

## 尚荣医疗 (002551)

### 积极转型新模式、平台化战略稳步推进 买入 (维持)

2015年8月31日

#### 投资要点

- **事件:** 公司发布中报, 2015年1-6月, 公司实现营业总收入86719万元, 比上年同期增长77.92%; 营业利润8747万元, 比上年同期增长37.85%; 归属于上市公司股东的净利润6884万元, 比上年同期增加33.94%。归属于上市公司股东的扣非后净利润6879万, 同比增长38.41%。
- **医疗工程收入大幅增加, 香港普尔德控股并表提供收入增量:** 医疗专业工程收入20214万元, 同比增长220.53%, 医用耗材收入50506万元, 同比增长124.57%; 其中合肥普尔德上半年实现收入28774万, 香港普尔德从4月开始纳入合并报表, 4-6月实现收入20824万。公司利润组成中, 医疗工程贡献4310万, 耗材贡献约1000万, 成为利润的主要来源。上半年综合毛利率较年初下降5.83个百分点, 主要因为低毛利的耗材收入大幅增长, 而医疗工程和医疗设备工程毛利率也都略有下降。
- **大部分医院完成土建阶段, 进入结算周期:** 上半年由于部分新项目处于开工准备期, 所以土建和总包管理费收入大幅减少, 也说明大部分医院已经完成土建结算, 通江县人民医院、牡丹江第二人民医院已竣工并投入使用, 正处于审计结算阶段, 上饶市立医院、商南县医院处于验收结算阶段, 铜川市耀州区人民医院处于竣工结算阶段, 牡丹江市第一人民医院处于待结算阶段。上述医院合同总额约14.5亿, 为今明两年业绩提供有力保障。
- **PPP模式顺利推进, 订单快速复苏:** 迄今公司已经与独山县、秦皇岛市、淮南市分别达成合作意向, 独山、秦皇岛审计评估已经接近尾声, 淮南项目正在尽调。项目全部完成后将拥有床位3500张。公司陆续公告渭南市二院、澄城县中医院和重庆南川新区中医院项目, 显示订单正逐步复苏。
- **携手宜华健康, 探索互联网和康复市场:** 合作各方将基于“互联网+医疗”, 共同致力于打造医疗大健康生态圈, 后期将共同就整合医疗产品渠道、医院投资/托管、电子商务、网络医院、慢病管理、互联网医疗大数据等业务全面合作。
- **成立并购基金, 增强外延预期:** 拟与深圳市中金高盈、加银富民共同投资设立尚荣高盈医疗产业并购基金, 规模不超过12亿, 尚荣出资2亿, 首期规模3亿元。拟投资医疗耗材、医疗器械与设备、新兴诊疗技术、移动医疗与智能医疗服务、健康养老产业及其他医疗服务产业。
- **盈利预测与投资评级:** 暂不考虑增发, 综合分析假设, 我们调整盈利预测, 预测公司2015年-2017年每股收益0.41元、0.56元和0.63元, 对应PE50/36/32。控股股东梁桂秋最近一次增持价格18.50元。考虑到公司主营业务快速增长, 外延预期强烈, 股价有安全边际, 我们维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 治理结构风险、收购风险、运营管理风险等。

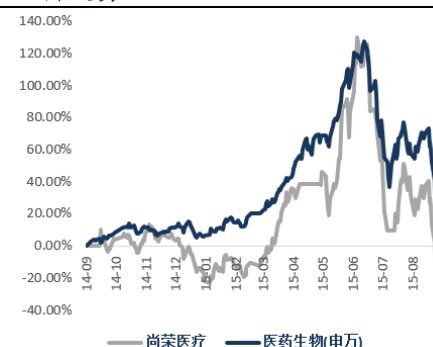
证券分析师—洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	18.54
一年最低价/最高价	16.12 / 51.51
市净率	5.7
流通A股市值(百万元)	4962.4

#### 基础数据

每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	47.15
总股本(百万股)	435.55
流通A股(百万股)	267.66

#### 相关报告

- 新模式扩张再下一城  
公司点评 2015.7
- “独山模式”有望快速复制, 平台化布局日趋完善  
公司点评 2015.5
- 定增助力发展, 期待外延扩张  
年报点评 2015.4
- 模式转型一切入公立医院改革  
公司点评 2015.2
- 激励锁定增长, 定增助力转型  
公司点评 2014.11

## 1. 医疗工程收入大幅增长，香港普尔德并表提供收入增量

2015 年 1-6 月，公司实现营业总收入 86719 万元，比上年同期增长 77.92%；营业利润 8747 万元，比上年同期增长 37.85%；归属于上市公司股东的净利润 6884 万元，比上年同期增加 33.94%。归属于上市公司股东的扣非后净利润 6879 万，同比增长 38.41%。

其中，医疗专业工程收入 20214 万，同比增长 221%，毛利率 33.73%，下降 6.1 个百分点，医疗设备销售收入 5337 万，同比增长 189%，毛利率 34.28%，下降 4.84 个百分点。预计下半年医疗设备收入将较上半年有所提高。

后勤托管服务收入 2457 万，同比增长 23%，毛利率 23.16%，下降 9.1 个百分点。设计服务收入 1641 万同比增长 21%，毛利率 49.8%，同比增长 20 个百分点。

耗材收入 50506 万，同比增长 124%，毛利率 12.47%，同比下降 4.62 个百分点。主要是由于合肥普尔德收入稳定增长，上半年实现收入 28774 万，香港普尔德控股于 4 月纳入合并报表，4-6 月实现收入 20824 万，净利润 240 万，为上市公司贡献净利润 138 万。

由于上半年部分新项目处于开工准备期，公司工程管理费收入和土建施工收入减少，其中：总包管理费收入 1890 万元，同比减少 46%；建造合同收入 3846 万元，同比减少 65%。

因人工成本和材料成本增长，以及低毛利耗材业务增长，上半年综合毛利率较年初下降 5.83 个百分点。

## 2. 大部分医院完成土建阶段，进入结算周期

截止 2015 年 6 月，各医院的建设进度如下：

其中：已竣工 2 家：通江县人民医院和牡丹江市第二人民医院；处于验收结算阶段 2 家：上饶市立医院和商南县医院；竣工结算状态 1 家：铜川市耀州区人民医院；待结算 1 家：牡丹江第一人民医院。对应合同总金额 145000 万元。其中通江县人民医院和牡丹江市二院大部分已于 2014 年确认收入。预计 2015 年进行结算的为上饶、商南和铜川市耀州区医院。

处于医疗工程配套阶段 2 家：双鸭山人民医院、铜川市中医院；  
内部装修 2 家：山阳市人民医院、许昌市第二人民医院；

外部施工 1 家：资阳市雁江区中医医院；  
土建阶段 1 家：南江县医院；  
尚未开工 5 家：齐齐哈尔一院、阿荣旗人民医院、曹县人民医院、  
巴中市巴州区人民医院 和渭南市第二医院；  
中标已签合同：新乡市人民医院和肇东市人民医院项目；  
中标未签合同 1 家：四川眉县中医院；  
停滞项目 5 家：河南省濮阳县、湖南省茶陵县、黑龙江省富裕县、  
连州市人民医院、黑龙江省牡丹江市肿瘤医院项目，预计签订正式协议  
并实施的可能性趋小。

公司目前在手的重大订单标的额约为 48.79 亿元，预计三年内在手  
订单能完成其中的 50%-60%。结合公司在手的医院整体建设大项目订单以  
及公司未来医院整体建设业务发展的前景考虑，未来三年公司医院整体  
建设业务收入的年增长率有望不低于 30%。

### 3. PPP 模式顺利推进，订单快速复苏

公司采用的“政府主导、市场运作、混合所有、专业经营”模式，  
既符合当前医疗机构改革的主导方向，也解决当地政府资金问题，该模  
式具有可行性，符合多方利益，因此我们预计该模式有望快速复制，从  
短期来看，完成 3-5 家项目落地可能性极高，长期来看可能达到几十家  
规模。

今年上半年，公司已经与独山县、秦皇岛市、淮南市分别达成合作  
意向，以医院净资产评估值为依据，分批出资，直至获得绝对控制的出  
资比例，我们认为该出资额度规模不会太大，而由于公司在医院管理集  
团中的决策机构医院理事会中占据绝对席位，实际拥有医院的管理权。  
因此可以参与医院日常经营管理和供应链管理。而后续医院迁建资金，  
我们预计公司将采用和外部资金合作开发的方式进行。相当于以少量的  
公司自有资金撬动丰富的医疗服务资源。

独山、秦皇岛、淮南项目假设全部完成后将拥有床位 3500 张。我们  
预计未来 3 年内有望达到 5000-10000 张。未来将形成县医院——地市  
级医院——城市三级医院等大中型医院统筹发展的格局，随着公司拥  
有医院资源的增加，未来公司在医疗机构的基础上，可以延伸供应链管  
理、互联网医疗、康复养老等多种业态，同时也有利于公司形成特色专  
科发展的格局。

图表 1: 公司“新模式”下医院规模和投资额

合同	级别	病床数	推测收入	门诊量	收治住院	建设目标	拟投资额	建设周期
独山县人民医院	二级甲等	370 张	2 亿多	18 万人次	1.5 万人次	不少于 1000 张	5 亿	~3 年
独山县中医院	二级甲等	260 张	8000 多万	10 万人次	1 万人次	不少于 500 张	2 亿	~3 年
秦皇岛第二人民医院	三级综合	700 张	3-4 亿	50 万人次	2.4 万人次	不少于 1000 张	7 亿	~3 年
淮南市第二人民医院	二级甲等	328 张	——	4 万人次		不少于 1000 张	5 亿	~3 年

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

同时, 在建设医院方面, 公司近期连续公告签订渭南市二院、澄城县中医院和重庆南川新区中医院合作协议及中标项目, 显示公司订单的全面强劲复苏。我们预计未来几年公司医院整体建设业务收入将维持 30%-50% 的高速增长。

图表 2: 公司整体建设业务最新中标及签署合作协议情况

日期	合同	级别	病床数	状态	建设内容	拟投资额	建设周期	资金来源
2015.5.29	渭南市二院	地级市二级综合性医院	483 张	中标	住院综合楼整体建设	3 亿	2 年	全部资金由公司提供买方银团信贷融资额度贷款解决
201.5.26	澄城县中医院	二甲中医医院, 县级综合医院	——	合作协议	中医院整体迁建建设	3 亿	18 个月	医院自筹 30%, 其余 70% 由公司提供买方银团信贷融资额度
2015.5.29	南川新城 区中医院 (新)	非营利性三甲综合医院	800 张	合作协议	医用建设工程项目的建设及医疗设备的配置及信息化平台	1 亿	5 个月	买方银团信贷融资额度

## 4. 携手宜华健康, 打造大健康生态圈

公司于 2015 年 7 月 13 日与宜华健康医疗股份有限公司签署了《深圳市尚荣医疗股份有限公司与宜华健康医疗股份有限公司关于在医疗产品与服务以及康复养老等医疗健康领域展开全面合作之战略合作协议》。合作各方将基于“互联网+医疗”, 共同致力于打造医疗大健康生态圈, 后期将共同就整合医疗产品渠道、医院投资/托管、电子商务、网络医院、慢病管理、互联网医疗大数据等业务全面合作。

### 4.1. 借助众安康强大医院资源, 共建医疗产品配送渠道

宜华健康的全资子公司广东众安康后勤集团股份有限公司为国内最

大的医院后勤托管企业，为国内超过 100 家医院提供医疗非诊疗业务，是中国最大的医疗非诊疗业务综合服务提供商，并设立了医疗器械销售的专业公司，有很好的销售渠道和业务经验。

公司 2013 年通过收购合肥普尔德获得了一次性医疗卫生用无纺布和无纺织制成品，如一次性手术包、手术服等，客户定位于大中型医院，与尚荣医疗的客户资源一致，且属于尚荣医疗产业链的延伸环节。普尔德 2014 年收入 5.6 亿，主要出口海外市场。公司 2014 年通过收购张家港锦州医械获得骨科植入器械产品，2014 年锦州医械实现收入 1566 万。我们认为公司未来还会继续在高值耗材、高端医疗器械乃至诊断试剂领域的布局。

公司将与众安康共同投资设立医院物资配送中心，整合双方的医院资源，将公司生产的一次性手术包、骨科植入材料等医疗耗材配送给各方合作医院，利用该渠道还可以源源不断地搭载公司后续产品，有利于公司医疗器械业务的规模提升。

#### 4.2. 开展“互联网+医疗”业务合作

我们认为尚荣医疗引入的合作方宜华健康在移动互联网领域有成熟的案例和丰富的经验，借助对方远程医疗成熟模式和在健康大数据方面的能力，尚荣正在打造属于自己的“医疗服务生态圈”。

横向看：从医院投融资建设——医疗工程配套——医疗设备配套——医疗耗材药品供应——后勤管理——医疗信息化——对周边网点的远程医疗服务，构建起以医院诊疗为中心，远程问诊为辅助的医疗服务模式。

纵向看：从病人角度，从日常健康管理——小病轻问诊——大病转诊导诊——病中诊疗——病后护理——康复理疗——康复养老，构建了全体系，全生命周期的医疗服务模式。

双方合作有利于实现线上——线下资源整合，形成 O2O 平台，实现远程问诊，慢病管理等服务，并通过整合社区医疗服务大数据，通过众安康覆盖全国的服务的终端网络及专业优质的服务，在线下进行病人护理、营养餐配送、药品配送及社会化服务、养老服务等多个业务的整合运作。

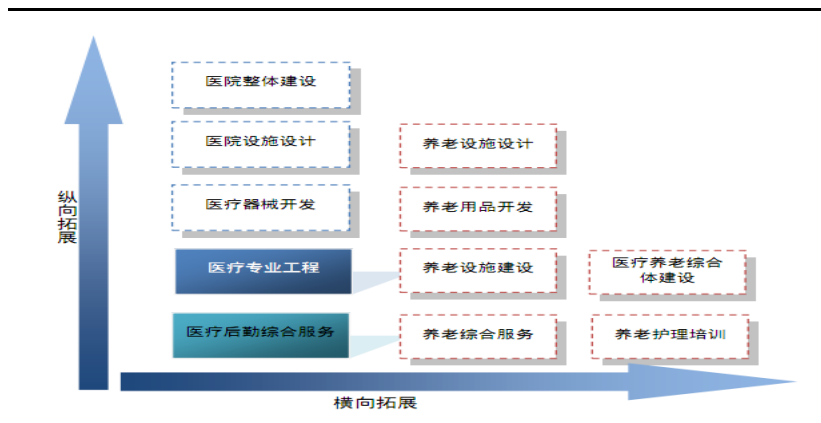
#### 4.3. 定位康复理疗，剑指康复养老万亿市场

养老产业是一个很庞大的产业链，老年护理服务业所蕴含着巨大的需求。据联合国预测，中国 2040 年将逼近日本 2011 年的水平，老龄化

比率将超过 21.8%，中国将成为名副其实的“老人大国”，超过 3 亿的老年人存在护理需求，2040 年中国老人护理市场规模将达到 6 万亿元人民币。以失能老年人群为例，我国首次“全国城乡失能老年人状况研究”显示，2010 年末全国城乡部分失能和完全失能老年人约有 3,300 万，其中完全失能老年人 1,080 万，占在家庭居住老人人口的 6.4%。预计 2015 年我国部分失能和完全失能老年人将达 4,000 万人，其中完全失能老年人口将超过 1,200 万人。老年人口护理需求基数和增速庞大而且惊人，失能老人长期护理需求巨大。

尚荣医院产业投资方向为“大专科，小综合”，未来将将医院特色定位为“康复理疗”，突出康复科优势，同时将与众安康合作，采用医养结合方式，共同开发康复养老项目。众安康则具有强大的后勤服务网络，并在全国多个养老项目投资建设和运营管理方面有实质性推进。养老项目难以落地的障碍往往在于缺乏专业医疗资源和专业护理人士，而尚荣携手众安康恰好能够补足这块“短板”，在这一领域有所作为。

图表 3: 尚荣+众安康在医院和养老项目中的合作拓展



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

## 5. 成立并购基金，增强外延预期

公司子公司深圳市尚荣医疗投资有限公司拟与深圳市中金高盈投资管理有限公司、加银富民（北京）资产管理有限公司共同投资设立尚荣高盈医疗产业并购基金。

该基金总规模不超过人民币约 12 亿元，其中尚荣投资总出资规模不超过人民币 2 亿元；首期基金规模为人民币 3 亿元，其中尚荣投资出资额为人民币 4950 万元。甲方（中金高盈）作为普通合伙人出资占比 1%，公司和加银富民作为有限合伙人出资占比分别为 16.5%，剩余份额由甲方

在市场上募集。

本并购基金的投资领域包括但不限于：医疗耗材、医疗器械与设备、新兴诊疗技术、移动医疗与智能医疗服务、健康养老产业及其他医疗服务产业等。本并购基金所投资的项目以并购方式退出为主，包括由尚荣医疗回购退出、出售给其它公司、以 IPO 方式或法律法规允许的其他方式退出。

我们认为，为配合公司战略的转型和医疗服务业务的开展，公司在外延式并购方面有强烈的预期。公司有望在检验耗材、小型医疗设备、医药流通等领域适当延伸，以补充产品线，搭建完整的销售渠道，完成公司“医用物流配送、医用耗材产销、医疗器械配置、医疗资源整合四个平台”战略的愿景。

## 6.增发预案助力公司发展

公司发布公告，拟以 23.47 元/股的价格向梁桂秋、陈广明、贺正刚、刘裕、朱洁和宜华健康非公开发行股票，募集资金总额不超过 11 亿元，投向医院手术部、ICU 产品产业化项目和增加医院整体建设业务资金。

我们认为公司本次增发引入战略投资者，锁定期限为 3 年，同时大股东积极参与，显示了对公司未来发展的强烈看好。其中，宜华健康拥有医院后勤管理资源，同时在远程医疗业务上走在市场前列，我们推测公司未来可能会在业务层面，与宜华健康进行更深层次的合作。

同时，公司在 2015 年资金需求量仍然比较大，预计 2015 年，公司的资金需求约为 30 亿元。公司将综合运用自有资金、再融资、信贷融资方式解决，同时我们判断，为了满足公司未来外延并购的需求，推进项目尽快落地，公司也会适时进行并购基金的设立与运作。

## 7.盈利预测与投资评级

从短期来看，公司大单进入密集结算周期，并且从政府投入，公立医院改革角度来说，公司订单量也有望恢复高增长，我们预计未来几年公司医院整体建设业务收入按照每年 30-50%高速增长。

公司实施限制性股票激励，如果能够顺利解锁行权，则可以确定未来三年 25%-30%复合增长率。公司发布定增预案，拟募资 11 亿，大股东

积极认购，进一步保障公司未来发展，这是我们看好公司中期基础。

从长期来看，公司受益于医改红利，有望成为国内领先的“医疗服务和产品综合提供商”，公司有望通过复制独山模式和渭南模式，实现医院网络扩张，在获得自有医疗服务资源后，公司的业务将从前端的医院建设——医疗工程——设备配套，向后延伸到耗材、药品采购供应链管理，同时充分利用医疗资源，提高对上游的议价能力，提高现有销售渠道的效率和协同效应。

公司以医建为主导，构建医疗物流、耗材产销、器械产销、医院投资四大产业平台的国内大型综合医疗服务提供商，未来在物流、器械产业方面仍有很强的外延并购预期。

暂不考虑增发，综合分析假设，我们调整盈利预测，预测公司 2015 年实现营业收入 19.95 元，同比增长 71%，归属于母公司净利润 1.49 亿元，同比增长 47%。每股收益 0.41 元，对应 PE50。控股股东梁桂秋从 7 月 10 日起将择机累计增持公司股份不超过公司已发行股份总额的 1%，最后一次增持之日起六个月内不减持公司股票，最近一次增持价格 18.5 元。考虑到考虑到公司主营业务快速增长，外延预期强烈，股价有安全边际，我们维持公司“买入”评级。

## 8.投资风险

- 1)、公司治理结构风险；
- 2)、公司合同实际执行时间和比例低于预期的风险；
- 3)、公司买方信贷和保理业务的保证金风险；
- 4)、公司应收账款和资金周转风险；
- 5)、医院收购进程、运营管理风险。



## 尚荣医疗主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1664.7</b>	<b>2412.9</b>	<b>2850.6</b>	<b>3302.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>1166.8</b>	<b>1995.2</b>	<b>2394.2</b>	<b>2753.4</b>
现金	558.1	500.0	600.0	720.0	营业成本	836.5	1543.2	1859.5	2144.1
应收款项	644.4	1098.7	1311.9	1508.7	营业税金及附加	16.0	27.3	32.8	37.7
存货	332.9	614.5	707.1	813.2	营业费用	50.0	63.8	71.8	82.6
其他	129.3	199.6	231.5	260.3	管理费用	110.3	158.7	148.7	164.7
<b>非流动资产</b>	<b>691.8</b>	<b>815.8</b>	<b>881.3</b>	<b>938.1</b>	财务费用	-7.2	6.2	15.6	22.3
长期股权投资	7.9	7.9	7.9	7.9	投资净收益	0.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	319.8	448.8	519.4	581.2	其他	-30.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	151.4	146.3	141.3	136.2	<b>营业利润</b>	<b>131.3</b>	<b>195.9</b>	<b>265.8</b>	<b>301.8</b>
其他	212.7	212.7	212.7	212.7	营业外净收支	2.1	2.0	2.0	2.0
<b>资产总计</b>	<b>2356.5</b>	<b>3228.6</b>	<b>3731.9</b>	<b>4240.2</b>	<b>利润总额</b>	<b>133.4</b>	<b>197.9</b>	<b>267.8</b>	<b>303.8</b>
<b>动负债</b>	<b>817.3</b>	<b>1580.8</b>	<b>1937.0</b>	<b>2278.5</b>	所得税费用	22.4	33.2	45.0	51.0
短期借款	85.5	252.5	407.0	520.4	少数股东损益	8.8	14.8	20.1	22.8
应付账款	459.5	846.0	1015.2	1167.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>102.2</b>	<b>149.8</b>	<b>202.7</b>	<b>230.0</b>
其他	272.3	482.3	514.8	590.6	EBIT	154.0	202.1	281.4	324.2
<b>非流动负债</b>	<b>82.3</b>	<b>82.3</b>	<b>82.3</b>	<b>82.3</b>	EBITDA	178.1	241.4	335.2	391.0
长期借款	32.5	32.5	32.5	32.5					
其他	49.9	49.9	49.9	49.9	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债总计</b>	<b>899.6</b>	<b>1663.1</b>	<b>2019.3</b>	<b>2360.8</b>	每股收益(元)	0.28	0.41	0.56	0.63
少数股东权益	92.8	102.6	115.8	130.9	每股净资产(元)	3.76	4.03	4.40	4.82
归属母公司股东权益	1364.0	1462.9	1596.7	1748.5	发行在外股份(百万股)	362.7	363.0	363.0	363.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2356.5</b>	<b>3228.6</b>	<b>3731.9</b>	<b>4240.2</b>	ROIC(%)	9.0%	10.3%	12.2%	12.2%
					ROE(%)	7.5%	10.2%	12.7%	13.2%
					毛利率(%)	28.3%	22.7%	22.3%	22.1%
					EBIT Margin(%)	13.2%	10.1%	11.8%	11.8%
					销售净利率(%)	8.8%	7.5%	8.5%	8.4%
					资产负债率(%)	38.2%	51.5%	54.1%	55.7%
					收入增长率(%)	59.6%	71.0%	20.0%	15.0%
					净利润增长率(%)	38.5%	46.7%	35.3%	13.5%
					P/E	112.63	50.00	36.00	33.00
					P/B	8.44	7.87	7.21	6.58
					EV/EBITDA	69.65	54.55	40.35	35.47

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

