

羚锐股份

600285

增持/ 首次评级

股 价	2009/07/21
RMB8.58	

基础数据

总股本（百万股）	201
流通 A 股（百万股）	201
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1722

财务数据

市净率 (X)	3.09
TRACING P/E (X)*	104.74
EPS (元)	0.04
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

打造国内透皮贴剂药物专家

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E
营业收入(百万元)	423.2	96.2	508	609
(+/-%)	-18.7	35.4	20	20
归属母公司净利润(百万元)	10.5	7.2	46	62
(+/-%)	-84.9	501.9	341	35
EPS(元)	0.05	0.04	0.23	0.31
P/E(倍)	164.4	240.7	37.3	27.7

■ 核心观点：公司着力打造国内透皮贴剂药物专家，发展战略已经清晰；在不考虑芬太尼项目的情况下，现有业务能够提供 7.75-9.3 元的安全边际，而芬太尼缓释贴剂一旦投产，其良好的盈利前景有望打开公司股价想象空间。鉴于该项目给公司基本面带来的积极变化，我们给予公司增持评级。

■ 公司现有业务结构中，主导产品通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏均为过亿的产品，在止痛贴剂领域拥有 16% 以上的市场份额，是公司稳定的现金流和主要利润来源；而信阳分公司则依赖培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、胃疼宁片等独家产品成为公司近两年新的利润增长点。

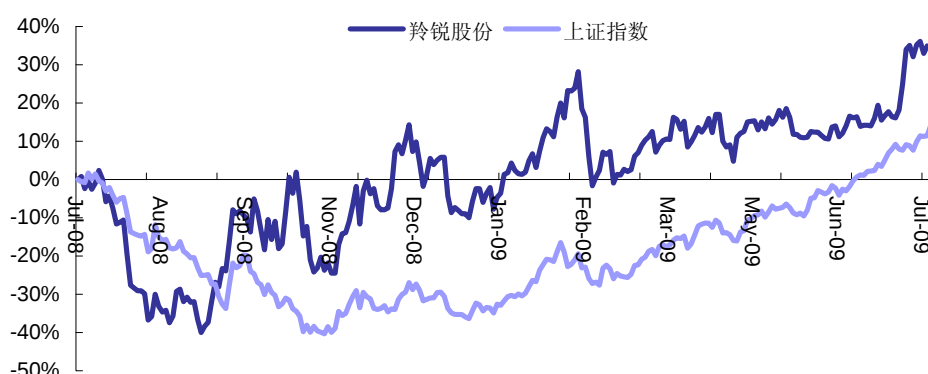
■ 在不考虑芬太尼透皮贴剂项目情况下，公司现有业务在 2009、2010 年分别实现 4617、6238 万元，EPS 分别 0.23、0.31 元，给予 25-30X2010PE，一年内合理估值为 7.75-9.3 元左右，是公司近期股价安全边际所在。

■ 芬太尼贴剂是缓释产品中的重磅药物，年销售规模超过 10 亿美元，主要用于肿瘤病人止痛，市场潜力巨大，盈利前景非常乐观。相比较国际医药巨头强生公司的储库型产品，公司骨架型产品具有更强的技术优势，我们判断公司有望在该市场有望后来居上，成为其中的翘楚。

■ 股价催化剂：1、中报、年报业绩大幅度增长；2、芬太尼贴剂项目行政审批各环节顺利获批进展公告。

■ 主要风险：芬太尼项目进展具有不确定性，可能落后预期，短期内无法为公司贡献利润。

最近 52 周股价表现



分析师
谷方庆
+755-82492810
gufq@lhqz.com

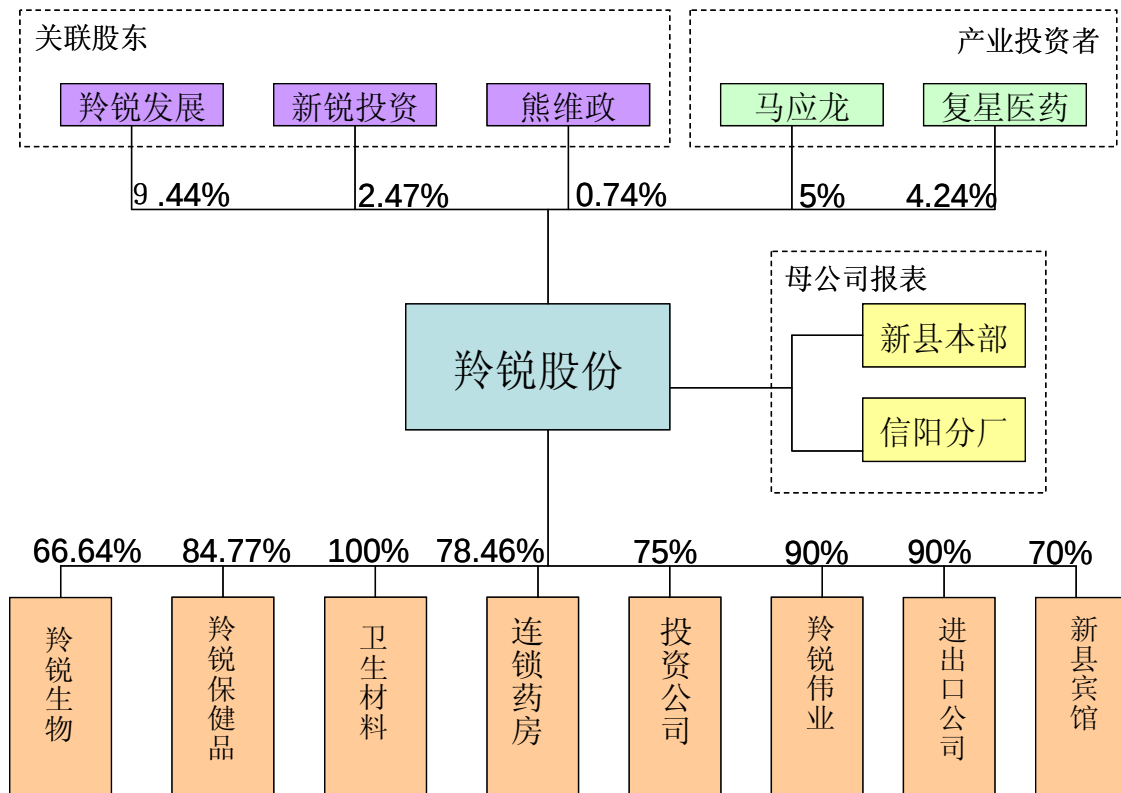
公司概况

公司前身为河南信阳羚羊山制药厂，1996 年改制为股份公司并于 2000 年 9 月实现上市。经股本扩张及股权分置改革后，现总股本 20072 万股，其中大股东为河南新县财政局控制的信阳羚锐发展有限公司，占股权 9.44%，其他股东股权均低于 5%，股权结构较为分散。

除此外，公司部分高管熊维政、张军兵等，直接持有公司部分股权。由于公司董事长熊维政先生兼任羚锐发展及第四大股东新锐投资的法人代表，从而三方成为关联方的一致行动人。

值得关注的是，马应龙、复星医药从产业投资的角度均介入过公司，持股均一度接近 5%，即将触发举收购，但都因为无法获得控股权而最终放弃。

图 1：公司股权和业务结构



资料来源：公司年报公告

公司业务结构简单清晰，收入和利润主要来源在母公司，主要包括新县本部、信阳分厂；8 家控股子公司，羚锐生物、羚锐保健品两家从事生产性业务，其余 4 家公司为研发、医药商业、宾馆、地产等领域，对利润贡献不大。08 年投资公司证券投资亏损 1300 万，是公司当年利润大幅度下降的主要因素，但 09 年该公司不再被允许证券投资，风险因素消除。

公司是国内膏药领域的领先者，拥有橡胶膏剂、片剂、胶囊剂等十余种剂型二百余种产品，其中包括通络祛痛膏（骨质增生一贴灵）、壮骨麝香止痛膏、胃疼

宁片、培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊等独家产品及国家中药保护品种和国家医保药品，具有非常高的品牌知名度，在贴剂市场份额一度高达 20%。

表 1：国内主要贴剂公司

公司	收入规模	主导产品	应用领域	市场份额
羚锐股份	4.2 亿	通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏	骨科、止痛	16%
奇正药业	3.5 亿	奇正消痛贴	外用止痛	20%
天和药业	2.5 亿	天和骨通贴	外用止痛	13%
亚宝药业	12.5 亿	小儿肚脐贴	小儿止痛	-

资料来源：联合证券研究所整理

公司未来战略清晰，欲打造为国内透皮贴剂药物专家

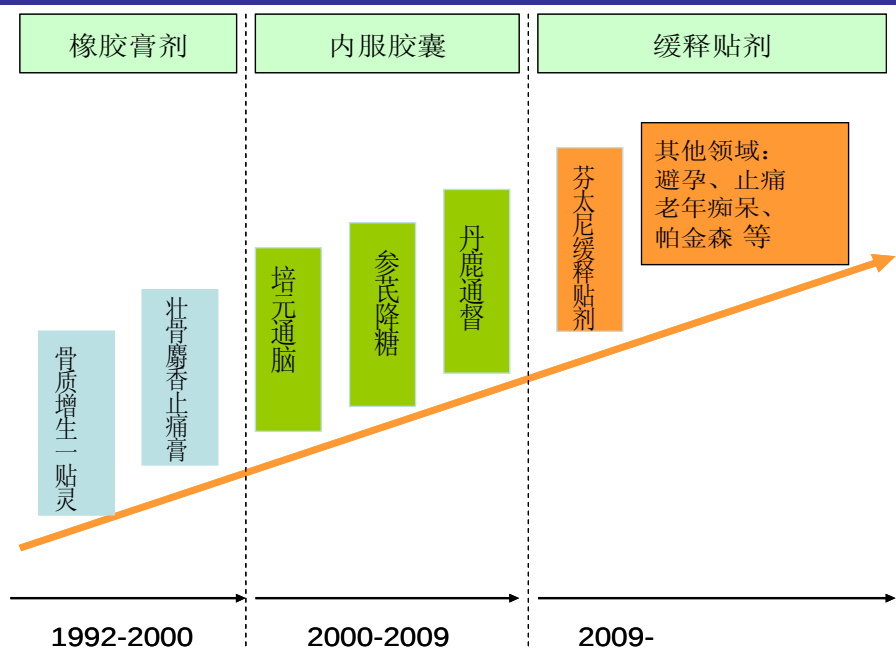
综观公司发展历程，上世纪 90 年代，公司依赖在贴剂领域深厚的技术实力，开发了老一代膏药剂，成为贴剂市场的领先者，主导产品为通络祛痛膏(骨质增生一贴灵)和壮骨麝香止痛膏，在该领域享有极高的声誉。

2000 年借上市之机，公司进入内服药物开发领域，涉入心脑血管领域，信阳分公司成为主角，主导产品培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊、胃疼宁片、丹鹿通督片等，剂型主要为胶囊、片剂，其中前三个为公司独家品种。

2008 下半年，赵志军接任公司总经理后，进一步明确公司未来发展战略是要打造为国内透皮贴剂药物专家，重新整合了公司研究技术力量，与中药研究所、北京化工大学等研究机构组建了经皮给药制剂工程技术研究中心，搭建一个更高的透皮吸收技术科研平台，开发研制新的透皮吸收剂型产品。

历经 7 年的考察后，公司决定从德国引进芬太尼缓释贴剂项目，公司希望借助该项目，将公司逐步带入贴剂高端市场，尤其是缓释贴剂，实现产业升级。目前在研究的缓释产品储备覆盖避孕、老年痴呆、帕金森等多个领域。

图 2：公司产业升级路线



资料来源：公司年度报告

缓释技术是指在一个特定的体系内，采取某些措施来减小某种活性制剂的释放速度，从而在某段时间内，体系中的活性制剂可以维持有效浓度。

从国际药物开发的潮流与趋势来看，缓释技术已经成为非常重要手段，它最大的优势在于使用更方便，感觉更舒适，药物避免了肠胃消化灭活，疗效更强，作用时间更长，可以有效解决活性制剂释放速度快、有效作用时间短的问题，是医药开发中的热点和亮点。

目前，国际上已经拥有大量缓释产品，缓释贴剂其中最重要也最常见的一种产品，如芬太尼贴剂、透皮避孕贴剂、酮洛芬缓释贴剂、硝酸甘油贴膜等。

表 2：国际上部分缓释贴剂处方药情况

药品	商品名	应用领域	最高销售额
芬太尼	Duragesic	疼痛	21 亿美元
尼古丁	Nicderm	戒烟	10 亿美元
硝酸甘油	Nitro-Dur,Nicontro	心血管	8.2 亿美元
乙基雌二醇	Ortho Evra	避孕药	3.8 千万美元
雌二醇	Climara,Combipath	更年期综合症	3 亿美元
可乐丁	Catapres TTS	高血压	2.6 亿美元
睾酮	Tesderm TTS	性冷淡	5 千万美元
利多卡因	Liderm	麻醉	6 千万美元

资料来源：IMS，联合证券研究所整理

膏剂是公司稳定的现金流，信阳分公司是近期盈利增长点

08 年下半年公司管理层变更，赵志军等新的管理层对公司做了新的发展规划，对公司经营做了一系列调整，秉承“稳中求进”的经营策略。从目前的情况看，调整还是比较有成效，2009 年一季度主营业务收入和利润均出现明显增长，其中收入同比增长 35%，净利润同比增长超过 500%。

利润增长表现优异，系去 08 年雪灾因素影响销售及计提存货损失导致基数过低。但总体上我们保守估计，公司未来有望维持 20%左右的增长速度，业务经营趋于常态。

图 3：公司收入和利润情况

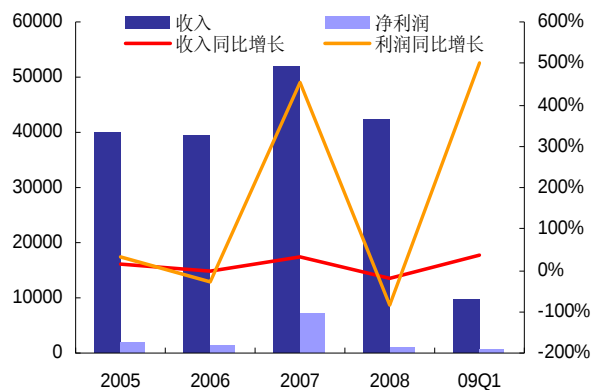
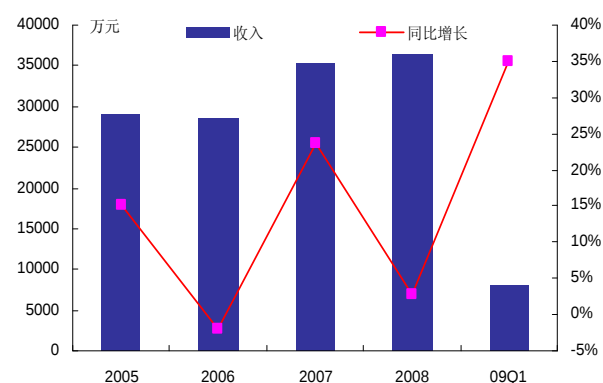


图 4：母公司收入和净利润增长情况



数据来源：公司年报

注：公司 2008 年合并报表范围减少导致合并收入大幅度减少

未来两年的主要任务依然是内部经营效率的提升和改善，重心是下面两个事业部：透皮、内服；以事业部的运行模式实现稳步增长，主要考核方式是独立核

算利润，以收入和利润增长为目标。

本部透皮膏药：稳定增长的现金流

主要是通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏，为现金牛产品，年收入 2.4 亿左右，其中骨质增生一贴灵收入约 1 亿，壮骨麝香止痛膏系列产品 1.2 亿；年贡献利润约 3-4000 万左右，是公司稳定的现金流产品。

公司产品主要定位在中低端市场，竞争对手有天合、奇正；奇正走的是高端市场，销售途径在医院；公司主战场在 OTC，和天合正面竞争。

据统计，过去五年，外用止痛药物保持了 17%~20% 的年增长率。我们判断，该类产品有望维持行业 15-20% 的平均增长速度。

内服事业部（信阳分公司）：潜在的利润增长点

内服事业部是公司新的利润增长点，09 年收入增长很快，预计 09 年有望实现近亿的收入规模，可贡献利润 600-800 万；08 年同期只有 3-4 千万。

增长动力主要是来自三个保护品种：培元通脑胶囊、参芪降糖、胃疼片，主要定位在心脑血管领域，市场需求非常大。

往年一直在河南本地区域市场销售，自 2008 年开始尝试营销改革，逐步走出河南区域市场，加大外区域市场的开发力度，从而显示出非常大的增长潜力。我们预计未来三年该事业部希望能做到 2-3 个亿左右的收入，2000 万以上的利润。

表 3：公司主要产品概况

类别	产品	功效	应用领域	销售规模
贴剂	通络祛痛膏	活血通络，散寒除湿、消肿止痛。用于腰部、膝部骨性关节炎。	骨科腰腿痛	1 亿
	壮骨麝香止痛膏	祛风湿，活血止痛。用于风湿关节，肌肉痛，扭伤。	活血止痛	1 亿 2
内服	培元通脑胶囊	减轻脑缺血动物的脑水肿、缩小脑梗塞范围，改善动物的行为活动和病理组织学的损伤程度。用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证。	脑血管	合计接近 1 亿
	参芪降糖胶囊	益气养阴、滋脾补肾。主治消渴症，用于 II 型糖尿病	糖尿病	
	胃疼宁片	制酸、止痛。用于胃脘胀满，胃寒疼痛，嗳气吞酸，消化性溃疡。	胃药	

资料来源：公司年报公告

芬太尼透皮贴剂项目助推公司产业升级

芬太尼透皮贴剂，重磅炸弹产品，意义非凡

芬太尼主要用途为手术麻醉，是麻醉主要品种。其后美国强生开发了缓释贴剂并于 1991 年正式上市，用于肿瘤病人中度到重度慢性疼痛治疗，镇痛效力为吗啡的 80 倍。芬太尼透皮贴剂的作用时间可达 72 小时，避免了血药浓度形成峰顶和峰谷的波动，减少不良反应的发生，改善镇痛效果，对肿瘤患者的疼痛具有良好的治疗作用，受到市场和病人的热烈欢迎。

应用范围的变化使得该产品成为透皮释药系统中首屈一指的重磅产品，其最高年销售金额达 16 亿美元，目前该专利已经在 2007 年过期，2008 年强生公司

的产品年销售金额仍超过 10 亿美元。

表 4：缓释贴剂与口服制剂的优势比较

比较项目	缓释贴剂	口服制剂
血药浓度	无峰谷波动，血药浓度稳定在有效治疗范围	峰谷现象
作用时间	一次给药可持续 72 小时	一次给药作用 4-6 小时
肝脏首过作用	无	药物被肝脏首过作用截留破坏
食物等外界条件	无影响	分解药物
安全性	随时给药或停药	循环一个周期后方可给药
给药次数	明显减少（可三天一剂）	一日 2-3 次
方便性	随时随地随处给药	需要辅助条件

资料来源：联合证券研究所整理

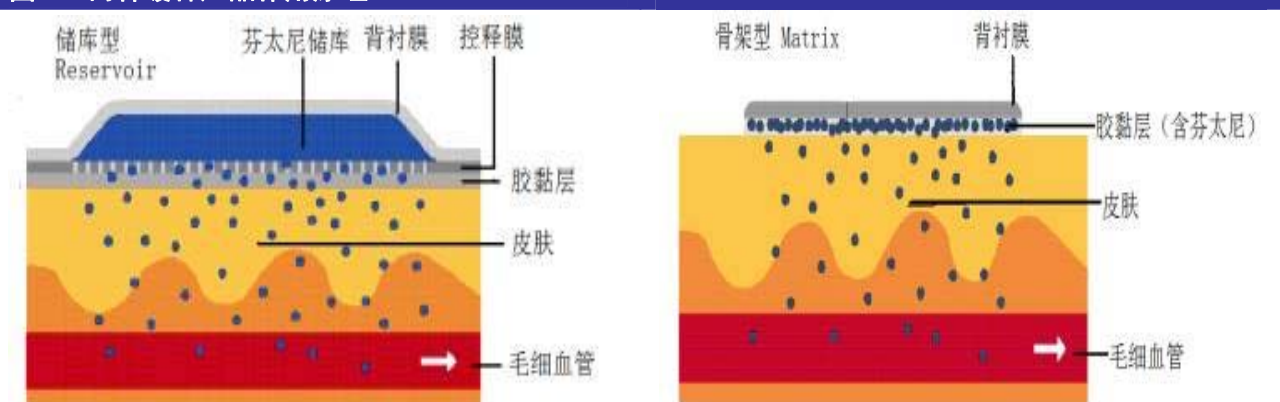
在国内，肿瘤已经成为居民非正常死亡的头号杀手，每年发病率达 127/10 万人口，每年新增肿瘤病人 160-200 万，肿瘤患者总数超过 700 万，每年死于恶性肿瘤人数达 140 万人，其中 80% 肿瘤病人存在不同程度的疼痛，30% 左右的癌症病人身上存在难以忍受的剧烈疼痛，晚期癌症疼痛的发生率更是高达 60%~90%，肿瘤病人对疼痛药物的市场需求非常巨大，但国内止痛药物主要是吗啡、杜冷丁等，该类药物由受到国家的严格管制而难以推广。我们判断，安全性高、疗效好而又使用方便的贴剂将成为止痛药物的主流。

公司技术更为先进，拥有比较优势，盈利前景可观

芬太尼缓释透皮贴剂，从缓释技术上看，主要有两类产品：储库型、骨架型。储库型其原理在于药物被控释膜包裹成储库，由控释材料控制释放速度，主要生产公司为美国强生，而骨架型则是把药物溶解或均匀分散在聚合物骨架中，分散连续扩散，主要生产公司为德国莱普泰克。

从十多年的应用历史来看，储库型产品存在某些缺陷，有效成分芬太尼有一次性释放的可能，释放过量导致病人副反应严重，严重者可能出现窒息乃至死亡，故某些批次产品一度被 FDA 召回，曾经有过上百例因副反应导致死亡的报道。

图 5：两种缓释产品作用原理



资料来源：联合证券研究所整理

表 5：两种缓释技术的优劣比较

比较项目	骨架型	储库型
释放原理	药物被控释膜包裹成一个储库，一次连续释放	药物溶解或均匀分散在聚合物骨架中，分散连续扩散
安全问题	一次释放可能过量泄露导致副反应死亡，有被 FDA 召回先例	安全性高，未见副反应死亡报道
剂量突释可能性	大	小
国际代表企业	美国强生	德国莱普泰克
销售额	10 美元以上	1.7 亿欧元以上
国内企业	西安杨森、常药四厂	羚锐股份
价格策略	100 元/贴	预计 50 元/贴

资料来源：联合证券研究所整理

公司历经 7 年考察后，确定从德国引进该技术专利产品，该产品为骨架型，为技术改进后产品，将一次释放分解为多次释放，能够有效解决安全性问题，避免释放过量导致的副反应问题，到目前为止没有出现副反应导致死亡的案例。2006 年该产品在欧洲市场销售收入 1.7 亿欧元。

根据合作协议，公司拥有在大陆地区唯一生产和销售权利，目前公司已经支付前期技术转让费用，项目土建已经动工预计于 9 月底完成土建工程，设计产能为 5000 万贴/年。

目前国内销售的有西安杨森、常药四厂，但都为储库型。目前常药的销售规模不大，西安杨森是该领域的主要力量，销售规模在 1 亿左右，是强生产品在国内的代理销售。

目前西安杨森产品在国内的销售价格在 100 元/贴左右，我们预计未来公司产品将采取跟随策略，共同开发市场，但价格上可能会具备比较大的优势。我们假定终端定价在 50，出厂价假定在 30，销售净利润 30% 左右，做盈利预测敏感性分析。分析显示，该项目在合适的价格策略下，能够对公司形成良好的盈利前景，能够显著提升公司 EPS 水平。

表 6：盈利前景情景分析

产量（贴）	价格（贴）	销售净利率	净利润（亿）	EPS 贡献
1000	30	30%	0.90	0.45
3000	25	25%	1.88	0.94
5000	20	20%	2.00	1.00

资料来源：联合证券研究所整理

主要风险和不确定性因素：

1、芬太尼贴剂销售可能慢于预期，目前国内医生依然习惯用注射剂来止痛，用药习惯的改变可能存在相当的难度，未来三年内对业绩的贡献不明确；但我们认为，从国外的实践情况来看，贴剂是止痛药物的主流，国内市场向国外模式靠拢可能成为一种趋势；

2、芬太尼贴剂项目的产业化存在行政审批程序，任何一环节的拖延都可能影响项目盈利的时间，主要表现在：

A、麻药企业资格申请需要审批，目前公司已经获得该资格；

B、麻药生产基地具备严格的管理，土建工程预计 9 月份完工，顺利的话也要年底可获得生产许可；

C、引进的药品，可能需要做临床实验，时间比较漫长，乐观估计也要3年，这是最大的不确定性所在；

我们从相关机构了解，由于产品只是改变药物释放技术，按六类新药注册审批，有存在免临床的可能性。目前公司也在积极准备报批材料；顺利的话应该能在8个月工作期内获得批复，在2010年上半年形成销售。对该事项，我们建议投资者尤其需要紧密跟踪。

证券投资是公司利润调节器

证券投资在2007年曾经是公司利润主要来源，但经历2008年的大幅度亏损后，证券活动已经明显收缩。

目前，公司在证券市场上的活动主要是两块：

一是公司本部小规模参与二级市场投资，规模控制在2000万以内；一季度投资亏损460万，主要是清理08年高成本买入的中国石油、城投控股等股票，主要保留了大连友谊，我们预期该部分投资全年有望实现盈利；

二是公司历史上持有的武汉健民部分股权，约780万股，持有成本约4.34元/股，目前武汉健民的市场价格约10元/股，若全部变现有望实现4400左右的投资收益，成为公司利润的重要调节器。对该部分股权，公司尚无明确处理方案，但不排除择机出售的可能。

盈利预测与投资建议

我们认为，公司未来的价值应考虑两个部分：一是现有业务能否持续盈利，能提供多高的安全边际；二是，芬太尼贴剂项目的价值该如何评判。

总体上，对现有业务的判断我们认为，公司本部能够维持稳定的收入，短期内主要增长动力来自信阳分公司，芬太尼贴剂项目短期利润贡献不明确。基于该逻辑，我们在不考虑芬太尼贴剂项目的情况下，对公司现有业务的盈利预测做以下假设：

- 1、主业总体维持20%左右的收入增长；
- 2、毛利率维持在56%，与一季度基本持平；销售费用由于广告投放减少呈现逐步下降趋势；2008年初因血灾因素存货计提约同比下降1000万左右，该因素消除，相对降低未来管理费用率；
- 3、财务费用由于利率下调可能分别增厚业绩2009、2010年300、600万左右；
- 4、公司证券投资活动已经明显减少，规模控制在3000万以内，一季度持有的证券公允价值在二季度出现持续上升，假定全年证券投资收益500万元；公司地处内地，获得当地政府的大力扶持，政府补贴是一种常态，我们假定来自政府补贴的营业外收入年均800万左右；

5、高新技术企业执行 15% 的优惠税率，我们调整公司实际税率到 18%；

根据我们的盈利预测模型，公司 2009、2010 年分别实现 4617、6238 万元，对应 EPS 分别 0.23、0.31 元，给予 25-30X2010PE，对应股价为 7.75-9.3 元左右，目前股价已基本反映现有业务的价值。

表 7：盈利预测假设		单位：百万元		
	2008	20090331	2009E	2010E
营业收入	423.24	96.23	507.89	609.47
(+/-%)	-18.66%	35.42%	20.00%	20.00%
减：营业成本	185.62	41.00	223.47	268.17
销售毛利率 (%)	56.14%	57.39%	56.00%	56.00%
减：营业费用	143.52	33.02	159.74	188.94
减：管理费用	57.39	10.96	61.86	70.09
减：财务费用	14.59	4.92	13.67	12.62
加：公允价值变动净收益	-17.40	9.52	10.00	8.00
加：投资净收益	-3.71	-4.65	5.00	8.00
营业利润	-11.25	9.03	52.13	72.58
加：营业外收入	30.28	4.47	8.00	8.00
减：营业外支出	1.57	2.20	2.77	2.85
利润总额	17.47	11.29	57.37	77.72
减：所得税	6.42	4.07	9.75	13.21
净利润	11.04	7.22	47.61	64.51
归属母公司净利润	10.48	7.15	46.17	62.38
(+/-%)	-84.93%		340.69%	35.11%
EPS (摊薄)	0.052		0.230	0.311

但显然，芬太尼贴剂项目已经打开了公司股价的想象空间，在流动性过剩的背景下，很可能成为一个不断膨胀的泡沫，存在较大的交易性机会。

我们也试图用期权的理论去对芬太尼贴剂项目进行合理定价但显然模型过于复杂。一种简单的估算方法：假定该项目能够在三年后，即 2012 年实现 1000 万贴的销售，贡献 0.45 元 EPS，给予 30X 估值，则可能提升股价 13.5 元，按 15% 的贴现率折现到 2010 年的现值约为 10.2 元。则在这种情景假设条件下，可推测未来一年公司股价合理估值约为 17.95-19.5 元（即为：现有业务估值+芬太尼贴剂项目对应价值）。

结论：总体上，公司未来着力打造国内贴剂药物专家，发展战略清晰；现有业务能够提供一定安全边际，而芬太尼缓释贴剂由于其良好的盈利前景有望打开公司股价空间。我们认为，这种良好的盈利前景和想象空间，可能成为公司股价泡沫的助推器，尤其是在流动性季度充裕的背景下，具有很大的投机价值。鉴于该项目良好的盈利前景给公司基本面带来的积极变化，我们给予公司推荐评级。

股价催化剂

- 1、中报、年报业绩大幅度增长；
- 2、芬太尼贴剂项目行政审批各环节顺利获批进展公告。

表 8：公司盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	505	615	703	813	营业收入	423	508	609	731
现金	172	250	265	282	营业成本	186	223	268	322
应收账款	47	68	76	92	营业税金及附加	4	4	5	6
其他应收款	52	59	69	85	营业费用	144	160	189	231
预付账款	36	34	42	52	管理费用	57	62	70	86
存货	77	83	100	122	财务费用	15	14	13	12
其他流动资产	122	122	151	181	资产减值损失	8	8	8	8
非流动资产	463	434	410	383	公允价值变动收益	-17	10	8	0
长期投资	115	101	103	104	投资净收益	-4	5	8	0
固定资产	198	200	194	182	营业利润	-11	52	73	66
无形资产	51	43	34	25	营业外收入	30	8	8	8
其他非流动资产	99	90	80	72	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	968	1050	1114	1196	利润总额	17	57	78	72
流动负债	412	433	424	448	所得税	6	10	13	12
短期借款	282	300	282	288	净利润	11	48	65	60
应付账款	29	35	41	49	少数股东损益	1	1	2	2
其他流动负债	101	98	102	110	归属母公司净利润	10	46	62	58
非流动负债	6	9	10	9	EBITDA	22	85	105	99
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.05	0.23	0.31	0.29
其他非流动负债	6	9	10	9	主要财务比率				
负债合计	419	442	434	457		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	20	21	23	25	成长能力				
股本	201	201	201	201	营业收入	-18.7%	20.0%	20.0%	20.0%
资本公积	185	185	185	185	营业利润	-112.0%	363.5%	39.2%	-8.5%
留存收益	144	191	253	311	归属于母公司净利润	-84.9%	340.7%	35.1%	-7.7%
归属母公司股东权益	530	586	656	714	获利能力				
负债和股东权益	968	1050	1114	1196	毛利率(%)	56.1%	56.0%	56.0%	56.0%
现金流量表					净利率(%)	2.5%	9.1%	10.2%	7.9%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	2.0%	7.9%	9.5%	8.1%
经营活动现金流	44	57	43	15	ROIC(%)	0.4%	10.8%	13.0%	11.0%
净利润	11	48	65	60	偿债能力				
折旧摊销	19	19	20	20	资产负债率(%)	43.2%	42.1%	38.9%	38.2%
财务费用	15	14	13	12	净负债比率(%)	70.82%	71.84%	68.08%	66.34%
投资损失	4	-5	-8	0	流动比率	1.23	1.42	1.66	1.82
营运资金变动	-29	-28	-65	-82	速动比率	1.04	1.23	1.42	1.54
其他经营现金流	24	10	18	5	营运能力				
投资活动现金流	-45	14	8	5	总资产周转率	0.44	0.50	0.56	0.63
资本支出	34	0	0	0	应收账款周转率	6	7	7	7
长期投资	-18	-5	5	-2	应付账款周转率	5.88	7.01	7.10	7.14
其他投资现金流	-30	9	13	4	每股指标(元)				
筹资活动现金流	27	8	-35	-4	每股收益(最新摊薄)	0.05	0.23	0.31	0.29
短期借款	57	18	-18	6	每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.28	0.21	0.08
长期借款	-14	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.64	2.92	3.27	3.56
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-31	0	0	0	P/E	172.81	39.21	29.02	31.44
其他筹资现金流	15	-10	-17	-10	P/B	3.42	3.09	2.76	2.54
现金净增加额	27	78	15	17	EV/EBITDA	80	21	17	18

数据来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。