

美康生物 (300439)

—致力于全面拓展体外诊断业务

投资评级 增持 评级调整 首次评级 收盘价 35.88 元

投资要点:

公司所处体外诊断行业快速成长。根据 EvaluateMedTech 预测,2020 年体外诊断将成为医疗器械行业规模最大的领域,销售额达 716 亿美元。全球年增速约 5%左右。据中国医疗器械协会体外诊断系统专业委员会预计,未来 5 年我国的体外诊断市场规模年均增幅将在 15%-20%之间。生化、免疫、分子诊断三大子行业的增速预计分别为 7%、18%、>20%。预计 2019 年国内总体市场规模将超过 700 亿元。

生化诊断试剂是美康生物最富竞争力的核心业务,产品技术含量高,质量管控能力突出,具备领先的量值溯源能力。同时建立了覆盖全国的扁平化销售渠道,医院终端客户已超过 2000 家。2015 年中期业绩增长近 20%,其中生化诊断试剂业务贡献了总收入的 80%,毛利占比超过 93%。增速远高于行业 6-8%的增长。

今年公司全自动化学发光仪器完成注册,拓展市场更大,增速更高的免疫诊断领域。根据 Kalorama Information 的预测,2015 年我国免疫诊断产品市场规模约 95 亿元。未来行业增速预计在 18%左右。未来公司面临两大机会,一方面是三甲医院高端市场的进口替代,另一方面是基础医疗机构化学发光业务的普及。此外,公司正积极申报基因检测业务,布局分子诊断领域。

借助原有的渠道优势,未来重点发展第三方诊断服务。公司首个独立实验室立足宁波覆盖周边地区(舟山、绍兴、台州等)取得了快速发展。2015 年,公司设立江西上饶誉康医检所有限公司,逐步拓展江西医学检验服务市场。迈出建立全国连锁医学实验室的第一步。未来 3 年计划在公司优势销售区域建设 3-5 家实验室。

公司实施 POCT 产品与慢病管理业务协同发展的战略。聚焦于糖尿病、心脑血管疾病、慢性肾病、慢性肝炎等重大慢性疾病检查项目,将陆续推出 6 种规格型号 POCT (可向云端上传检测数据)。同时面向基层医疗机构推出慢病诊疗云平台(包括信息服务系统、美康云服务平台和诊断服务系统)。顺应“分级诊疗、大病不出县”的医改大趋势,拓展新的医疗服务业务。

综上所述,公司初步实现上下游产业链一体化运营。未来致力于打造“以诊断产品为核心,诊断产品+诊断服务一体化”的商业模式,全面拓展体外诊断业务。基于行业良好的发展趋势和公司发展战略,看好公司的长期发展。预计 15-17 年公司 EPS 将分别为 0.5/0.63/0.78 元,对应 15-17 年动态 PE 分别 64/51/41 倍。给予“增持”评级

发布时间: 2015 年 10 月 15 日

主要数据

52 周最高/最低价(元) 3338.07/11229.38
上证指数/深圳成指
50 日均成交额(百万元)
市净率(倍)
股息率

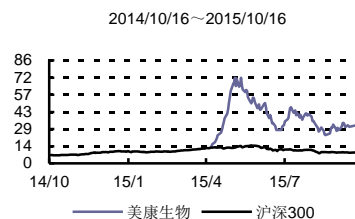
基础数据

流通股(百万股) 85.02
总股本(百万股) 340.02
流通市值(百万元)
总市值(百万元)
每股净资产(元) 1.22
净资产负债率 49.81%

股东信息

大股东名称 邹炳德
持股比例 51.80%
国元持仓情况

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

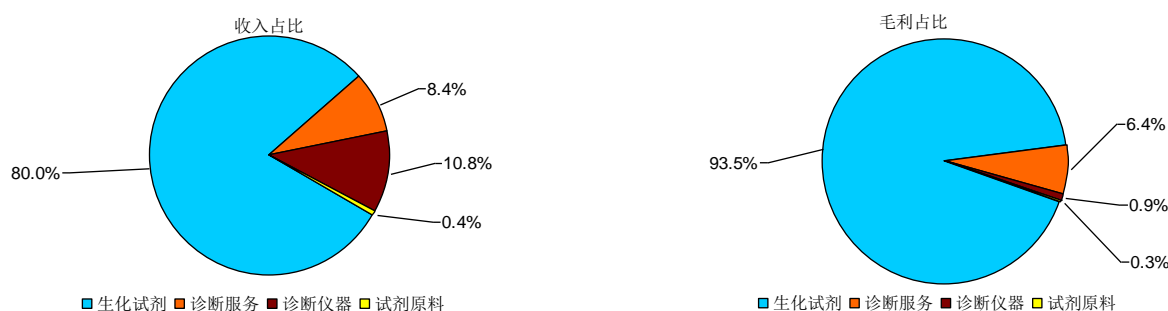
研究员: 蒙俊江
执业证书编号: S0020514050004
电 话: 021-51097188-1815
电 邮: mengjunjiang@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

一、公司主营生化试剂，并逐步打造试剂+仪器+诊断服务一体化的商业模式。

公司现有业务以生化产品试剂生产和销售为主，同时具备相关检测仪器的研发和生产能力，并提供第三方医学诊断专业服务，初步实现上下游产业链一体化运营。未来致力于打造“以诊断产品为核心，诊断产品+诊断服务一体化”的商业模式，全面拓展体外诊断业务。公司在生化诊断试剂产品方面优势明显，目前已取得 127 项体外生化诊断试剂产品注册证书，涵盖肾功、肝功、血脂、心血管、风湿、糖尿病等十一类生化检测项目，是我国生化诊断试剂领域品种最齐全的生产厂商之一。在仪器设备方面，通过自主研发，公司拥有 4 项全自动生化分析仪的产品注册证书，包括 11 种规格型号的诊断仪器。另外，取得了西门子床旁诊断 R P 4 0 0 / 4 0 5 血气系列产品在国内 1 7 个省的代理权。公司体外诊断产品现医院终端客户已超过 2000 家。

2015 年中期营业总收入 3.12 亿元，同比增长 19.28%。其中试剂、仪器、诊断服务、原料收入分别为：2.5 亿、0.34 亿、0.26 亿、0.01 亿元。同比增长分别为 24.95%、-6.92%、8.42%、95.82%。试剂收入比重进一步提升到 80%。实现净利润 6700 万，同比增长 19.66%。从销售区域看，大本营华东继续保持较快增长，但占比已经从以往的 50% 下降到 37.19%。华南和西南地区的高速增长改变了华东区独大的局面，意味着全国性扩张初见成效。

图 1、2015 年中报各业务收入毛利占比

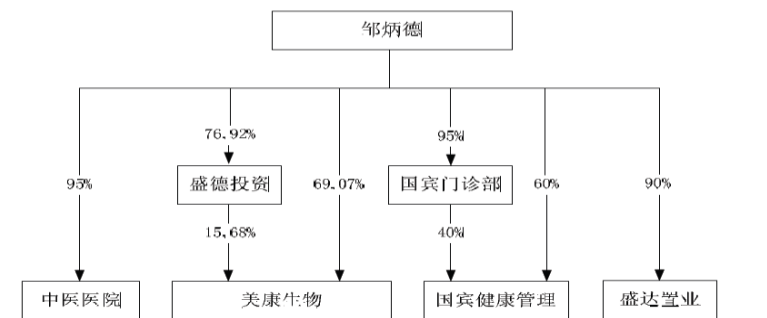


资料来源：国元证券研究中心

二、公司系浙江民企，实际控制人旗下业务均聚焦大健康产业链。

发行前实际控制人邹炳德先生直接持有公司 69.07% 的股份，通过盛德投资间接持有公司 12.06% 的股份，合计持有公司 81.13% 的股份。发行后邹炳德先生实际控制的股份比例超过 58%，仍是公司实际控制人。除上市公司外，公司控股股东还拥有宁波美康中医院、国宾健康体检中心等医疗业务。与上市公司业务具有协同效应，目前体量尚小，并未实现盈利。

图 2. 实际控制人旗下主要企业



数据来源：招股书、国元证券研究中心

截至2014 年12 月31 日, 宁波中医医院总资产2,936.01 万元、净资产226.31万元, 净利润106.98 万元。宁波美康国宾门诊部总资产299.80 万元、净资产24.90万元, 净利润-34.14 万元。国宾健康管理总资产1183.62 万元、净资产-138.67万元, 净利润-161.58 万元。

表 1、实际控制人旗下其他业务

公司名称	具体业务类型
宁波美康盛德投资咨询有限公司	仅对美康生物有股权投资
宁波美康中医医院	内科、外科、妇科专业、眼科、耳鼻喉科、口腔科、医学检验科、医学影像科、中医科、肛肠科专业
宁波美康国宾门诊部	内科、外科、妇科、中医科、急诊医学科、眼科、耳鼻喉科、口腔科、医学检验科、医学影像科、健康体检

数据来源：公司招股书

三、公司所处体外诊断行业快速成长，未来有望成为医疗器械行业中市场规模最大的领域。

体外诊断（IVD），就是指将样本血液、体液、组织等从人体中取出后进行较为快速的检测进而判断疾病或机体功能的诊断方式。据欧洲诊断厂商协会（EDMA）统计，体外诊断可以影响约 70%的医疗决策，却占全球医疗卫生总支出不到 1%。其医疗应用，可以贯穿初步诊断、治疗方案选择、有效性评价、确诊治愈等疾病治疗全过程。在我国体外诊断主要的三大方式分别是生化诊断、免疫诊断、分子诊断。

根据 EvaluateMedTech 预测，2020 年体外诊断将成为医疗器械行业规模最大的领域，销售额达 716 亿美元。全球增速约 5%左右，中国是增长最快的地区之一。据中国医疗器械协会体外诊断系统专业委员会预计，未来 5 年我国的体外诊断市场规模年均增幅将在 15%-20%之间。2014 年我国体外诊断仪器及试剂市场规模为 363 亿元。其中试剂与仪器规模的比值大约为 7：3。我国体外诊断产品人均年使用量仅为 2 美元，而发达国家人均使用量达到 25-30 美元。我国人口占全世界总量约 23%，但体外诊断市场份额却只占全球的 5%。预计 2019 年国内市场规模将超过 700 亿元。

在技术革新推动下，体外诊断产业是增长最快的医疗器械子行业。新技术的检测效率、灵敏度和精确度更高，导致新技术/产品对原有技术产品的替代或补充。而且新技术或产品附加值比老产品高，给生产企业和服务机构带来更多的利润。在生化诊断、免疫诊断和分子诊断三大业务中，生化诊断发展的技术壁垒相对最低，发展比较成熟，增长平稳，未来市场份额呈现下降趋势。免疫诊断具有一定的技术壁垒，在我国免疫诊断是近年 IVD 行业中规模最大、新增产品最多、增速较快的领域。从最新的发展趋势看，全自动化学发光诊断产品将以灵敏度高、特异性强、自动化程度高、检测速度快等优势逐步替代酶联免疫产品。在未来几年是通过国产替代进口实现增长的重要领域。而分子诊断的检测标的直接是遗传物质，技术壁垒是最高的。分子诊断中的前沿领域比如基因芯片、DNA 测序不仅增长很快、而且未来的市场空间是巨大的。2013 年生化诊断、免疫诊断和分子诊断市场占比分别为 27%、35 %、8%。未来 5 年分子诊断增速有望超过 20%，预计到 2018 年生化诊断市场份额会下降到 10%，免疫诊断维持 20-25%，分子诊断的市场份额将超过 30%。

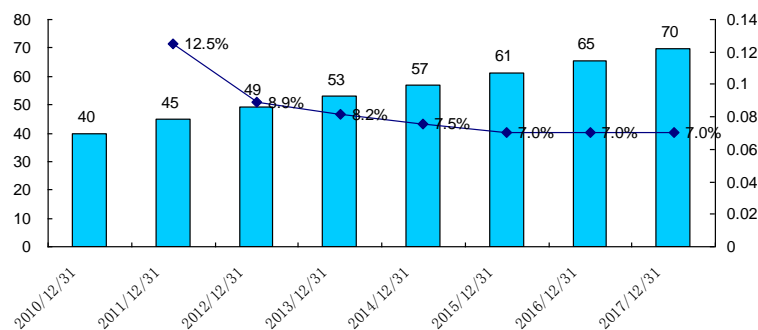
分子诊断技术是 IVD 重点发展方向。它包括聚合酶链式反应（PCR）、转录介导的扩增（TMA）、荧光原位杂交(FISH)、基因芯片和基因测序。其中基因测序技术有可能成为未来分子诊断的核心平台，引领分子诊断方法革新。快速发展的精准医学是以患者的基因组信息为基础设计出最佳的治疗方案，对以癌症为代表的重大疾病具有治疗效果最大化和副作用小的特点。未来还能实现治未病的效果。基因检测将对重大疾病的颠覆性治疗产生积极推动作用，前景广阔。

未来 IVD 发展趋势：一是趋向高效率，即高度集成自动一体化诊断。能实现一个标本的多项检测任务。二是简单快速的床边检测和家庭检测。如 POCT 在国内还处于起步阶段，上市公司积极介入，多种新品已经推出，一旦成熟完善，未来几年也将进入爆发性增长阶段。

四、生化诊断试剂是公司最富竞争力的核心产品。

根据 Kalorama Information 的预测，我国生化诊断市场将保持 6%-8%左右的增长速度。2015 年生化诊断业务市场规模约 61 亿元，市场潜在在体外诊断业务中位列第二。与免疫和分子诊断相比，生化诊断试剂技术门槛相对较低。经过多年发展，我国生化诊断试剂产业是发展最为成熟的细分领域，生化试剂国产化率超过了 50%。影响生化诊断试剂市场开拓的主要因素是产品品质的提高以及企业的营销能力。

图 3、中国生化诊断市场规模



数据来源：国元证券研究中心

1、公司试剂核心产品技术含量高。

以肾功能类产品“胱氨酸蛋白酶抑制剂 C 检测试剂盒”为例，该试剂盒采用胶乳增强免疫比浊法，具有灵敏度高、特异性好、准确性好、抗干扰能力强且生产成本低等特点，总体性能国内领先。获 2010 年国家火炬计划项目证书。2014 年该试剂盒实现销售收入 11,909.57 万元，占公司体外诊断试剂销售收入的 12%，已成为主导产品。

公司主要产品糖化血红蛋白检测试剂盒与化学氧化法总胆红素检测试剂盒均被列入科技部科技型中小企业技术创新基金重点项目。酶法糖化血红蛋白试剂盒是公司在国内首家推出并具有自主知识产权，成功解决了关键原料高活性果糖胺氧化酶的技术难题，技术水平达到了国际先进水平，打破了国外技术垄断。随着糖化血红蛋白在全球主要国家作为诊断糖尿病的标准日趋成熟，预计我国也将于近期内将糖化血红蛋白纳入诊

断糖尿病的标准，未来糖化血红蛋白检测试剂盒（酶法）将成为公司最具有增长潜力的产品。

表 2、可比生化诊断业务上市公司 2014 年主要财务数据 收入单位：亿元

报告期	生化试剂收入	毛利率	市场份额
九强生物	4.58	78.37	11.5%
美康生物	4.46	67.43	11.2%
利德曼	3.25	71.36	8.1%
迈克生物	3.13	75.53	7.8%
中生北控	2.65	49.66	6.6%
迪瑞医疗	1.00	82.63	2.5%
润达医疗	12.67	26.50	代理为主
科华生物	5.64	71.24	免疫为主
迈瑞	22.50	58.48	IVD NO1

数据来源：国元证券研究中心

2、公司产品质量管控能力突出。

高品质的诊断试剂是诊断结果准确的保障。在产品品质的提高方面，量值溯源能力对于以开放系统为主的生化诊断领域尤为重要。经过溯源、室间质评或临床标本的比对，并建立相应的标准作业程序文件后，可显著提高试剂检测结果的准确性、一致性和可比性。不同医疗机构使用的诊断系统（仪器、试剂和校准品的组合）在组合上必然存在区别，导致检验结果的差异。如果不同组合的诊断系统都通过量值溯源与国际标准建立联系，则检验结果之间的差异将消除，检验结果在不同的医疗机构之间可以得到相互认可。体外诊断产品的量值溯源越来越多的受到行业管理部门、医疗机构及生产企业的重视

为提高对产品质量的控制能力和对产品溯源性的掌控能力，公司早在 2009 年建立了高水准的参考实验室。并于 2010 年和 2014 年参加了国际临床化学与检验医学领域最高水平的参考实验室能力验证(IFCC-RELA)质量评价活动，在全球 55 家参评实验室中，公司所有申报项目成绩全部合格。公司已成为国内同行业中少数具备优秀溯源能力的领先企业。

表 3、公司核心产品占比

项目	2014 年
核心技术产品收入（万元）	42717.8
营业收入（万元）	59784.9
占比	71.45%

数据来源：公司公告

3、更扁平化的销售渠道。

在医疗器械行业中，企业推广产品多采用“经销和直销相结合、经销为主”的模式。大多数企业都以省级经销商为主，公司采取以地市级经销商为主，更好的提高了终端客户的覆盖率。更能适应医疗改革所倡导的分级诊疗发展趋势。目前，公司地市级经销商遍布全国 30 个省级地区，数量从 2011 年的 600 家发展到 900 家左右，逐步建立了覆盖

全国的销售网络。从最近几年收入区域分布看，随着销售网络的扩张，华南西南地区销售收入高速增长，改变了以往华东去为主导的销售格局。

虽然公司产品线主要集中在体外诊断中的生化领域，但在生化试剂业务方面公司技术含量高、质量管控出色，营销渠道扁平化。有望持续取得高于行业增速的业绩。

五、独立实验室业务是公司未来发展重点。

第三方医学诊断服务市场潜力很大，是公司未来重点业务之一。公司的第三方医学诊断服务开展了 600 多项，涵盖了病理、生化、免疫、微量元素、基因、染色体、微生物检测等医学诊断服务。虽然与国际同行 3000 多项，国内优秀同行 1000 多项检查项目相比，差距明显，但也是潜力所在。医学诊断服务的订单具有客户分散、数量多、单笔金额小、频率高等特点，使得检验时效性和物流成本对于独立医学实验室的距离很敏感；另外，有些待测样本需放置于 4-8 摄氏度，时间不能超过 10 小时，因此行业具有一定的服务半径，受 400 公里供应链的制约。虽然龙头企业已经形成 10 多个点的布局优势，但我国独立诊断业务处于成长初期未来市场空间足够大，公司有充分的空间发展。目前公司立足宁波覆盖周边地区(舟山、绍兴、台州等)取得了快速发展。

2015 年，公司设立江西上饶誉康医检所有限公司，将以江西上饶地区为中心，覆盖周边地区，逐步拓展江西医学检验服务市场。江西上饶誉康医检所是公司走出宁波、建立全国连锁医学实验室的第一步。未来公司将选择在诊断产品销售取得优势的重点地区，开拓新的诊断服务业务，未来 3 年，重点立足国内经济发达的长三角地区，建立 3-5 家连锁的独立医学实验室。充分发挥公司“诊断产品+诊断服务一体化”商业模式的竞争优势。

公司未来在诊断服务扩张方面具有集约化优势。主要体现在第三方医学诊断服务与体外诊断产品具有相同的终端客户，可以共享营销渠道资源，降低运营费用。体外诊断产品销售所积累的市场需求和行业发展趋势信息，可以引导公司第三方医学诊断服务业务更好地开展；由于公司能够同时提供诊断试剂、诊断仪器以及诊断服务，一站式采购降低了客户的总体采购成本，客户对公司的粘度增强。

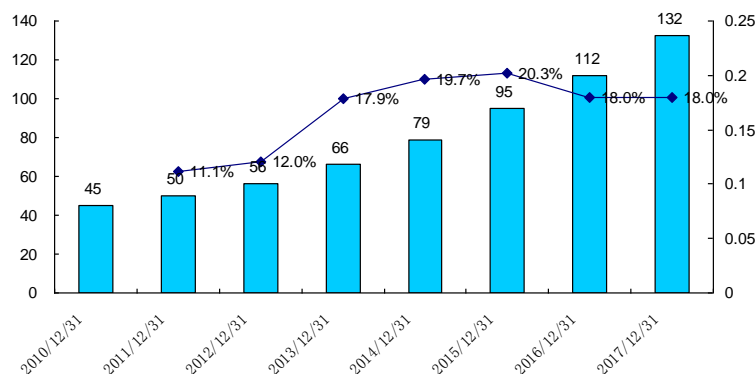
六、仪器业务方面:实现对免疫诊断业务的拓展，同时公司实施 POCT 产品与慢病管理业务协同发展的战略。

公司已研发出具有自主核心技术诊断仪器和 POCT 仪器,2015 年已经完成了全自动生化分析仪和全自动化学发光分析仪的注册工作。经过小试和中试预计明年下半年能正式销售。

全自动化学发光仪研发成功意义重大。与生化检测仪器的开放性系统不同，免疫诊断系统是完全封闭性的，意味着仪器的销售必将带动公司相关试剂销售的增长。这意味着公司跨出生化诊断学领域，拓展市场更大，增速更高的免疫诊断领域。根据 Kalorama Information 的预测，2015 年我国免疫诊断产品市场规模约 95 亿元。未来行业增速预计在 18%左右。免疫诊断领域化学发光是主流技术，国内化学发光市场规模已超过 50%。目前外资基本占据了三甲医院化学发光市场的大部分，随着国内企业的技术突破，代表

性企业有新产业、安图生物、迈克生物等。未来将呈现国产替代进口的趋势。在大量基层医疗机构中还在使用相对老化的酶联免疫检测技术，市场规模占比约 40%，这块将是国产化学发光产品推广的主要市场。

图 4、中国免疫诊断市场规模



数据来源：国元证券研究中心

POCT（床旁即时检测）是未来体外诊断发展的主要趋势之一。公司比较重视 POCT 产品线的发展，不仅全资子公司美康盛德专门从事仪器研发生产，其研发的 POCT 仪器已处于小批量生产阶段。公司还与保生国际合资成立了专门研发生产 POCT 仪器的子公司美康保生。

公司在 POCT 仪器领域已经取得了初步成果。细化了自己的产品市场定位，主要针对社区卫生院、乡镇卫生院及家庭等市场需求研发出小型化、便携式的快速诊断仪器。聚焦于糖尿病、心脑血管疾病、慢性肾病、慢性肝炎等重大慢性疾病检查项目，共计 6 种规格型号 POCT。目前已经完成全血分析仪和糖尿病分析仪的注册和中试工作，预计今年底明年初推向市场。未来还将陆续推出覆盖心肌疾病、肾功能和急诊等系列高性价比 POCT 产品。

图 5、公司 POCT 产品

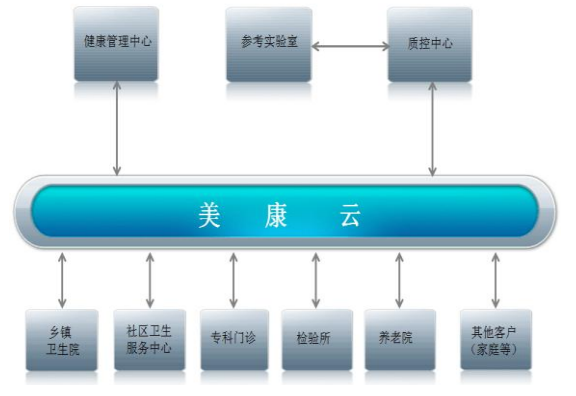


数据来源：公司网站

在健全 POCT 仪器产品线的基础上，公司还推出了基层慢性病诊疗管理系统。主要面向乡镇卫生院、社区卫生服务中心、专科医院、检验所、养老院等医疗服务机构，提供糖尿病、心脑血管疾病、慢性肾病、慢性肝炎等慢性病诊疗管理服务。根据公司提供

的 POCT 产品自动上传的患者诊断数据信息，对患者进行病情分析，并提供防治方案指导患者防治。为患者建立健康档案，长期对患者进行动态管理。2015 年主要是在宁波等地区做试点，2016 年在全国铺开。

图 6.公司慢病管理系统产品架构



数据来源：公司网站

目前在基层医疗市场，国家政策扶持力度加大，有利于公司发挥自身生化诊断产品的技术优势，实现较低的成本和较高的效率迅速扩张。近年来，卫计委相继颁布了《农村卫生服务体系建设与发展规划》《县医院、县中医院、中心乡镇卫生院等医疗卫生机构建设指导意见》等政策，其中对生化分析仪制定了明确的配备标准。最新医改政策倡导分级诊疗制度，明确指出大力提高县级医院的综合服务能力，基层医疗卫生机构和康复医院、护理院等为诊断明确、病情稳定的慢性病患者、康复期患者、老年病患者、晚期肿瘤患者等提供治疗、康复、护理服务。2017 年力争基本实现大病不出县。公司此时推出定位基础医疗机构的慢病管理系统可谓生逢其时。

七、持续较高的研发投入是公司的持续快速成长的保障。

体外检测试剂及仪器发展迅速，具备每5年更替、性能升级的特点。公司通过不断的产品研发推出新产品来开拓新的市场。因此研发投入相当重要。公司成立以来，研发投入占收入的比重一直保持在4%左右。在加强自主研发的同时，积极与浙江大学、中国科学院上海生命科学研究院、中国人民解放军南京军区福州总医院、中科院宁波材料技术与工程研究所等外部研究机构构建了紧密而富有成效的合作研发关系，在系列试剂和仪器方面均取得了良好的成果。目前，公司已引进多名行业领军人才，着重行业趋势研究及诊断酶、化学发光试剂和诊断仪器的研发工作。未来还会适时对公司核心骨干实施股权激励。

八、投资建议

综上所述，公司初步实现上下游产业链一体化运营。未来致力于打造“以诊断产品为核心，诊断产品+诊断服务一体化”的商业模式，全面拓展体外诊断业务。基于行业良好的发展趋势和公司发展战略，看好公司的长期发展。预计 15-17 年公司 EPS 将分别为 0.5/0.63/0.78 元，对应 15-17 年动态 PE 分别 64/51/41 倍。给予“增持”评级

表 4、主要财务数据预测

报告期	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入	752.56	968.57	1254.72
YOY	25.88%	28.7%	29.54%
净利润	169.93	213.45	265.42
YOY	23.42%	25.61%	24.34%
EPS	0.5	0.63	0.78
ROE	16.77%	17.59%	18.75%

数据来源：国元证券研究中心

表 5、主要 IVD 公司估值水平

公司名称	股价 10-15	EPS			PE			PB
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	
科华生物	25.72	0.63	0.76	0.89	41.1	34.0	28.9	8.3
达安基因	44.35	0.26	0.32	0.39	173.0	139.9	113.7	32.6
利德曼	45.35	0.69	0.81	0.94	66.1	56.0	48.2	5.7
万孚生物	88.20	1.38	1.76	2.19	64.1	50.0	40.2	11.8
美康生物	35.88	0.49	0.59	0.73	74.0	60.4	49.2	10.2
迈克生物	90.15	1.55	1.93	2.41	58.2	46.6	37.5	8.9
润达医疗	74.85	1.00	1.21	1.47	75.1	62.1	50.9	8.1
迪瑞医疗	43.01	0.81	1.02	1.28	53.4	42.2	33.5	7.0
博晖创新	22.45	0.12	0.19	0.25	189.9	118.2	90.3	6.6

数据来源：wind 资讯、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn