

和佳股份 (300273)

肿瘤治疗器械领域的综合方案提供商

——新股 IPO 询价定价报告

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
编号 S0880511010019

本报告导读:

公司为国内领先的医疗设备综合解决方案提供商。建议询价区间: 18.24~21.28 元。

投资要点:

公司是国内第一家、目前也是唯一一家能提供较为完整的肿瘤微创综合治疗解决方案的企业。发行前公司的实际控制人和实际控制人均为郝镇熙、蔡孟珂夫妇, 合计持有公司 58.12% 的股份, 其中郝镇熙担任公司董事长兼总裁。

2008 年-2010 年公司营业收入的复合增长率为 36.9%, 净利润的复合增长率为 188%。肿瘤微创治疗设备、医用分子筛制氧设备及工程是两大核心板块, 2010 年两者合计占有公司收入、毛利比重分别为 67%、90%。其中肿瘤微创治疗设备毛利率一直维持在 80% 以上, 毛利占比超过 70%, 是公司业绩的主要驱动力。

国内适合采用肿瘤微创设备的预计有 4500 家, 我们测算整个市场规模在 200 亿左右。公司相关产品线较为齐全, 包括肿瘤介入热疗机等 6 类设备, 国内十余家同类企业大多仅能提供单一产品。公司 2010 年销售收入不到 2 亿, 市场占有率有较大的提升空间。

竞争优势: 1、独特的肿瘤微创综合治疗解决方案模式。2、卓越的研发能力带来的技术优势。3、强大的直销渠道保障产品销售发挥协同效应。

公司本次发行募集资金拟投向现有肿瘤微创治疗设备等四大业务板块, 投资金额约 2.06 亿元。

经营风险: 技术研发风险、产能迅速扩张导致的销售风险

盈利预测与估值: 我们暂时预测公司 2011~2013 年 eps 为 0.61、0.91、1.20 元, 同增 79%、50%、31%。按照 2011 年 eps 的 30~35 PE, 询价区间为 18.24~21.28 元; 预计首日最高涨幅 30%, 股价 23.72~27.67 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	243	334	507	683	867
(+/-)%	36.7%	37.1%	51.9%	34.7%	27.0%
经营利润 (EBIT)	17	49	102	148	195
(+/-)%	386.1%	184.3%	106.7%	45.0%	31.7%
净利润	17	45	81	121	160
(+/-)%	211.1%	166.6%	79.2%	49.8%	31.4%
每股净收益 (元)	0.13	0.34	0.61	0.91	1.20
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

18.24-21.28

上市首日定价区间

23.72-27.67

2011.10.16

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	10,000
本次拟发行量 (万股)	3,335
发行日期	2011.10.17
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	新时代证券
预计上市日期	2011.10.25

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.11
净资产收益率 (%)	17.7%
资产负债率 (%)	43.4%

主要股东和持股比例

蔡孟珂	29.86%
郝镇熙	28.26%
其他自然人股东	5.31%
陆利斌	5.00%
颜玲君	4.99%
唐自刚	3.50%
石磊	3.13%
周卓和	2.55%
李新民	2.50%
陈丽华	2.50%

1. 公司简介

1.1. 立足肿瘤微创综合解决方案，管理层直接持股

公司于 2007 年 9 月 25 日由珠海市和佳医疗设备有限公司整体变更为珠海和佳医疗设备股份有限公司。公司是国内领先的医疗设备综合解决方案提供商，国内第一家、目前也是唯一一家能提供较为完整的肿瘤微创综合治疗解决方案的企业。同时在医用分子筛制氧领域，公司是国内装机数量最大的设备供应商之一。

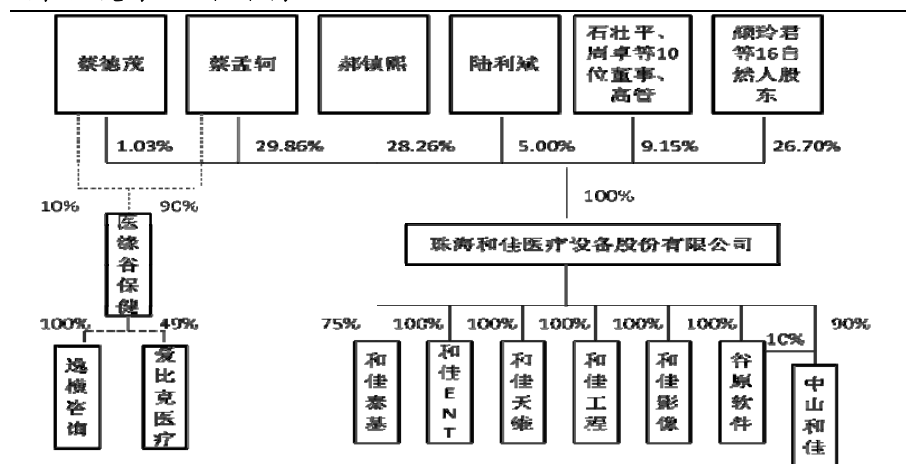
本次拟发行 3,335 万股，发行后总股本变更为 13,335 万股。发行前公司的实际控制人和实际控制人均为郝镇熙、蔡孟珂夫妇，合计持有公司 58.12% 的股份，其中郝镇熙担任公司董事长兼总裁。公司核心管理人员持股比例较高，激励作用较为充分。

表 1: 本次发行前后股本变化(万股)

	发行前	持股比例	发行后	持股比例
蔡孟珂	2,986	29.86%	2,986	22.39%
郝镇熙	2,826	28.26%	2,826	21.19%
蔡德茂	103	1.03%	103	0.77%
陆利斌	500	5.00%	500	3.75%
石壮平、周和卓等 10 位董事、高管	915	9.15%	915	6.86%
颜玲君等 16 自然人	2,670	26.70%	2,670	20.02%
A 股流通股	-	-	3,000.00	25.00%
合计	10,000	100.00%	13,335	100.00%

数据来源：公司招股书、国泰君安证券

图1: 发行人股权结构



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

表 2: 公司主要控股子公司经营业务情况

公司名称	注册资本 (万元)	业务范围	股权比例	2010 年净利润 (万元)
和佳工程	300	医用气体设备技术研发; 建筑安装 (凭资质证经营)	100%	218.35
谷原软件	200	软件开发, 销售	100%	1918.30
和佳天维	100	医疗器械销售	100%	11.57

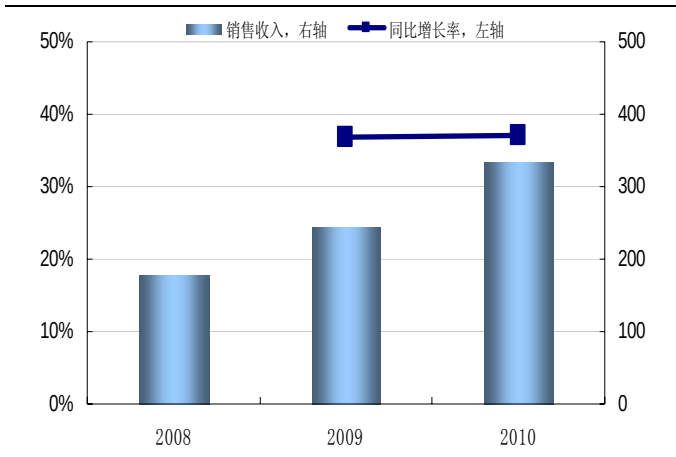
和佳影像	3000	医疗器械生产和销售	100%	119.64
中山和佳	2000	医疗技术研究及产品开发	直接持股 90%，间接持股 10%	-12.26
和佳 ENT	10000 (元港币)	无实际经营	100%	—
和佳泰基	160	医疗设备研发、安装和销售	75%	830.31

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券

1.2. 经营情况：增长稳健，构筑四大业务板块

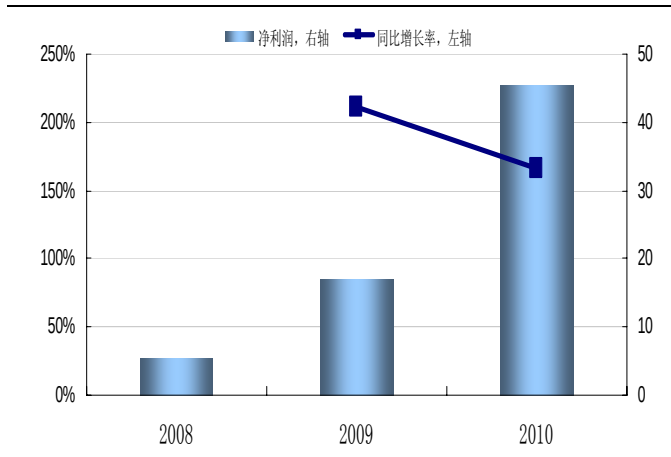
2008 年-2010 年公司营业收入的复合增长率为 36.9%，净利润的复合增长率为 188%。2011 年上半年公司的营业收入为 2.12 亿元，净利润为 3742 万元。

图 2：公司营业收入变化（百万元）



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

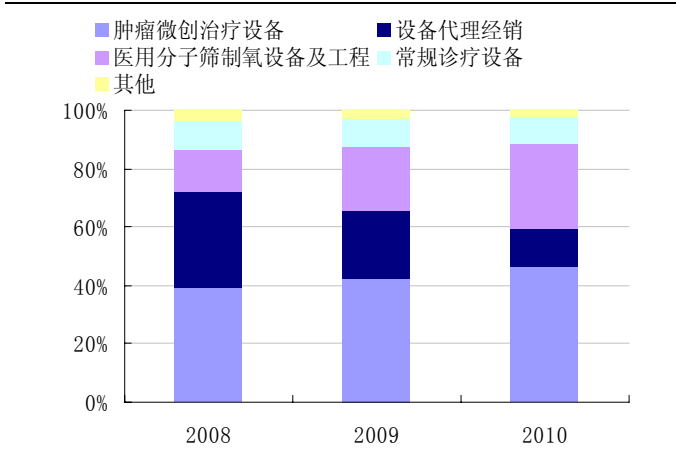
图 3：公司净利润变化（百万元）



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

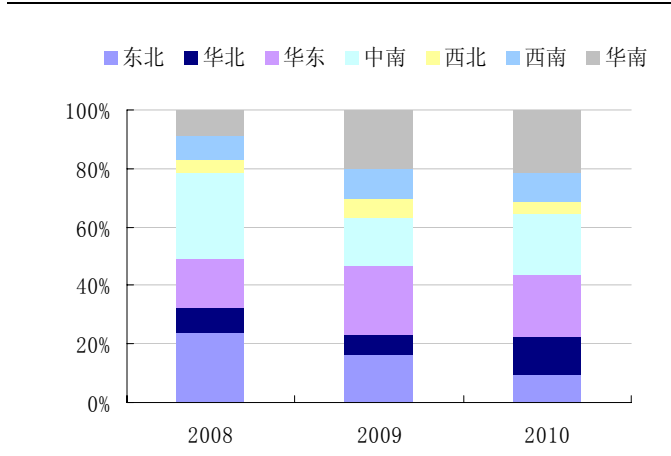
公司主要由四大业务构成：肿瘤微创治疗设备、医用分子筛制氧设备及工程是两大核心板块，2010 年两者合计占有公司收入、毛利比重分别为 67%、90%。其中肿瘤微创治疗设备毛利率一直维持在 80% 以上，毛利占比超过 70%，是公司业绩的主要驱动力；而医用分子筛制氧设备及工程则是近几年公司业绩增长的一大亮点，占收入比重提升较快，2008 年~2010 年分别为：14.43%、22.53%和 29.34%。

图 4：公司主营业务收入构成比例变化



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

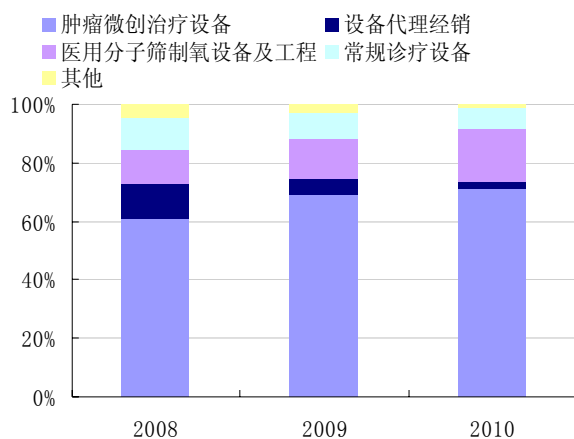
图 5：公司主营业务收入按销售区域划分的比例



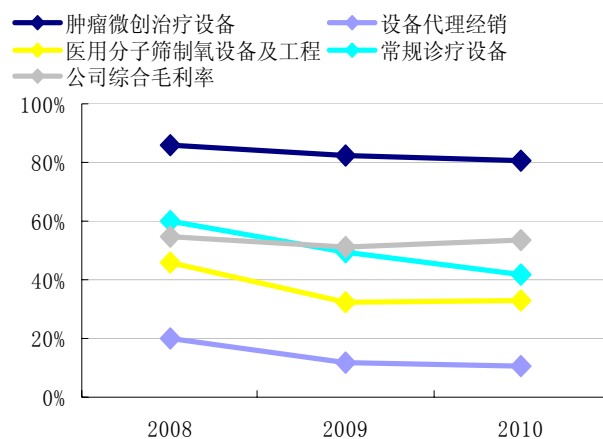
数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 6：公司毛利润构成比例变化

图 7：公司各业务毛利率变动情况



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究



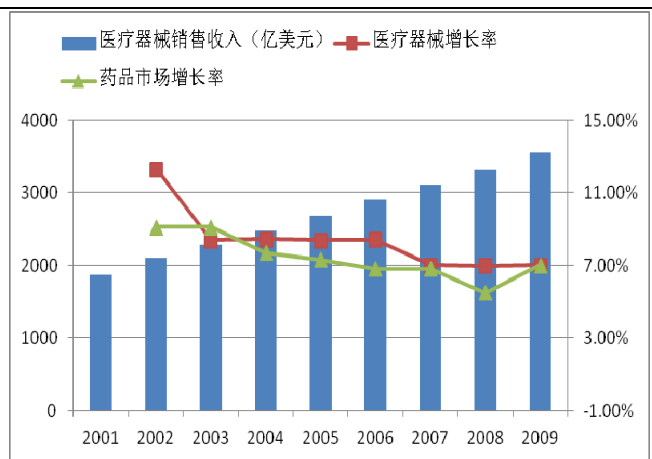
数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

2. 行业及公司业务分析

2.1. 医疗器械行业增速较快，发展空间巨大

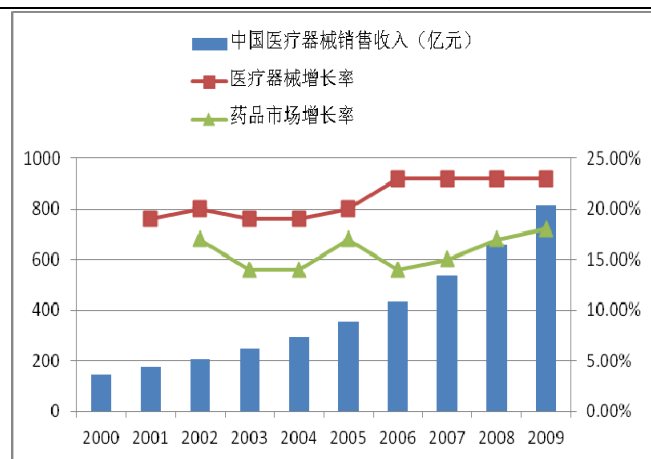
我国拥有巨大的人口基数，随着生活水平的不断提高，人们对医疗服务的需求处于一个快速增长的态势，这也极大的推动了医疗器械产业的发展。2009 年中国医疗器械行业市场规模达到 812 亿元人民币，2010 年规模预计将超过 1,000 亿元，2002 年至 2009 年我国医疗器械行业市场规模翻了近 6 倍，年均复合增长率为 21.1%，增长速度超过同期全国药品市场规模的增长速度。虽然我国医疗机构装备的水平仍处于一个较低的水平，但是未来发展空间巨大。

图 8：全球医疗器械市场发展情况



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 9：我国医疗器械市场发展情况



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

2.2. 肿瘤微创治疗领域：国内独家提供综合解决方案

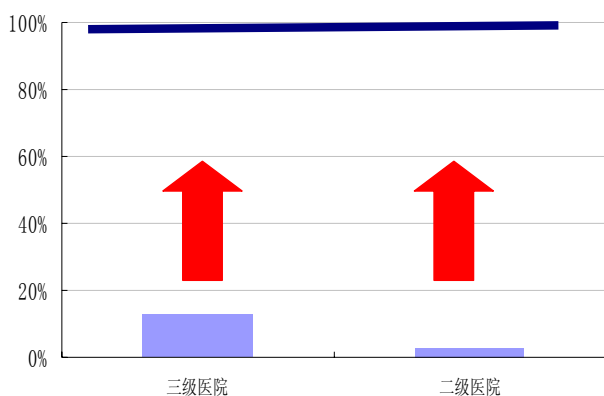
我国是世界上仅次于美国的第二大肿瘤疾病高发国，目前每年癌症新发病例约 220 万人，在治患者超过 600 万人以上。微创手术具有创伤小、精确定位和毒副作用小的特点，近年来成为肿瘤治疗的生力军，这也带动了微创设备的销售增长。国内二级以上医院是肿瘤微创设备的主要用户，数量高达 7,756 家，其中适合采用肿瘤微创设备的预计有 4500 家，我们测算整个市场规模在 200 亿左右。

公司相关产品线较为齐全，包括肿瘤介入热疗机、放射性粒子治疗机(体

内伽马刀)、免疫治疗系统、冷极射频治疗机、体腔热灌注治疗机等 6 类设备, 其中 2 个品种公司拥有发明专利。而国内十余家同类企业(北京博莱德、南京恒埔伟业、吉林迈达、威海博华等)中, 除少数可以提供 2 个领域的产品外, 大多仅能提供单一产品。因此公司是国内第一家、目前也是唯一一家能提供较为完整的肿瘤微创综合治疗解决方案的企业, 国内市场尚未同类业务竞争者。

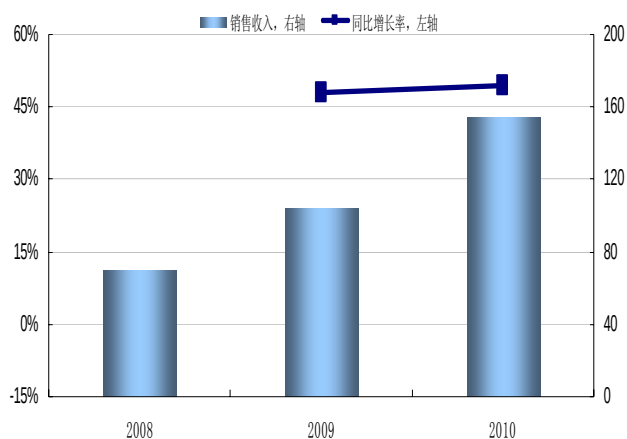
目前公司产品覆盖全国 155 家三级医院(覆盖率达到 12.57%, 其中三甲医院覆盖率为 13.99%)和 172 家二级医院(覆盖率达到 2.64%)。公司 2010 年销售收入不到 2 亿, 基于公司未来营销重点将放在基层市场(县级医院为主), 在新医改的推动下, 市场占有率仍有较大的提升空间, 我们预计公司以肿瘤治疗中心为平台的综合服务模式将有利于照顾院方利益(创收、控制采购成本), 从而使得越来越多客户倾向于采购公司的产品。

图 10: 公司肿瘤微创治疗业务终端医院覆盖情况



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

图 11: 公司肿瘤微创治疗业务销售增长情况(百万元)



数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

2.3. 医用分子筛制氧设备: 公司自主研发, 增长值得期待

2008 年中国医疗器械行业协会对 158 家大中型医疗机构的调研数据, 约有 40% 的医疗机构(包括一些大型医疗机构)正在使用分子筛制氧设备。分子筛医用制氧因其独特的优势得到市场广泛认可, 设备市场进入快速发展期。

表 3: 三种供氧方式的比较

	分子筛制氧机	液氧储罐供氧	传统钢瓶供氧
供应	以空气为原料, 仅消耗电能, 无需运输	定期用专用液氧槽车送至医院灌充空罐	定期用专车运输氧气瓶
安全性	全低压运行, 安全性能好	液气比为 1:800, 储存温度为-183℃, 比较危险	处于高压状态, 比较危险
使用寿命	10 年以上	每两年罐体大检查一次	每一年检测
氧气成本	约 1.3 元至 1.5 元/Nm ³	约 3 元/Nm ³	约 5 元/Nm ³
投资回收期	2 年~3 年	外购氧, 无回收	外购氧, 无回收

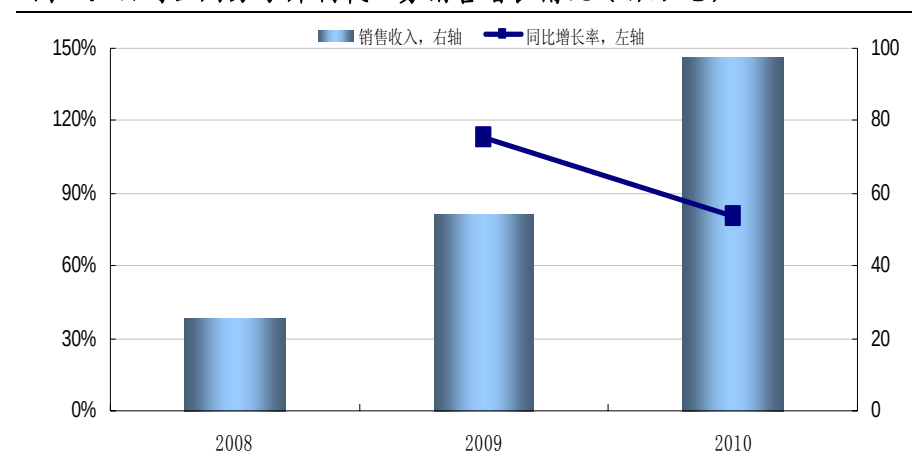
数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

300 张床位以上的医院数量为 3,055 家, 是大中型医用分子筛制氧系统

及工程业务的主要目标客户；300 张床位以下的医院则是一体化制氧机的主要目标客户。我们测算潜在市场规模超过 50 亿。

AirSep、Onsite 和 OGSi 的进口主机在国内医用分子筛制氧市场的占有率 60%以上。公司是全球最大的医用分子筛制氧主机制造商美国 AirSep 公司在大中华地区采购量最大客户，已经为全国 108 家各级医院（三甲医院占 41.67%）提供了医用分子筛制氧设备及系统，占全国 300 张床位以上医院总数的 3.54%，占已使用医用分子筛制氧的医院总数的近 9%，是国内装机数量最大的企业之一。此外，公司已经开发出中小型一体化医用制氧机，适用于 300 张床位以下基层医疗机构，以满足本次新医改对基层医疗机构设备采购的需求。

图12：公司医用分子筛制氧业务销售增长情况（百万元）



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

3. 公司竞争优势分析

3.1. 独特的商业模式

公司推出的肿瘤微创综合治疗方案遵循“标准化、规范化、个性化”的治疗原则，按照“综合、协同、靶向、微创”的治疗方针，将各种高新技术融为一体，弥补了传统治疗手段的不足，提高恶性肿瘤的治愈率和患者的生存质量。

同时，公司还为医院提供肿瘤中心全套建设方案，负责整合临床、专家资源，提高医院的治疗水平和影响力。在已经使用公司肿瘤微创治疗设备的两百余家医院中，公司向其中 130 余家医院输出上述解决方案，其中北京地坛医院等 16 家医院在肿瘤中心（科室/学科）运营方面比较成功，具有典型意义，已经成为公司的“灯塔医院”和“全国窗口示范单位及示范性肿瘤中心综合治疗的临床示范基地”。

图13：公司肿瘤微创综合治疗方案实施路径



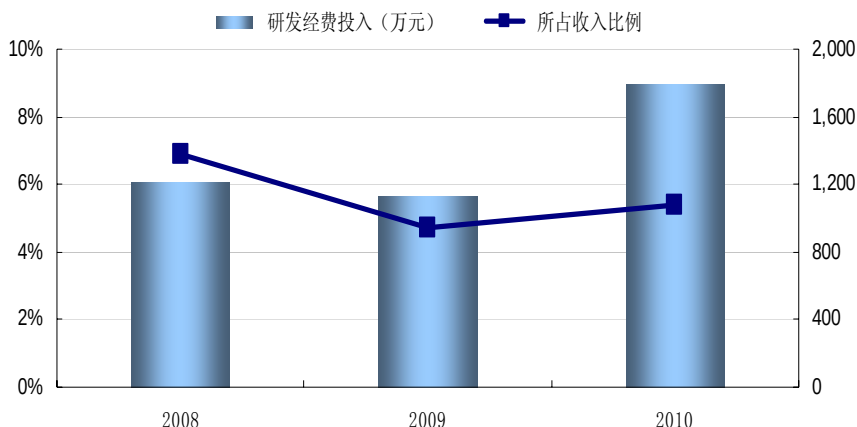
数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

3.2. 卓越的研发实力

公司拥有一个 75 人的高素质的研发团队，由具有丰富产品开发经验的医学专家、研究员和软硬件工程师组成，在相关领域内具有一定的技术优势：

- 肿瘤治疗设备研发领域公司是唯一能提供综合解决方案的供应商，且部分设备及技术具有市场独占性。
- 拥有独立的核心嵌入式软件开发能力。全资子公司谷原软件和和佳影像合计拥有 13 项核心软件的软件著作权。
- 公司已经获得和正在申请的专利技术达 51 项，其中发明专利达到 9 项。

图14：公司研发投入比重



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

3.3. 强大的销售渠道

公司主营大型医疗设备，目标客户以二级以上的大医院为主，因此，直销渠道成为公司的主要销售模式。

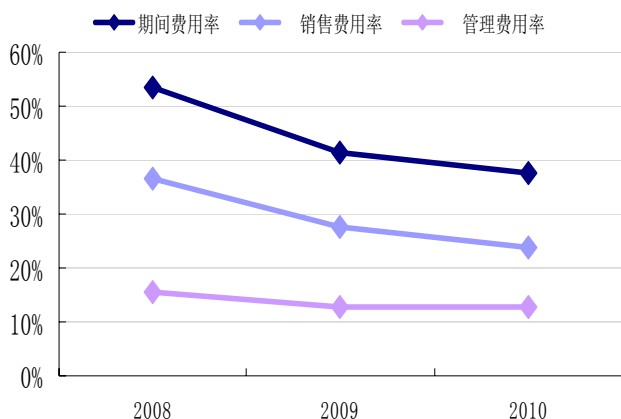
- 公司在全国范围内设立了 7 个营销大区，24 个办事处，拥有一支 300 人的销售团队，初步建立了遍布全国 28 个省（市）的营销网络，营销网络和营销队伍在同行业中具有优势。
- 公司的营销理念主要是通过三级医院销售单台设备树立示范作用，从而推动在二级医院建立“肿瘤综合治疗中心”。目前公司重点发展了北京地坛医院、天津中医药大学附属医院、解放军 181 医院等

16 家知名医院作为“灯塔医院”起到示范作用，并在全国 8 个主要城市建立运营中心，提供技术支持和售后服务。

4. 公司财务分析

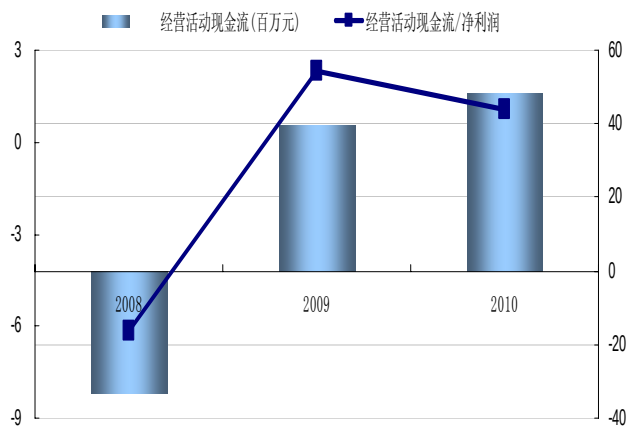
公司期间费用率控制良好，销售费用率逐年下降，和公司的销售模式相关：直销渠道模式在前期体现为费用投入比例高，但随着公司产品线的不断丰富，销售叠加效应显现，直销渠道的利用效率已有明显提升。

图 15: 公司期间费用情况



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

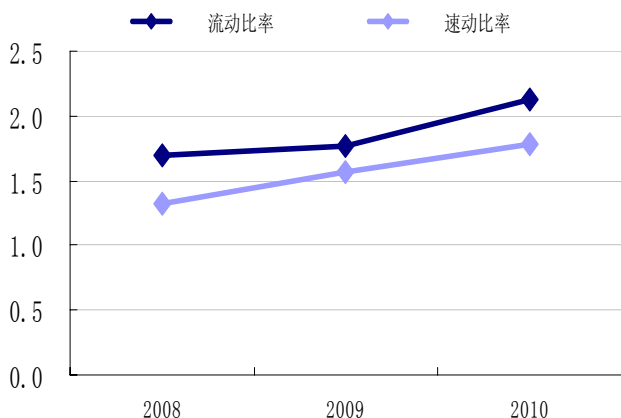
图 16: 公司现金流情况



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

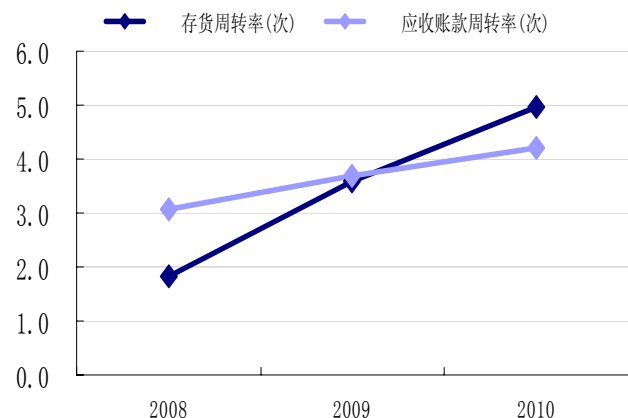
公司通过租赁公司采用融资租赁模式的客户比例逐年增加（目前已到达 50%），使资金回收更为快速，应收账款余额较小，从而提高了公司应收账款周转水平。此外，公司的存货周转率也处于逐年上升水平，主要是因为公司营业收入增长较快，同时采取以销定产的方式，提高了存货周转能力。

图 17: 公司短期偿债能力情况



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 18: 公司营运能力情况



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

5. 募集资金投向

表 4: 公司募投项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	投资金额 (万元)	项目内容	建设周期
----	------	-----------	------	------

1	肿瘤微创综合治疗设备技术改造项目	3000	新增 260 台产能	1 年
2	医用气体设备建设项目	4854	新增分子筛制氧主机和一体化医用制氧机的年生产能力 380 台	1 年
3	医用影像设备建设项目	5770	新增 DR、高压发生器等医用影像设备的年生产能力 500 台和 PACS 工作站系统软件 300 套	1 年
4	工程技术中心建设项目	3799	/	1.5 年
5	营销网络建设项目	3172	/	1 年
	合计	20595		

数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

2010 年下半年，公司开始批量生产 DR 并实现销售 11 台，实现销售收入 415.81 万元。未来 3 年，公司自主研发的影像 DR 产品将主攻中低端市场，主要优势在于

- 1、基层医院数字化医疗服务建设方案：公司以县为单位，向乡镇卫生院以融资租赁方式提供 DR，并和当地县医院的影像科用影像归档和通信系统联网，由县医院出具分析报告。这种模式能充分照顾到院方利益，为当地医院吸引就诊资源，实现创收。
- 2、性价比高：公司在基层医院售价在 60 万元左右，远低于国内外主要竞争对手，主要得益于低成本优势，以平板探测器为例（占成本比例 50%），进口产品在 30~40 万，公司总代理美国 iCRco，进价在 6~7 万元。我们看好公司该块业务在 DR 的红海中获得较快的增长。

6. 风险分析

- 技术研发风险：医疗器械行业新产品、新技术的研发周期较长，投入资金较大，公司如果不能准确把握行业变化趋势，容易影响业绩。
- 产能迅速扩张导致的销售风险：产能扩张需要公司的营销网络的支撑，也跟市场竞争情况有密切关系。

7. 盈利预测与投资建议

核心假设：

- 营业收入：公司核心产品肿瘤微创治疗设备和医用制氧设备将延续稳定增长态势，而常规影响设备中的 DR 等产品有望凭借价格、渠道优势，实现较快的增长，可能给公司业绩带来超预期。
- 毛利率：公司肿瘤微创治疗产品实为打包销售，在得到下游客户认可的同时，毛利率可能会有所下降，维持在 80% 左右。
- 期间费用率：产品叠加带来的直销渠道利用效率提高，预计未来一段时间销售费用率仍有下降空间，管理费用率保持稳定。

表 5：主要产品类别预测

		2009A	2010A	2011E	2012E
肿瘤微创治疗设备	收入(百万元)	103.4	154.4	216.1	302.6
	增速 (%)	48.00%	49.27%	40.00%	40.00%
	毛利率 (%)	82.63%	80.64%	80.00%	80.00%
设备代理经销	收入(百万元)	56.1	43.9	87.7	100.9

	增速 (%)	-4.40%	-21.85%	100.00%	15.00%
	毛利率 (%)	11.53%	10.67%	12.00%	12.00%
医用分子筛制氧设备及工程	收入(百万元)	54.1	97.6	126.9	165.0
	增速 (%)	113.09%	80.60%	30.00%	30.00%
	毛利率 (%)	32.08%	33.10%	35.00%	35.00%
常规诊疗设备	收入(百万元)	22.0	30.4	76.1	114.1
	增速 (%)	24.84%	38.57%	150.00%	50.00%
	毛利率 (%)	49.68%	41.97%	45.00%	45.00%
其他	收入(百万元)	7.9	7.4	11.1	13.4
	增速 (%)	21.48%	-5.60%	50.00%	20.00%
	毛利率 (%)	42.88%	23.45%	25.00%	25.00%
合计	收入(百万元)	235.6	326.3	506.8	682.6
	增速 (%)	37.32%	38.52%	55.33%	34.67%
	毛利率 (%)	51.02%	53.41%	51.13%	52.68%

数据来源：国泰君安证券研究

表 6: 利润表 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	334	507	683	867
营业成本	158	248	323	421
营业税金及附加	4	5	7	9
营业费用	80	101	137	156
管理费用	42	51	68	87
财务费用	3	2	-2	-2
资产减值损失	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	46	100	150	197
营业外收入	11	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	57	100	150	197
所得税	10	17	25	34
净利润	47	83	124	164
少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司净利润	45	81	121	160
EBITDA	49	106	158	213
EPS (元)	0.34	0.61	0.91	1.20

数据来源：国泰君安证券研究

8. 估值与定价：询价区间 18.24~21.28 元

参考类似行业上市公司估值，8 家医疗器械公司 2010 PE、2011 PE 的平均值为 69、43。按照公司 2011 年 eps 的 30~35 倍 PE，询价区间为 18.24~21.28 元。参考近期创业板上市公司发行情况，我们认为公司首日涨幅在 10%~30%，若按照 30% 计算，价格能达到 23.72~27.67 元，对应 2011 PE 为 39~45。

表 7：公司与同类上市公司估值比较情况

证券代码	上市公司	2011 P E	2012 P E
002223.SZ	鱼跃医疗	65	42
002432.SZ	九安医疗	125	63
300003.SZ	乐普医疗	32	24
300030.SZ	阳普医疗	56	36
300206.SZ	理邦仪器	39	29
300246.SZ	宝莱特	45	35
600055.SH	万东医疗	70	53
600587.SH	新华医疗	64	37
平均值		69	43

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 8：近期创业板上市公司首日涨跌幅情况

代码	名称	上市日期	发行价格	首日涨跌幅 (%)
300269.SZ	联建光电	2011-10-12	20	12%
300270.SZ	中威电子	2011-10-12	35	27%
300268.SZ	万福生科	2011-9-27	25	16%
300266.SZ	兴源过滤	2011-9-27	26	15%
300267.SZ	尔康制药	2011-9-27	17.97	34%
300265.SZ	通光线缆	2011-9-16	14.38	27%
300262.SZ	巴安水务	2011-9-16	18	66%
300264.SZ	佳创视讯	2011-9-16	16.5	13%
300263.SZ	隆华传热	2011-9-16	33	-1%
300261.SZ	雅本化学	2011-9-6	22	22%
300260.SZ	新莱应材	2011-9-6	27	43%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

作者简介:

易镜明:

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

郑磊（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，保证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理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		