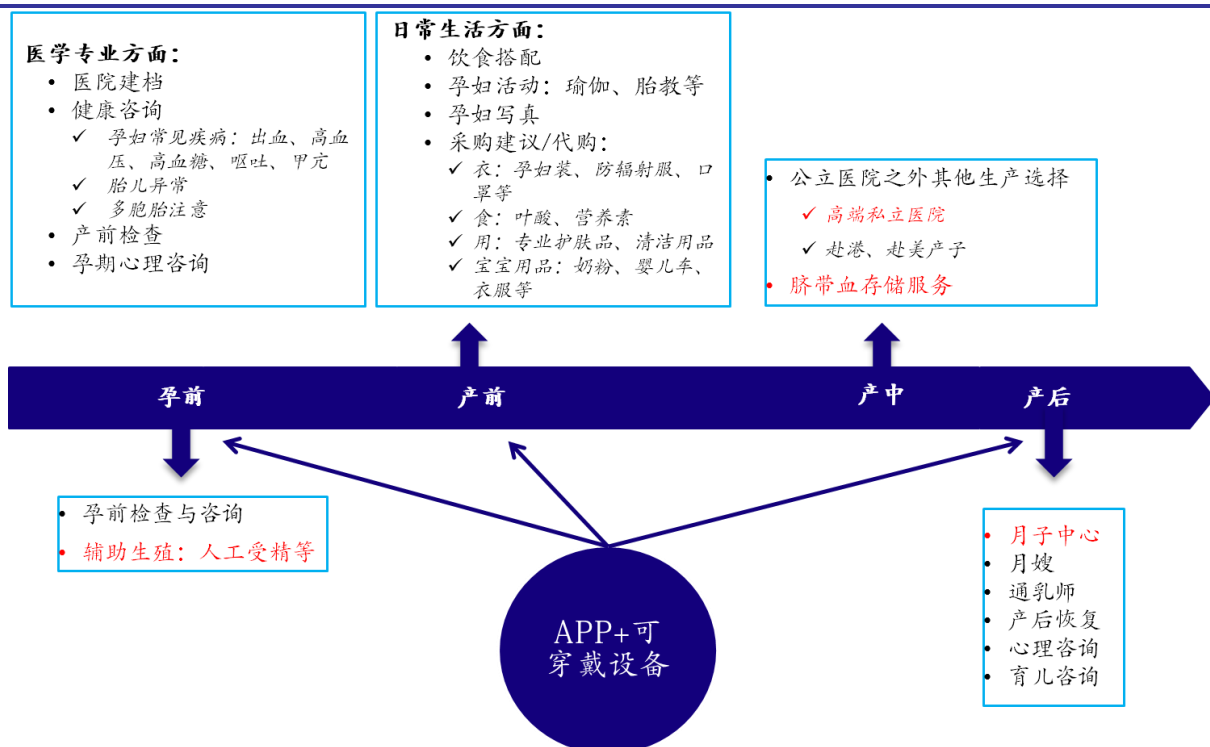
我们认为公司未来会继续做实主业，婴儿保育行业继续做龙头领跑，吻合器业务加速发展，争取早日再造一个戴维，最亮点的是孕产行业一体化布局与拓展，我们认为孕产行业一体化具有千亿规模，尚无龙头，若早日进入并有所突破，前景一片大好。

### 1、千亿市场，孕产行业空前巨大

80后甚至90后目前已经进入生育适龄，他们的消费习惯和生育观念与前人大不相同，伴随而来的将是整个孕产行业的巨变。随着生活水平的提高和家庭结构的小型化，国人们对孩子的重视程度越来越高，尤其对于现代女性来说，生育年龄越来越晚，对于腹中宝宝的重视和紧张程度也与日俱增，这些都是孕产行业发展的极大催动力。孕产行业属于新兴的行业，目标群体特点十分突出，消费能力也越来越强，目前有许多未被满足的需求。目前孕产行业市场尚处于初步发展的阶段，整个行业暂时还未出现巨头，缺口大，发展潜力也非常大。

下图是孕产行业上下游产业链梳理。孕前-产前-产中-产后都有很多布局机会。我们认为其中标红的高端私立医院、月子中心、脐带血存储、辅助生殖这四项服务是目前发展迅速且盈利空间大的机会所在。而APP和可穿戴设备贯穿整个产业链，能够串联起所有服务，形成一个良好互动的O2O闭环。

图 1：孕产行业产业链梳理



资料来源：中国银河证券研究部；

**表 1: 孕产行业主要项目价格与渗透率 (估算)**

阶段	项目	平均价格	渗透率	人均支出
孕前	孕检 : 优生五项+常规检查	800	40%	800*40%=320
产前	产前检查	公立医院 : 2000-3000 ; 私立医院 : 10000	公立医院 : 60% ; 私立医院 : 5%	2000*60%+10000*5%=1700
	心理咨询	1000	1%	1000*1%=100
	孕妇活动	500	15%	500*15%=75
	写真	500	10%	500*10%=50
	叶酸+营养素	300	40%	300*40%=120
	孕妇装+防辐射服	800	40%	800*40%=320
	宝宝用品	2000	40%	2000*40%=800
产中	高端私立医院	顺产 : 40000 ; 剖宫产 : 60000	顺产 : 2% ; 剖宫产 : 2%	40000*2%+60000*2%=2000
	公立医院	顺产 : 2000 ; 剖宫产 : 5000	顺产 : 40% ; 剖宫产 : 35%	2000*40%+5000*35%=2550
	脐带血存储	20000	4%	20000*4%=800
产后	月子中心	80000	3%	80000*3%=2400
	月嫂	10000	30%	10000*30%=3000
	产后恢复	4000	10%	4000*10%=400
<b>合计</b>				<b>14635</b>

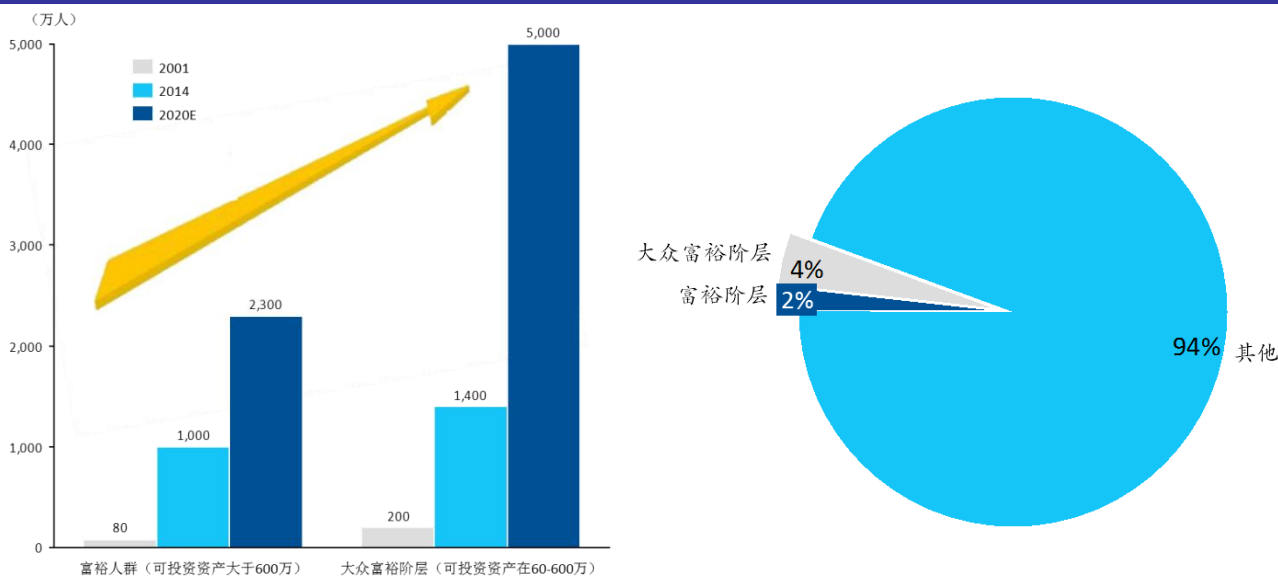
资料来源: 草根调研, 互联网公开资料, 中国银河证券研究部

2014 年我国新生儿 1600 万, 根据对孕产期主要项目的价格统计和渗透率估算, 相乘得出每个项目全国人均花销, 加和之后我们估算出从准备怀孕到产后恢复结束, 我国人均花销在 15000 元, 再乘以新生儿数量 1600 万, 由此估算出目前孕产服务行业的市场规模在两千四百亿左右。而仅私立医院产子、月子中心、脐带血存储这三块高增值服务的市场规模可达一千五百亿, 这是个庞大的市场。

## 2、高端产科医疗悄然兴起, 利润空间巨大

悄然兴起的高端医疗潜力巨大, 公立医院不能满足需求。随着经济的增长, 中国富裕阶层的人数逐年递增。而中国公立医院就诊人数多, 只能满足最基本的需求。富裕阶层对生活品质有较高的追求, 健康意识也比较强烈。而在富裕人群中, 我们重点关注大众富裕阶层, 大众富裕阶层作为一批已经基本实现“中国梦”的中产阶层和高端人士, 受教育水平普遍较高。参考国际研究机构的划分标准, 中国大众富裕阶层是指个人可投资资产在 60 万元人民币至 600 万元人民币之间 (国际上为 10 万美元至 100 万美元) 的中国中产阶级群体和高端人士。他们拥有稳定的职业和居所, 建立了幸福的家庭, 有一定数量的可支配财富, 在面临孕产过程时, 他们越来越需要高端专业化服务和全方位一体化解决方案。

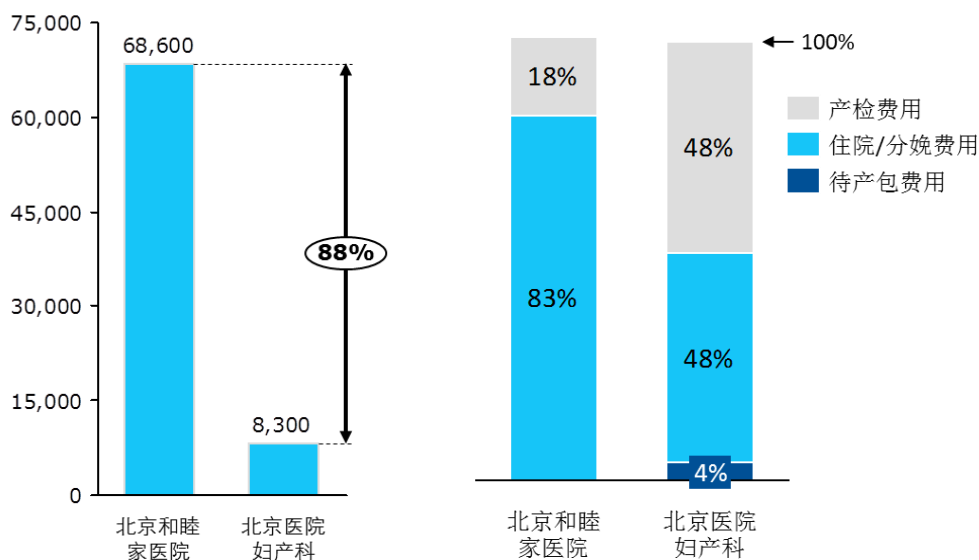
图 2: 中国富裕人群逐年递增 (左图), 2020 年将占总人口 6% 以上 (右图)



资料来源: 麦肯锡研究, 中国银河证券研究部;

1) **高端产科医院:** 目前我国公立医院医疗压力大, 妇产科普遍情况是产前检查排队拥挤, 产后哺乳和检查隐私性不佳, 床位紧张, 有时候甚至楼道都搭床。随着经济的发展和富人比例的增高, 越来越多的人有实力, 也愿意选择私立高端产科医院。与公立医院妇产科相比, 私立产科医院服务好, 各项收费也非常高。和睦家顺产套餐 56000 元; 剖腹产套餐: 88000 元; 产检套餐: 17800 元。美中宜和顺产套餐根据房间不同, 住院日期不同 4-10 万不等。而北京医院妇产科产检费用 4000 元左右; 住院/分娩费用 4000 元左右; 待产包费用: 300 元。

图 3: 和睦家医院和北京医院妇产科收费对比 (左图为总费用, 右图为产检住院比例, 单位: 元)



资料来源: 和睦家医院网页, 中国银河证券研究部;

表 2: 美中宜和分娩套餐价格 (单位: 元)

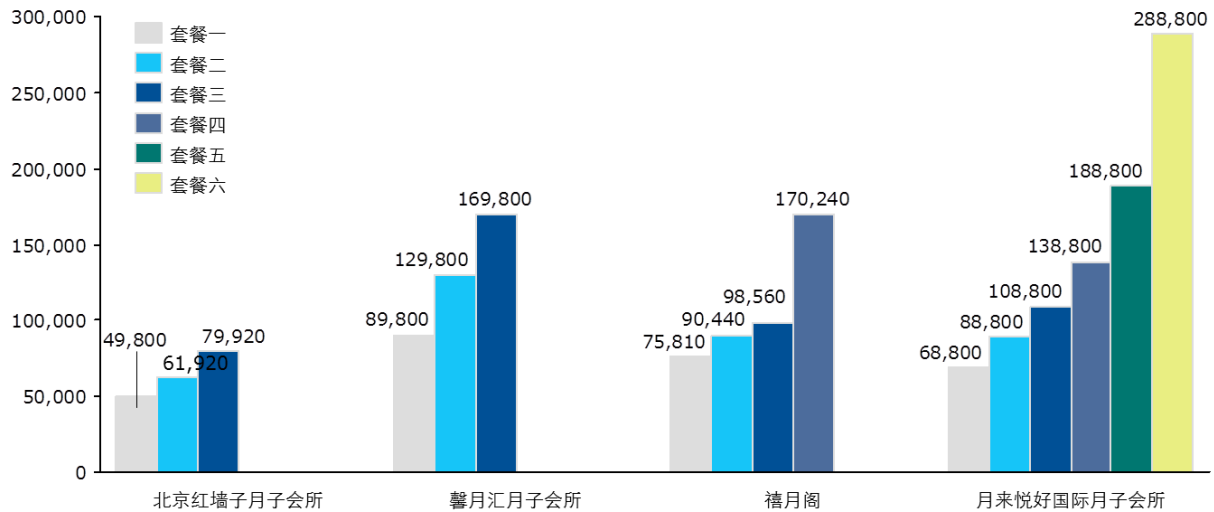
套式计划	内容	标准间	家庭间	贵宾间	VIP 套房
三晚自然分娩全套优惠计划	包括自然分娩及由分娩当日起计三晚住院费用,如有需要,包括无痛分娩、引产费用及人工破膜、会阴侧切缝合术、宫颈裂伤缝合术等费用	44715	47280	50295	82600
五晚计划剖宫产全套优惠计划	根据医学指征,主诊医生根据您的情况做出计划实施剖宫产手术,则适用计划剖宫产优惠计划,但因早产或突发性原因而需要进行剖宫产手术,阁下之分娩计划属紧急剖宫产,需加收紧急手术费,术前一晚、术后四晚,总计五晚住院费用所有常规手术室费用及监护费用,常规麻醉费用等	62610	66885	71910	82600
五晚择时剖宫产全套优惠计划	术前一晚、术后四晚,总计五晚住院费用所有常规手术室费用及监护费用,常规麻醉费用等,择时时间为早 6 时-晚 21 时、元旦、春节(除夕-初六)、清明节、劳动节、端午节、中秋节、国庆节全天不接受择时。	71610	75885	80910	91600

资料来源: 美中宜和网页, 中国银河证券研究部

**高端产科医院进入壁垒比较大,但是高投入可以带来高回报:** 以和睦家为例,和睦家是最早以高端产科医院身份进入中国民营医疗市场的医院,大股东为美国纳斯达克上市的美中互利(CHDX)。投资方面:和睦家医院首期投资额约 400 万美元(1997 年),董事长在接受中国经营报采访时说,最初有这个想法是 1991 年,知道 1997 年才成功建成第一家医院,期间大大小小盖了 180 个章,各种手续困难重重,可见进入之困难。在 3-5 年之后收回投资实现盈利。而最新的一家和睦家医院于 2015 年 4 月 2 日落户青岛,已经开诊,总投资 2400 万美元。**收入方面:** 2012 年,和睦家收入 1.52 亿美元,已成为美中互利最有价值的资产,其中妇产科占 15.8%,收入约 1.5 亿人民币。另一家高端产科医院美中宜和妇儿医院成立于 2004 年,现今有五家医院,一家月子中心,10 年来分娩婴儿数量已超过 15000。现在美中宜和一年服务产妇产后分娩婴儿数量约 2500,平均价格 70000 元,产科收入达 1.75 亿。

**2) 月子中心:** 月子中心是为新妈妈提供专业产后康复(即坐月子)服务的场所,有专业团队为妈妈和宝宝提供服务,在台湾、香港等地很盛行,在北京、上海和广州等城市也相继出现专业的月子中心。坐月子对于中国的妈妈来说,是一件大事。越来越多的女性临产后精力不足,缺少父母支持,与此同时期望值高,经济状况好,这样就更需要专业的月子中心来帮她们。预计未来会有更多的女性选择月子中心。**与高端产科医院相比,月子中心的门槛相对较低,对医生、高端医疗设备的依赖性较小,客户更注重的是服务,核心在于服务人员的素质。**月子中心提供医疗协助、医疗观察、舒缓按摩、乳房护理、生活协助、营养饮食计划、产后修复、宝宝课堂等全方位服务。

图 4: 北京主要月子中心收费情况

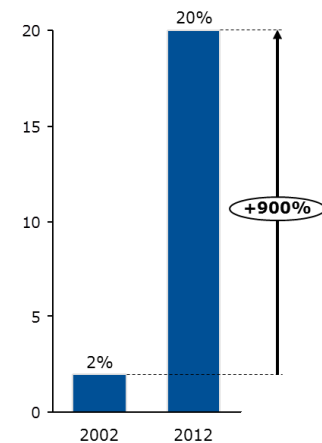


资料来源: 大众点评网页, 中国银河证券研究部; 不同套餐的差别主要在于房间的大小和设施配置, 服务内容并无太大差别

**月子中心供不应求, 收入颇丰:** 目前月子中心基本上以提供套餐服务为主, 各项服务不单独收费, 价格从 5 万-30 万不等。月子中心现在处于供不应求的状态, 以美中宜和旗下的禧月阁为例, 今年 9 月份的房间已经订满。禧月阁客房 60 间, 平均入住 1 月, 则每年接待 720 产妇, 均价 10 万左右, 我们推测一家运营良好的月子中心年收入可达 7 千万 (50-60 张床位)。高端产科医院也可以和月子中心形成良好互动, 以美中宜和为例, 如果是在美中宜和完成分娩的产妇, 去它旗下的禧月阁月子中心会给予一定优惠。

**3) 脐带血存储:** 脐带血是胎儿娩出、脐带结扎并离断后残留在胎盘和脐带中的血液, 通常是废弃不用的。近十几年的研究发现, 脐带血中含有可以重建人体造血和免疫系统的造血干细胞, 可用于造血干细胞移植。目前脐血已经用于治疗各种类型白血病、再生障碍性贫血、淋巴瘤、多发性骨髓瘤、神经母细胞瘤、粘多糖病、地中海贫血、骨髓发育不良症候群、原发性免疫缺陷病、慢性肉芽肿等 80 多种疾病。但随着人们健康意识的提升, 脐带血存储业务发展迅速。北京市脐血库首席执行官邓钺女士介绍, 2002 年, 北京市脐血库库存仅有 5000 份, 2012 年已经达到库容量 50 万份、库存量 15 万, 留取脐带血的孕妇数量占当年分娩量的比重 2002 年为 2%, 而 2012 年达到 20%。与北京相比, 其他省份脐带血存储业务目前渗透率较低, 发展空间巨大。随着脐带血存储量的增加, 移植技术的成熟, 中国脐带血移植增长前景广阔。

图 5: 北京地区脐带血存储率十年增 9 倍



资料来源: 中国银河证券研究部;

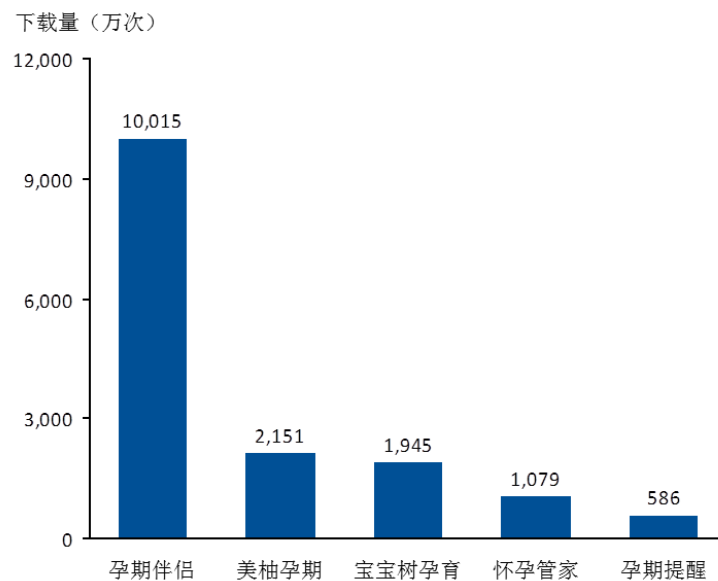
**脐带血存储业务是现金牛：**存储脐带血的费用在 2 万元左右，5800 元（脐带血采集制备费）+800 元/年（每年的保管费）×20 年（首次签约年限）。由于存储费是一次收款，分年确认，因此现金流情况非常良好。以中源协和为例，公司自体库 2014 年存储份数 23377 份，脐带血存储一项业务带来收入超过 3 亿，占公司总收入比超过 75%。

**4) 辅助生殖服务：**近年来，我国不孕不育患者越来越多，诺贝尔奖生理学与医学奖得主费里德·穆拉德认为不孕不育患病率之所以上升，很大程度上和环境的恶化有关。农业化肥及除草杀虫剂中的有毒物质，装饰材料及塑料制品中所含某些化合物，以及让动物快速增肥的饲料，使人类及动植物赖以生存的土壤、水源、食物和空气受到污染，从而直接或间接地毒害了人类的精子。我国目前不孕不育发生率在 12%，患者超过 5000 万。若其中 10% 的人选择接受手术，手术费用约 1 万元，市场规模也将超过 500 亿。而目前我国辅助生殖市场严重供不应求，在北京、上海等大城市，患者做一个试管婴儿手术，平均要排队 6 个月-1 年。

### 3、APP 和智能可穿戴设备促进孕产行业形成完整闭环

除了产中和产后行业，另一个不能忽略的垂直细分市场就是孕产类 APP 和智能可穿戴设备。在这个“重质不重钱”的孕育市场，流量为王，目的是通过 APP 吸引目标客户，并结合线下服务形成 O2O 闭环。在 360、豌豆荚、百度、安卓市场、应用汇五大市场的统计显示，孕期伴侣总下载量为 1 亿次，排在第一；美柚孕期以 2151 万次居于第二；如此大的用户量必然带来巨大的机会。

图 6：主要孕期 APP 下载量

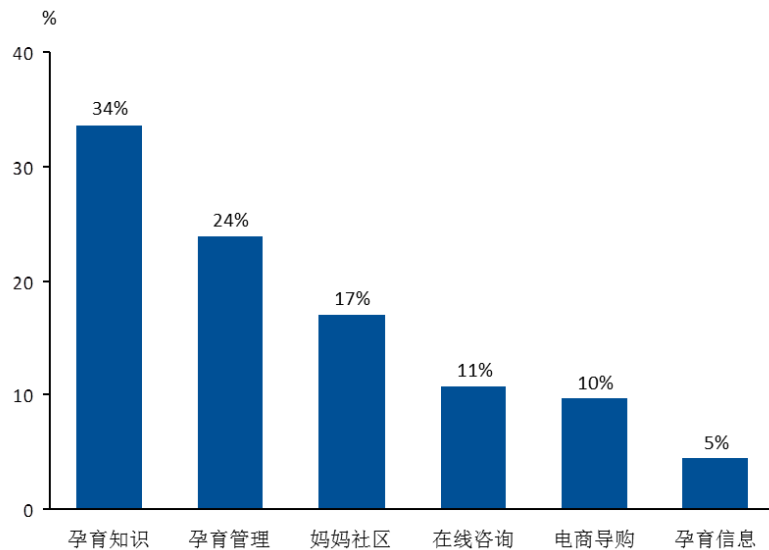


资料来源：中国银河证券研究部；

在孕育 App 所在公司的融资情况上，有 5 家公司有公布融资额，其中以深圳市新网智创融资轮次最多，已经过 4 轮投资，总融资额为 1.2 亿美元。其开发的辣妈帮、孕期伴侣孕育 App 都获得了不错的成绩，其余还有厦门美柚、宝宝树、快乐妈咪、星宝时尚。

孕育 App 的功能分布上，我们主要分为 5 个大的方向，知识仍是目前所有移动端产品中最关注的功能，此类占比 33.7%；然后是孕育管理，约有 24%；妈妈社区与在线咨询分别占到 17.1%、10.9%的比例；最后是电商导购与孕育信息（资讯、医院/药店信息）

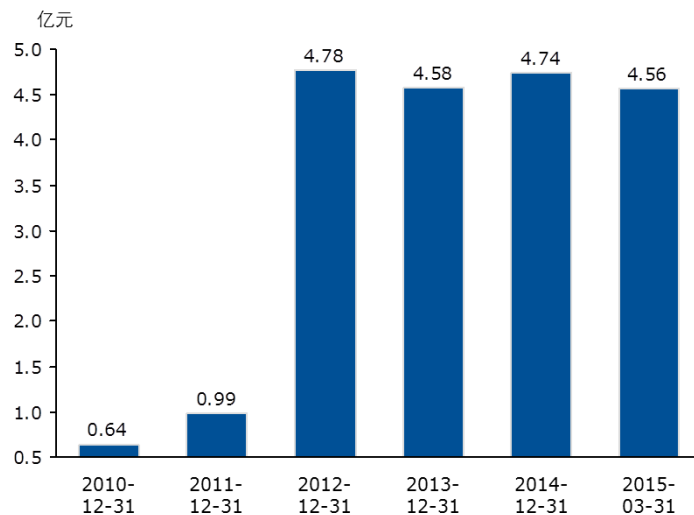
图 7: 国内孕育 APP 产品功能



资料来源: 中国银河证券研究部;

而对于孕妇来说,除了知识方面的内容,她们还关心宝宝的情况,自身身体的变化,而这些精确的数据只有只能可穿戴设备才能够实时获取、长期监测,这也是未来的机会之一。目前的可穿戴设备有用于孕期检测、运动追踪的 Lisa 手环,可检测胎心的快乐妈咪胎语仪,还有记录孕期身体变化的宝宝树智能手表。未来还应该开发更多相关的个性可穿戴设备以满足怀孕妈妈们在孕期的各种需求。

图 8: 戴维医疗账上常年现金充裕 (亿元)



资料来源: 中国银河证券研究部;

孕产行业 2000 亿规模,有国家政策的导向支持,有市场扩张的前景趋势,但目前还没有出现龙头企业,如果可以率先完成行业上下游的布局,则前途无量。戴维医疗经过多年发展,已经是婴儿保育设备市场龙头企业,占据了 40% 的市场份额。而多年的深耕也为戴维医疗积累了许多优质的行业资源,如各大医院妇产科的医生等。进入高端产科医院和月子中心的核心竞争力就在于医生资源,好的医生资源会为高端产科医院带来大量慕名而来



的产妇，从而形成品牌。戴维医疗 2012 年上市时募集资金 4 亿，其中超募资金约两亿，这笔募集的资金大部分仍然在公司的账户上，资金充足。如果戴维医疗利用自己已有的医生资源、医院资源和募集的资金在孕产行业上下游一体化方面有所突破，未来有望成为整个孕产行业的龙头。

### 3. 公司投资建议

预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.20、0.24、0.30 元，以 6 月 30 日收盘价计算，市值为 115 亿，我们认为公司作为产科稀缺标的，未来孕产一体化产业布局前景空间巨大，市值仍有较大提升空间。公司原有婴儿保育设备业务稳步增长，子公司进入吻合器市场有望再造一个戴维，孕产行业潜在市场空间不可估量。三方面驱动，公司估值提升空间广阔。公司参股希瑞，进军干细胞存储领域，我们这是公司未来孕产行业一体化大布局的第一步，后续突破仍值得期待。我们看好公司未来发展，维持“推荐”评级。

### 4. 主要风险因素

高端婴儿培养箱对同类进口产品的替代低于预期；吻合器业务扩张速度低于预期；孕产行业一体化布局进度低于预期。

#### 主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	217.25	227.18	255.89	311.19	387.68
营业收入增长率	-15.07%	4.57%	12.64%	21.61%	24.58%
净利润（百万元）	64.07	53.61	58.17	69.35	87.63
净利润增长率	-13.26%	-16.33%	8.52%	19.21%	26.37%
EPS（元）	0.22	0.19	0.20	0.24	0.30
P/E	180	215	198	166	131
P/B	18.3	17.2	16.1	15.0	13.8
EV/EBITDA	83.4	92.6	72.8	62.8	51.1

资料来源：中国银河证券研究部

附表：公司财务报表（百万元）

指标(百万)	445	464	519	599	672	营业收入	217	227	256	311	388
货币资金	0	0	0	0	0	营业成本	99	106	122	149	187
应收票据	10	8	10	12	15	营业税金及附加	2	2	3	3	4
应收账款	1	1	2	2	3	销售费用	21	26	31	37	43
预付款项	1	0	1	1	1	管理费用	33	39	44	53	66
其他应收款	50	48	64	73	98	财务费用	-12	-9	-11	-12	-14
存货	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	81	85	130	110	90	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
固定资产净额	40	65	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	30	29	26	22	19	营业利润	74	64	67	80	102
无形资产净值	0	0	0	0	0	营业外净收入	1	0	1	1	1
递延所得税资产	662	709	758	826	905	税前利润	75	64	68	82	103
资产总计	0	0	0	0	0	所得税	11	10	10	12	15
短期借款	0	1	2	3	4	净利润增长率	-13%	-16%	9%	19%	26%
应付票据	29	33	37	48	58	归属母公司净利润	64	1	1	1	2
应付账款	3	7	7	10	11	少数股东损益	0	214	273	348	429
预收款项	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.222	0.186	0.202	0.241	0.304
应付职工薪酬	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.222	0.186	0.202	0.241	0.304
应交税费	2	0	0	0	0	<b>指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
其他应付款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
一年内到期的非长期借款	0	0	0	0	0	收入增长率	-15%	5%	13%	22%	25%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	-13%	-16%	9%	19%	26%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-26%	-13%	5%	20%	29%
专项应付款	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
其他非流动负债	34	40	44	58	69	毛利率	55%	53%	52%	52%	52%
负债合计	628	669	714	768	836	净利率	29%	24%	23%	22%	23%
所有者权益合计	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EBITDA/营业收入	33%	28%	32%	30%	29%
<b>现金流量表(百万)</b>	64	54	58	69	88	ROE(摊薄)	10%	8%	8%	9%	10%
净利润		9	56	82	78	ROIC	40%	24%	23%	29%	43%
折旧与摊销	57	68	56	82	78	<b>估值指标</b>					
经营活动现金流	-49	-38	1	1	1	P/E	179.71	214.79	197.93	166.04	131.39
投资活动现金流	-28	-13	-2	-3	-5	P/S	53.00	50.68	45.00	37.00	29.70
融资活动现金流	-20	17	55	80	73	P/B	18.33	17.21	16.13	15.00	13.78
净现金流		457	464	519	599	EV/EBITDA	83.44	92.61	72.79	62.77	51.05
期初现金余额		464	519	599	672	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
期末现金余额	445	464	519	599	672	营业收入	217	227	256	311	388

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)