

2020年02月14日

麦迪科技：急诊&辅助生殖再造新“麦迪”

麦迪科技(603990)

麦迪科技成立于2009年，于2016年在A股上市。公司是一家以提供临床医疗管理信息系统(CIS)系列应用软件和临床信息化整体解决方案为核心业务的高新技术企业。

主要观点：

▶ 手术室业务下沉至二级医院将带来翻番营收潜力。

手术室信息化业务覆盖1600余家医疗机构，涵盖三甲医院超过400家。在国家驱动手术室布局下沉至二级医院的大背景下，手术室业务未来新增营收潜力具备翻番可能：截至2019年10月底，全国共有三级医院2671家，二级医院9410家，假设单医院的手术室业务价值仅为三级医院的1/3，但考虑到二级医院的数量至少是三级医院的3倍以上，手术中心的需求下沉将带来不低于传统业务的营收潜力是可以期待的。

▶ 急诊急救信息化系统将迎来爆发式增长。

国家卫健委两年内连发多项政策，要求建设区域化急诊急救中心。在武汉肺炎疫情的影响下，急诊诊疗的规范化议程有望加速，医护人员的安全保障、患者诊疗过程的安全化及感染最小化防控措施有望在全国各地加快落地。考虑到更大的客户基数效应，基于120救护车、各级医院急诊流程优化的潜在业务量的规模至少具备不低于传统业务量级的巨大潜力。

▶ 进军辅助生殖领域大市场，外延是主要选择。

玛丽医院可增厚麦迪科技年化净利润500万。考虑这一领域的市场潜力超过300亿营收，进入门槛较高，麦迪科技有望通过外延进一步提升盈利能力。

▶ **盈利及估值：**2019年-2020年归母净利润分别为0.71/0.82/1.03亿元，对应EPS分别为0.63/0.73/0.92元，按不同业务估值合计约65亿元，对应目标价57.80元，首次覆盖，给予“增持”评级。主要风险：业务推进进度低于预期、市场竞争加剧风险、系统性风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	268.68	284.28	355.35	444.19	555.23
YoY (%)	11.65%	5.80%	25.00%	25.00%	25.00%
归母净利润(百万元)	51.11	55.48	70.54	82.20	103.45
YoY (%)	13.06%	8.55%	27.15%	16.53%	25.84%
毛利率 (%)	73.72%	74.46%	75.00%	75.00%	75.00%
每股收益 (元)	0.45	0.49	0.63	0.73	0.92
ROE	11.78%	11.75%	12.99%	13.15%	14.20%
市盈率	91.90	84.67	66.59	57.14	45.41

资料来源：华西证券研究所，WIND

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
目标价格：57.80
最新收盘价：48.2

股票代码：603990
52周最高价/最低价：56.2/26.39
总市值(亿)：54.20
自由流通市值(亿)：53.98
自由流通股数(百万)：112.00



分析师：王秀钢

邮箱：wangxg1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519020001

联系人：李化

邮箱：lihua1@hx168.com.cn

联系人：张佳林

邮箱：zhangjl2@hx168.com.cn

分析师：郑敏宏

邮箱：zhengmh@hx168.com.cn

华西中小盘&计算机联合覆盖

相关研究

1. 长阳科技：国产化加速，3C反射膜国内翘楚
2020.02.04
2. 柏楚电子(688188.SH)激光切割控制系统的细分冠军，“中国倍福”起航？！
2020.02.03
3. 肺炎疫情进行时，短期交易冲击&确定性经济下行影响下的权益投资机会在何方？
2020.02.02

正文目录

1. 麦迪科技：基于手术室优势，拓辅助生殖&急诊蓝海.....	3
1.1. 手术室业务迎来下沉时间窗，未来 3-5 年具翻倍潜力.....	3
1.2. 急诊诊疗信息化进入爆发期，审慎考虑具翻倍增量空间.....	5
1.3. 以外延方式布局辅助生殖，单频高价业务打开新增长模式.....	6
2. 盈利预测与估值：增持评级，对应目标价格 57.80 元。.....	8
2.1. 盈利预测：2019-2021 年归母净利润 0.71/ 0.82/1.03 亿元.....	8
2.2. 估值：目标价格 57.80 元，目标市值 65 亿元，增持.....	8
3. 风险提示.....	9

图表目录

图 1 DoCare 临床信息系统产品	3
图 2 整体解决方案	4
图 3 公司产品典型案例	5
图 4 中国 IVF 取卵周期总数（万个）	7
图 5 中美辅助生殖服务渗透率	7
表 1 “五大中心”建设相关政策	6
表 2 试管婴儿牌照申请流程	7
表 3 截至 2017 国内辅助生殖牌照情况.....	7
表 4 盈利预测	8
表 5 可比公司及其估值	9

1. 麦迪科技：基于手术室优势，拓辅助生殖&急诊蓝海

1.1. 手术室业务迎来下沉时间窗，未来 3-5 年具翻倍潜力

麦迪科技成立于 2009 年，于 2016 年在 A 股上市。公司是一家以提供临床医疗管理信息系统(CIS)系列应用软件和临床信息化整体解决方案为核心业务的高新技术企业。目前，公司核心产品主要包括两大类：DoCare 系列临床医疗管理信息系统应用软件，其中包括麻醉临床信息系统、重症监护(ICU)临床信息系统、院前急救信息系统、血液净化信息系统和临床路径信息系统等；临床信息化整体解决方案，其中包括 Doricon 数字化手术室整体解决方案及正在推广的 Doricon 数字化病区和 Doricon 数字化急诊急救平台整体解决方案。

图 1 DoCare 临床信息系统产品



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

图 2 整体解决方案



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

手术室信息化业务覆盖 1600 余家医疗机构，涵盖三甲医院超过 400 家，以手术室信息化来贯穿形成患者侧的临床诊断大数据具备巨大的潜在价值。公司的主要客户为医院，经过多年的积累与沉淀，截至 2019 年 6 月末，公司终端用户已覆盖全国 32 个省份，超过 1,600 家医疗机构，其中三级甲等医院 400 多家。从患者就医场景的属性角度来分析：(1) 门诊主要面对轻症及常规检查人群，单人次的处方价值、治疗价值以及检验检测价值较低，门诊就医过程沉淀的患者端的临床数据是构成患者端个人临床诊断信息的重要组成部分。(2) 手术室主要面对急症阶段的高强度抢救过程，单人次的综合价值显著高于门诊，手术室诊疗过程生成的个人临床诊断信息是患者在病房治疗、出院后居家治疗恢复等过程的重要基础，具有非常高的临床数据引领价值。我们特别注意到，全国绝大部分三甲医院的手术室信息化集成均由麦迪科技完成，这主要基于公司创始团队的资源、研发等核心能力所保证，在可预见的将来，这种核心能力将长期得以延续。考虑三甲医院的综合业务属性及在卫生系统的核心枢纽地位，技术含量更高、治疗更急迫的治疗项目将率先在此类医院落地。

《国家卫生健康委办公厅关于开展社区医院建设试点工作的通知》中要求：“加挂社区医院牌子后，社区医院可以开展一级、二级手术，经评估达到二级医院水平的可以开展三级及以下级别手术。开展手术操作的社区医院应当设置手术室、麻醉科，病理诊断可由第三方机构或者医联体上级医疗机构提供服务。”手术麻醉系统在二级医院的加速普及，构成麦迪科技手术室业务新的增长动力：依据国家统计局信息中心的数据，截至 2019 年 10 月底，全国共有三级医院 2671 家，二级医院 9410 家。二级医院的手术室业务的落地路径有可能采取更加标准化的低价方案，可以假设单医院的手术室业务价值仅为三级医院的 1/3，但考虑到二级医院的数量至少是三级医院的 3 倍以上，手术中心的需求下沉将带来不低于传统业务的营收潜力是可以期待的，这一预期的实现有赖于麦迪科技在未来 3-5 年成为二级以上医院手术室的最大的供应商，我们对此持乐观态度。

图 3 公司产品典型案例



资料来源：招股说明书，华西证券研究所

1.2. 急诊诊疗信息化进入爆发期，审慎考虑具翻倍增量空间

以手术室业务为基础，进阶 ICU 的路径清晰可行。(1) 重症加强护理病房 (Intensive Care Unit, 又称加强监护病房综合治疗室) 即 ICU, 是为重症或昏迷患者提供隔离场所和设备, 提供最佳护理、综合治疗, 术后早期康复等服务的病房。它能把危重病人集中起来, 在人力、物力和技术上给予最佳保障, 以期得到良好的救治效果。ICU 是随着医疗、护理、康复等专业的共同发展、新型医疗设备的诞生和医院管理体制的改进, 而出现的一种集现代化医疗、护理、康复技术为一体的医疗组织管理形式。(2) ICU 的治疗设备更加综合, 信息化集成难度远高于一般的手术室, 是三甲医院中最具技术含量的诊疗场所, 是危急患者生命抢救的重要保障, 简单测算单一 ICU 的综合业务价值远远高于普通的手术室, 结合 ICU 和普通手术室的数量配比, 我们判断单一医院 ICU 的综合业务价值至少可以达到手术室业务一半以上的业务价值。

以医院手术室业务为基础, 打通 120 救护车及急诊场景, 有望带来客户下沉及新增业务共同驱动的新市场, 较传统业务具翻倍空间。(1) 120、急诊是患者急救的重要场所, 实现 120 救护车中的诊断及手术模块的集成, 将实现患者抢救阶段的有效前移, 为患者生命救治带来更及时的时间窗。(2) 区县级综合医院, 尤其是县城的中心医院承担辖区居民的救治中心职能, 120 及急诊的业务下沉将带来远比三甲医院更大的客户数量。(3) 在武汉肺炎疫情的影响下, 急诊诊疗的规范化议程有望加速, 医护人员的安全保障、患者诊疗过程的安全化及感染最小化防控措施有望在全国各地加快落地。考虑到更大的客户基数效应, 基于 120 救护车、各级医院急诊流程优化的潜在业务量的规模至少具备不低于传统业务量级的巨大潜力。

多项政策明确“五大中心”建设任务, 急诊信息化加速在即。2018 年 1 月, 国家卫健委发布《关于印发进一步改善医疗服务行动计划 (2018-2020 年) 的通知》, 明确“五大中心”的建设任务, 即胸痛中心、为重孕产妇救治中心、危重新生儿救治中心、脑卒中中心和创伤中心。政策主要针对两类人三类病, 两类人即高危孕产妇、高危婴幼儿; 三类病即脑梗、心梗和创伤, 三种可能导致迅速死亡的疾病。公司业务可对接卫健委信息系统、救护车信息化改造、医院急诊急救信息系统等几方面。各省

市对“五大中心”建设的具体落实情况有所区别。2020 年年底，全国三级医院将完成较为完善的“五大中心”建设，二级医院将于 2022 年前完成建设。

表 1 “五大中心”建设相关政策

政策	发布机构	发布时间	主要内容
《胸痛中心建设与管理指导原则(试行)》	原国家卫计委	2017.11	二级以上医院建立胸痛中心
《关于印发进一步改善医疗服务行动计划(2018-2020 年)的通知》	原国家卫计委	2018.1	建立预约机制，建设五大中心
《危重孕产妇救治中心建设与管理指南》和《危重新生儿救治中心建设与管理指南》	原国家卫计委	2018.1	省级应当建立若干危重孕产妇救治中心，市、县两级均应当建立至少 1 个危重孕产妇救治中心。
《关于进一步加强脑卒中诊疗管理相关工作的通知》	国家卫健委	2018.4	组建基地医院、三级医院卒中中心牵头，急救中心、康复医疗机构、社区卫生服务机构共同参与的医疗联合体。
《关于进一步提升创伤救治能力的通知》	国家卫健委	2018.7	二级及以上综合医院要设置创伤中心
《创伤中心建设与管理指导原则(试行)》	国家卫健委	2018.7	创伤中心建设标准
《2019 年深入落实进一步改善医疗服务行动计划重点工作方案》	国家卫健委	2019.3	力争到 2020 年，各地逐步建立起基于“五大中心”的急危重症患者救治体系和院前院内信息共享网络，实现急危重症患者医疗救治快速、高效、高质量。

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

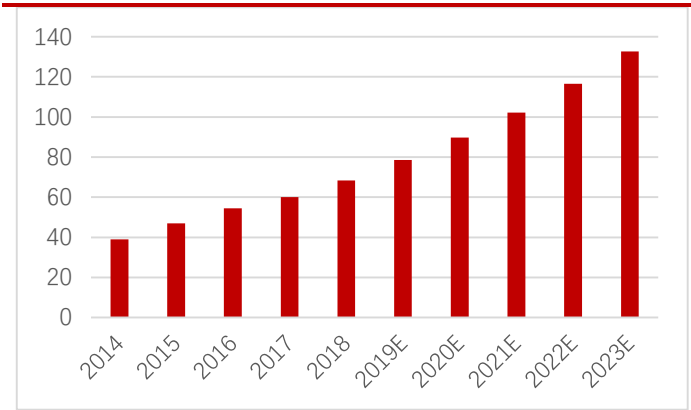
1.3. 以外延方式布局辅助生殖，单频高价业务打开新增长模式

收购玛丽医院，每年承担 1000 个周期的 IVF，增厚麦迪科技净利润 500 万元。
2019 年 9 月 27 日，麦迪科技公告收购玛丽医院：以现金人民币 3,886.2 万元收购海口玛丽医院有限公司 51% 的股权。本次收购完成后，玛丽医院将成为公司的控股子公司。玛丽医院成立于 2011 年，是一家现代化民营专科医院，技术力量主要体现在生殖医学科、妇科和男科三大领域，玛丽医院在 2016 年 4 月 28 日经省卫生计生委准予正式运行开展人类辅助生殖技术：夫精人工受精(AIH)技术、体外受精-胚胎移植(IVF-ET)和卵胞内单精子显微注射技术(ICSI)。单次 IVF 的综合价值在 40000 元左右，单一医院的产能大约是 1000 个周期，据此测算玛丽医院的年化营收 4000 万元，假设净利润率 25%，玛丽医院的年化净利润 1000 万元，考虑 51% 的股权收购，在不增加玛丽股权及新增外延收购的情推后况下增厚净利润 500 万元。

二胎政策&生育年龄延后助推 IVF 未来复合增速达 14%以上，300 亿以上市场潜力。2018 年中国进行 IVF 取卵周期约 68.4 万个，近五年 CAGR 为 15.1%，预计 2023 年达到 132.6 万个，未来五年 CAGR 达到 14.2%。2018 年中国辅助生殖市场规模达到

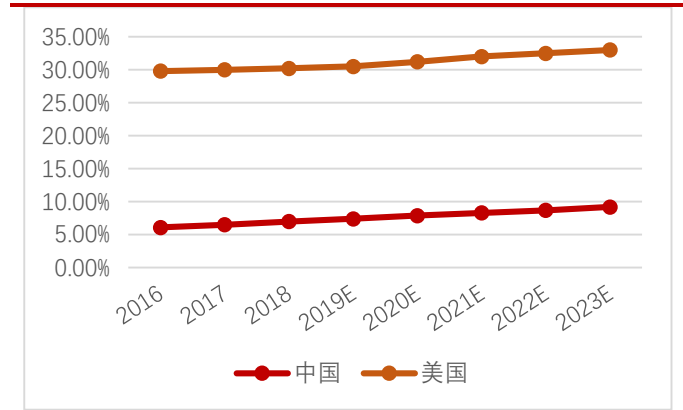
252 亿元，按照上述假设，2020 年这一市场的规模超过 320 亿元。IVF 之所以保持较高的增长态势，主要驱动因素包括：(1) 二胎政策普及，城市高收入家庭生育意愿释放拉动；(2) 伴随社会经济进步导致的女性生育年龄延后引致的生育难度加大等对 IVF 的拉动。

图 4 中国 IVF 取卵周期总数 (万个)



资料来源：产业信息网，华西证券研究所

图 5 中美辅助生殖服务渗透率



资料来源：产业信息网，华西证券研究所

过审难度大，牌照稀缺，外延收购将成为重要增长路径。2007 年监管权力下放至省级卫计委，但审批仍较为严格。试管婴儿牌照获取难度大且申请周期时间长，对医院、医生、技术和质量层面都有着较高的标准。截至 2017 年，我国经批准开展人类辅助生殖技术的医疗机构共 451 家，其中民营医疗机构仅 41 家。试管婴儿牌照中，能提供常规 IVF-ET 和卵胞浆内单精子显微注射技术的机构 327 家，能提供植入前胚胎遗传学诊断技术的机构仅 40 家。我们预计，在成功收购玛丽医院以后，麦迪科技有望加快在全国范围内加快外延收购布局。在收购方式上，公司有望采取两阶段收购进而拉长业绩对赌期等方式来降低商誉并持续绑定核心技术团队的效果。

表 2 试管婴儿牌照申请流程

环节	内容
论证、评审	省卫健委组织专家论证；场地建设、人员培训完成后（半年至一年内），由国家卫健委专家组评审
试运行	评审通过后，试运行一年；如果评审不通过，继续筹建国家卫健委专家对试运行进行复评，通过后正式运行，不通过则再试运行一年
申请试管婴儿资质	人工授精正式运行后，才能申请试管婴儿资质
检验	每 2 年进行一次校验，不通过即被暂停
申请 PGD/PGS 资质	试管婴儿运行 4-5 年后，才可申请 PGD/PGS 资质

资料来源：产业信息网，华西证券研究所

表 3 截至 2017 国内辅助生殖牌照情况

	试运行	限期整改	正式运行	总计
常规体外受精-胚胎移植技术	41		286	327

夫精人工授精技术	44	4	401	449
供精人工受精技术	11		49	60
卵泡浆内单精子显微注射技术	41		286	327
植入前胚胎遗传学诊断技术	14		26	40

资料来源：产业信息网，华西证券研究所

2. 盈利预测与估值:增持评级，对应目标价格 57.80 元。

2.1. 盈利预测：2019-2021 年归母净利润 0.71/ 0.82/1.03 亿元

麦迪科技是医疗信息化龙头企业，其核心业务麻醉系统下沉二级医院，“五大中心”建设将其带来比原有业务多一倍的市场空间，另外，外延的辅助生殖领域业务逐渐增加周期数，两项业务预计会带来营业收入每年 25%的增量。我们预计 2019-2021 年，营业收入分别为 3.55/4.44/5.55 亿元，分别对应归母净利润为 0.71/0.82/1.03 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.73/0.92 元。

表 4 盈利预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	284.28	355.35	444.19	555.23
增速	5.80%	25%	25%	25%
归母净利润（百万元）	55.48	70.54	82.20	103.45
增速	8.55%	27.15%	16.53%	25.84%
EPS（元）	0.49	0.63	0.73	0.92

资料来源：wind，华西证券研究所

2.2. 估值：目标价格 57.80 元，目标市值 65 亿元，增持

麦迪科技是一家专注于医疗信息化的企业，故可以选择卫宁健康、创业慧康、久远银海、万达信息作为可比公司。可比公司 2019-2021 年平均 PE 估值为 38.18/28.19/21.67 倍。考虑麦迪科技的市值较小，布局的 IVF 以及急诊信息化等业务具有良好的发展前景，我们对麦迪科技进行分步估值：（1）传统手术室信息化业务对应的净利润稳定在 5000 万上下，参考卫宁健康 2020 年的估值，给予其 60 倍估值，对应市值 30 亿元。（2）考虑到麦迪科技已经投入大量研发完成或者正在积极推进急诊、ICU、救护车的信息化布局，2022 年前完成落地，这些业务的潜力显著大于传统手术室业务，基于公司良好的三甲医院客户基础，我们对这类业务的发展前景持乐观态度，考虑到业务尚未实现实际规模化拓展，暂给予传统业务 1/2 的目标市值，对应 15 亿元；（3）收购玛丽医院布局 IVF，2019 年可实现增厚年化净利润 500 万元，考虑进一步的股权收购，2020 年单体辅助生殖医院可以增厚的利润上限大约在千万量级。考虑巨大的市场潜力及成功的可能性，整体给予此类业务 20 亿元目标市值，暗含公司能够实现 2-3 个玛丽医院的实际运营假设。（4）考虑到大部分医疗信息化公司被保险公司等举牌，实现与保险主业的协同布局，麦迪科技基于手术室等实现的信息化共

享集中于临床诊疗流程、患者诊疗信息，在患者疾病管理运营领域具有潜在延伸的空间，若公司可以成功引入保险公司等战略投资者，业务场景及盈利模式有提升的可能性。(5) 整体给予麦迪科技 65 亿市值目标价，对应股价 57.80 元，首次覆盖，增持评级。

表 5 可比公司及其估值

证券代码	证券简称	总市值	收盘价	2018P/E	2019P/E	2020P/E	2021P/E
300253	卫宁健康	182.02	11.20	60.11	57.08	41.79	31.30
300451	创业慧康	92.14	12.63	28.70	27.91	21.95	17.02
002777	久远银海	44.50	19.68	28.52	28.63	21.99	17.08
300168	万达信息	126.55	11.49	53.55	37.18	25.58	20.16
平均				43.21	38.18	28.19	21.67

资料来源：wind，华西证券研究所，以 1 月 20 日收盘价为准

3. 风险提示

因麻醉系统建设或“五大中心”建设过快或过慢导致的业绩不及预期风险、市场竞争导致业绩低于预期的风险、系统性风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	284.28	355.35	444.19	555.23	净利润	55.06	70.27	81.84	102.96
YoY (%)	5.80%	25.00%	25.00%	25.00%	折旧和摊销	12.08	0.00	0.00	0.00
营业成本	72.59	88.84	111.05	138.81	营运资金变动	-34.20	39.57	-46.64	-38.24
营业税金及附加	5.94	7.13	9.02	11.28	经营活动现金流	48.67	109.84	35.20	64.72
销售费用	64.60	83.11	102.82	128.58	资本开支	-15.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	47.47	42.64	53.30	66.63	投资	60.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	4.55	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	30.71	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	12.43	0.00	0.00	0.00	股权募资	1.21	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.03	0.00	0.00	0.00	债务募资	33.44	-103.75	0.00	0.00
营业利润	60.47	76.77	89.46	112.60	筹资活动现金流	8.62	-103.75	0.00	0.00
营业外收支	-0.04	0.00	0.00	0.00	现金净流量	88.00	6.09	35.20	64.72
利润总额	60.44	76.77	89.46	112.60					
所得税	5.37	6.49	7.62	9.64	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	55.06	70.27	81.84	102.96	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	55.48	70.54	82.20	103.45	营业收入增长率	5.80%	25.00%	25.00%	25.00%
YoY (%)	8.55%	27.15%	16.53%	25.84%	净利润增长率	8.55%	27.15%	16.53%	25.84%
每股收益	0.49	0.63	0.73	0.92	盈利能力 (%)				
					毛利率	74.46%	75.00%	75.00%	75.00%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	19.37%	19.78%	18.43%	18.54%
货币资金	168.60	174.69	209.89	274.61	总资产收益率 ROA	7.74%	10.01%	9.95%	10.57%
预付款项	1.76	1.85	2.47	3.07	净资产收益率 ROE	11.75%	12.99%	13.15%	14.20%
存货	30.11	19.98	26.77	33.87	偿债能力 (%)				
其他流动资产	253.81	245.52	323.98	404.58	流动比率	1.89	2.79	2.85	2.89
流动资产合计	454.28	442.03	563.11	716.13	速动比率	1.75	2.66	2.70	2.74
长期股权投资	29.35	29.35	29.35	29.35	现金比率	0.70	1.10	1.06	1.11
固定资产	221.33	221.33	221.33	221.33	资产负债率	34.03%	22.91%	24.30%	25.62%
无形资产	8.05	8.05	8.05	8.05	经营效率 (%)				
非流动资产合计	262.93	262.93	262.93	262.93	总资产周转率	0.42	0.50	0.58	0.62
资产合计	717.21	704.96	826.04	979.06	每股指标 (元)				
短期借款	103.75	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.49	0.63	0.73	0.92
应付账款及票据	44.30	38.80	51.29	64.11	每股净资产	4.20	4.83	5.56	6.48
其他流动负债	92.71	119.43	146.18	183.42	每股经营现金流	0.43	0.98	0.31	0.58
流动负债合计	240.76	158.24	197.47	247.53	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	3.29	3.29	3.29	3.29	PE	84.67	66.59	57.14	45.41
非流动负债合计	3.29	3.29	3.29	3.29	PB	7.82	7.19	6.24	5.36
负债合计	244.06	161.53	200.77	250.83					
股本	80.63	80.63	80.63	80.63					
少数股东权益	0.80	0.53	0.17	-0.32					
股东权益合计	473.16	543.43	625.27	728.24					
负债和股东权益合计	717.21	704.96	826.04	979.06					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

王秀钢：中小成长及科创板首席分析师，北京大学硕士研究生学历，具备丰富的证券投研卖方和买方研究经验，擅长成长股的基本面梳理和投资价值判断。

李化：中小成长和科创板助理分析师，厦门大学、Massachusetts General Hospital/Harvard Medical School 联合培养理学博士，具有多年核药物、分子影像研究经历。

张佳林：中小成长及科创板分析师，中国人民大学金融硕士毕业，具备多年实业工作经验及丰富的证券研究经验。

郑敏宏：中小成长及科创板助理分析师，北京大学计算机硕士。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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