

植入医疗器械领域开拓者

事件:

冠昊生物首次发行 1530 万股。

研究结论

● 合理股价区间为 22.20-25.90 元

根据我们的盈利预测, 公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.74 元、1.03 元、1.35 元, 以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计, 对应合理股价区间为 22.20-25.90 元。

● 公司实际控制人为朱卫平先生和徐国风先生

公司控股股东、实际控制人为自然人朱卫平先生和徐国风先生, 其分别持有公司控股股东广州知光 60%和 40%的股份, 共占公司总股本的 51.37%。发行后, 二者的持股比例将下降为 38.50%, 实际控制地位不变。

● 公司致力于再生型医用植入器械产品

公司是一家专业从事再生医学材料及再生型医用植入器械研发、生产及销售的高科技企业。多年以来, 公司在自主创新的再生医学材料平台上, 始终致力于开发可替代、可修复人类组织与器官的再生型医用植入器械产品。

● 植入医疗器械市场空间广阔

国内生物植入医疗器械, 在 2004 年开始逐步兴起后, 才开始逐步被业界所重视, 到 2008 年中国生物植入医疗器械行业仍处于高速成长阶段, 预计到 2011 或 2012 年生物植入医疗器械增速可能减慢, 但产品仍将处于成长期。

● 脑脊膜: 成功实现进口替代

公司产品生物型硬脑(脊)膜补片 2006 年 6 月上市以来, 打破了进口产品的垄断局面, 在短短三年时间里市场占有率迅速提升, 成为国内脑膜市场的第一品牌。据中国医疗器械行业协会统计, 2009 年公司生物型硬脑(脊)膜补片销售收入约占整个硬脑膜市场消费额的 40%, 国内市场份额第一。

● 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1530 万股, 募集资金主要用于再生型医用植入器械国家工程实验室建设项目、无菌生物护创膜高技术产业化工程建设项目和营销网络扩建项目。

● 风险提示

单一产品依赖风险、核心产品失密风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

合理股价区间	22.20 - 25.90 元
发行后总股本(万股)	6110
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 6 月 22 日

财务预测		单位: 百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	103	146	201	271	
同比(%)	57%	43%	37%	35%	
归属母公司净利润	32	45	63	82	
同比(%)	124%	40%	40%	31%	
毛利率(%)	92.9%	91.5%	90.0%	88.3%	
ROE(%)	22.3%	9.1%	11.3%	13.0%	
每股收益(元)	0.53	0.74	1.03	1.35	

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 合理价格区间为 22.20-25.90 元	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	6
3.1 公司致力于再生型医用植入器械产品	6
3.2 公司实际控制人为朱卫平先生和徐国风先生	6
4 业务分析	7
4.1 公司主营业绩保持快速增长	8
4.2 华东是传统强势区域	8
4.3 代理销售和服务配送并举	9
4.4 高毛利率体现医疗器械行业特点	10
5 产品竞争力分析	11
5.1 植入医疗器械市场空间广阔	11
5.2 脑脊膜：成功实现进口替代	11
5.3 胸膜和护创膜：处于快速发展阶段	12
6 募集资金项目分析	12
7 风险提示	13

图表目录

图：公司 IPO 后股权结构图	6
图：公司近三年销售收入及增速	8
图：公司近三年净利润及增速	8
图：公司净利润变化分析	10
图：不同材质植入医疗器械生命周期分析	11
表：公司销售收入分产品预测表	4
表：公司盈利预测表	5
表：公司 IPO 前后股本变化	7
表：公司主要产品介绍	7
表：公司近三年分产品收入构成	8
表：近三年公司业务分区域占比	9
表：近三年公司业务分区域占比	9
表：2008-2010 年公司前五大客户收入占比	9
表：公司募集资金项目情况	12
附表：财务报表预测与比率分析	14

1 合理价格区间为 22.20-25.90 元

根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.74 元、1.03 元、1.35 元，以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计，对应合理价格区间为 22.20-25.90 元。

2 盈利预测

主要假设：

- 公司生物型硬脑（脊）膜未来逐步开拓基层市场，从而拓宽成长空间，我们预测 2011-2013 年增长率分别为 35%、25%、20%，毛利率保持稳定；
- 脑普外科修补膜和无菌生物护创膜的收入基数较低，上市时间较晚，随着公司加大对两个品种的推广力度，未来有望保持高速增长；
- 2011-2013 年整体毛利率水平逐步下降，主要是因为脑普外科修补膜和无菌生物护创膜的毛利率较低，未来收入占比逐渐加大；

表：公司销售收入分产品预测表

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
生物型硬脑（脊）膜	销售收入(万元)	6055.59	8922.34	12045.16	15056.45	18067.74
	同比增速	72.30%	47.34%	35.00%	25.00%	20.00%
	营业成本	286.08	413.55	602.26	752.82	903.39
	毛利率	95.28%	95.37%	95.00%	95.00%	95.00%
脑普外科修补膜	销售收入(万元)	230.92	467.62	841.72	1515.09	2727.16
	同比增速	4930.94%	102.50%	80.00%	80.00%	80.00%
	营业成本	15.46	33.25	58.92	106.06	190.90
	毛利率	93.31%	92.89%	93.00%	93.00%	93.00%
无菌生物护创膜	销售收入(万元)	269.64	871.59	1743.18	3486.36	6275.45
	同比增速		223.24%	100.00%	100.00%	80.00%
	营业成本	89.17	281.88	575.25	1150.50	2070.90
	毛利率	66.93%	67.66%	67.00%	67.00%	67.00%
合计	销售收入(万元)	16490	21535	27983	34641	42985
	同比增速	30.27%	30.59%	29.94%	23.80%	24.09%
	毛利率	94.0%	92.9%	91.5%	90.0%	88.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所

根据以上假设，我们预计 2011-2013 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 0.45 亿元、0.63 亿元、0.82 亿元，同比增长 40%、40%、31%，实现摊薄后每股收益为 0.74 元、1.03 元、1.35 元。

表：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	103	146	201	271
营业成本	7	12	20	32
营业税金及附加	0	0	1	1
营业费用	30	41	56	76
管理费用	31	51	66	84
财务费用	1	-4	-8	-9
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	34	46	66	88
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	1	1	0	1
利润总额	38	50	70	92
所得税	5	5	7	10
净利润	32	45	63	82
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	32	45	63	82
EBITDA	34	45	64	88
EPS（元）	0.53	0.74	1.03	1.35

资料来源：东方证券研究所

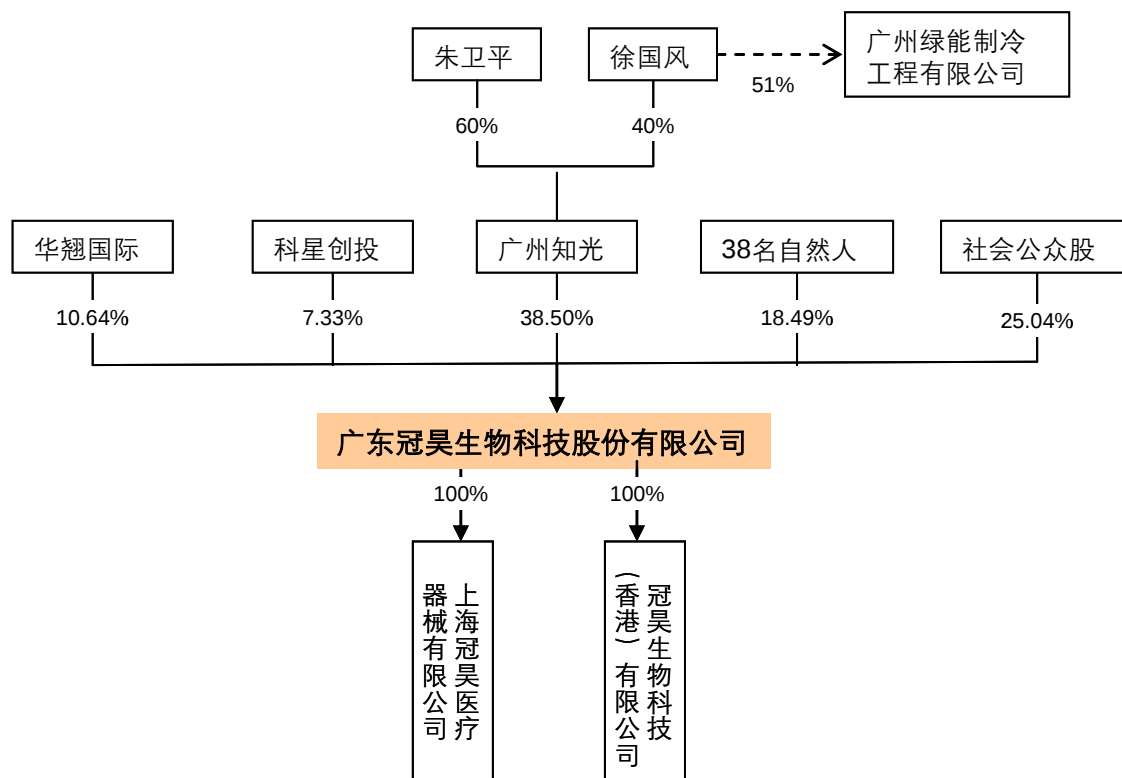
3 公司简介

3.1 公司致力于再生型医用植入器械产品

公司成立于 1999 年 10 月 22 日，注册资本 4580 万元，法定代表人为朱卫平先生。

冠昊生物是一家专业从事再生医学材料及再生型医用植入器械研发、生产及销售的高科技企业。多年以来，公司在自主创新的再生医学材料平台上，始终致力于开发可替代、可修复人类组织与器官的再生型医用植入器械产品。冠昊生物历经十多年艰苦的自主研发，在代表医用植入器械产业发展方向的再生医学材料和再生型医用植入器械领域取得重大突破，开发出一类以动物组织为原料的新一代生物材料。这些产品具有良好的组织相容性，在替代病变组织或器官功能的同时可诱导组织再生，解决了现有产品普遍存在的“永久异物”问题。

图：公司 IPO 后股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

3.2 公司实际控制人为朱卫平先生和徐国风先生

公司控股股东、实际控制人为自然人朱卫平先生和徐国风先生，其分别持有公司控股股东广州知光 60% 和 40% 的股份，共占公司总股本的 51.37%。发行后，二者的持股比例将下降为 38.50%，实际控制地位不变。

表：公司 IPO 前后股本变化

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
广州知光	2352.55	51.37%	2352.55	38.50%
华翹国际	650.00	14.19%	650.00	10.64%
科星创投	448.00	9.78%	448.00	7.33%
睢天舒等 38 名自然人股东合计	1129.45	24.66%	1129.45	18.49%
社会公众股	-	-	1530.00	25.04%
合计	4580.00	100.00%	6110.00	100.00%

资料来源：公司招股书

4 业务分析

公司产品包括膜、管、骨/软骨、肌腱/韧带、蛋白质工程等类型，可广泛应用于神经外科、胸外科、泌尿外科、血管外科、骨科、烧伤科及整形美容等领域。目前生产和销售的产品主要为膜类产品。

表：公司主要产品介绍

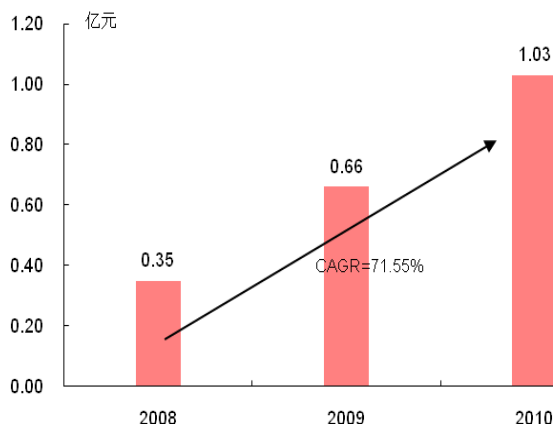
名称	示意图	主治功能
生物型硬脑（脊）膜补片		用于硬脑膜和硬脊膜的修补、加强和扩大，适用于颅脑脊柱损伤，脑、脊柱肿瘤术后，脑出血术后，颅内高压减压、椎管内减压，硬膜下血肿及其它有需硬脑膜替代或加强的病症。
胸普外科修补膜（P 型）		适用于胸壁缺损修补及重建，食管胃吻合口包埋、支气管残端包埋、膈肌缺损修补重建、内脏包膜缺损修补；也适用于组织的固定、包埋、防渗、防痂、防疝以及缺损组织的修补重建。
胸普外科修补膜（B 型）		
无菌生物护创膜		适用于皮肤烧、烫伤以及创伤、皮肤缺损所致深浅创面的治疗。

资料来源：招股说明书

4.1 公司主营业绩保持快速增长

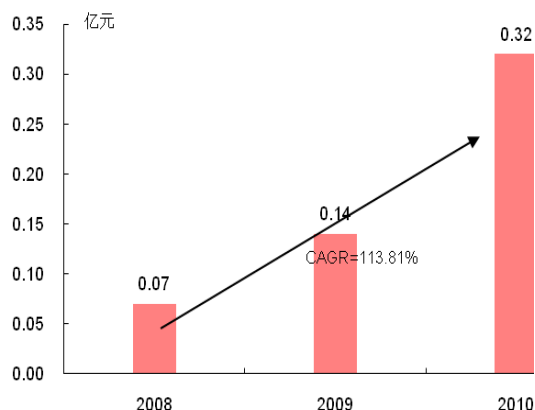
公司 2008 到 2010 年分别实现销售收入 0.35 亿元、0.66 亿元和 1.03 亿元，年复合增长率为 71.55%。实现归属于母公司的净利润 0.07 亿元、0.14 亿元和 0.32 亿元，年复合增长率为 113.81%。

图：公司近三年销售收入及增速



资料来源：招股说明书

图：公司近三年净利润及增速



资料来源：招股说明书

公司的主营业务为再生型植入医疗器械，主要由生物型硬脑（脊）膜补片、胸普外科修补膜及无菌生物护创膜组成，其中生物型硬脑（脊）膜补片销售为公司最主要收入来源，2010 年该产品占销售收入的比重为 86.95%。

表：公司近三年分产品收入构成

业务类别（单位：万元）	2010 年		2009 年		2008 年
	金额	增速	金额	增速	金额
主营业务收入	10261.55	56.52%	6556.15	86.30%	3519.21
其中：生物型硬脑（脊）膜	8922.34	47.34%	6055.59	72.30%	3514.62
胸普外科修补膜	467.62	102.50%	230.92	4930.94%	4.59
无菌生物护创膜	871.59	223.24%	269.64		
其他业务收入	0.26	-65.33%	0.75		

资料来源：招股说明书

4.2 华东是传统强势区域

公司的销售区域分为东南西北四大区域，公司东大区业务占公司销售收入比例较大，2010 年度、2009 年度和 2008 年度，该区域销售总和占公司主营业务收入比例分别为 45.44%、44.73%和 55.39%，销售比例保持第一，这主要是因为东大区经济发展程度相对较高，同时公司在该区域销售业务开发时间较长。

表：近三年公司业务分区域占比

地区分 (单位：万元)	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
东大区	4662.55	45.44	2932.43	44.73	1949.34	55.39
北大区	2321.39	22.62	1502.84	22.92	765.45	21.75
南大区	1822.89	17.76	1302.49	19.87	804.41	22.86
西大区	1454.72	14.18	818.39	12.48	--	--
合计	10261.55	100.00	6556.15	100.00	3519.21	100.00

资料来源：招股说明书

4.3 代理销售和服务配送并举

公司的销售运作分为服务配送和代理销售两种模式，服务配送模式下，公司直接对部分重点医院客户（主要为信用度较高的三级甲等医院）进行销售，并通过服务商提供物流配送，代理销售模式下，公司与经销商签订代理协议，通过经销商分销产品，经销商分为一级经销商、二级经销商等，各级经销商向下一级经销商批发产品。经销商按与公司的协议价格现款订购产品，经各地经销商分销配送，使产品进入医院。2010 年服务配送和代理销售模式贡献的销售收入占总金额的 46.37%和 53.63%，近三年基本保持稳定。

表：近三年公司业务分销售类型占比

模式分类 (单位：万元)	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
服务配送	4758.79	46.37	3022.94	46.11	1460.30	41.50
代理销售	5502.76	53.63	3533.21	53.89	2058.91	58.50

资料来源：招股说明书

公司不存在严重依赖于单个客户的情形，也不存在客户为公司关联方的情形。在公司前五大客户中，公司 2007 年初成功开发上海华山医院，于 2009 年初成功开发北京天坛医院，这两家医院是全国神经外科领域的权威医院。2010 年，公司前五大客户占销售收入的比重达到 27.04%，其中北京天坛医院采购额最大，占营业收入的比重达到 10.58%。

表：2008-2010 年公司前五大客户收入占比

客户名称	销售额 (百万元)	占营业收入的比 重%	是否 关联方
首都医科大学附属北京天坛医院	10.86	10.58	否
复旦大学附属华山医院	8.51	8.29	否
上海梁福医疗器械有限公司	3.33	3.25	否
北京安美能医疗器械有限公司	2.55	2.49	否
2010 年 合肥康丽药业有限责任公司	2.50	2.44	否

2009 年	首都医科大学附属北京天坛医院	6.64	10.13	否
	复旦大学附属华山医院	6.55	9.99	否
	广州市恒志商贸有限公司	2.02	3.08	否
	重庆西润医疗器械有限公司	1.93	2.94	否
	上海宇瀚医疗器械有限公司	1.92	2.93	否
2008 年	复旦大学附属华山医院	5.86	16.65	否
	上海宇瀚医疗器械有限公司	1.79	5.09	否
	无锡科恩医疗器械有限公司	1.73	4.92	否
	广州市康阳贸易有限公司	1.41	4.01	否
	重庆西润医疗器械有限公司	1.25	3.55	否

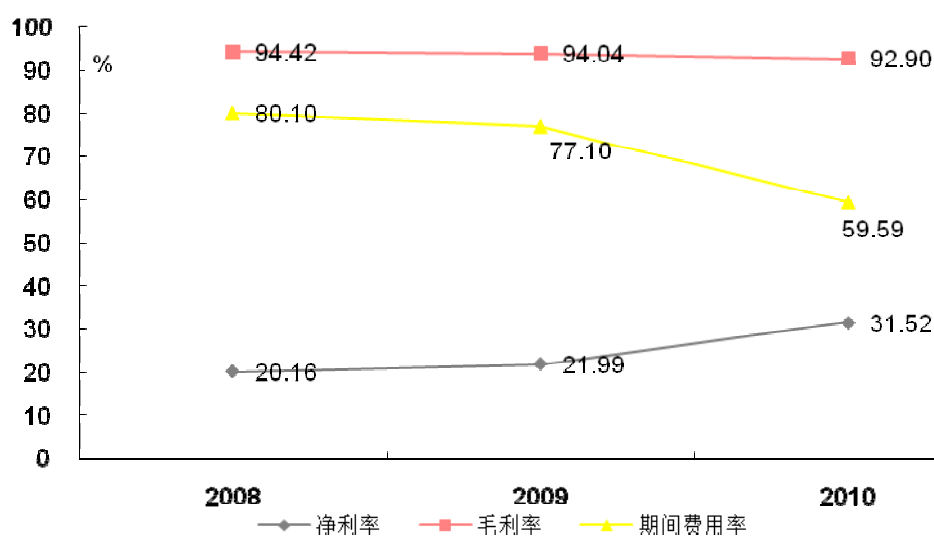
资料来源：招股说明书

4.4 高毛利率体现医疗器械行业特点

公司的毛利率持续保持较高水平，2008 年至 2010 年，公司的综合毛利率均超过 90%，这体现了高端医疗器械行业特点，医疗器械特别是高端技术医疗器械行业，是典型的高风险、高回报行业，产品的成本更多的是无形的成本包括前期研发投入成本、医生使用成本等。

公司期间费用率 2010 年下降幅度较大，主要是因为 2010 年管理费用占比大幅下降。2010 年公司管理费用 3055.27 万元，占销售收入的比重为 29.77%，较 2009 年减少了 291.74 万元，占销售收入的比重同比下降了 21.28 个百分点，主要由于 2010 年公司梳理分析了各在研项目，研究费用较 2009 年减少 695.37 万元，下降 28.22%。

图：公司净利润变化分析



资料来源：招股说明书

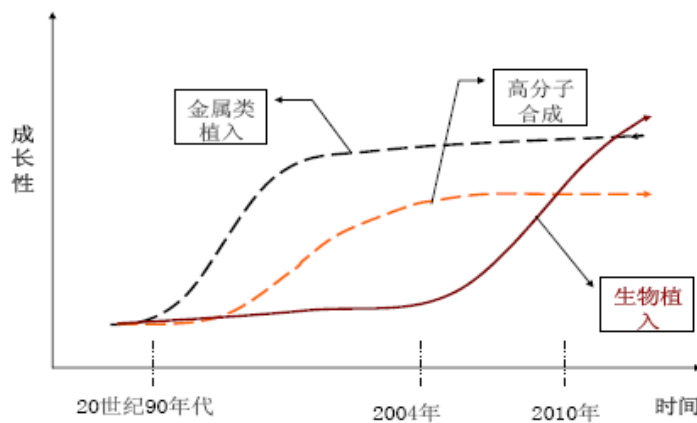
5 产品竞争力分析

5.1 植入医疗器械市场空间广阔

再生型医用植入器械，属于多学科交叉、知识密集、资金密集型的高技术产业，属于第三类医疗器械（植入医疗器械），进入门槛较高，能够有效解决目前医用植入器械使用带来的“永久异物”问题。

国内生物植入医疗器械，在 2004 年开始逐步兴起后，才开始逐步被业界所重视，到 2008 年中国生物植入医疗器械行业仍处于高速成长阶段，预计到 2011 或 2012 年生物植入医疗器械增速可能减慢，但产品仍将处于成长期。

图：不同材质植入医疗器械生命周期分析

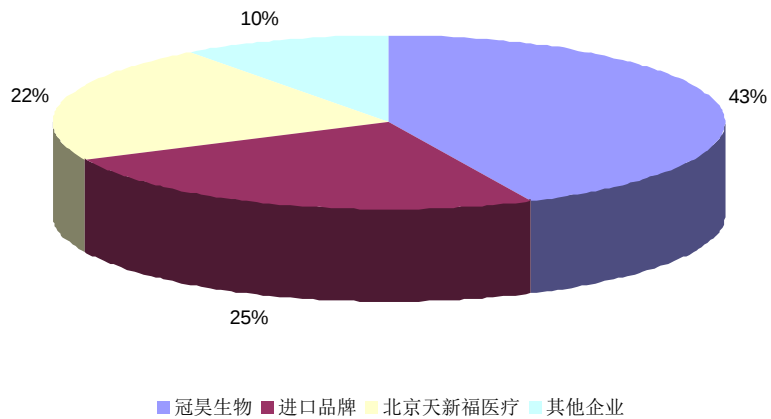


资料来源：公司资料

5.2 脑脊膜：成功实现进口替代

公司产品生物型硬脑（脊）膜补片主要用于硬脑膜和硬脊膜的修补、加强和扩大，根据中国医疗器械行业协会对部分医院的调查，全国每年颅脑手术量预计在 26-40 万例，腹腔手术量预计超过 65 万例，如果目前全部颅脑手术及腹腔手术中，60%采用植入医疗器械（膜类）产品，则颅脑和腹腔修复膜市场的潜在总需求将超过 13 亿元。

公司产品生物型硬脑（脊）膜补片 2006 年 6 月上市以来，打破了进口产品的垄断局面，在短短三年时间里市场占有率迅速提升，成为国内脑膜市场的第一品牌。据中国医疗器械行业协会统计，2009 年公司生物型硬脑（脊）膜补片销售收入约占整个硬脑膜市场消费额的 40%，国内市场份额第一。

图：2010 年国内脑膜市场主要生产企业市场份额


资料来源：招股说明书

5.3 胸膜和护创膜：处于快速发展阶段

胸普外科修补膜

国内胸腹腔修复膜产品市场主要依赖于进口，主要原因在于国内企业开发产品的时间较短。国内膜类植入医疗器械企业已意识到胸腹腔修复膜巨大的市场，开始在这一领域加大投入，公司 2008 年开始进入该领域，公司生产的胸普外科修补膜 2010 年实现销售收入 468 万元，同比增长 103%，未来有望继续保持较快增长。

无菌生物护创膜

无菌生物护创膜主要用于烧伤、外伤、难愈性创面等的预防感染和促进创面愈合，市场需求潜力巨大，目前，在我国医用敷料行业中，小型企业为数众多，这些企业以生产棉花、绷带和纱布等对技术和设备要求较低的传统敷料产品为主，科技含量较高的生物敷料很少。无菌生物护创膜作为一种创新性的生物型皮肤修复材料，在加速愈合、提高愈合质量、抗感染等方面的竞争优势明显，并且可显著减轻患者创面换药的痛苦，提高患者生活质量。公司生产的生物护创膜 2010 年实现销售收入 872 万元，同比增长 223%，随着募投项目产能扩大到 5 倍，该产品的成长空间巨大。

6 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行 1530 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25.04%。具体项目如下：

表：公司募集资金项目情况

序号	项目名称	拟投入资金（万元）
1	再生型医用植入器械国家工程实验室建设项目	3800
2	无菌生物护创膜高技术产业化工程建设项目	2020

资料来源：公司招股书

7 风险提示

产品结构单一的风险

公司首个产品生物型硬脑（脊）膜补片市场占有率较高，是公司目前营业收入的主要来源。虽然公司产品胸普外科修补膜和无菌生物护创膜在报告期内销售增长较快，但目前生物型硬脑（脊）膜补片的销售收入占公司营业收入的比例仍然较大。因此一旦神经外科（脑外科）医疗市场发生重大波动，或者由于替代产品的出现导致市场对需求大幅减少等都将对发行人的经营业绩产生重大影响。

技术泄密风险

公司在多年的研发、经营过程中，拥有了多项专利，同时掌握多项专有技术。这些技术掌握在少数核心技术人员及管理人员手中，如因管理不当，发生上述人员离职或私自泄露机密的情况，可能对公司经营造成影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	118	370	366	420	营业收入	103	146	201	271
现金	60	330	310	343	营业成本	7	12	20	32
应收账款	23	33	46	62	营业税金及附加	0	0	1	1
其它应收款	19	3	4	5	营业费用	30	41	56	76
预付账款	14	0	0	0	管理费用	31	51	66	84
存货	2	4	6	10	财务费用	1	-4	-8	-9
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	118	184	228	254	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	6	75	130	170	营业利润	34	46	66	88
无形资产	36	36	35	35	营业外收入	5	5	5	5
其他	77	74	62	49	营业外支出	1	1	0	1
资产总计	236	554	594	674	利润总额	38	50	70	92
流动负债	42	49	26	29	所得税	5	5	7	10
短期借款	0	25	0	0	净利润	32	45	63	82
应付账款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他	42	24	25	29	归属于母公司净利润	32	45	63	82
非流动负债	49	9	9	9	EBITDA	34	45	64	88
长期借款	9	9	9	9	EPS (元)	0.53	0.74	1.03	1.35
其他	40	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	91	58	35	38	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	46	61	61	61	营业收入	56.5%	42.6%	37.1%	35.0%
资本公积	48	339	339	339	营业利润	211.4%	34.9%	43.9%	33.6%
留存收益	51	96	159	236	归属于母公司净利润	124.3%	39.6%	39.6%	30.6%
归属母公司股东权益合计	145	496	559	636	获利能力				
负债和股东权益	236	554	594	674	毛利率	92.9%	91.5%	90.0%	88.3%
现金流量表					净利率	31.5%	30.9%	31.4%	30.4%
单位:百万元					ROE	22.3%	9.1%	11.3%	13.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	26.1%	20.6%	22.3%	26.2%
经营活动现金流	34	9	48	66	偿债能力				
净利润	32	45	63	82	资产负债率	38.6%	10.5%	5.8%	5.7%
折旧摊销	0	3	7	9	净负债比率				
财务费用	1	-4	-8	-9	流动比率	2.81	7.54	14.30	14.29
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.76	7.46	14.04	13.93
营运资金变动	0	1	-14	-16	营运能力				
其它	1	-36	0	0	总资产周转率	0.57	0.37	0.35	0.43
投资活动现金流	-33	-74	-51	-36	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	33	75	50	35	应付账款周转率	104.89	119.27	123.81	122.34
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	1	-1	-1	每股收益	0.53	0.74	1.03	1.35
筹资活动现金流	29	335	-17	3	每股经营现金流	0.55	0.15	0.78	1.08
短期借款	0	25	-25	0	每股净资产	2.37	8.12	9.16	10.40
长期借款	9	0	0	0	估值比率				
普通股增加	4	15	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	32	291	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-16	4	8	3	EV/EBITDA	-1	-1	-1	-1
现金净增加额	28	271	-20	33					

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn