

理邦仪器(300206.SZ)

产品叠加驱动的研发型医疗电子设备供应商

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

39.49-41.59

联系人

分析师

胡德军

谢刚

消费品小组

S0740510120005

021-20315083

021-20315178

hudj@qlzq.com.cn

xiegang@qlzq.com.cn

2011年6月2日

基本状况

总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	20.00
市价(元)	32.42
市值(百万元)	3242.00
流通市值(百万元)	648.40

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	228.92	320.61	460.49	706.42	1,040.78
营业收入增速	30.18%	40.05%	43.63%	53.40%	47.33%
净利润增长率	61.65%	43.81%	45.54%	58.60%	41.60%
摊薄每股收益(元)	0.86	0.88	0.96	1.52	2.16
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	33.93	21.39	15.11
PEG	0.00	0.00	0.75	0.37	0.36
每股净资产(元)	2.86	2.87	12.15	13.67	15.83
每股现金流量	0.90	0.87	0.90	1.35	1.94
净资产收益率	30.16%	30.71%	7.91%	11.15%	13.63%
市净率	0.00	0.00	2.68	2.38	2.06
总股本(百万股)	53.26	75.00	100.00	100.00	100.00

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 公司是一家研发驱动型企业, 发展策略为选择高技术含量、具有全球市场且有足够市场容量的产品领域进行切入, 通过技术引进、投资和并购等方式快速的进入新的产品领域; 公司 2010 年研发费用达到 3822 万元, 占营业收入比重达到 12.53%, 我们认为未来新产品的不断推出和上市将是公司业绩的主要驱动力;
- 公司产品定位高端医疗器械, 行业相对集中, 公司销售收入增速连续三年超过 40%, 产品也由起初产科监护系列扩展到 B 超、心电以及监护等领域, 产品范围不断拓展; 目前产科系列产品位居国内市场份额第一, 占比 21.89%; 心电系列产品国内品牌市场份额第一、出口市场份额第一; 监护类产品出口市场份额第三。产品批量进入摩洛哥皇家医院、香港玛丽医院、瑞典马尔默大学附属医院等全球顶级医疗机构;
- 通过对比, 我们认为公司研发型的叠加增长模式将有望复制迈瑞医疗的成长历程, 不断通过新产品的推出来加速业绩增长, 其中公司 2010 年上市的 M50 和 M80 监护仪已在 2011 年实现全年销售, 预计将增加 5000 万收入; 2012 年公司还将推出彩超和代理部分国外 POCT 产品, 其销售收入预计在 0.5-1 亿元, 2013 年公司有望实现自产 POCT 类产品上市销售, 该类产品目前国内企业仍然处于空白, 市场亟待开发;
- 未来公司产品以外销为主, 2008-2010 年外销收入分别占主营业务收入的 67.22%、64.95%、65.53%; 随着公司海外市场的不断开拓, 未来海外市场占比有望达到 70%; 我们认为公司上市后用于研发中心、生产平台、营销网络扩建和信息化平台建设的募集资金将为公司未来发展提供有效保证;
- 我们预测公司 2011-13 年的营业收入分别为 4.61 亿元、7.06 亿元和 10.40 亿元, 同比分别增长 43.63%、53.40%和 47.33%; 归属母公司净利润分别为 0.96 亿元、1.52 亿元和 2.16 亿元, 同比分别增长 45.54%、58.60%和 41.60%, 对于 EPS 分别为 0.96 元、1.52 元和 2.16 元, 根据绝对估值和相对估值法, 我们认为公司合理估值区间为 39.49—41.59 元, 我们首次给予“买入”的投资评级。

内容目录

公司是产品叠加驱动的研发型医疗电子设备供应商	- 4 -
公司核心竞争力在于强大的研发能力和产品销售能力	- 4 -
控制产业链的产品研发、产品设计、品牌建设等关键点，盈利能力更强 ...	- 4 -
立足产科、心电、监护、超声影像四大系列产品，产品层层叠加	- 5 -
公司以研发带动业绩快速增长，近三年利润增速均超过 40%	- 6 -
公司产品 65% 实现外销，产品遍及亚欧非以及美洲等地	- 7 -
立足高端，公司所处医疗器械行业市场容量保持 20% 以上增长	- 7 -
全球医疗器械产业增速在 7% 左右，美国、欧盟、日本依然是主导	- 7 -
中国逐渐成为全球医疗器械制造中心，市场容量增速超过 20%	- 8 -
中国医疗器械行业两极分化趋势明显，公司处于高端市场，壁垒更高	- 9 -
成长将沿袭迈瑞步伐，产品叠加及外销市场是业绩增长驱动力	- 10 -
核心产品集中在产科、心电、监护、超声影像四大领域，国内已形成龙头地位-	10 -
成长有望沿袭迈瑞医疗，新产品与外销市场推动业绩高增长	- 11 -
2011 年 M50 和 M80 全年销售有望助推监护仪快速增长	- 12 -
2012 年有望推出 POCT 项目，2013 年实现全年销售，预计贡献收入 0.5-1 亿元	- 13 -
2012 年初有望推出彩超项目，预计贡献收入 0.5-1 亿元	- 14 -
产科监护和心电图机业务保持稳定增长，动力主要来自海外市场扩张	- 15 -
上市募集资金将有效增强公司研发实力和市场开拓能力	- 16 -
盈利预测、估值与投资建议	- 18 -
假设前提与盈利预测	- 18 -
绝对估值法：41.59 元/股	- 18 -
PE 估值法	- 19 -
投资建议：合理价值为 39.47—41.59 元	- 19 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1：公司竞争力分析	- 4 -
图表 2：公司盈利策略	- 5 -
图表 3：公司通过产品叠加不断驱动业绩增长	- 5 -
图表 4：公司近三年销售收入构成	- 6 -
图表 5：公司近三年利润构成情况	- 6 -
图表 6：公司近三年研发费用情况	- 6 -
图表 7：公司近三年销售收入增长情况	- 7 -
图表 8：公司近三年净利润增长情况	- 7 -
图表 9：公司外销产品占收入比重超过 65%	- 7 -
图表 10：公司外销遍布欧、美、亚、非等地	- 7 -

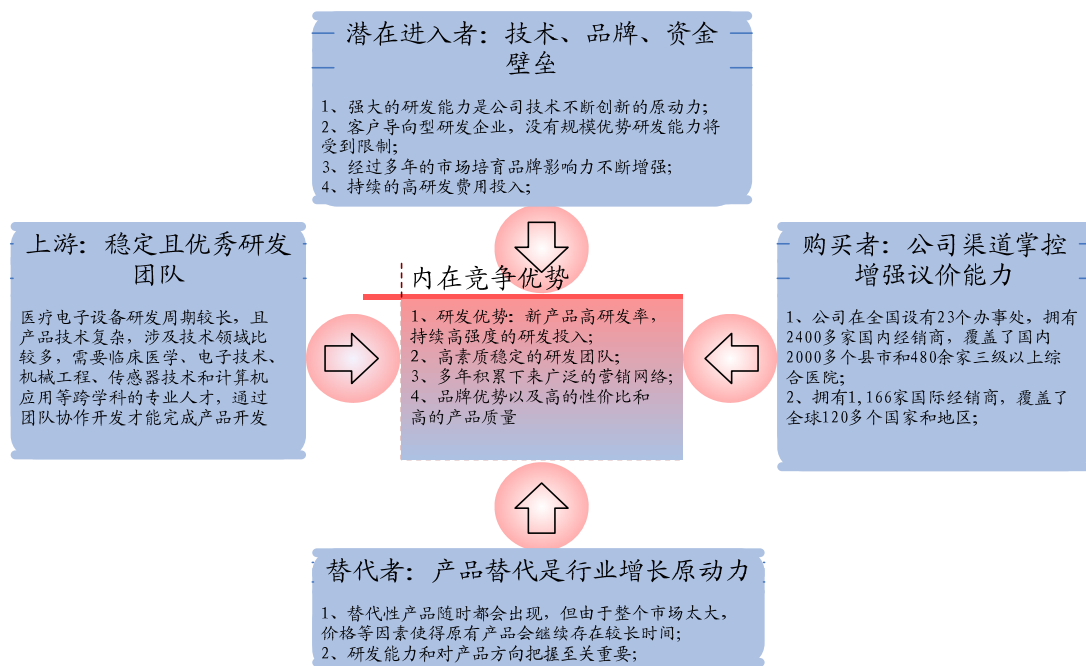
图表 11: 2001-2009 年全球医疗器械行业销售收入增长情况	- 8 -
图表 12: 2008 年全球主要国家（地区）医疗器械销售收入占比	- 8 -
图表 13: 全球医疗器械产业区域分布格局	- 8 -
图表 14: 2000-2009 年中国医疗器械市场容量情况	- 9 -
图表 15: 2002-2009 年中国医疗器械出口情况	- 9 -
图表 16: 2002-2009 年中国医疗器械进口情况	- 9 -
图表 17: 医疗器械行业竞争格局	- 10 -
图表 18: 公司未来产品发展方向	- 11 -
图表 19: 迈瑞的高速成长的利于新产品的不断推出	- 11 -
图表 20: 迈瑞历年营业收入及增长情况	- 12 -
图表 21: 迈瑞内外销占销售收入情况	- 12 -
图表 22: 迈瑞内销收入及增长率	- 12 -
图表 23: 迈瑞外销收入及增长率	- 12 -
图表 24: 我国多参数监护仪市场规模增速达到 16%	- 13 -
图表 25: 公司近三年监护仪增速超过 60%	- 13 -
图表 26: 公司 2010 年有三款新品上市, 2011 年开始全年销售	- 13 -
图表 27: POCT 或将引领医学革命	- 14 -
图表 28: 目前市场使用较的的彩超产品外观图	- 15 -
图表 29: 我国历年出生人口数目（万人）	- 15 -
图表 30: 2007-15 年中国产科监护设备市场规模	- 15 -
图表 31: 2007-15 年中国心电生理设备市场规模	- 16 -
图表 32: 公司近三年心电图机销售及增长情况	- 16 -
图表 33: 公司本次主要募投项目	- 17 -
图表 34: 公司生产平台建设规划	- 17 -
图表 35: 公司信息化建设平台	- 17 -
图表 36: 公司期间费用率和所得税预测表	- 18 -
图表 37: 绝对估值的假设条件	- 19 -
图表 38: 可比公司估值	- 19 -
图表 40: 公司销售收入盈利预测表	- 21 -

公司是产品叠加驱动的研发型医疗电子设备供应商

公司核心竞争力在于强大的研发能力和产品销售能力

- 公司是一家高度重视自主知识产权技术和产品的研发企业，近三年，公司开发新产品24项、新工艺73项、新技术55项；储备新产品7项、新技术30项、新工艺20项，技术和产品的开发能力居行业领先地位；
- 公司实行并行研发模式，项目平均研发周期为到12个月，产品研发一次成功率平均约93%。高效的研发确保公司产品可紧跟技术发展潮流，并通过有针对性的产品研发快速满足客户需求；
- 在销售方面，公司在全国设立了23个办事处，目前拥有2400多家国内经销商，覆盖了国内2000多个县市和480余家三级以上综合医院；拥有1166家国际经销商，覆盖了全球120多个国家和地区，为未来产品叠加、扩大市场份额奠定了渠道基础；

图表1：公司竞争力分析

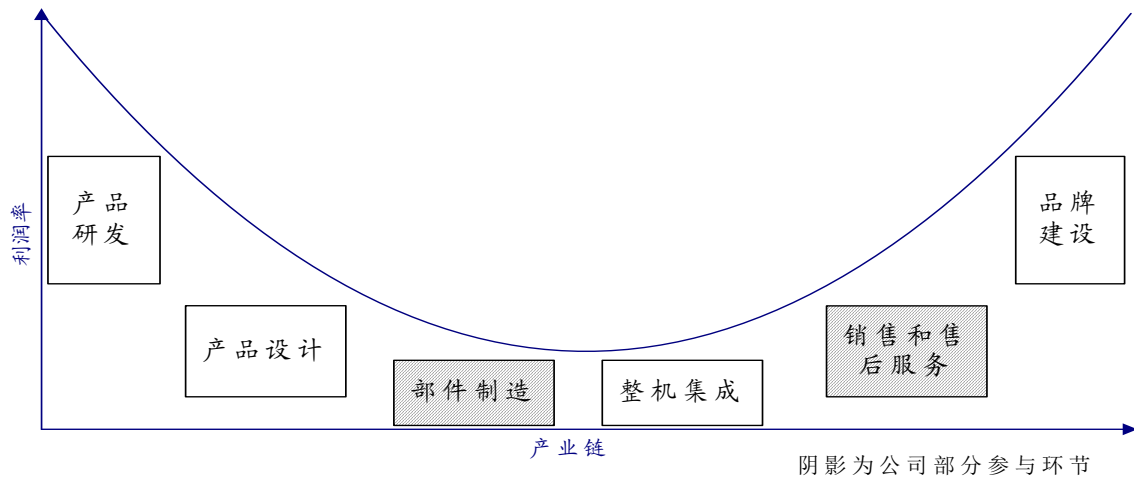


来源：齐鲁证券研究所

控制产业链的产品研发、产品设计、品牌建设等关键点，盈利能力更强

- 公司业务发展战略为选择高技术含量、具有全球市场且有足够市场容量的产品领域进行切入，因此通过技术引进、投资和并购等方式快速的进入新的产品领域，如未来将进入的彩超、POCT项目等；
- 公司拥有强大的研发能力、领先的质量管理能力、覆盖全球的营销渠道，在国内外客户、经销商中树立了良好的“EDAN®”品牌形象。公司有效控制产业链的产品研发、产品设计、品牌建设等关键点；策略性的将部分部件加工制造、分销环节外包予制造商及经销商，有效的提高了公司整体盈利能力；

图表2：公司盈利策略

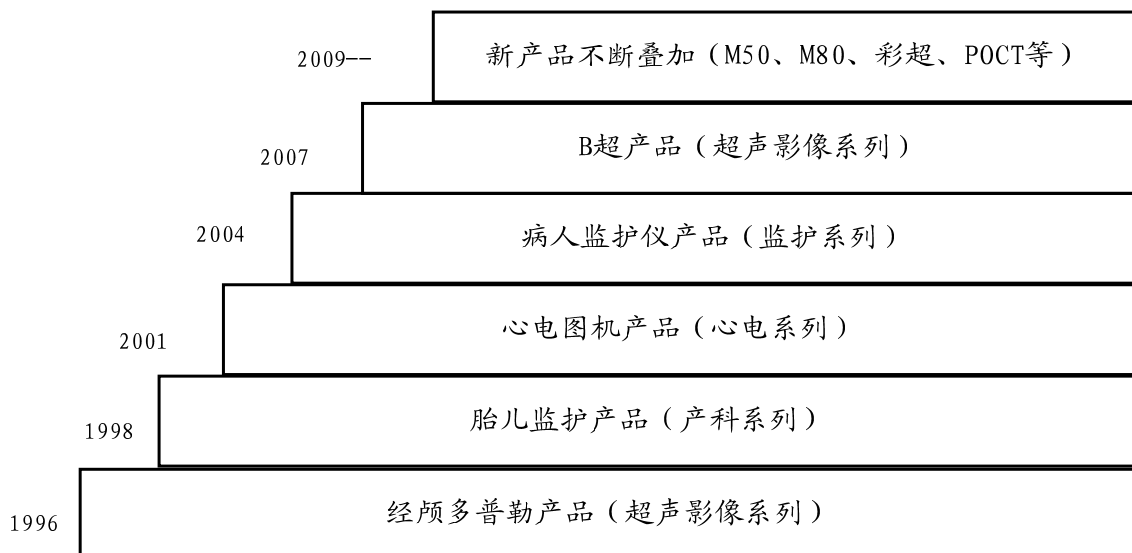


来源：齐鲁证券研究所

立足产科、心电、监护、超声影像四大系列产品，产品层层叠加

- 公司系国内领先并在全球持续快速成长的医疗电子设备供应商，涉及的产科、心电、监护、超声影像四大系列的产品；
- 公司通过创新，使产品在不断跟新同时新旧产品产生叠加效应，有利的推动了业绩的快速增长；未来三年有望陆续推出彩超、插嵌式监护仪和POCT等；

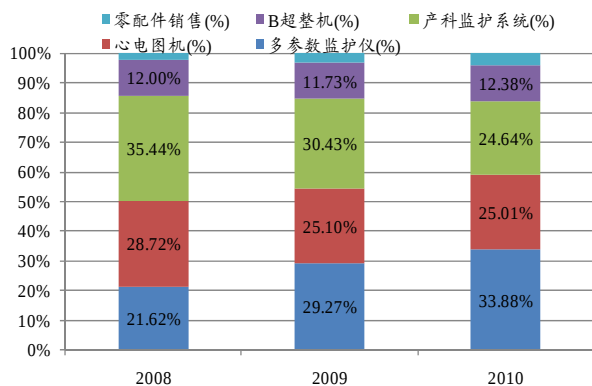
图表3：公司通过产品叠加不断驱动业绩增长



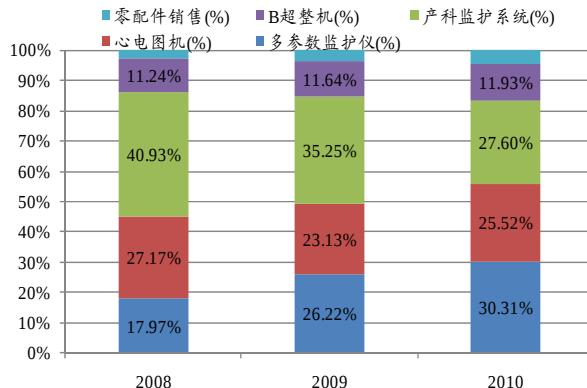
来源：齐鲁证券研究所

- 公司连续三年销售收入增速超过40%，产品也由之前的产科监护系列扩展到了B超、心电以及监护等领域，产品范围不断拓展；
- 公司目前产科系列产品位居国内市场份额第一，占比21.89%；心电系列产品国内品牌市场份额第一、出口市场份额第一；监护类产品出口市场份额第三。产品批量进入摩洛哥皇家医院、香港玛丽医院、瑞典马尔默大学附属医院等全球顶级医疗机构；

- 基于产品叠加发展策略，公司当前已储备新产品7项，新技术30项，并将依靠快速研发能力持续开发新产品，我们认为多产品储备将为公司持续的业务发展提供保障；

图表4：公司近三年销售收入构成


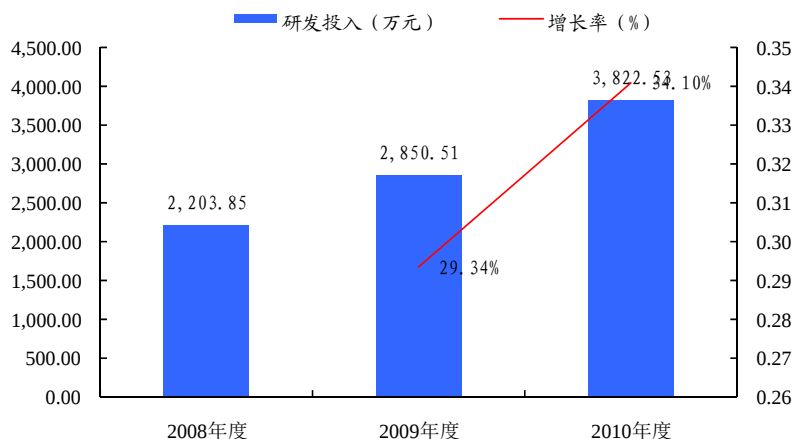
来源：齐鲁证券研究所

图表5：公司近三年利润构成情况


来源：齐鲁证券研究所

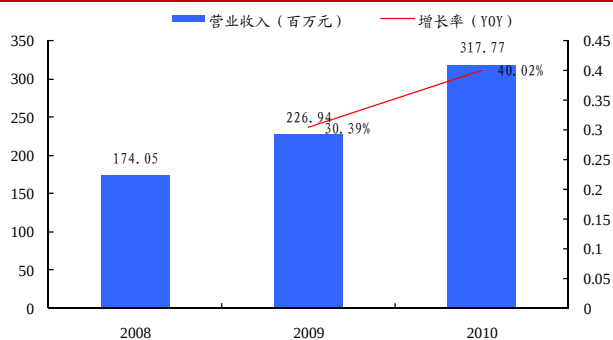
公司以研发带动业绩快速增长，近三年利润增速均超过40%

- 公司通过研发不断推动业绩快速增长，近三年，公司推出多款新产品，包括产科系列的 F6、F9、SD5、SD6 和最新的 F3，心电系列的 SE-600、SE-601C、SE-1200、SE-1010，多参数监护系列的 M50、M80、M3A、H100B、H100N，超声影像系列的 DUS8、DUS50、DUS60，该类产品未来销售陆续将进入高速增长期；
- 从研发费用来看，公司 2010 年研发费用达到 3822 万元，占营业收入比重达到 12.53%，高于同行业迈瑞的 9% 三个百分点，我们认为公司在研发方面不断的高投入是业绩可持续增长的重要保证，虽然未来随着销售规模的提高研发费用占用肯定会下滑，但绝对金额将肯定保持增长，而研发人员的稳定和持续补充也是未来保持核心竞争力的重要因素；

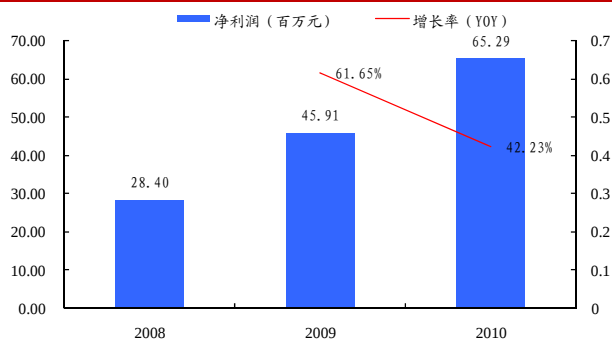
图表6：公司近三年研发费用情况


来源：齐鲁证券研究所

- 在新产品的推动下，公司近三年年均收入和净利润增速均超过40%，高于行业平均增速，我们预计随着该等产品市场需求的迅速扩大，销售进入高速增长期，而募集资金到位将有效解决产能瓶颈；

图表 7：公司近三年销售收入增长情况


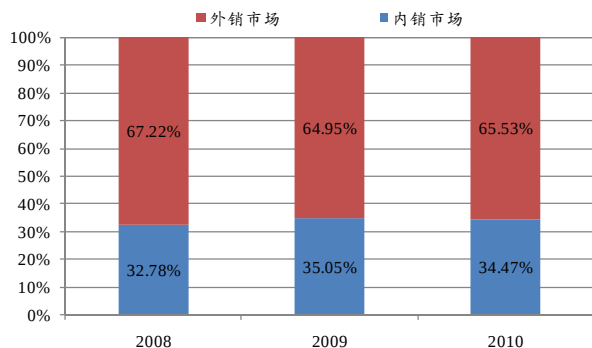
来源：齐鲁证券研究所

图表 8：公司近三年净利润增长情况


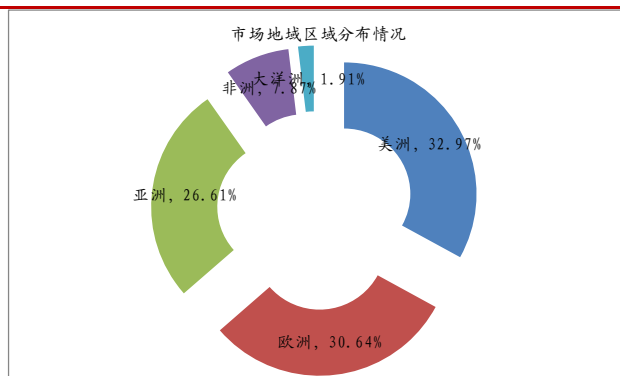
来源：齐鲁证券研究所

公司产品 65% 实现外销，产品遍及亚欧非以及美洲等地

- 公司产品以外销为主，2008-2010 年外销收入分别占主营业务收入的 67.22%、64.95%、65.53%；随着公司海外市场的不断开拓，未来还是市场占比有望达到 70%；
- 从公司 2010 年销售区域来看，公司海外市场遍及大洋洲、美洲、亚洲、欧洲以及非洲等地，目前公司在美洲、欧洲以及亚洲的销售占比分别达到 32.97%、30.64%和 26.61%，我们认为未来公司销售重点依然会集中于这些区域，特别是医疗器械消费大国美国市场，想象空间极大；

图表 9：公司外销产品占收入比重超过 65%


来源：齐鲁证券研究所

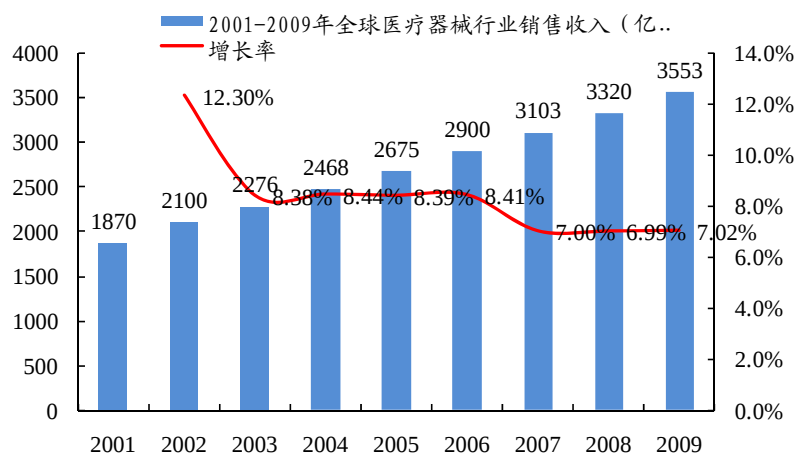
图表 10：公司外销遍布欧、美、亚、非等地


来源：齐鲁证券研究所

立足高端，公司所处医疗器械行业市场容量保持 20% 以上增长

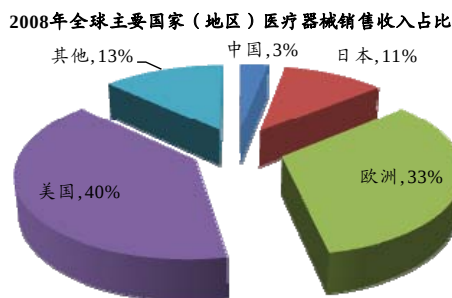
全球医疗器械产业增速在 7% 左右，美国、欧盟、日本依然是主导

- 据欧盟医疗器械委员会的统计数字，全球医疗器械市场销售总额已从 2001 年的 1,870 亿美元迅速上升至 2009 年的 3,553 亿美元，年复合增速达 8.35%，全球医疗器械市场需求增长率超过同期 GDP 增幅；

图表 11: 2001-2009 年全球医疗器械行业销售收入增长情况


来源: 齐鲁证券研究所

- 全球医疗器械市场中, 美国、欧盟、日本占据绝对领先优势, 美国医疗器械行业整体销售收入占全球 40%;
- 全球医疗器械行业集中度较高, 目前排名前 25 位的医疗器械公司的销售额合计占全球医疗器械总销售额的 60%;
- 随着核心技术难关的逐步突破, 加上人力成本等相对优势, 使得亚洲地区日渐晋升为全球最具发展潜力的市场。以中国、印度为代表的亚洲新兴国家医疗器械行业表现突出, 年复合增速甚至超过 20%, 显著高于发达国家的增长水平;

图表 12: 2008 年全球主要国家 (地区) 医疗器械销售收入占比


来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 全球医疗器械产业区域分布格局

国家/地区性质	国家及地区
世界医疗器械主要生产国	美国、德国、荷兰、日本、中国
世界医疗器械主要消费国	美国、中国、日本、英国、加拿大
世界医疗器械主要出口国	美国、中国、德国、日本、荷兰

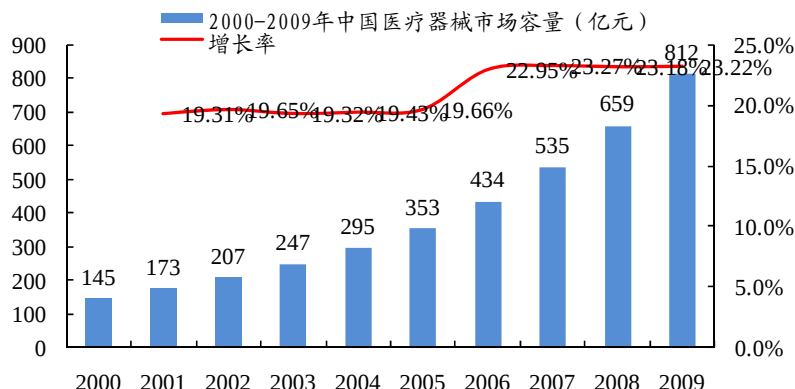
来源: 齐鲁证券研究所

中国逐渐成为全球医疗器械制造中心, 市场容量增速超过 20%

- 在经济全球化的大背景下, 企业加强国际协作, 立足全球配置资源的需求日益迫切。当前医疗器械产业链分工越来越细, 专业化程度的高低是一个企业核心竞争力的重要因素。中国有着丰富的资源、低廉的人力成本和巨大的市场潜力, 正成为“世界的制造工厂”;
- 全球多家医疗器械产业巨头在华设立子公司或将生产制造甚至研发部门迁至中国。在同国际企业竞争的过程中, 我国优质的医疗器械企业快速成长, 逐渐具备参与国际竞争的综合实力和技术水平;
- 改革开放以来, 中国医疗器械产业高速发展。2000 年至 2009 年, 中国

医疗器械产业整体规模增长 460%，年复合增长率为 21.06%，工业增加值在全国 GDP 中所占比重稳步上升；

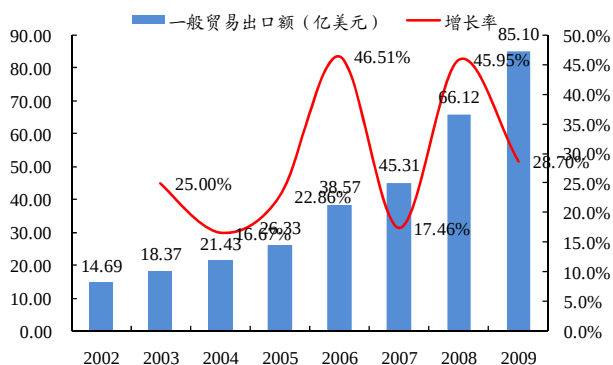
图表 14：2000-2009 年中国医疗器械市场容量情况



来源：齐鲁证券研究所

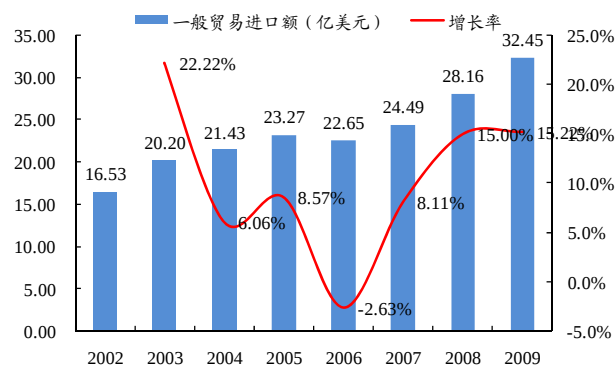
- **同时我们看到，我国医疗器械缺口依然较大：**虽然我国医疗器械产业整体发展较快，但仍无法充分满足国内市场需求，且较世界医疗工业强国仍存在差距。目前，我国整个医疗卫生服务开支占总的 GDP 比重为 4.7% 左右，而发达国家一般在 10% 左右，其中美国达到 16%；我国医疗器械与药品的消费比例仅为 1:10，而发达国家该比例已经达到 1:1，我们认为我国医疗器械产业还存在较大缺口，市场发展空间广阔，目前还处在产品替代和低端产品消费的初级阶段；
- **我们预计未来医疗器械出口有望保持 30% 以上增长：**近年来，我国医疗器械设备研发、生产水平快速提高，快速缩小与国际企业的技术差距；常规医疗器械设备已基本实现自主生产，高端医疗电子设备拥有自主知识产权的产品逐步替代国外产品，并批量出口海外，改变了过去医疗器械产业国际贸易逆差的局面。2002 年至 2009 年，我国医疗器械出口快速增长，年复合增长率为 30.63%；我们预计未来出口将依然处于高速增长态势；

图表 15：2002-2009 年中国医疗器械出口情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 16：2002-2009 年中国医疗器械进口情况



来源：齐鲁证券研究所

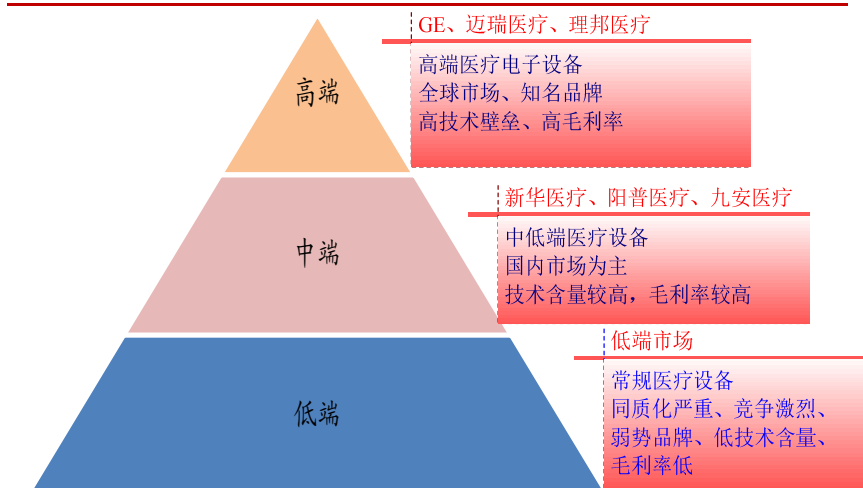
中国医疗器械行业两极分化趋势明显，公司处于高端市场，壁垒更高

- **我国大部分医疗器械企业技术含量低，行业集中度低：**截至 2009 年底，我国医疗器械生产企业超过 1 万家，其中 90% 是年收入不足 1,000 万元

且以生产技术含量较低产品为主的企业，该类企业所涉领域准入门槛较低，行业集中度低，竞争较激烈；

- **公司产品技术含量较高，所属行业集中度相对较高：**目前我国收入规模过亿的医疗器械企业仅几十家，该类企业主要生产监护设备、超声诊断设备、心电生理设备、X射线断层扫描设备、CT等拥有自主品牌的高技术含量产品，国家对该领域实行严格的审核准入制度，行业集中度较高；

图表 17：医疗器械行业竞争格局



来源：齐鲁证券研究所

成长将沿袭迈瑞步伐，产品叠加及外销市场是业绩增长驱动力

核心产品集中在产科、心电、监护、超声影像四大领域，国内已形成龙头地位

- 公司系国内领先的专业医疗电子设备供应商，于1996年、1998年、2001年、2003年、2005年分别进行经颅多普勒4、产科监护、多参数监护、B超5、心电生理产品的开发、生产。公司通过自主研发，基于技术的可移植性，不断扩展涉及业内产品相关领域，在所涉及领域基本具备了较为全面的产品系列，产品具备良好的市场声誉；
- 公司核心产品集中在产科、心电、监护、超声影像四大领域；公司产科系列产品位居国内市场份额第一，占比21.89%；心电系列产品国内品牌市场份额第一、出口市场份额第一；监护类产品出口市场份额第三。产品批量进入摩洛哥皇家医院、香港玛丽医院、瑞典马尔默大学附属医院等全球顶级医疗机构；
- 公司产科、监护、心电、超声影像设备均为常规、普及型的医疗电子设备，随着公司销售渠道的不断完善、海外市场的进一步拓展，近三年公司四大系列产品销售收入均呈稳步上升趋势。由于监护系列产品销售收入的快速上升，公司销售收入的结构有所变化；
- 公司通过在现有4条产品线内，不断开发新的相关或配套产品、丰富产品种类、拓展收入来源、持续提升整体盈利能力；

图表 18：公司未来产品发展方向

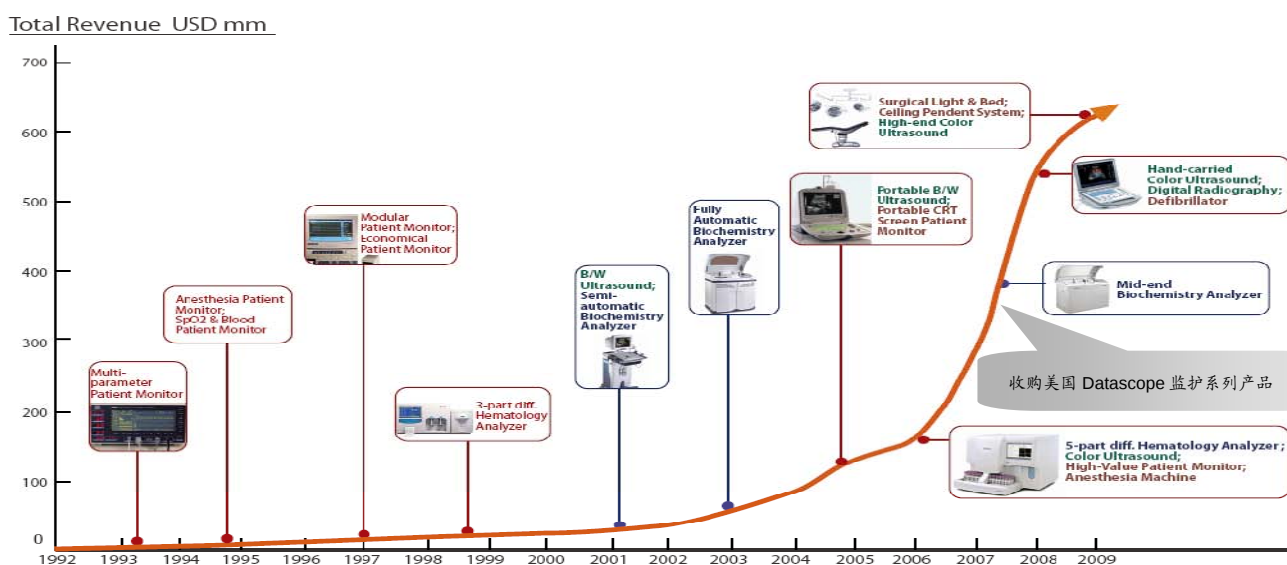
产科系列	心电系列	监护系列	超声影像系列
妇幼保解决方案 无线胎心探头 妇产科信息管理系统 阴道镜 宫腔镜 LEEP刀 红外乳腺仪 婴儿培育箱 -----	专业电生理诊断设备方案 动态心电图记录仪 (Holter) 心电网络 脑电图 肌电图/诱发电位仪 -----	急救解决方案 POCT 多功能呼吸机 除颤仪 输液泵 注射泵 吸引器 麻醉机 -----	专业超声影像诊疗设备 彩超 3D超声 4D超声 -----

来源：齐鲁证券研究所

成长有望沿袭迈瑞医疗，新产品与外销市场推动业绩高增长

- 迈瑞 1991 年成立，致力于临床医疗设备的研发和制造，产品涵盖生命信息与支持、临床检验及试剂、数字超声、放射影像四大领域，目前，迈瑞公司在全球范围内的销售已扩展至 190 多个国家和地区；
- 迈瑞是中国医疗监护仪市场中唯一能与外资品牌竞争的企业，2006 年 9 月迈瑞公司作为中国首家医疗设备企业在美国纽交所成功上市；2008 年公司 2.02 亿美元收购美国 Datascope 监护业务后成为全球生命信息监护领域的第三大品牌，2009 年，迈瑞在中国医疗护理仪市场占据 49% 的市场份额；
- 从公司发展历程来看，公司基本每年都会有新产品推出，通过不断创新，公司保证了业绩的可持续增长，公司 2004-2008 年营业收入增速均保持在 40% 以上增长，2009 年由于 2008 年收购 Datascope 导致增速有所放缓；我们认为作为电子医疗器械，新产品的推出是保证其市场竞争力的主要手段；

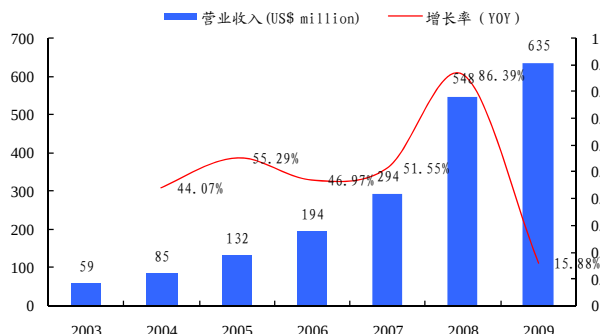
图表 19：迈瑞的高速成长的利于新产品的不断推出



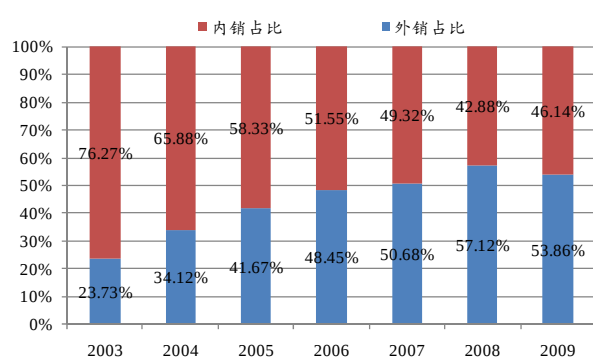
来源：齐鲁证券研究所

- 从销售市场来看，迈瑞目前海外市场占比达到 53.86%，历年数据来看公

司海外市场占比从 2003 年的 23.7% 增长到了 2009 年的 53.86%，公司全球化经营理念取得了巨大成功，我们认为理邦完全可以复制迈瑞的成功模式，作为两个业内的领导者，对研发的持续投入为其争取国际市场份额提供了保障；

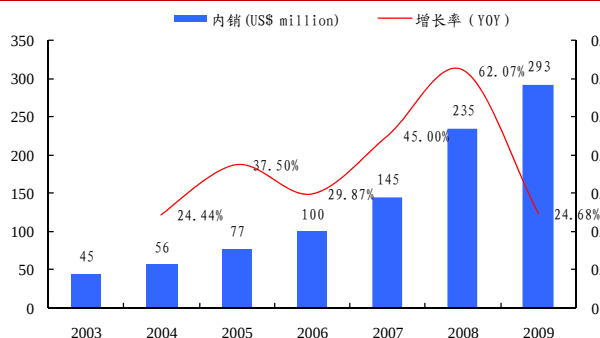
图表 20：迈瑞历年营业收入及增长情况


来源：齐鲁证券研究所

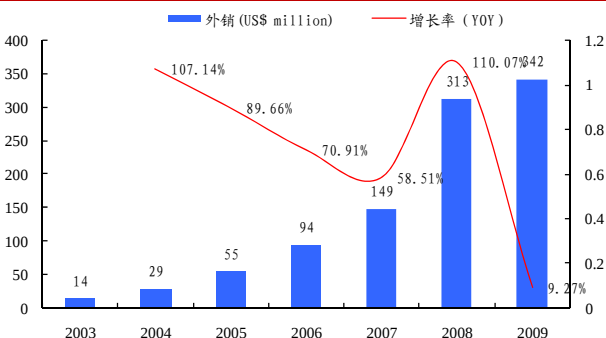
图表 21：迈瑞内外销占销售收入情况


来源：齐鲁证券研究所

- 我们对比了迈瑞近些年来内外销售情况，由于内销起步比较早，内销金额相对基数要高一些，但是从近些年增速来看，外销在 2009 年之前远高于内销的收入增速，2009 年由于收购导致了增速下滑，但整体来看外销逐渐成为迈瑞营业收入的主要增长动力，我们认为随着国内公司对国外市场的熟悉和理解，产品在国外市场的号召力将越来越强，市场机遇也越来越大；

图表 22：迈瑞内销收入及增长率


来源：齐鲁证券研究所

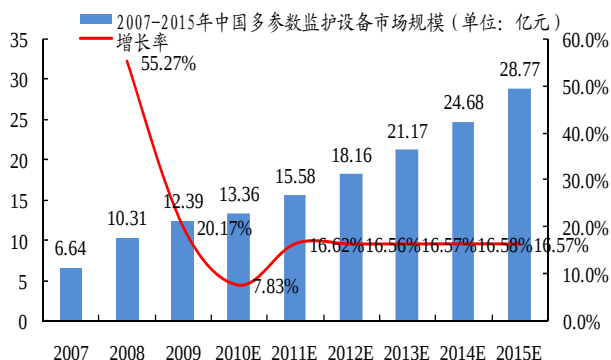
图表 23：迈瑞外销收入及增长率


来源：齐鲁证券研究所

2011 年 M50 和 M80 全年销售有望助推监护仪快速增长

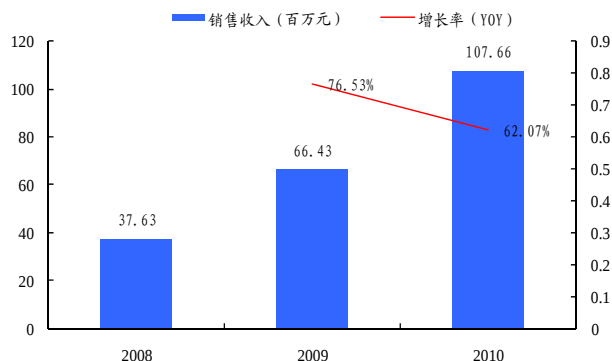
- 从行业来看，2009 年我国多参数监护仪市场规模达到 12.39 亿元，随着我国人民消费水平和对医疗质量的不断提高，到 2015 年，预计市场规模将达到 28.77 亿元，复合增长率将保持在 16% 以上；
- 从公司该系列产品来看，公司多参数监护设备近三年销售额快速增长，2008 年和 2009 年销售增长率高达 62.07% 和 76.54%，高于同期国内外多参数监护市场增长速度；

图表 24: 我国多参数监护仪市场规模增速达到 16%



来源: 齐鲁证券研究所

图表 25: 公司近三年监护仪增速超过 60%



来源: 齐鲁证券研究所

- 我们预计公司原有产品受益于市场容量的不断扩大, 整体增速依旧可以保持 30% 以上的增速, 其增长动力主要来源于目前医改带动的医疗市场不断扩容以及第三终端需求的扩大;
- 公司 2011 年有三款新品上市, 其中 M50 和 M80 于 2010 年上市, 2011 年开始全年销售, 是公司目前主推产品, 我们预计今年有望贡献 5000 万收入, 在叠加效应下我们预计公司 2011-13 年多参数监护系列产品增速保持在 50-60%;

图表 26: 公司 2010 年有三款新品上市, 2011 年开始全年销售



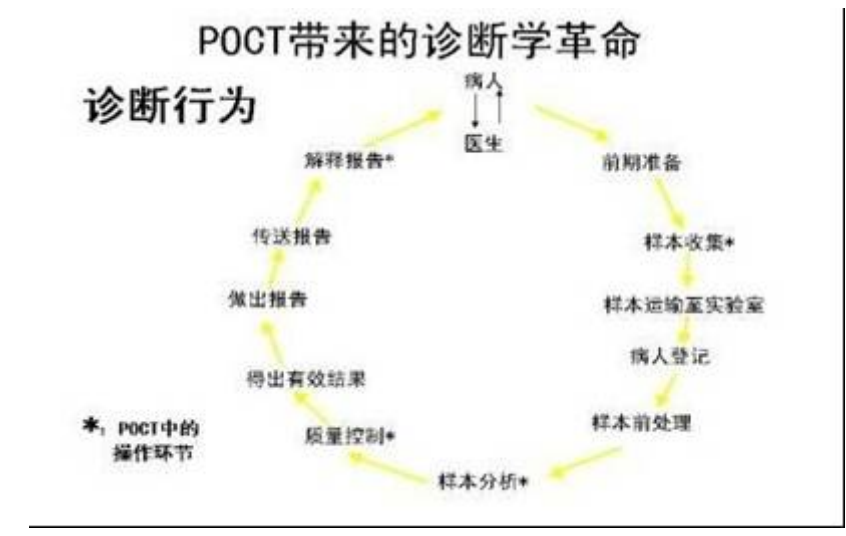
来源: 齐鲁证券研究所

2012 年有望推出 POCT 项目, 2013 年实现全年销售, 预计贡献收入 0.5-1 亿元

- POCT 目前尚无确切的中文解释, 国外对 POCT 的定义有“在患者医疗现场进行的检验”等, 它能在床边、护理部或任何其他在主实验室之外的地方进行, 如 nearpatienttesting (患者身边检验)、ancillarytesting (辅助性测试)、bedsidetesting (床边测试)、decentralizedtesting (分散检验) 等, 总之, 如果测试不在主实验室做, 并且它是一个移动的系统, 就可以称为 POCT。因为其具有体积小、携带方便、容易使用和结果快速等优点在临床应用中得到了较大的发展, 已经成为检验医学发展很快的新热点;
- POCT 作为检验医学中具有革命性飞速发展的领域, 其前景越来越受到关注

和重视。其主要测试项目包括血气分析、化学分析、凝固分析、电解质分析、血液学分析以及尿分析等，产品用途非常广阔；

图表 27: POCT 或将引领医学革命



来源：齐鲁证券研究所

- POCT 的发展趋势比人们预计的还要快，世界每年最大检验仪器 Medica 展会，1997 年只有零星的 POCT 展台，而 2006 年 1/3 以上的展台均为 POCT 仪器和试剂。2004 年欧洲 POCT 产品的销售额统计为 1.22 亿欧元，到 2007 年将上升为 24.85 亿欧元，目前美国市场销售也超过了 10 亿美元；
- 而从国内来看，虽然国内 POCT 也呈现出快速增长势头，但是国内企业在这块业务仍然处于空白状况；
- 我们认为公司 2012 年可能会率先代理国外 POCT 类产品进行销售，在自主研发产品上市之前进行销售渠道的拓展，这样可以为 2013 年自主研发的 POCT 类产品打下一定销售网络和市场经验，减少市场风险；
- 根据规划公司自主研发 POCT 项目已于 2010 年启动，计划在 2012 年中期推出第一款产品；目前该产品主要来自普林斯顿大学林朝博士负责，我们预计如果项目进展顺利预计可以在 2013 年实现全年销售，全年乐观估计销售将达到 1 亿元；

2012 年初有望推出彩超项目，预计贡献收入 0.5--1 亿元

- 上世纪 90 年代初至今，我国计生系统每年的 B 超装机量至少为 6000 台。经过两三次的更新换代，目前累计总装机量已超过 10 万台，其中绝大部分为黑白便携式 B 超；
- “三大工程”将组推彩超市场：近年来，随着计划生育技术服务向生殖健康、优生优育领域拓展，中高档超声仪器和专业化超声仪器的市场需求越来越大。彩色超声在外周血管疾病、胎儿出生缺陷等的诊断和检查中起着重要作用，因此使用性更强；
- 以中高档超声仪为主的新一轮设备更新换代将迅速启动。据不完全统计，目前沿海等经济发达省份不少计生服务机构为拓展技术服务领域，纷纷购置了彩超仪、三维超声仪等；预计到 2012 年之前，全球彩超市场规模将达到 44.66 亿美元规模
- 据调查，基层技术服务机构对价格在 30 万~40 万元的彩超需求量较大。

按保守计算，全国 2760 个县站每站配置一台，以最低价格 30 万元计，市场容量超过 8 亿元人民币；

图表 28：目前市场使用较的的彩超产品外观图



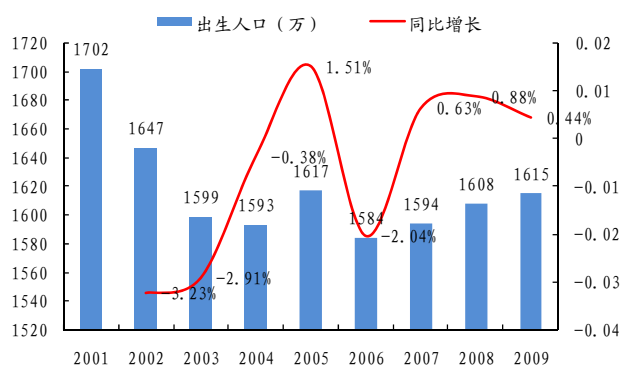
来源：网络资料，齐鲁证券研究所

- 从毛利率看，彩超属于多应用领域，系列化产品，其销售价格和毛利率将远高于黑白系列产品；
- 公司目前的彩超属于二次开发成果，因此技术相对原有产品较为先进，已经自主掌握了其中的关键技术，该项目已于 2010 年启动，预计 2012 年初有望上市销售，我们预计当年可贡献收入约 0.5-1 亿元；

产科监护和心电图机业务保持稳定增长，动力主要来自海外市场扩张

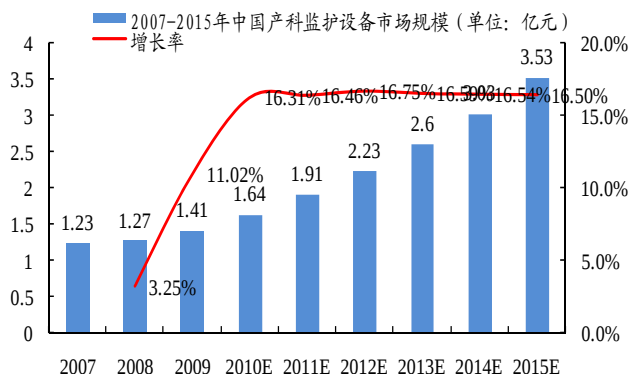
- 从行业来看，根据 GlobalMarketsDirect 的数据显示，2009 年全球临床监护类设备市场规模为 48.10 亿美元；
- 从销售对象来看，中国目前正处于**第四波婴儿潮**：根据国家统计局发布的近几年的《国民经济和社会发展统计公报》的数据表明 2001 年我国出生人口 1702 万人，2006 年出生人口 1584 万人，2007 年开始步入正增长，到 2009 年出生人口达到 1615 万人；这一波婴儿潮带动国内消费进入加速期；

图表 29：我国历年出生人口数目（万人）



来源：齐鲁证券研究所

图表 30：2007-15 年中国产科监护设备市场规模

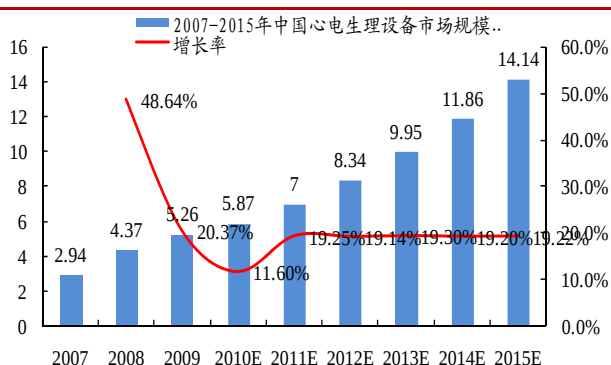


来源：齐鲁证券研究所

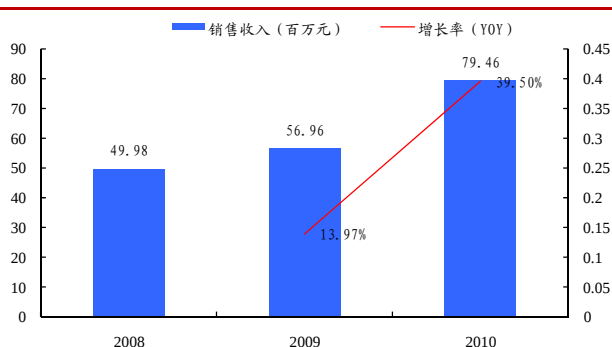
- 2009 年公司产科监护仪设备市场份额位居全国第一名。在产科领域，公

司技术处于国际先进水平，产品成功销往全球顶级医疗机构，国内市场竞争对手与公司差距较大。公司未来将持续扩大自己的品牌和技术优势，不断丰富产品，进一步扩大国内外市场份额。**我们预计未来三年增速以稳定增长为主，预计增速在 10-15% 之间；**

- 在心电图机行业，根据 Global Information, Inc. 的统计数据，2009 年全球心电生理类产品的市场规模为 26 亿美元，2005 年至 2009 年的复合增长率为 9.94%。
- 我国心电图机生产能力与国际企业差距明显，专业的心电图机生产企业不超过 30 家。国内 90% 的心电图机市场份额被国外品牌占据，国产心电图机仅占市场份额的 10%；
- 公司目前心电图机增长稳定，我们预计未来三年增速预计在 30-40% 之间，增长动力主要来源于市场份额的争夺和海外市场的扩张；

图表 31：2007-15 年中国心电生理设备市场规模


来源：齐鲁证券研究所

图表 32：公司近三年心电图机销售及增长情况


来源：齐鲁证券研究所

上市募集资金将有效增强公司研发实力和市场开拓能力

- 公司上市后共募集资金净额为 8.84 亿元，其中规划用于研发中心、生产平台、营销网络扩建和信息化平台建设为 4.24 亿元，剩余超募资金为 4.6 亿元；
- 我们认为未来超募资金将主要用于市场渠道开发以及新产品的开发，同时作为研发型企业，未来适度的收购也不仅将有助于增加竞争力，消除竞争对手，同时还能在一定程度上增加产品厚度，丰富产品序列；
- 从公司募投项目来看：公司研发中心扩建项目中研发经费投入 10,804.15 万元，主要用于 4 条产品线新产品和新产品线的研发，包括研发过程中的研发物料费、测试验证费、合作开发费、知识产权费、产品注册认证费、预备费用、其它费用等。由于该项目建设期为三年，年均研发经费投入为 3,601.38 万元；

图表 33：公司本次主要募投项目

项目名称	总投资（万元）
1、研发中心扩建项目	20,127.00
2、生产平台扩建项目	4,669.75
3、营销网络扩建及品牌运营建设项目	12,603.16
4、信息化平台建设项目	5,011.44
5、其他与主营业务相关的营运资金项目	【】

来源：齐鲁证券研究所

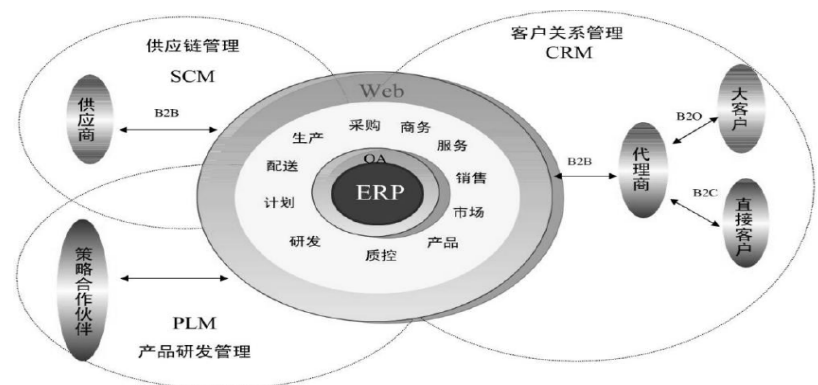
- 公司目前募投项目进展顺利，根据规划公司募集资金投资项目的产品基本为现有产品线的新产品研发和产能扩张，其中产能扩张建设期为 18 个月，于第三年达产。项目建设包括场地的装修与规划，多条生产线的同时设计、安装，仪器设备的购买、调试，人员的招聘、培训等；我们预计募投项目完成后将对公司业绩构成积极影响；

图表 34：公司生产平台建设规划

产品类型		产能（单位：台）			新增生产线数量
		第一年	第二年	第三年	
产 科	胎儿/母亲监护仪等	12,000	21,600	38,880	1
	胎心多普勒	60,000	108,000	194,400	2
监 护	多参数监护仪等	22,500	40,500	72,900	2
	血氧饱和度监测仪	13,920	20,184	29,267	2
	心电	37,500	67,500	121,500	2
	超声影像	12,000	21,600	38,880	2

来源：齐鲁证券研究所

- 另外公司募集资金也将投向信息化平台和资源管理系统建设，实现企业内部的资源最优化配置和对公司内部、外部信息进行良好的管理，提高公司的整体运作效率。我们认为随着公司规模的不扩大，实施信息化平台建设项目将有效提升公司的整体资源使用效率和决策可靠性；

图表 35：公司信息化建设平台


来源：齐鲁证券研究所

- 公司目前又在坪山新区申请了近 4000m² 的工业土地，作为未来研发和生产用地的一部分，目前这块是不算在募投项目之中的，预计未来将作为

研发和制造基地，2-2.5 年后可以投入使用，目前该用地尚还处于设计阶段，今年年底有望动工；

盈利预测、估值与投资建议

假设前提与盈利预测

- 我们对公司的盈利建立在以下几个重要假设之上：
 - 公司产品价格未来肯定会小幅下滑，但由于随着规模不断扩大公司成本将会有所下降，整体毛利率维持稳定；
 - 产品销售增速见销售收入预测表；
 - 公司新产品能够及时推出上市；
 - 盈利预测不包括可能未来发生的并购带来的业绩增长；
 - 公司期间费用率和税率假设如下表：

图表 36：公司期间费用率和所得税预测表

项目（百万 元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业费用	33.04	43.69	61.01	87.72	134.52	198.21
%销售收入	18.79%	19.08%	19.03%	19.05%	19.04%	19.04%
管理费用	-34.34	43.87	60.44	87.29	133.66	197.04
%销售收入	-19.52%	-19.16%	-18.85%	-18.96%	-18.92%	-18.93%
财务费用	1.65	-0.19	0.63	-6.12	-20.06	-22.65
%销售收入	1.80%	-0.02%	0.51%	-1.66%	-5.21%	-4.01%
所得税	3.65	5.54	8.44	12.05	19.27	27.21
所得税率	11.39%	10.77%	11.45%	11.23%	11.30%	11.28%

来源：齐鲁证券研究所

- 我们预测公司 2011-13 年的营业收入分别为 4.61 亿元、7.06 亿元和 10.40 亿元，同比分别增长 43.63%、53.40%和 47.33%；归属母公司净利润分别为 0.96 亿元、1.52 亿元和 2.16 亿元，同比分别增长 45.54%、58.60%和 41.60%，对于 EPS 分别为 0.96 元、1.53 元和 2.16 元；

绝对估值法：41.59 元/股

- 我们采用三阶段 DCF 估值法，其核心假设包括：
 - 公司 2011-2013 年为显性预测期，收入增长率分别为 45.54%、58.60%和 41.60%；2013-2019 为半显性增长期，收入增速从 30%逐步下降到 10%左右，2020 年以后永续增长为 2%，核心假设见下表；

图表 37：绝对估值的假设条件

永续增长率	2.00%	所得税率	15.00%
无风险利率	2.50%	风险溢价	10.00%
行业平均 Beta	0.9	股权比重	100.00%
Kd	5.10%	债务比重	0.00%
Ke	11.50%	WACC	11.50%

来源：齐鲁证券研究所

- 根据 DCF 模型，公司估值为 41.59 元，对应 2011-2013 年 EPS 的市盈率分别为 43.32 倍、27.18 和 19.25 倍；

PE 估值法

- 我们选取目前上市的医疗器械作为可比公司，计算出 2012-13 年平均 PE 分别为 $25.80 \times PE$ 、和 $18.74 \times PE$ ，对应公司 2011-12 年 EPS 我们认为公司在二级市场的合理估值应该为 39.47 元-40.48 元。

图表 38：可比公司估值

证券代码	公司名称	最新收盘价(元)	EPS				PE			
			2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
300030.SZ	阳普医疗	12.28	0.19	0.30	0.41	0.56	65.25	40.38	29.68	21.88
002223.SZ	鱼跃医疗	24.28	0.41	0.61	0.87	1.21	59.05	40.00	27.95	19.99
002432.SZ	九安医疗	11.15	0.14	0.29	0.41	0.44	79.64	38.78	27.00	25.45
600587.SH	新华医疗	33.09	0.45	0.73	1.04	1.47	72.92	45.05	31.72	22.57
002551.SZ	尚荣医疗	43.59	0.71	1.25	2.12	5.09	61.51	34.96	20.58	8.56
300003.SZ	乐普医疗	20.17	0.51	0.70	0.95	1.27	39.88	28.97	21.27	15.89
300171.SZ	东富龙	39.26	0.88	1.32	1.76	2.33	44.69	29.80	22.36	16.84
	均 值						60.42	36.85	25.80	18.74

来源：齐鲁证券研究所

投资建议：合理价值为 39.47—41.59 元

- 根据绝对估值和相对估值法，我们认为公司合理的估值区间为 39.49—41.59 元，对应于 2011 年 PE 分别为 43.32 倍和 41.11 倍，2012 年 PE 分别为 25.80 倍和 27.18 倍，2013 年分别为 18.27 倍和 19.25 倍，同时我们认为目前整个医药板块估值处于低谷，未来随着整个板块估值修复未来还存在一定的溢价空间，而上市期间迈瑞专利诉讼事件我们认为只是一种市场竞争手段，并不会对公司业绩构成实质性影响，因此股价压制因素有望短期内解除，综合考虑我们首次给予“买入”的投资评级。

风险提示

- 公司新产品不能及时推向市场的风险；公司所在行业客户需求变化迅速，如果研发导向错误将导致产品在市场上毫无竞争优势可言，虽然公司目

前研发周期平均为 12 个月，但随着市场的快速变化，存在新产品不能按时推出的风险；

- 国外经济衰退的风险，由于公司未来海外业务占比不断扩大，如果发生全球性金融危机公司海外业务肯定会受到一定程度影响；
- 汇率风险：公司产品以外销为主，如果人民币进一步升值将对公司经营产生一定的不利影像；

图表 39：公司销售收入盈利预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
多参数监护仪						
销售收入	37.63	66.43	107.66	182.41	300.61	461.34
增长率 (YOY)	—	76.53%	62.07%	69.43%	64.80%	53.47%
毛利率	45.28%	51.43%	52.89%	54.19%	55.41%	56.51%
销售成本	20.59	32.27	50.72	83.57	134.03	200.66
增长率 (YOY)	—	56.69%	57.19%	64.77%	60.38%	49.71%
毛利	17.04	34.16	56.94	98.84	166.58	260.69
增长率 (YOY)	—	100.51%	66.67%	73.58%	68.54%	56.49%
占总销售额比重	21.62%	29.27%	33.88%	39.61%	42.55%	44.33%
占主营业务利润比重	17.97%	26.22%	30.31%	36.57%	40.32%	42.81%
心电图机						
销售收入	49.98	56.96	79.46	113.27	163.73	235.37
增长率 (YOY)	—	13.97%	39.50%	42.56%	44.54%	43.76%
毛利率	51.55%	52.90%	60.34%	60.11%	59.89%	59.69%
销售成本	24.22	26.83	31.51	45.18	65.66	94.89
增长率 (YOY)	—	10.79%	17.47%	43.37%	45.33%	44.51%
毛利	25.76	30.13	47.95	68.09	98.06	140.49
增长率 (YOY)	—	16.95%	59.12%	42.02%	44.02%	43.26%
占总销售额比重	28.72%	25.10%	25.01%	24.60%	23.18%	22.62%
占主营业务利润比重	27.17%	23.13%	25.52%	25.19%	23.74%	23.07%
产科监护系统						
销售收入	61.68	69.06	78.29	88.24	98.93	109.18
增长率 (YOY)	—	11.96%	13.37%	12.71%	12.11%	10.36%
毛利率	62.92%	66.49%	66.24%	65.52%	64.87%	64.26%
销售成本	22.87	23.14	26.43	30.42	34.76	39.02
增长率 (YOY)	—	1.19%	14.21%	15.10%	14.25%	12.26%
毛利	38.81	45.92	51.86	57.82	64.17	70.16
增长率 (YOY)	—	18.32%	12.94%	11.49%	10.99%	9.34%
占总销售额比重	35.44%	30.43%	24.64%	19.16%	14.00%	10.49%
占主营业务利润比重	40.93%	35.25%	27.60%	21.39%	15.53%	11.52%
B超整机						
销售收入	20.89	26.61	39.34	57.05	113.86	193.87
增长率 (YOY)	—	27.38%	47.84%	45.01%	99.59%	70.27%
毛利率	51.01%	57.01%	56.98%	56.93%	56.88%	56.84%
销售成本	10.23	11.44	16.92	24.57	49.09	83.68
增长率 (YOY)	—	11.78%	47.94%	45.17%	99.81%	70.46%
毛利	10.66	15.17	22.42	32.48	64.77	110.18
增长率 (YOY)	—	42.36%	47.76%	44.88%	99.42%	70.13%
占总销售额比重	12.00%	11.73%	12.38%	12.39%	16.12%	18.63%
占主营业务利润比重	11.24%	11.64%	11.93%	12.02%	15.68%	18.09%
零配件销售						
销售收入	3.87	7.88	13.02	19.53	29.30	41.01
增长率 (YOY)	—	103.62%	65.23%	50.00%	50.00%	40.00%
毛利率	65.68%	62.08%	66.85%	66.85%	66.85%	66.85%
销售成本	1.33	2.99	4.32	6.47	9.71	13.60
增长率 (YOY)	—	124.98%	44.44%	50.00%	50.00%	40.00%
毛利	2.54	4.89	8.70	13.06	19.58	27.42
增长率 (YOY)	—	92.46%	77.92%	50.00%	50.00%	40.00%
占总销售额比重	2.22%	3.47%	4.10%	4.24%	4.15%	3.94%
占主营业务利润比重	2.68%	3.76%	4.63%	4.83%	4.74%	4.50%
销售收入小计	174.05	226.94	317.77	460.49	706.42	1040.78
销售成本小计	79.24	96.66	129.90	190.22	293.25	431.84
毛利	94.81	130.28	187.87	270.28	413.16	608.93
平均毛利率	54.47%	57.41%	59.12%	58.69%	58.49%	58.51%

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-06-02	买入	32.60	39.47 ~ 41.59
2	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**
3	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

(

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	176	229	321	460	706	1,041	货币资金	94	135	183	1,178	1,314	1,508
增长率	—	30.2%	40.1%	43.6%	53.4%	47.3%	应收账款	10	14	16	23	34	50
营业成本	-79	-97	-130	-190	-293	-432	存货	14	32	40	50	78	114
% 销售收入	45.2%	42.4%	40.7%	41.3%	41.5%	41.5%	其他流动资产	2	6	7	10	15	22
毛利	96	132	190	270	413	609	流动资产	121	187	245	1,261	1,440	1,695
% 销售收入	54.8%	57.6%	59.3%	58.7%	58.5%	58.5%	% 总资产	90.5%	93.6%	92.1%	98.4%	98.7%	99.0%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-2	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	固定资产	12	12	15	13	10	6
营业费用	-33	-44	-61	-88	-135	-198	% 总资产	9.1%	6.2%	5.8%	1.0%	0.7%	0.4%
% 销售收入	18.8%	19.1%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	无形资产	0	0	5	6	8	10
管理费用	-34	-44	-60	-87	-134	-197	非流动资产	13	13	21	20	19	17
% 销售收入	19.5%	19.2%	18.9%	19.0%	18.9%	18.9%	% 总资产	9.5%	6.4%	7.9%	1.6%	1.3%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	29	44	68	95	144	212	资产总计	134	199	266	1,281	1,459	1,711
% 销售收入	16.5%	19.3%	21.3%	20.5%	20.4%	20.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-2	0	-1	6	20	22	应付款项	11	29	32	43	67	98
% 销售收入	0.9%	-0.1%	0.2%	-1.3%	-2.8%	-2.1%	其他流动负债	3	16	5	9	13	20
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0	流动负债	14	45	37	53	80	119
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	2	12	12	12	12
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	14	47	48	64	92	130
营业利润	27	45	67	101	164	234	普通股股东权益	119	152	215	1,215	1,367	1,583
营业利润率	15.2%	19.5%	21.0%	21.9%	23.2%	22.5%	少数股东权益	0	0	2	2	0	2
营业外收支	5	7	6	7	7	7	负债股东权益合计	134	199	266	1,281	1,459	1,711
税前利润	32	51	74	107	170	241	比率分析						
利润率	18.2%	22.5%	23.0%	23.3%	24.1%	23.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-4	-6	-8	-12	-19	-27	每股指标						
所得税率	11.4%	10.8%	11.5%	11.2%	11.3%	11.3%	每股收益 (元)	0.561	0.862	0.880	0.961	1.524	2.158
净利润	28	46	65	95	151	214	每股净资产 (元)	2.356	2.858	2.867	12.148	13.672	15.830
少数股东损益	0	0	-1	-1	-1	-2	每股经营现金净流 (元)	0.689	0.899	0.873	0.900	1.347	1.938
归属于母公司的净利润	28	46	66	96	152	216	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利润率	16.1%	20.1%	20.6%	20.9%	21.6%	20.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	23.81%	30.16%	30.71%	7.91%	11.15%	13.63%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	21.24%	23.03%	24.82%	7.50%	10.44%	12.61%
净利润	28	46	65	95	151	214	投入资本收益率	101.93%	223.28%	174.62%	220.29%	237.88%	259.25%
少数股东损益	0	0	0	-1	-1	-2	增长率						
非现金支出	3	3	6	6	7	8	营业总收入增长率	—	30.18%	40.05%	43.63%	53.40%	47.33%
非经营收益	2	0	0	-7	-7	-7	EBIT增长率	—	52.82%	54.32%	38.68%	52.08%	47.41%
营运资金变动	1	-1	-5	-5	-17	-21	净利润增长率	—	61.65%	43.81%	45.54%	58.60%	41.60%
经营活动现金净流	35	48	66	89	133	192	总资产增长率	—	49.13%	33.39%	381.59%	13.95%	17.28%
资本开支	5	5	7	-2	-1	-1	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	5.4	9.1	9.7	9.5	9.6	9.5
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	32.6	86.0	99.8	95.2	96.8	96.2
投资活动现金净流	-5	-5	-7	2	1	1	应付账款周转天数	14.2	49.4	60.5	56.8	58.1	57.7
股权募资	41	7	0	904	0	0	固定资产周转天数	12.6	19.5	15.8	11.3	6.0	2.9
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-8	-10	-10	0	0	0	净负债/股东权益	-78.91%	-88.39%	-84.01%	-96.85%	-96.06%	-95.40%
筹资活动现金净流	33	-3	-10	904	0	0	EBIT利息保障倍数	17.6	-230.8	107.5	-15.5	-7.3	-9.5
现金净流量	62	40	48	995	134	193	资产负债率	10.78%	23.66%	18.22%	5.01%	6.30%	7.61%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“公司”）的客户使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，公司及其公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。公司及其公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308