



践行血透全产业链战略，空间大市值小的种子选手

2017.08.20

唐爱金(分析师)	冯俊曦(研究助理)	李安飞(研究助理)
电话: 020-88836115	020-88836115	020-88836115
邮箱: tangaj@gzgzhs.com.cn	Fengjx@gzgzhs.com.cn	Li.anfei@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001		

● 血透行业近 30% 高增长，治疗渗透率仅 22.4% 成长空间巨大，企业从上游生产延伸至下游服务是行业发展趋势：

血透行业 5 年复合增速高达 29%，目前市场规模近 400 亿，且 ESRD 患者治疗渗透率仅 22.37%，远低于美国的 90%，巨大需求推动千亿市场渐显。在血透行业上游端，虽然部分国产血透器械在技术上已接近进口血透器械水平，但医院对血透器械价格敏感度低，国产器械需通过布局终端服务渠道，以自产自投的方式推进血透器械国产化。当前，中游端血透流通领域当前处于整合期、下游血透服务发展的限制因素逐步解除，为上游厂商延伸至下游提供良好的产业环境。上游厂商延伸至下游能进一步打开企业成长空间（我们初步测算血透上中下游市场规模分别为 100 亿元、200 亿元、454 亿元），因此我们认为：血透上游厂商延伸至下游服务是行业发展趋势。

● 宝莱特顺行业趋势推进血透全产业链布局，血透业务持续高增长可期：

宝莱特构建“产品制造+渠道建设+医疗服务”全产业链发展模式，目前在上游端完成血透粉液、血透管路、血液透析机、血液透析器等布局，其中血透粉液基本完成全国范围布局，有利于缩短产品的运输半径和提高盈利水平；中游端整合上海、贵州、广东等多个渠道商，增强终端渠道的把控能力；下游完成清远康华医院、湖北仙桃同泰医院收购，以肾病专科医院布局血透服务。鉴于血透行业近 30% 高速增长，且考虑到血透全产业链布局的业务协同优势，预计血透业务能持续保持高于行业 30% 的增速。

● 监护业务“内外双修”，未来维持 5~10% 稳定增长可期：

当前，国内外监护市场均保持稳定增长态势（国外增速 6%，国内增速 16%）。为应对行业增速放缓的现状，公司一方面按低中高等级重新定位产品，重新细分产品经销商，在国内市场开展精准营销；另一方面积极开拓非洲等增速较快的市场，积极培育海外监护业务的新增长点。基于当前行业增速和公司销售状况（出口和内销比例分别为 65% 和 35%），我们预计未来监护业务有望维持 5~10% 的稳定增长。

● 盈利预测与估值：

按照我们测算，公司 17-19 年 EPS 分别为 0.62、0.82、1.08 元，对应 41、31、23 倍 PE，考虑到业绩成长性和血透全产业链布局的稀缺性，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：

血透粉液布局不达预期；医疗事故风险；政策变化风险；监护业务对整体业绩的拖累。

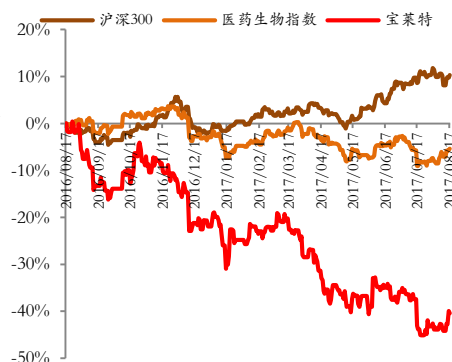
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	594.31	731.76	964.51	1269.95
同比(%)	56.19%	23.13%	31.81%	31.67%
归属母公司净利润	67.14	90.50	119.54	157.57
同比(%)	180.71%	34.78%	32.08%	31.82%
每股收益(元)	0.46	0.62	0.82	1.08
P/E	54.79	40.65	30.77	23.34
P/B	7.92	6.72	5.57	4.54
EV/EBITDA	13.32	26.20	19.93	14.89

强烈推荐

现价:	25.18
目标价:	50
股价空间:	98.57%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
宝莱特	4.72	0.76	-21.46
医药生物	1.49	-6.17	-11.67
创业板指	4.79	1.68	-1.56

基本资料

总市值(亿元)	37.41
总股本(亿股)	1.46
流通股比例	73.77%
资产负债率	29.12%
大股东	燕金元
大股东持股比例	33.53%

相关报告

- 广证恒生-血液透析专题报告-千亿血透市场迎黄金发展期,看好下游服务端布局良机-2017.03.11
- 广证恒生-宝莱特(300246)-公告点评-并购水处理厂商广州谊利,持续丰富血透产品线-2017.5.25
- 广证恒生-宝莱特(300246)-公告点评-血透业务日渐成熟,推动 16 年业绩 181% 高速增长-2017.2.27
- 广证恒生-宝莱特(300246): 仙桃同泰医院落地,血透服务布局再下一城-2017.02.15
- 广证恒生-宝莱特(300246) 事件点评: 预告 2016 业绩同比增长 180~210%, 略超预期-2017.1.17
- 广证恒生-宝莱特(300246) 事件点评-清远康华医院收购落地,血透服务布局的里程碑-2016.12.07
- 广证恒生-宝莱特(300246) 公告点评-中期业绩预告超高速增长 240~270%, 血透业务进入收获期-2016.07.07



目录

目录	2
图表目录	3
1. 宝莱特：稳步实现血透全产业链布局	4
1.1 监护业务起家，逐步转型切入血液透析领域	4
1.2 “血透+监护”并驾齐驱，未来业绩 30% 高增长可期	5
2. 血透行业高增长可期，全产业链布局是发展的必然趋势	6
2.1 血透行业 29% 高速增长，治疗渗透率仅 22.4%，成长空间巨大	6
2.2 血透上游厂商延伸至下游服务（全产业链布局）是发展趋势	7
2.3 血透企业全产业链布局有利于打开成长空间	8
3. 血透业务：宝莱特顺应产业趋势，构建“产品制造+渠道建设+医疗服务”血透全产业链发展模式	9
3.1 上游产品制造：血液透析产品布局齐全	10
3.1.1 血透粉液全国性布局初见格局，未来销售放量可期	10
3.1.2 血透管路获 CFDA 批文后有望迅速释放产能	11
3.1.3 血液透析机借助终端渠道进行有效投放和销售	12
3.1.4 血液透析器正处于积极研发阶段	13
3.2 中游渠道建设：顺应行业整合趋势，并购渠道增厚业绩	14
3.3 下游医疗服务：投资专科医院布局血透服务	17
3.4 宝莱特血透全产业链初具格局，长期成长可对标血透巨头 Fresenius	18
4. 监护业务：产品精准营销，预计增长稳定	19
4.1 监护仪覆盖“生命信息监护”、“妇幼”、“心电诊断”等多个系列	19
4.2 国内外监护市场均保持稳定增长的态势	19
4.3 监护行业格局分为三大梯度，宝莱特占据一席之地	20
4.4 监护业务销售“内外兼修”，未来增长稳定	20
5. 风险提示	21



图表目录

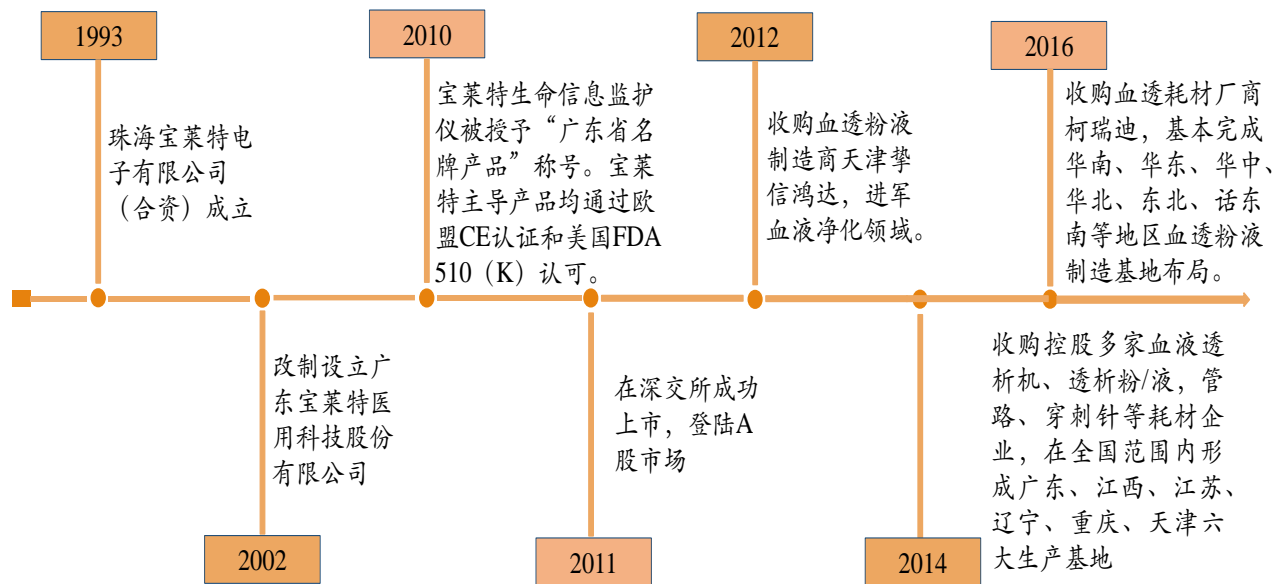
图表 1.	公司逐步切入血透行业，并实现血透全产业链布局.....	4
图表 2.	公司血透业务逐步走向全产业链布局.....	4
图表 3.	17 年 Q1 实现营收 1.57 亿元.....	5
图表 4.	17 年 Q1 实现归母净利润 1710.74 万元.....	5
图表 5.	血透产品的营收比重从 2012 年的 12.18% 上升至 2016 年的 62.82%	5
图表 6.	2016 年血透和监护业务毛利率分别为 35.47% 和 48.31%	6
图表 7.	2015 年血透行业市场规模高达 378 亿元，同比增长 29.01%	6
图表 8.	国家逐步放开血透中心，并鼓励血透中心连锁化发展.....	7
图表 9.	目前国家从政策层面逐步加大透析治疗医保报销的力度.....	8
图表 10.	目前血液透析的医保报销比例较高.....	8
图表 11.	血透全产业链布局有利于企业进一步打开成长空间.....	8
图表 12.	宝莱特是 A 股市场上血透全产业链布局的稀缺标的.....	9
图表 13.	宝莱特从 2012 年开始布局血透领域，当前全产业格局显现.....	9
图表 14.	宝莱特是血透粉液领域实现全国范围内布局的少数企业（全国血透粉液企业布局图）	10
图表 15.	粉液 16 年营收约 1.68 亿元，同比增长 36%	11
图表 16.	16 年宝莱特血透粉液市占率约 9.63%	11
图表 17.	血透管路市场主要被广州贝恩、广东百合、江西三鑫等少数国内企业占据.....	11
图表 18.	2016 年博奥天盛（血透管路）营收约 1211 万元，同比增长 36.06%.....	12
图表 19.	我国血液透析机市场主要以外资品牌为主.....	12
图表 20.	公立医院购置血透机的成本回收期较短，对血透机成本并不敏感.....	13
图表 21.	重庆多泰血液净化类的产品线梳理.....	13
图表 22.	我国血液透析器市场主要由外资品牌主导.....	14
图表 23.	医药流通行业增速不断下降	14
图表 24.	医药流通企业应收账款压力不断增大.....	14
图表 25.	药品两票制在全国的推行情况（数据截止于 2017.8.15）	15
图表 26.	器械耗材两票制在全国的推行情况（数据截止于 2017.8.15）	15
图表 27.	申宝医疗器械 2015 年和 2016 年分别实现净利润 601.45 万元和 759.62 万元.....	16
图表 28.	贵州渠道商承诺 2016-2020 年的业绩承诺情况（剩余股权转让业绩前提）	16
图表 29.	布局血透服务的各种运营模式系统比对.....	17
图表 30.	宝莱特在广东、湖北等患者丰富的优质地区布局血透服务.....	17
图表 31.	过去 17 年 Fresenius 股价最高涨幅高达 409.59%	18
图表 32.	宝莱特监护产品系列	19
图表 33.	海外监护市场保持稳定增长态势	20
图表 34.	国内监护市场增速逐步趋于稳定	20
图表 35.	深圳迈瑞是国内监护市场的龙头，宝莱特占据市场一席之地.....	20
图表 36.	2016 年监护业务同比增长 23.42%	21
图表 37.	监护内销和出口比例为 35% 和 65%	21

1. 宝莱特：稳步实现血透全产业链布局

1.1 监护业务起家，逐步转型切入血液透析领域

宝莱特成立于 1993 年，以监护业务起家，是集研发、生产、销售于一体的医疗器械高新技术企业，并于 2011 年实现 A 股上市。上市后公司合理发挥资本市场的优势，及时转型至成长性更优的血透产业，目前已实现血透产业的全产业链布局。

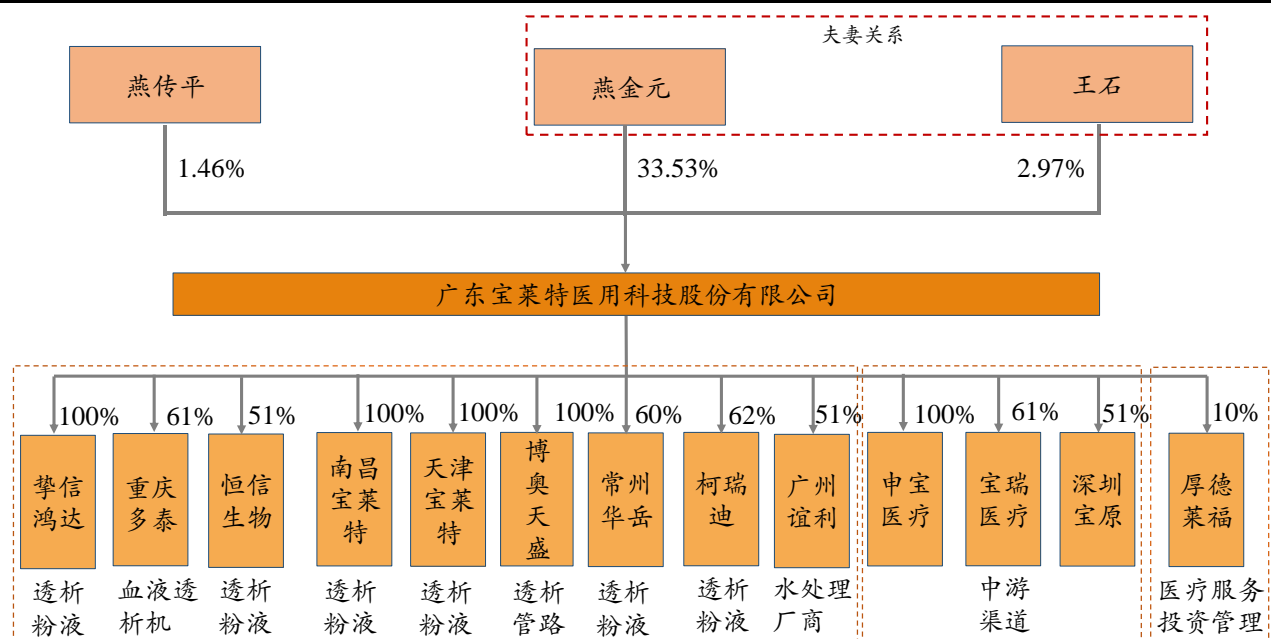
图表1. 公司逐步切入血透行业，并实现血透全产业链布局



资料来源：公司公告、公司官网、WIND、广证恒生

燕金元先生与王石女士是夫妻关系，合计持有公司 36.50% 的股份，是公司的实际控制人。公司在血透上游产品制造、中游渠道建设及下游血透服务的布局已逐步完善。

图表2. 公司血透业务逐步走向全产业链布局

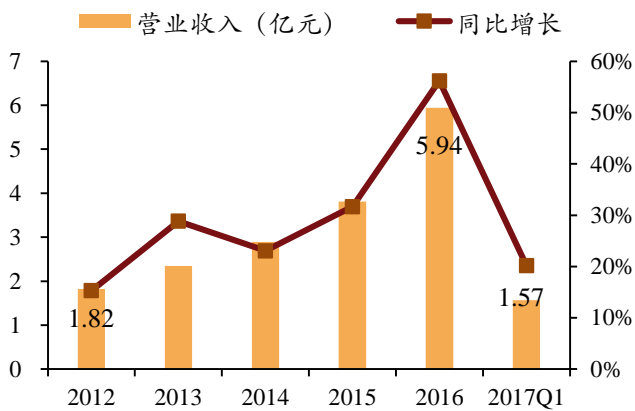


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.2 “血透+监护”并驾齐驱，未来业绩 30% 高增长可期

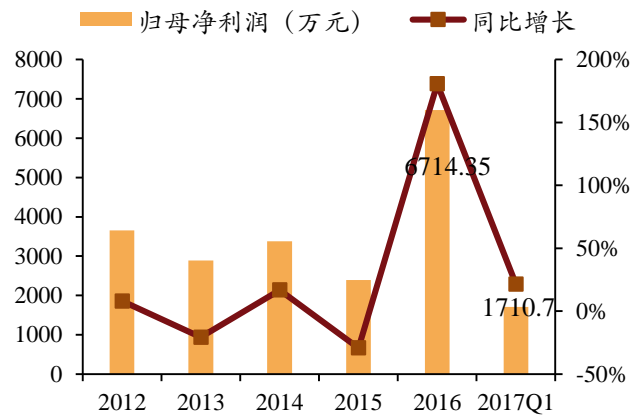
经营业绩分析，公司营业收入从 2012 年的 1.82 亿元增长到 2016 年 5.94 亿元，近 5 年复合增长率达 34.41%；归母净利润从 2012 年 3650.59 万元增长到 2016 年 6714.35 万元，近 5 年复合增长率约为 16.46%。公司 2017 年 Q1 分别实现营收和归母净利润 1.57 亿元和 1710.74 万元，同比增长分别为 20.18% 和 21.35%，业绩增速下滑主要来自于两方面：1) 受到透析粉液运输成本过高的影响；2) 受到监护业务增速放缓影响。未来随着透析粉液生产基地的全国布局逐步完善，加上监护业务积极培育非洲等市场，我们认为公司业绩 30% 高增长可期。

图表3. 17 年 Q1 实现营收 1.57 亿元



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

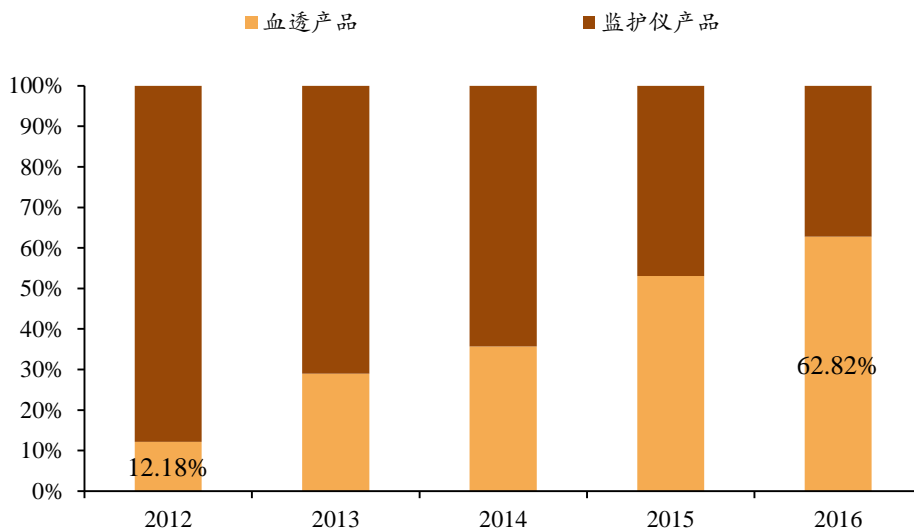
图表4. 17 年 Q1 实现归母净利润 1710.74 万元



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

营收结构分析，公司血透产品营收占比从 2012 年的 12.18% 上升到 2016 年的 62.82%。其中，2016 年血透产品和监护产品营业收入分别为 3.70 亿元和 2.19 亿元。未来随着血透业务进一步布局，预计血透业务的营收比例会进一步提高。

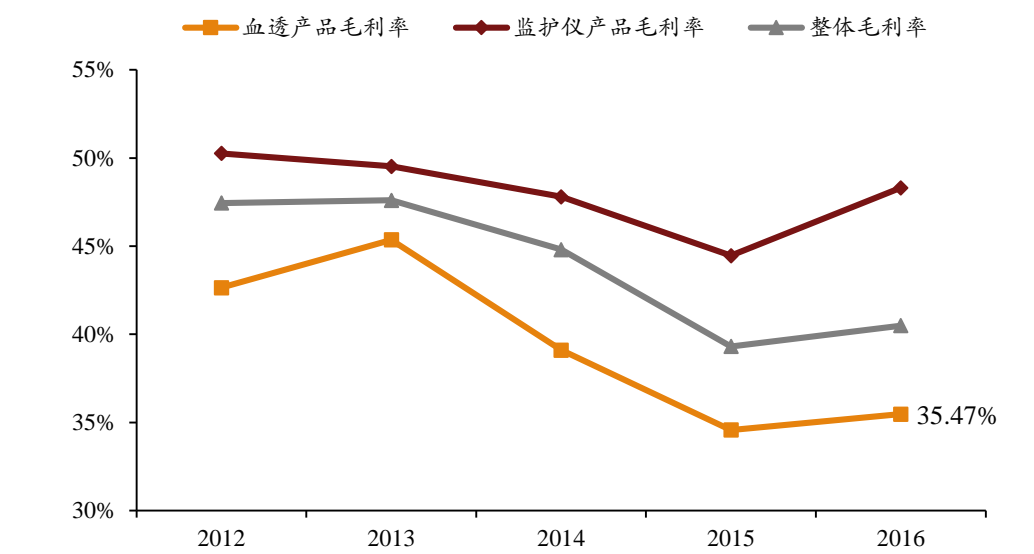
图表5. 血透产品的营收比重从 2012 年的 12.18% 上升至 2016 年的 62.82%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

盈利能力分析，2016 年宝莱特公司整体毛利率约为 40.49%。其中，血透业务毛利率约为 35.47%。监护业务毛利率约为 48.31%。未来随着血透粉液生产基地全国布局逐步成型，血透粉液运输成本有望逐步下降，拉动血透业务毛利率提升。

图表6. 2016年血透和监护业务毛利率分别为35.47%和48.31%



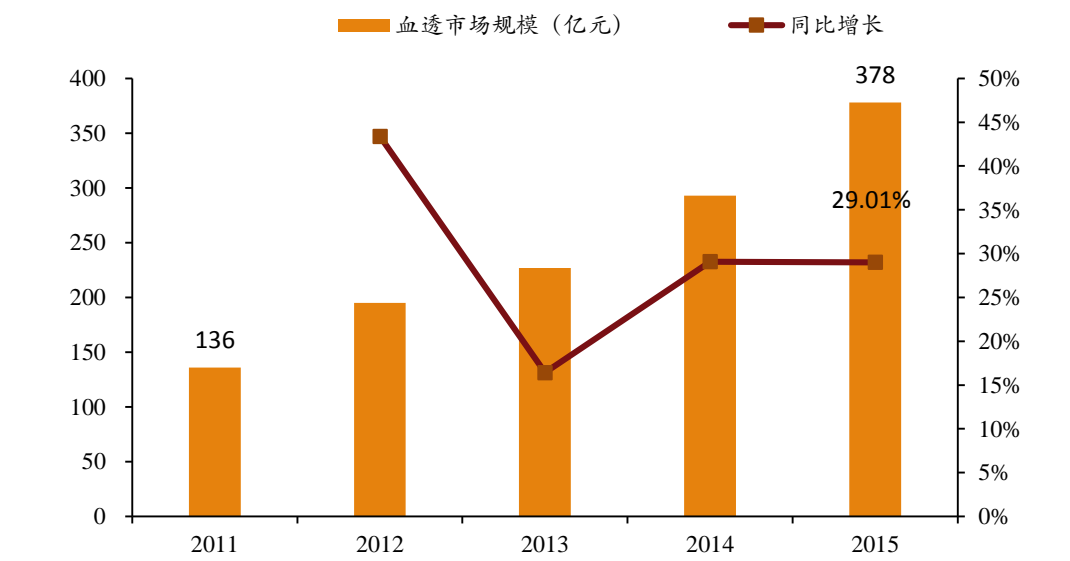
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2. 血透行业高增长可期，全产业布局是发展的必然趋势

2.1 血透行业29%高速增长，治疗渗透率仅22.4%，成长空间巨大

根据全国血液净化病例信息系统的数据，我国血透行业市场规模从2011年的136亿元增长到2015年的378亿元，年复合增长率达29.01%。血透行业正快速增长，市场不断扩容。

图表7. 2015年血透行业市场规模高达378亿元，同比增长29.01%



资料来源：全国血液净化病例信息系统、广证恒生

根据CNRDS公布的数据，2016年理论上存在200万以上ESRD患者，目前在透析治疗人数仅约44.74万人，治疗渗透率仅为22.37%，与美国90%以上的治疗渗透率相差甚远。鉴于未来有更多ESRD患者治



疗需求被满足(通过公立医院扩建或引入民营医疗机构等方式)且ESRD患者数量持续上升带来市场扩容,我们认为血透行业未来仍能保持高速增长。

2.2 血透上游厂商延伸至下游服务（全产业链布局）是发展趋势

根据我们的外发专题报告《千亿血透市场迎黄金发展期，看好下游服务端布局良机》，血透耗材粉液和管路已基本国产化，虽然部分国产血透器械（血透机、血透器）在技术上已接近进口血透器械水平，但医院对血透器械价格敏感度较低，更注重产品的熟悉度和稳定性，国产器械需通过布局终端服务渠道，实现器械的自产自投，推进血透器械国产化。当前，中游端血透流通领域当前处于整合期、而下游血透服务发展的限制因素逐步解除，上游厂商延伸至下游具有良好的产业环境，因此我们认为：血透上游厂商延伸至下游服务是行业发展趋势。

1) 上游生产端：目前虽然部分国产血透机厂商的生产技术已逐步接近国际先进水平，但医院对产品价格不敏感（血透机成本回收期约为1年），依靠“价格战”难以实现血透机等血透器械的国产化。上游产家逐步延伸至下游有利于自产器械的投放，推进血透器械和耗材的国产化。

2) 中游流通端：医药流通企业当前面临经营（行业增速放缓+营收账款周期变长）和政策（两票制+营改增+GSP）双重压力，大量中小流通企业面临生存问题，希望被上市公司整合得到资金及资源支持。血透上游厂商有望借助流通端的并购趋势，整合中游流通渠道。

3) 下游服务端：随着血透中心逐步在全国范围内放开、医保报销覆盖日益充分、血透患者资源逐步从公立医院分流出来，下游血透服务迎布局良机。

- **血透中心在全国范围内逐步放开：**国家通过颁布一系列政策明确血透中心作为独立医疗机构的合法地位，规定血透中心的基本标准，并鼓励和优先审批连锁化血透中心。从整体上分析，布局血透中心布局的限制因素正逐步放开。

图表8. 国家逐步放开血透中心，并鼓励血透中心连锁化发展

颁布时间	颁布部门	相关文件	主要内容
2010.3	卫计委	《医疗机构血液透析室基本标准(试行)》	明确医疗机构设立血透室的标准，要求至少配备2名职业医师，0.4名护士/透析机；三甲医院至少配10台透析机等
2014.3	卫计委	《关于征求独立血液透析中心管理规范和基本标准意见的函》	血透中心10公里内须有二级以上综合医院，并签订血透急性并发症救治协议
2016.12	卫计委	《国家卫生计生委关于印发血液透析中心基本标准和管理规范（试行）的通知》	承认血透中心作为独立医疗机构的合法地位，并对连锁化血透中心的优先审批
2017.2	卫计委	《关于修改〈医疗机构管理条例实施细则〉的决定》（国家卫生计生委令第12号）	增加了血液透析中心等医疗机构类别，推动医疗机构依法举办和规范执业

资料来源：卫计委、广证恒生

- **患者资源逐步分流：**目前，国内公立医院的透析服务供不应求，加上政策层面上控制公立医院的扩张，医院希望通过分流轻度患者，着重发展利润更高的重症患者，患者分流有利于解决民营血透中心患者资源紧张的难题。
- **医保覆盖日益健全：**2007年初步建立起全面覆盖各类患者（城镇职工、城镇居民和乡镇居民）的医疗保险制度；2012年确定大病医保报销比例不低于50%；2014年加大大病医保的试点力度；2015年全面实行城乡居民的大病医保；2017年建立完善的大病保险制度。国家医保政策对患者的覆盖正循序渐进推进，当前覆盖比较充分，基本实现80%-90%以上医保报销。

图表9. 目前国家从政策层面逐步加大透析治疗医保报销的力度

颁布时间	政策文件	颁布单位	关键内容	医保覆盖力度		
				城镇职工	城镇居民	新农合
1998.12	《国务院关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》	国务院	建立城镇职工基本医疗保险制度			
2003.1	《关于建立新型农村合作医疗制度的意见》	卫生部、财政部等	开展新型农村合作医疗制度试点，建立城乡医疗救助制度			
2007.7	《关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见》	国务院	开展覆盖全体城镇非从业居民的医疗保险试点			
2012.8	《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》	发改委、卫生部等	合理确定大病保险补偿政策,实际支付比例不低于50%			
2014.2	《关于加快推进城乡居民大病保险工作的通知》	国务院医改办	14年全面推开城乡居民大病保险试点工作			
2014.6	《国家卫生计生委办公厅关于抓好2014年县级公立医院综合改革试点工作落实的通知》	卫计委	14年6月底前启动城乡居民大病保险试点工作，年底前全面推开			
2015.8	《关于全面实施城乡居民大病保险的意见》	国务院办公厅	15年底大病保险覆盖城乡居民医保参保人群，17年建立完善的大病保险制度			

资料来源：国务院、卫生部、财政部、农业部、发改委、卫计委、广证恒生

图表10. 目前血液透析的医保报销比例较高

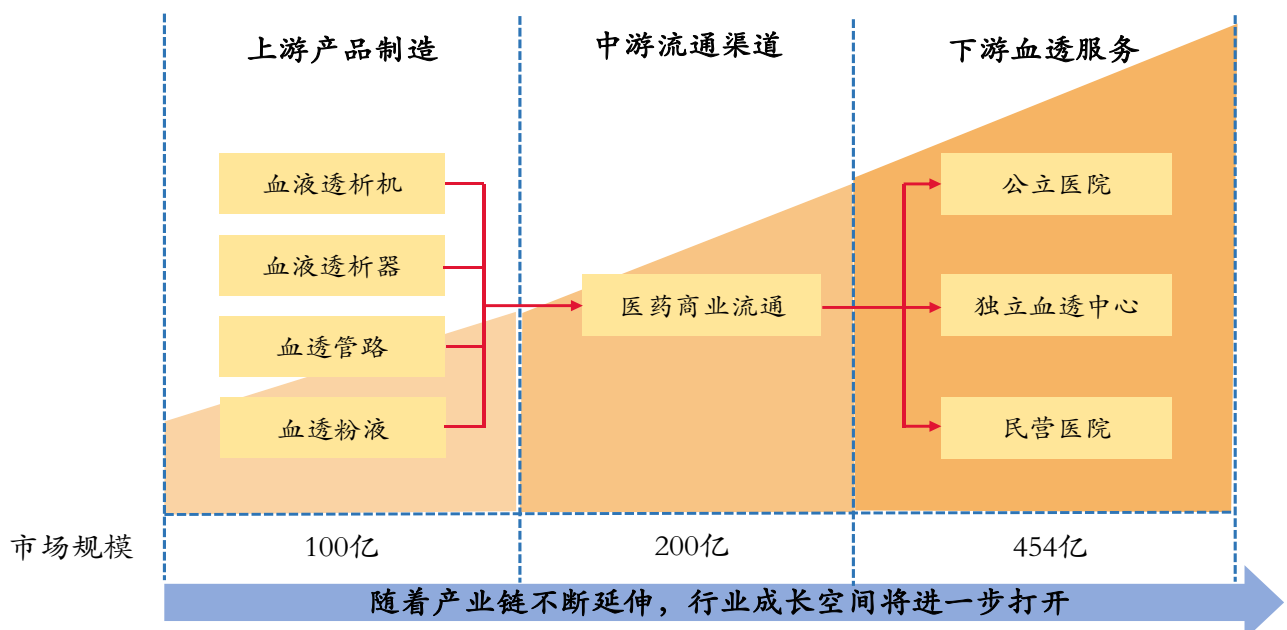
	北京	广东	上海	山西	云南	安徽	山东	湖南
城镇职工保险	90%	85%	90%	80%	90%	90%	95%	88%
城镇居民保险	85%	80%	85%	-	-	80%	-	-
新农合		70%	-	80%	-	-	-	-

资料来源：人力资源和社会保障部、CNKI、广证恒生

2.3 血透企业全产业链布局有利于打开成长空间

上游生产端，血液透析机（市场规模约30亿元）、血液透析器（市场规模约41亿元）、血透管路（市场规模约12亿元）、血透粉液（市场规模约17亿元）等血透器械耗材的市场规模合计约100亿元；中游流通端按照一倍市场空间进行放大测算，约200亿规模；下游服务端，根据全国血液净化病例信息系统公布数据，2015年血透服务市场规模约378亿元，保守按20%增速进行测算，2016年达454亿元。全产业链布局有利于血透企业打开成长空间。

图表11. 血透全产业链布局有利于企业进一步打开成长空间



资料来源：CNRDS、全国血液净化病例信息系统、广证恒生

3.血透业务：宝莱特顺应产业趋势，构建“产品制造+渠道建设+医疗服务”血透全产业链发展模式

宝莱特充分利用资本市场的优势，构建“产品制造+渠道建设+医疗服务”血透全产业链发展模式。自2012年以来，公司以血透行业上游为起点，主要通过并购和自建的方式，不断往下游延伸，逐步实现血透行业的全产业链布局，是当前A股市场上血透全产业链布局的稀缺标的。

图表12. 宝莱特是A股市场上血透全产业链布局的稀缺标的

	上游				中游	下游
	血透机	血透器	血透管路	血透粉液	流通渠道	血透服务
宝莱特						
健帆生物		(灌流器)				
常山药业				(肝素)		
蓝帆股份						
华仁药业						
维力医疗						
和佳股份						
三鑫医疗						
上海医药						
新华医疗						

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

在上游端，公司通过并购和研发，已实现对透析机、透析粉液和透析管路的供给，透析器目前已完成临床试验；在中游端，公司加大流通渠道的整合力度，通过与专业的血透产品渠道商合作，掌握血透的终端资源；在下游端，公司通过收购肾病专科医院的方式布局血透服务，公司有望在3-5年内设立20-100家肾病专科医院。

图表13. 宝莱特从2012年开始布局血透领域，当前全产业格局显现

产业链	主营业务	时间	相关布局
上游制造端	透析机	2013	收购重庆多泰100%股权，获透析机批文
		2015	自主研发的透析机获批文
	透析器	2016	自主研发的透析器完成临床试验
		2017	拟出资1200万欧元设立德国子公司，开拓欧洲市场。
	透析粉液	2012	收购天津挚信宏达60%股权，进入华北市场
		2013	收购辽宁恒信生物100%股权，进入华东市场
		2013	设立南昌全资子公司，进一步拓展华东市场
		2016	收购常州华岳60%股权，进入华东市场
		2016	收购天津挚信宏达40%股权，交易完成后占股100%
	透析管路	2017	收购柯瑞迪并增资，交易完成后占股62.08%，进入华中市场
		2014	收购博奥天盛70%股权，进入透析管路市场（OEM代工）
		2016	博奥天盛的透析管路获CFDA批文

中游流通端	销售渠道	2015	收购上海渠道商，成立“中宝医疗器械”，占股 51%
		2015	收购贵州渠道商，成立“宝瑞医疗器械”，占股 51%
		2016	与原位实业出资成立深圳宝原，布局广东销售渠道
		2017	收购“中宝医疗器械”49%股权，收购完成后，占股 100%
下游服务端	血透服务	2016	参股子公司收购清远康华医院 100% 股权
		2017	参股公司厚德莱福完成对仙桃同泰医院所有产权的收购

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.1 上游产品制造：血液透析产品布局齐全

3.1.1 血透粉液全国性布局初见格局，未来销售放量可期

透析（粉）液是指具有多种离子和非离子物质的溶液，供体外透析使用，利用渗透压与血液在体外透析器中进行物质交换，以排除尿毒症患者血液中的代谢废物或毒物。

行业内一直缺乏血透粉液行业规模的有效数据，我们根据 CNRDS 公布的透析人数数据为基础，按照每周透析 2.5 次，透析粉液单价 30 元/份进行测算，2016 年透析人数约 44.74 万人，全年透析粉液需求量约 5817 万/人份，对应 17.45 亿元的现有市场规模。

血透粉液领域基本实现国产化（国产化率 90% 以上），整个行业集中度较为分散。根据 CFDA 的统计数据，全国拥有血透粉液产品注册证的厂商约 30 家（具备较强竞争力的约有 6-8 家企业，占据 70%-80% 市场份额），分散地分布在全国各地。其中，宝莱特是少数实现全国范围内布局的血透粉液生产企业（收购挚信宏达、恒信生物、常州华岳、柯瑞迪；建设天津和江西血透耗材基地）。

图表14. 宝莱特是血透粉液领域实现全国范围内布局的少数企业（全国血透粉液企业布局图）



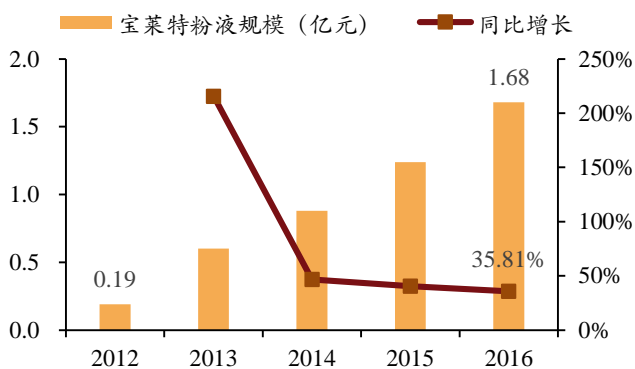
资料来源：CFDA、公司公告、WIND、广证恒生

血透粉液具有运输半径窄的特点，一般运输辐射范围在 500-800 公里，随着运输半径的增加，物流成本会相应增加。宝莱特是国内血透粉液实现全国布局的稀缺标的，目前已在东北、华北、华中、华东南、华东、华南等地区布局透析粉液制造基地。我们认为：未来透析粉液制造基地的逐步投产，

一方面能提升周边覆盖地区的服务能力，进一步提升当地的市场份额；另一方面能有效缩短粉液运输半径，降低运输成本，提高血透粉液业务的毛利率。

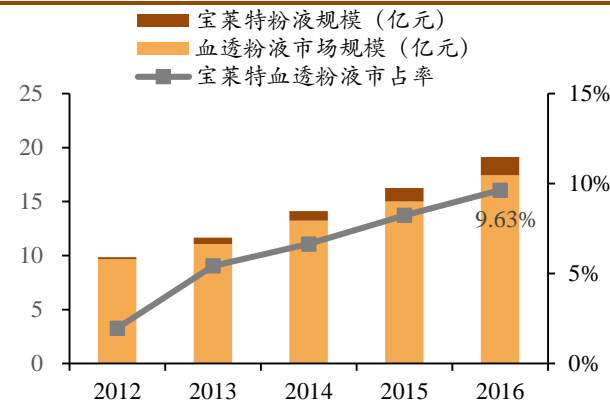
公司通过“收购+自建”模式在全国范围内布局血透粉液业务，不断整合集中度较为分散的粉液市场。宝莱特上游生产端血透粉液的营收从2011年的约1923万元增长到2016年的约1.68亿元，2016年同比增长35.81%；市占率从2011年的1.96%提升至2016年的9.63%。

图表15. 粉液16年营收约1.68亿元，同比增长36%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表16. 16年宝莱特血透粉液市占率约9.63%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.1.2 血透管路获CFDA批文后有望迅速释放产能

血透管路是在血透过程中为患者建立血液通路的一次性使用的医疗耗材，以实现透析过程中患者血液的导出和回输，血透管路一般具有使用方便、流量大等特点。

对于血透管路市场规模的测算，同样是基于CNRDS公布的透析人数数据为基础，按照每周透析2.5次，血透管路单价20元/份进行测算，2016年透析人数约44.74万人，全年血透管路需求量约5817万/人份，对应11.63亿元的市场规模。

根据CFDA公布的数据，拥有血透管路产品注册证的厂商约十几家，主要集中在广东、四川等地区。其中，广州贝恩、广东百合、宁波天亿、江西三鑫、四川南格尔等占据市场70%-80%的市场份额，国内整个血透管路市场主要由少数国内企业占据。

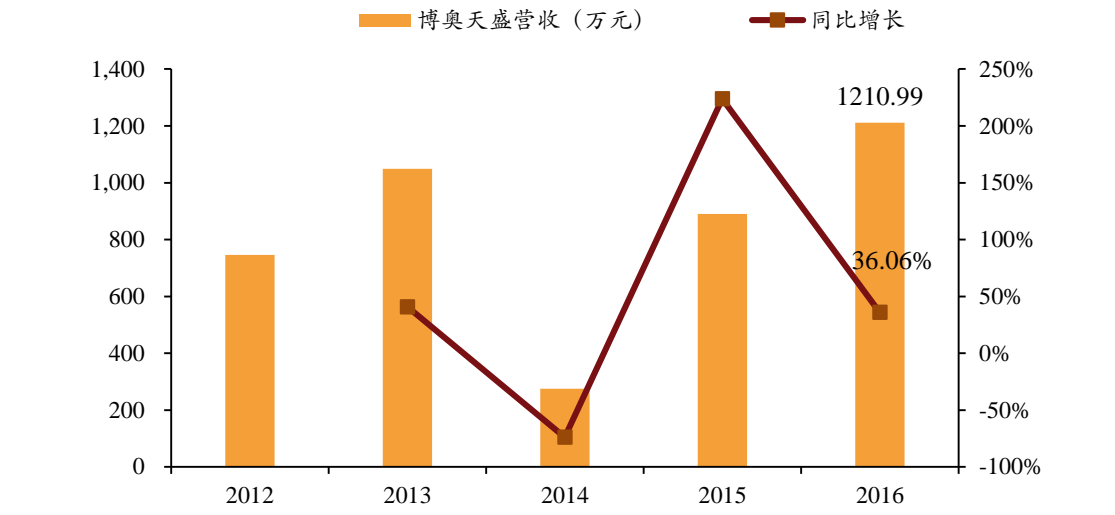
图表17. 血透管路市场主要被广州贝恩、广东百合、江西三鑫等少数国内企业占据



资料来源：CFDA、公司公告、WIND、广证恒生

宝莱特通过收购博奥天盛 70% 股权的形式切入血透管路市场。博奥天盛主营产品主要包括体外循环血路 BL-121-A、动静脉穿刺针 B-301A 等 9 个规格型号产品等。过往博奥天盛仅靠 OEM 代工方式实现部分产能释放，2016 年其血透管路获得 CFDA 批文后，产能得到进一步释放，实现营收 1211 万元，同比增长 36.06%。随着产能持续释放，且借助当前整合的销售渠道，预计 2017 年营收有望超 1500 万，并逐步实现盈利。

图表18. 2016 年博奥天盛（血透管路）营收约 1211 万元，同比增长 36.06%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.1.3 血液透析机借助终端渠道进行有效投放和销售

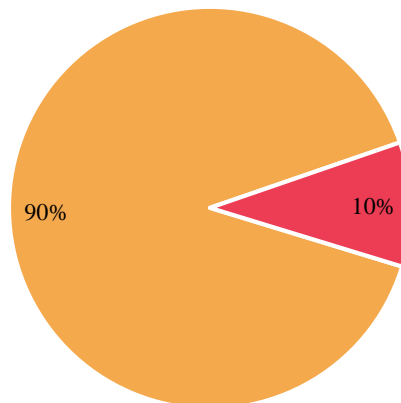
血液透析机主要分为透析液供给系统和血液监护报警系统两部分，工作原理大致为：透析用水和透析浓缩液经过透析液供给系统，配置成透析液后，透析液与引出的患者血液进行物质交换，清除患者血液中的废物和毒素后，将患者血液经过血液监护报警系统返回患者体内，完成整个血液透析的治疗过程。

血液透析机目前以进口为主，按照每年进口约 2 万台，每台血透机 15 万元进行估算，国内整个血液透析机的市场规模约为 30 亿元。

当前国内血液透析机市场仍以费森尤斯、贝朗、金宝等外资品牌为主，合计占据 90% 以上市场份额；威高（日机装）、重庆多泰、重庆山外山、广州暨华等国内品牌占据约 10% 市场份额。

图表19. 我国血液透析机市场主要以外资品牌为主

- 外资品牌（费森尤斯、瑞典金宝、德国贝朗等）
- 国内品牌（威高、重庆多泰、重庆山外山等）



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

虽然当前国内血透机的技术已不断接近外国品牌，但是鉴于公立医院对血液透析机成本敏感度低，更注重设备使用上的稳定性和熟悉度，不愿意贸然更换国产品牌，导致国产血透机短期内难以实现进口替代。在当前状况之下，我们认为：**宝莱特及时布局下游血透服务，有利于自身透析机产品的投放和销售，逐步走出难以实现国产替代进口的困境。**

图表20. 公立医院购置血透机的成本回收期较短，对血透机成本并不敏感

测算指标	悲观假设	中性假设	乐观假设
每次透析费用	480	480	480
一台血透机每天治疗患者数量	3	5	7
配置血透机数量	30	30	30
公立医院血透中心年收入（万元）	1576.80	2628.00	3679.20
净利润率	20%	20%	20%
公立医院血透中心净利润（万元）	315.36	525.60	735.84
一台进口血透机购置成本（万元）	15	15	15
购置进口透析机的总成本（万元）	450	450	450
回收期（年）	1.43	0.86	0.61

资料来源：广证恒生测算

宝莱特通过收购重庆多泰 100% 股权布局血液透析机。重庆多泰于 1993 年成立，一直从事血液净化产品的研发、生产和销售，是国内稀缺的能自主研发血液透析机的企业，核心产品包括血液透析机 MR-100B、血液灌流机 DTB-100、血液灌流机 DTB-100A 等。

图表21. 重庆多泰血液净化类的产品线梳理

产品名称	产品图片	产品型号	适用范围
血液透析机		MR-100B	适用于血液透析治疗
便携式血液透析机		MR-100	适用于血液透析治疗
血液灌流机		DTB-100、DTB-100A	适用于中毒抢救和肝硬化腹水浓缩回输
多功能泵		DTB-100A, DTB-100	与透析器、血液灌流器、血液管路等配合使用，用于中毒抢救和肝硬化腹水浓缩回输

资料来源：公司公告、CFDA、广证恒生测算（图片来自互联网）

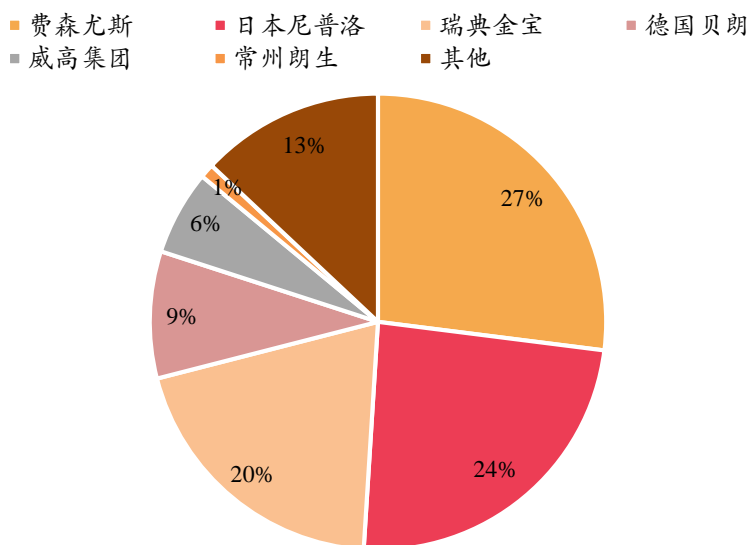
3.1.4 血液透析器正处于积极研发阶段

血液透析器主要利用半透膜原理，将透析患者的血液和透析液一并导入透析器之中，血液和透析液在透析膜两侧反向流动，凭借膜两端的渗透梯度、溶质梯度、水压梯度，通过物质交换以达到清除血液中毒素和多余水分的目的。

以 CNRDS 公布的透析人数数据为基础，按照每周透析 2.5 次，血液透析器 70 元出厂价进行测算，2016 年透析人数约 44.74 万人，全年血透管路需求量约 5817 支，对应 40.72 亿元的市场规模。

国内血液透析器市场主要以外资品牌为主，费森尤斯、日本尼普洛、瑞典金宝分别占据 27%、24%、20% 市场份额，山东威高、常州朗生等国内企业分别只占据约 6%、1% 市场份额。

图表22. 我国血液透析器市场主要由外资品牌主导



资料来源：专家访谈和调研、广证恒生

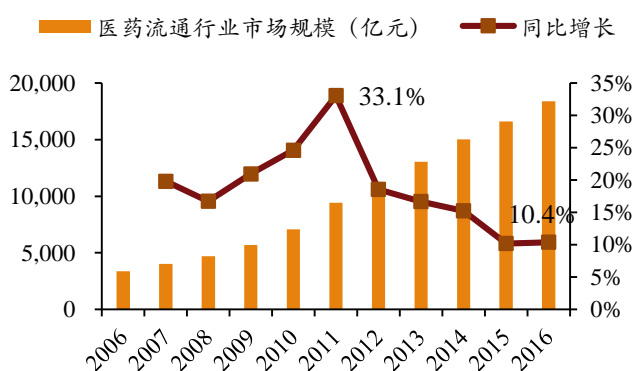
宝莱特血液透析器正处于临床研发阶段，其中高通量空心纤维透析器正处于工程样本开发阶段，空心纤维透析器正处于产品的生产过程设计与开发阶段。未来一旦研发成功，借助自身终端渠道，有望实现销售迅速放量。

3.2 中游渠道建设：顺应行业整合趋势，并购渠道增厚业绩

参照我们发布的医药商业流通行业深度报告《从美国三巨头发展路径解析流通整合致胜三策略》和血液透析行业深度报告《千亿血透市场迎黄金发展期,看好下游服务端布局良机》，我们认为：医药流通领域在经营和政策的双重压力之下，引发行业整合趋势，血透上游生产企业可顺势整合血透领域商业公司，巩固和强化自身的终端销售渠道。

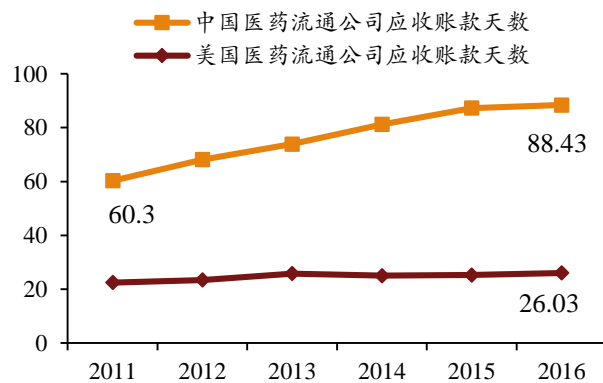
- **行业经营压力：**医药流通企业的行业经营压力主要来自于行业增速下降和应收账款压力增大两方面。从整体行业增速上分析，行业增速从2011年最高点33.1%下降到2016年的10.4%，在行业增速整体下行的趋势下，大部分医药流通企业难以维持其高成长性；从应收账款压力上分析，中国医药流通公司应收账款天数高达88.43天（远高于美国的26.03天），且应收账款压力正持续加大（从2011年的60.30天增长到2016年的88.43天），大部分医药流通企业面临严峻的资金压力。

图表23. 医药流通行业增速不断下降



资料来源：商务部、广证恒生

图表24. 医药流通企业应收账款压力不断增大

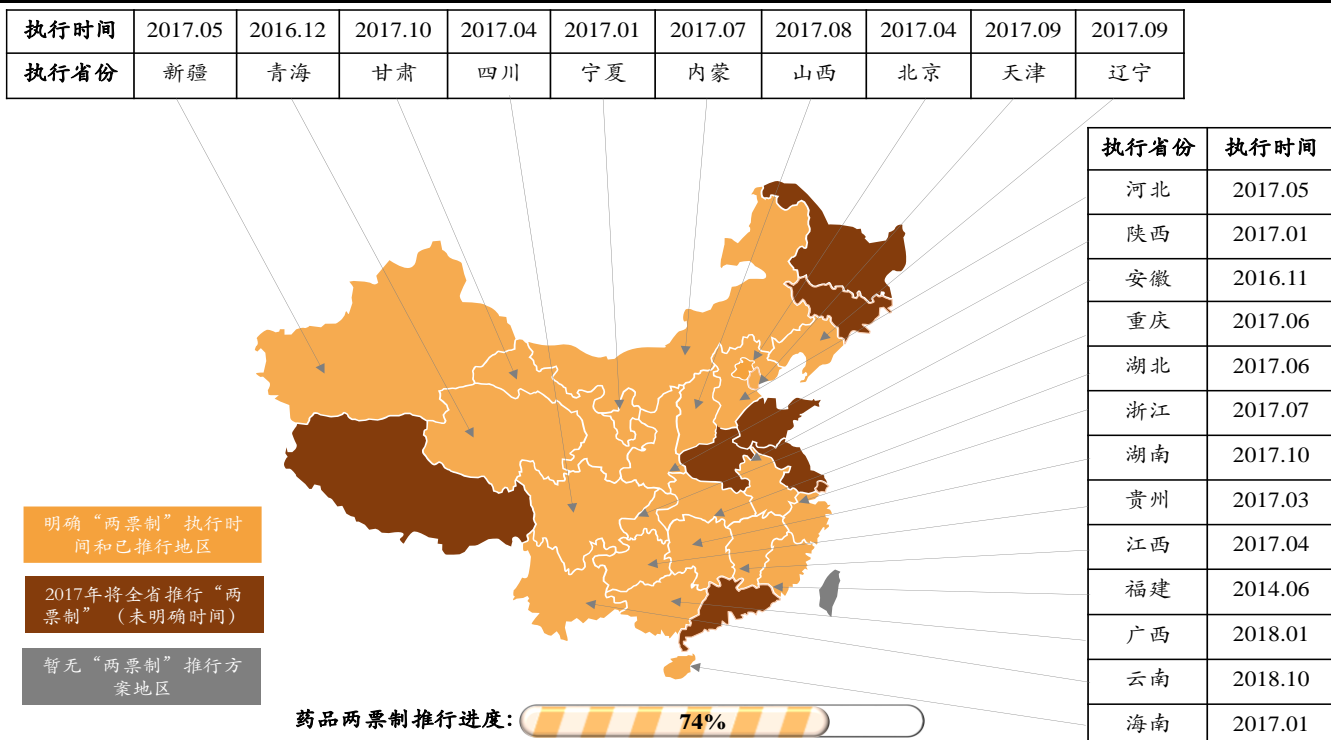


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

- **行业政策压力（“两票制+营改增+GSP”组合拳）：**“两票制”在全国逐步推广，压缩医药流通环节的利润空间，企业的利润率下降；“营改增”实施后，医药流通企业部分成本无法通

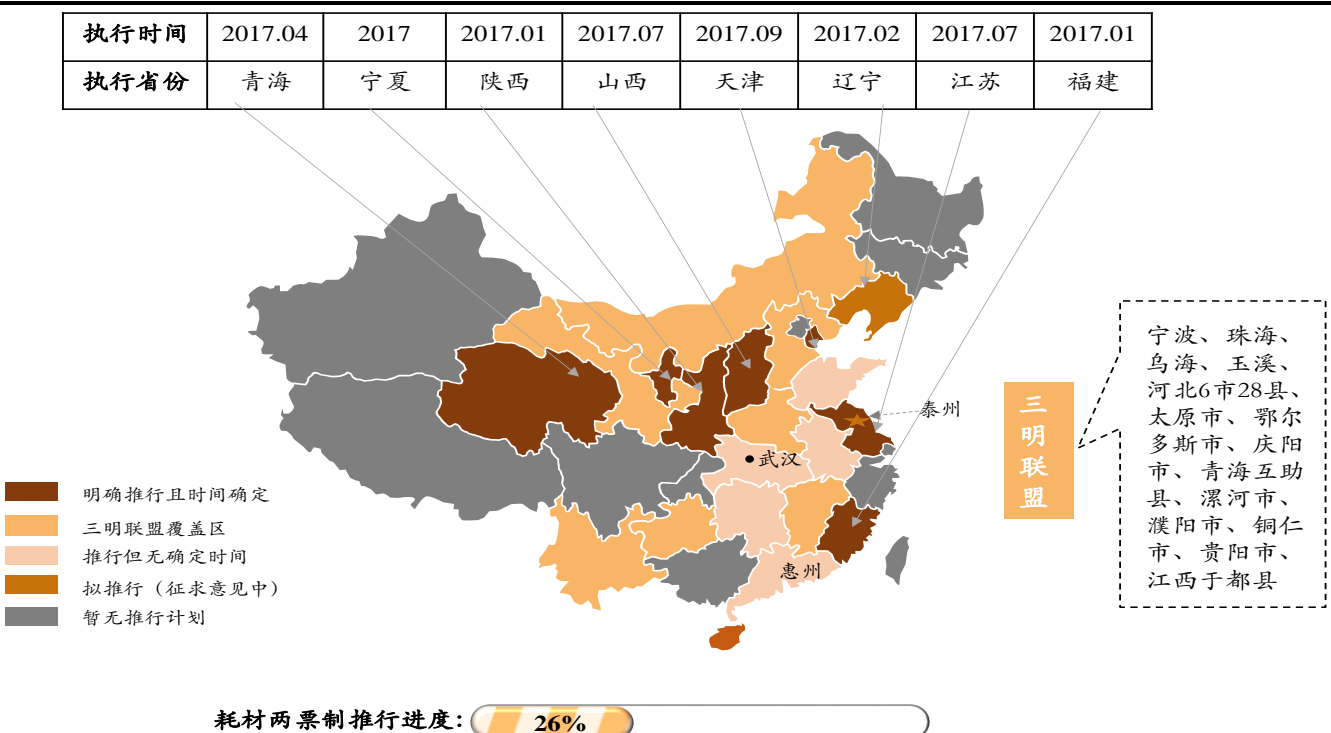
过开增值税专用发票进行抵扣，加重了大部分企业的财务压力（详细测算请参照我们外发的报告《从美国三巨头发展路径解析流通整合致胜三策略》）；GSP 飞检持续对流通企业在设施、场地和运营等多方面提出更高要求，迫使企业需要投入更大成本升级设备。在资金紧缺和利润下滑的压力迫使下，大量流通配送企业希望被资金实力雄厚的龙头企业收购，以得到资金上的支持。

图表25. 药品两票制在全国的推行情况（数据截止于 2017.8.15）



资料来源：国务院、卫生部、食品药品监督管理局、广证恒生

图表26. 器械耗材两票制在全国的推行情况（数据截止于 2017.8.15）

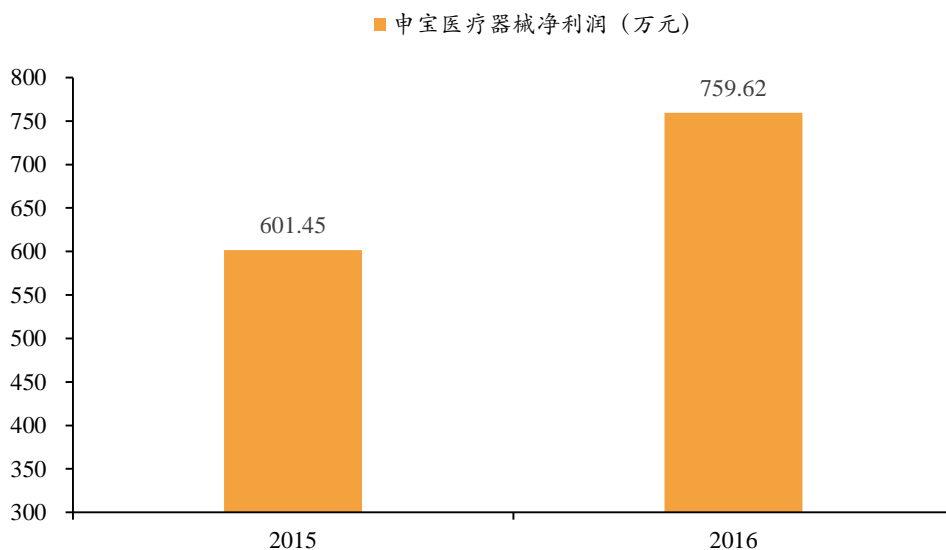


资料来源：国务院、卫生部、食品药品监督管理局、广证恒生

宝莱特顺应中游并购趋势，分别整合上海、深圳、贵州渠道商，具体合作模式为设立合资子公司（与上海、贵州、深圳渠道商分别设立合资子公司：申宝医疗器械、宝瑞医疗器械、宝原医疗器械等），将渠道商原有的团队或业务转移至合资子公司内，由渠道商团队或宝莱特负责子公司经营管理。通过整合渠道商，我们认为：一方面宝莱特能快速切入渠道商覆盖的市场，增强血透终端渠道把控能力；另一方面通过业务整合（产品市场覆盖扩宽），能有效增厚公司业绩。

- **申宝医疗器械**：整合上海血透渠道商“上海申洲医疗器械”，将渠道商原有团队和业务转移至合资子公司申报医疗器械，当前公司已经完成其 100% 股权收购。其中，2015 年和 2016 年分别实现净利润 601.45 万元和 759.62 万元，同比增长 26.30%。

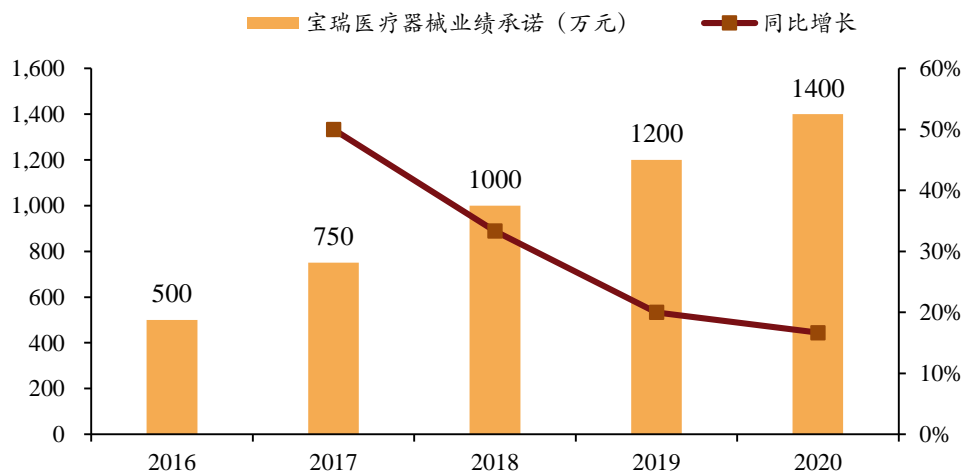
图表27. 申宝医疗器械 2015 年和 2016 年分别实现净利润 601.45 万元和 759.62 万元



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

- **宝瑞医疗器械**：与杨泽军、周涛合资设立“珠海宝瑞医疗器械”，并借助杨泽军（向超过 50 家医院提供血透服务，参与投放超过 40 家血透中心）和周涛（向超过 20 家医院提供血透服务，参与投放超过 10 家血透中心）在血透领域丰富的从业经验拓展贵州血透业务。此外，公司与杨泽军、周涛约定按承诺业绩回购杨泽军和周涛剩余股权（2016 年净利润达 500 万元，回购不超过 10% 股权；2017-2018 年净利润分别达 750 万元、1000 万元，回购不超过 24% 股权；2019-2020 年净利润分别达 1200 万元、1400 万元，回购剩余股权），公司业绩激励充分。

图表28. 贵州渠道商承诺 2016-2020 年的业绩承诺情况（剩余股权转让业绩前提）



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

- **宝原医疗器械：**与深圳原位实业合作成立“深圳宝原医疗器械”，借助深圳原位实业原有的成熟团队和终端资源（拥有40人的专业经营团队，其中10人具有医学背景或超过10年医药行业营销经验），快速进入华南地区血透市场。2016年宝原实现营收1447.44万元，实现净利润252.82万元（回购剩余49%股权的业绩条件：宝原医疗器械任意一年扣非后利润大800元后，深圳原位承诺五年内实现5000万以上净利润）。

3.3 下游医疗服务：投资专科医院布局血透服务

行业内布局下游血透医疗服务的方式有“与医院合作模式”、“独立血透中心模式”、“收购医院模式”三种模式。“与医院合作模式”虽然初期收益较快，但随着医院独立血透中心的建设逐步完善，后期医院存在终止与企业合作的可能，企业存在面临“出局”的风险，且难以建立起连锁血透服务的品牌力，并非为布局服务终端的长久之计；反观“独立血透中心模式”和“医院收购模式”，虽前期投入较大，但长期盈利能力较强，企业能持续经营血透服务业务，有利于塑造自身的透析服务品牌，是布局血透服务的主要模式。

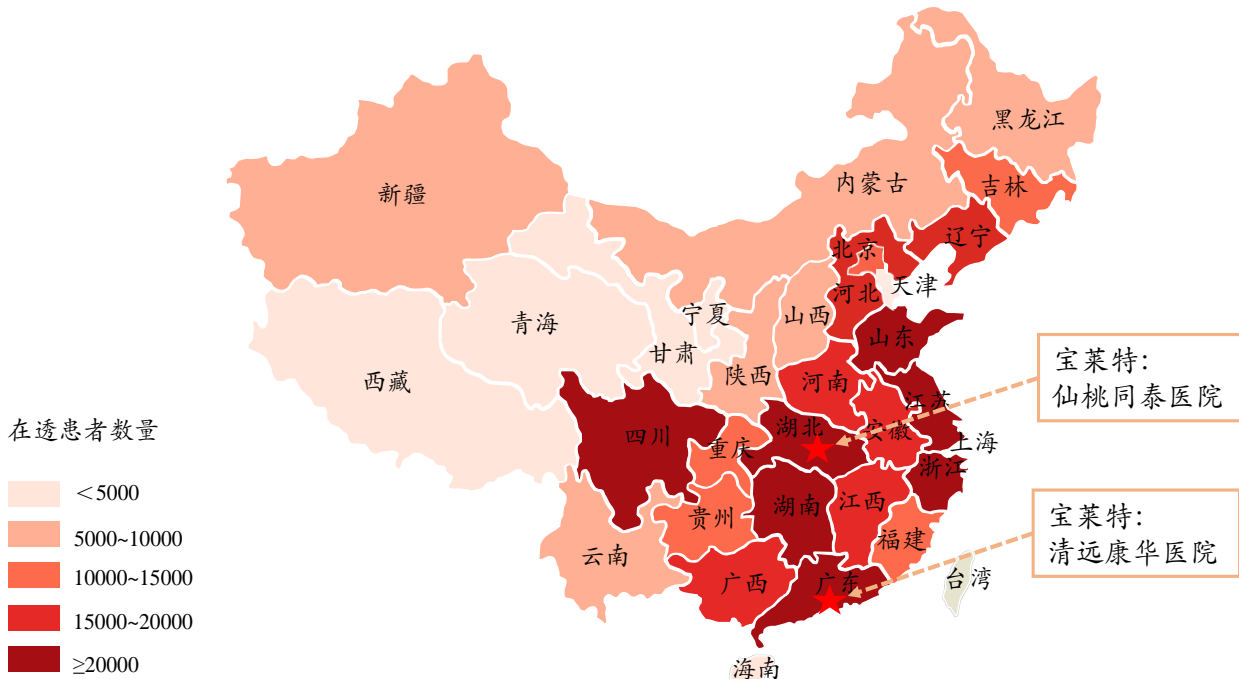
图表29. 布局血透服务的各种运营模式系统对比

运营模式	运营方式	初期投入	运营收入	回收周期	品牌塑造	终端资源控制
独立血透中心	投入血透器械和耗材、医生、护士、场地等	高	高	短	强	强
收购医院模式	经营医院的同时在医院内提供血透服务	高	高	短	强	强
与医院合作	投入血液透析器械，并负责护士培训	低	低	长	弱	弱

资料来源：广证恒生

宝莱特主要通过布局肾病专科医院的形式切入下游血透服务领域，目前公司正处于血透服务布局和运营的摸索阶段（收购仙桃同泰医院、清远康华医院，处于上市公司体外），计划3-5年内设立20-100家肾病专科医院。根据CNRDS公布的血透患者分布情况，广东、湖南、湖北等地区由于人口密集、经济发达、医保覆盖充分，得到有效治疗的患者数量偏多，是布局血透服务优选的地区。宝莱特通过收购清远康华医院、仙桃同泰医院切入广东、湖北等高潜力市场，值得重点看好。

图表30. 宝莱特在广东、湖北等患者丰富的优质地区布局血透服务



资料来源：CNRDS、广证恒生



肾病专科医院运营正常之后，一方面能带动上游端耗材的销售，另一方面能以“医疗服务+药品销售”等方式丰富医院收入来源，我们认为能一定程度能解决当前血透中心盈利能力偏弱等问题（主要由患者数量较少或透析收费偏低等原因引起）。

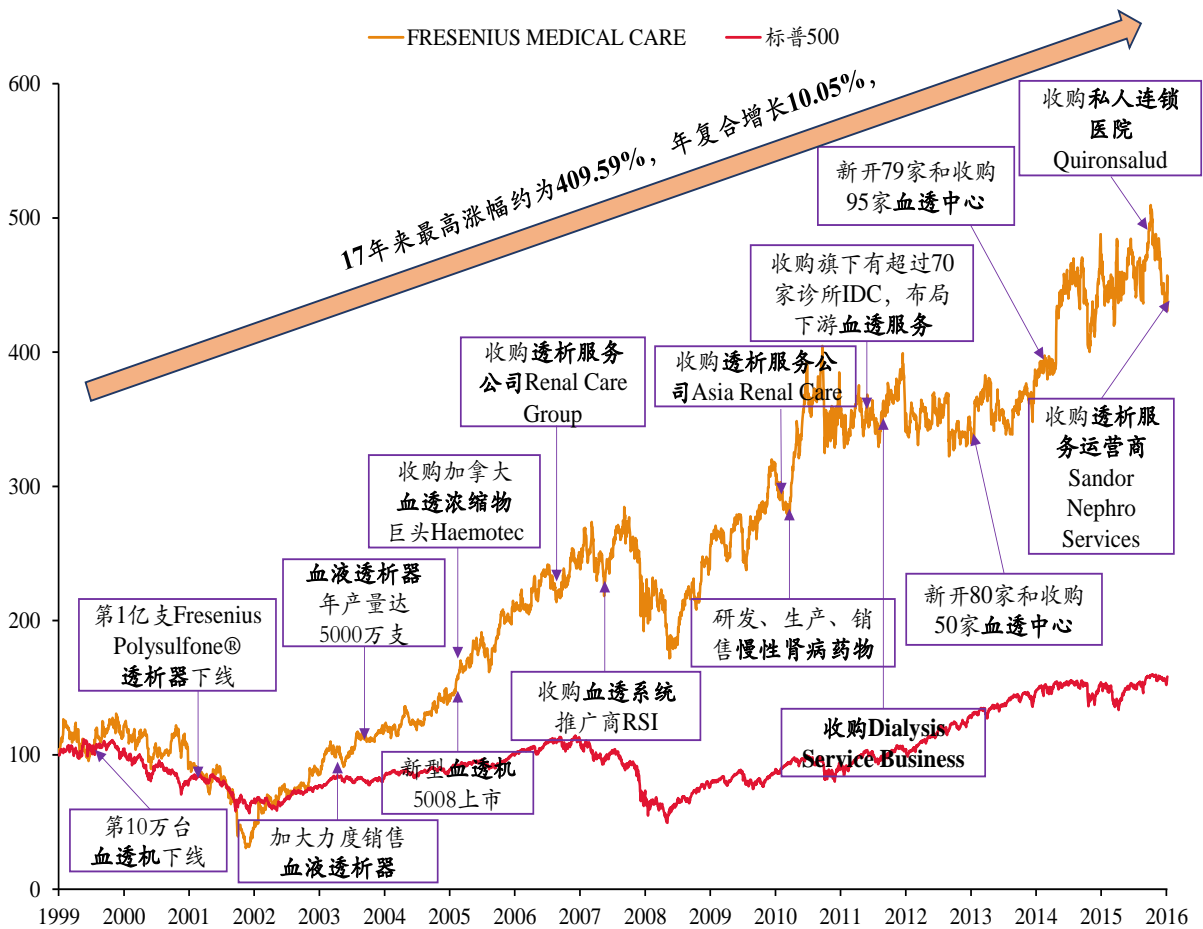
- **上游耗材端**，按照血透粉液、血透管路、血液透析器出厂价格 30 元、20 元、70 元，下游医院自产耗材占比为 50% 进行测算，每家肾病专科医院每年分别带动血透粉液、血透管路、血液透析器 14.63 万元、9.75 万元、34.13 万元销售，合计 58.50 万元。
- **下游服务端**，按照投放 30 台血透机，每台机器服务 3 位患者，每位患者一周透析 2.5 次，透析治疗 480 元/次进行测算，血透服务每年创造营收约 561.60 万元；根据我们发布的行业专题报告《千亿血透市场迎黄金发展期,看好下游服务端布局良机》，药品销售占整体透析费用 20%，则药品每年创造收入约 140.40 万元。仅考虑透析服务和相关用药，每家医院保守估计每年营收约达 702 万元，按照 20% 净利润率进行估算，每年净利润约为 140 万元。

3.4 宝莱特血透全产业链初具格局，长期成长可对标血透巨头

Fresenius

血透行业在全世界范围内皆为成长性突出、发展空间广阔的细分行业，Fresenius 凭借着在血透行业的全产业链布局，其二级市场股价在过去 17 年取得了 409.59% 的惊人涨幅。当前，宝莱特血透行业的全产业链布局已初具格局，是血透行业的优秀的种子企业，我们长期看好公司未来复制 Fresenius 在二级市场上股价的上涨趋势。

图表31. 过去 17 年 Fresenius 股价最高涨幅高达 409.59%



资料来源：Bloomberg、公司公告、广证恒生

4. 监护业务：产品精准营销，预计增长稳定

4.1 监护仪覆盖“生命信息监护”、“妇幼”、“心电诊断”等多个系列

公司监护仪产品线齐全，主要有“生命信息监护”、“妇幼”、“心电诊断”、“家庭保健”、“宠物监护”等多个系列的监护产品，充分满足市场的各种需求。

图表32. 宝莱特监护产品系列

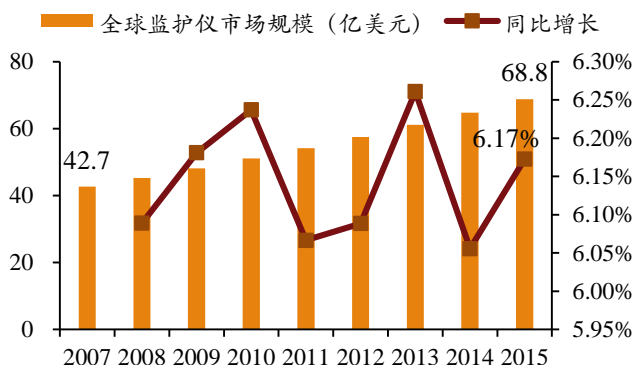
产品系列	产品图片	产品型号	产品介绍
生命信息监护系列		信息化插件式监护仪	多达十几种监测参数，各种模块任意组合，适合全年龄段患者
		常规监护仪	适合成人、小儿、新生儿全年龄段患者生命体征监测
		一体化插件式监护仪	适用于新生儿，重症患者
		生命体征监护仪	适用于门诊、急诊室、体检科等多个科室
		中央监护系统	可连接胎儿监护仪，母胎监护仪，支持多种格式的打印报告
妇幼系列		胎儿监护仪	可以捕捉到胎儿心动信号，了解胎儿健康状况
		新生儿监护仪	适用于新生儿监护
		母胎监护仪	母胎可同时监护，具有双胞胎测量功能
心电诊断系列		心电图机	具有除颤保护、起搏脉冲显示功能
家庭保健系列		胎心机器人	随时听胎心，轻松做胎教
		智能体温检测系统	24小时持续精准测温，高温报警，数据云存储，智能记录管理。
		女性基础体温计	能够精准测量基础体温
		远程智能血压计	能够智能管理血压
		宝莱特成人血氧仪	能够精准监测血氧，心跳，血液循环
宠物监护系列		动物监护仪	具有测量动物血氧饱和度、脉搏、无创血压、体温的功能

资料来源：公司官网、广证恒生

4.2 国内外监护市场均保持稳定增长的态势

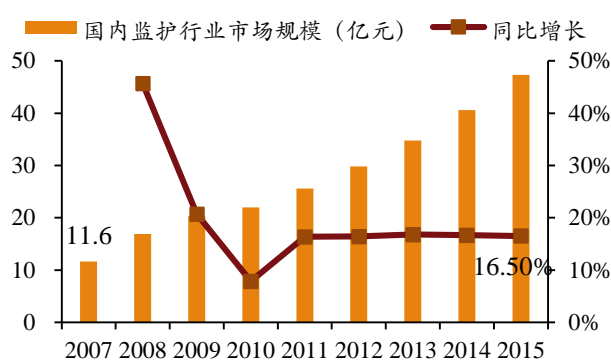
全球监护仪市场规模从2007年的42.7亿美元增长到2015年的68.80亿美元，2015年同比增长6.17%；我国监护仪市场规模从2007年的11.60亿元增长到2015年的47.30亿元，2015年同比增长16.50%。国内外监护市场均保持稳定增长的态势，其中国内市场约16%的增速高于海外6%的增速。

图表33. 海外监护市场保持稳定增长态势



资料来源：中国医疗器械行业协会、广证恒生

图表34. 国内监护市场增速逐步趋于稳定

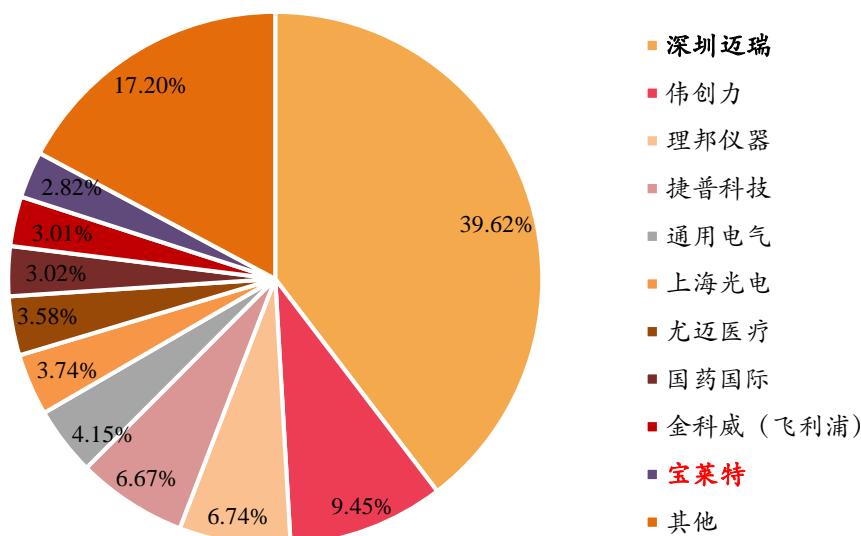


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

4.3 监护行业格局分为三大梯度，宝莱特占据一席之地

从国内监护行业的市场份额上分析，行业内主要分为三大梯队。深圳迈瑞是行业内的绝对龙头，占据约 39.62% 市场份额；第二梯队的企业包括伟创力 (9.45%)、理邦仪器 (6.74% 市场份额)、捷普科技 (6.67%)、宝莱特 (2.82% 市场份额) 等公司；第三梯队是监护行业的中小型企业，合计占据约 17.20% 的市场份额。

图表35. 深圳迈瑞是国内监护市场的龙头，宝莱特占据市场一席之地

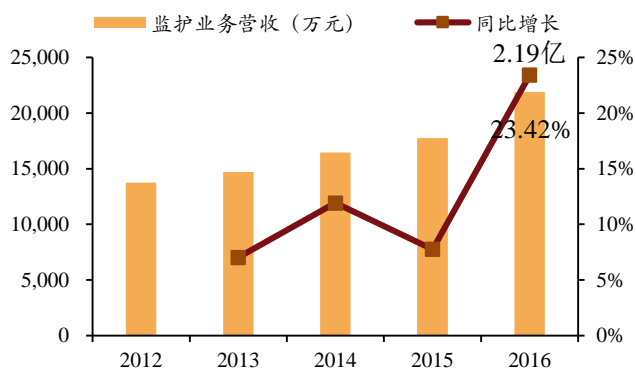


资料来源：瀚闻资讯、广证恒生

4.4 监护业务销售“内外兼修”，未来增长稳定

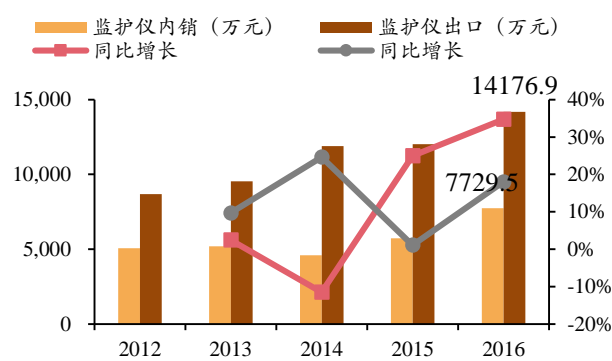
针对监护行业增速放缓的现状，公司一方面按低中高等级重新定位产品，重新细分产品经销商，在国内市场开展精准营销；另一方面积极开拓非洲等增速较快的市场，积极培育监护业务的新增长点。2016 年监护业务实现营收 2.19 亿元，同比增长 23.42%。其中，监护业务内销 7729 万元（占监护业务 35%），监护业务出口约 1.42 亿元（占监护业务 65%）。基于当前行业增速（国外约 6% 增速，国内约 16% 增速）和公司销售状况（出口和内销比重分别为 65% 和 35%），预计未来监护业务有望维持 5~10% 稳定增长。

图表36. 2016年监护业务同比增长23.42%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表37. 监护内销和出口比例为35%和65%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

5. 风险提示

1. 血透粉液全国性布局推进和产能投产不达预期
2. 下游医疗服务的医疗事故风险
3. 下游血透服务运营不达预期
4. 医保报销等政策变动风险
5. 监护业务对整体业绩的拖累



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	410.37	437.50	568.87	733.94	营业收入	594.31	731.76	964.51	1269.95
现金	182.70	218.07	343.99	509.95	营业成本	353.68	441.49	584.17	770.33
应收账款	137.73	137.73	137.73	137.73	营业税金及附加	5.44	3.55	4.03	4.34
其它应收款	2.41	2.52	2.30	2.41	营业费用	90.94	106.11	139.85	184.14
预付账款	9.68	12.71	14.50	12.30	管理费用	60.95	68.79	90.66	119.38
存货	69.81	60.92	63.41	64.71	财务费用	-2.14	-2.82	-4.02	-6.19
其他	8.03	5.55	6.93	6.84	资产减值损失	2.23	0.00	0.00	0.00
非流动资产	276.19	297.54	309.73	324.89	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.08	0.08	0.11	0.09
固定资产	84.07	100.70	108.64	112.10	营业利润	83.31	114.73	149.91	198.04
无形资产	56.72	64.86	71.07	75.83	营业外收入	8.67	8.67	8.67	8.67
其他	135.40	131.98	130.02	136.96	营业外支出	0.49	0.25	0.32	0.35
资产总计	686.57	735.04	878.60	1058.84	利润总额	91.48	123.15	158.25	206.36
流动负债	169.35	119.36	132.69	140.47	所得税	12.78	16.12	20.72	27.01
短期借款	3.50	2.83	3.78	3.37	净利润	78.70	107.03	137.54	179.34
应付账款	73.13	63.29	65.93	67.45	少数股东损益	11.56	16.53	18.00	21.77
其他	92.72	53.23	62.98	69.65	归属母公司净利润	67.14	90.50	119.54	157.57
非流动负债	12.94	11.68	11.68	12.10	EBITDA	104.25	134.35	171.24	219.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（摊薄）	0.46	0.62	0.82	1.08
其他	12.94	11.68	11.68	12.10					
负债合计	182.29	131.05	144.37	152.57	主要财务比率				
少数股东权益	39.82	56.35	74.35	96.12	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	146.09	146.09	146.09	146.09	成长能力				
资本公积	91.26	91.26	91.26	91.26	营业收入增长率	56.19%	23.13%	31.81%	31.67%
留存收益	227.10	310.30	422.53	572.80	营业利润增长率	240.85%	37.72%	30.66%	32.11%
归属母公司股东权益	464.45	547.65	659.88	810.15	归属于母公司净利润增长率	180.71%	34.78%	32.08%	31.82%
负债和股东权益	686.57	735.04	878.60	1058.84	获利能力				
					毛利率	40.49%	39.67%	39.43%	39.34%
现金流量表	单位:百万元				净利率	13.24%	14.63%	14.26%	14.12%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	13.91%	16.33%	17.86%	19.21%
经营活动现金流	50.81	67.81	154.43	195.14	ROIC	16.35%	19.00%	20.20%	21.38%
净利润	78.70	90.50	119.54	157.57	偿债能力				
折旧摊销	15.29	14.02	17.00	19.27	资产负债率	26.55%	17.83%	16.43%	14.41%
财务费用	-2.14	-2.82	-4.02	-6.19	净负债比率	1.92%	2.16%	2.62%	2.21%
投资损失	-0.08	-0.08	-0.11	-0.09	流动比率	242.32%	366.54%	428.72%	522.50%
营运资金变动	-44.23	-45.75	1.92	2.69	速动比率	201.10%	315.50%	380.93%	476.43%
其它	3.26	11.95	20.10	21.89	营运能力				
投资活动现金流	-91.17	-27.29	-26.18	-27.66	总资产周转率	93.80%	102.95%	119.54%	131.10%
资本支出	-44.00	-16.11	-15.60	-18.25	应收账款周转率	558.11%	531.29%	700.27%	922.03%
长期投资	25.90	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	525.91%	647.23%	904.11%	1155.05%
其他	-73.07	-11.18	-10.57	-9.41	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-7.12	-5.16	-2.34	-1.52	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.62	0.82	1.08
短期借款	-1.50	-0.67	0.94	-0.41	每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.46	1.06	1.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.75	4.52	5.55
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积金增加	-24.03	0.00	0.00	0.00	P/E	54.79	40.65	30.77	23.34
其他	18.41	-4.49	-3.29	-1.11	P/B	7.92	6.72	5.57	4.54
现金净增加额	-47.48	35.37	125.91	165.96	EV/EBITDA	13.32	26.20	19.93	14.89

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132，020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。