

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

白云山 A (000522)

强烈推荐 (首次)

白云山 A-从产业投资角度看价值

2009 年 10 月 20 日

现价 7.98 元

廖万国 联络人

0755-22624358

liaowg@pasc.com.cn

蔡大贵 分析师

0755-22627241

caidg@pasc.com.cn

主要数据

行业	医药制造业
公司代码	000522
公司网址	www.gzbys.com
总股本(万股)	46905.37
流通股(万股)	46902.99
流通市值(百万)	3742.86
每股净资产(元)	1.82
净资产收益率(%)	6.50
总资产负债率(%)	67.87

相关研究报告

<<2009 年业绩将有恢复性增长>>

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

白云山制药1.13倍的PS预示公司具有较大的业绩改善空间，新修订的专利法有可能使白云山可以生产达菲，白云山1300亩土地按商业价值算在100亿元以上，按60%补偿就是60亿（目前市值33亿），公司存在重组预期。由此，我们认为目前白云山估值明显偏低，具有较高的投资价值。

投资要点

- 1、白云山制药 1.13 倍的 PS 预示公司具有较大的业绩改善空间。公司为我国大型制药企业，拥有白云山和抗之霸两个知名品牌，工业销售收入接近 30 亿元。目前市值 33 亿元，PS1.13 倍，存在较大的业绩改善空间。
- 2、白云山营销整合对公司长远发展将产生有利影响。公司自 08 年开始旗下经营不善子公司进行管理层调整，09 年将何济公制药和侨光制药的营销管理纳入化学总厂进行统一管理，以期资源共享和完善销售策略。这种改革短期会对公司的销售收入产生负面影响，但长期有利于公司发展。
- 3、新修订的专利法有可能使白云山在未授权的情况下生产达菲。第三次修订的《中华人民共和国专利法》于 2009 年 10 月 1 日正式实施。专利法增加的强制许可制度将为白云山推出抗甲型 H1N1 流感药物提供了法律依据。一旦甲流疫情大规模暴发，白云山就有可能获得强制批准生产其于 2005 年就研制成功的福泰（达菲）。
- 4、白云山拥有 1300 亩优质土地使其固有价值大幅提升。公司拥有的 1300 亩土地按商业价值估算在 100 亿以上，按 60%补偿计算为 60 亿元。公司目前 33 亿元的市值只有其土地价值的一半，明显低估。
- 5、投资建议：强烈推荐。预计公司 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.19 元、0.27 元和 0.33 元。考虑到公司极低的 PS、较高的土地价值和具有一定的重组预期，目前股价明显偏低，给予强烈推荐评级。12 个月内目标价位 13 元。

风险提示

虽然公司存在较大业绩改善空间，但依赖于公司销售收入增长、费用控制和负债率下降，存在不确定性。由于大股东广州药业和公司存在同业竞争的问题而导致公司存在重组的可能性也只是推测，不能作为投资依据。

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	2742.3	2959.2	2635.8	2,796.6	3,076.3	3,383.9
净利润(百万)	14.87	144.51	76.41	89.8	129.5	156.4
净利润增长率(%)	-70.5	871.7	-47.1	16.5	44.1	20.8
每股盈利(元)	0.03	0.31	0.16	0.19	0.27	0.33
市盈率(倍)	105.6	47.3	29.6	42	29.5	24.2

正文目录

一、白云山制药存在较大业绩改善空间	3
1、白云山制药主营业务突出	3
2、白云山制药品牌效应是维持或提升其市场占有率的保证之一	5
3、营销改革长期有利于公司发展	6
4、极低的 PS 预示其具有加大的业绩改善空间	7
二、新专利法使白云山制药具有未授权生产达菲的可能性	8
1、新专利法使白云山制药具有未授权生产达菲的可能性	8
2、甲型流感有可能在我国爆发	8
3、白云山制药将受益甲流爆发	9
三、白云山制药拥有的土地资源提升公司价值	9
四、投资建议：强烈推荐	9

图表目录

图表 1 白云山制药主要控股子公司情况	3
图表 2 白云山制药历年主营业务收入情况	4
图表 3 白云山制药主营业务收入构成	4
图表 4 白云山制药各业务毛利率及综合毛利率变化情况	5
图表 5 白云山制药主要品种销售收入及毛利率情况图表	6
图表 6 部分化学制药上市公司价值比较	7
图表 7 白云山制药化学原料药销售收入及毛利率变化情况	8
图表 8 我国内地甲流病例发生情况图表	9

一、白云山制药存在较大业绩改善空间

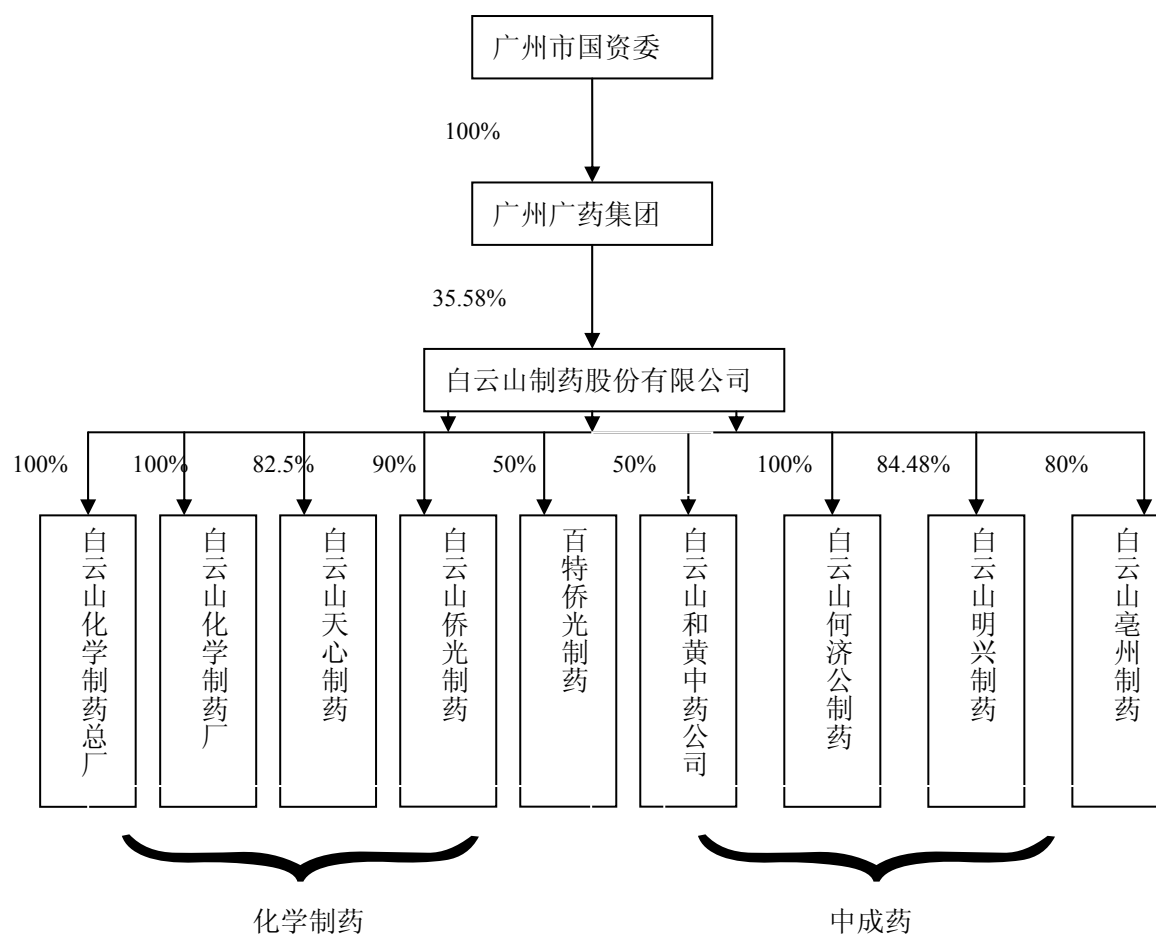
1、白云山制药主营业务突出

白云山制药为我国大型国有制药企业，主营业务为化学制剂、化学原料药和中成药生产销售。2008年在剔除合资企业和记黄埔及百特侨光的营业收入情况下实现销售收入26.35亿元，如果对合资企业的销售收入进行并表则销售收入在31亿元左右。2009年预计白云山制药可以实现销售收入28亿元左右，如果并表合资企业销售收入则可以达到33亿元以上。

白云山化学药品制剂主要为抗生素产品，2009年中报占到主营业务收入的56%以上，是公司收入和利润主要来源之一。主要包括阿莫西林和头孢类抗生素。2009年中报显示阿莫西林销售收入1.24亿元，毛利率42.39%，毛利率上升6.74%。头孢硫脒7952万元，销售增长超过20%，毛利率达到52.43%。头孢克肟系列5623万元，销售增长接近10%，毛利率69.51%，毛利率上升了7%。另外，白云山制药的头孢丙希和头孢比肟2008年销售2000万元，2009年继续保持良好增长势头。但何济公生产的阿咖酚散销售下降近30%，使公司化学制剂销售整体收入略微下降。

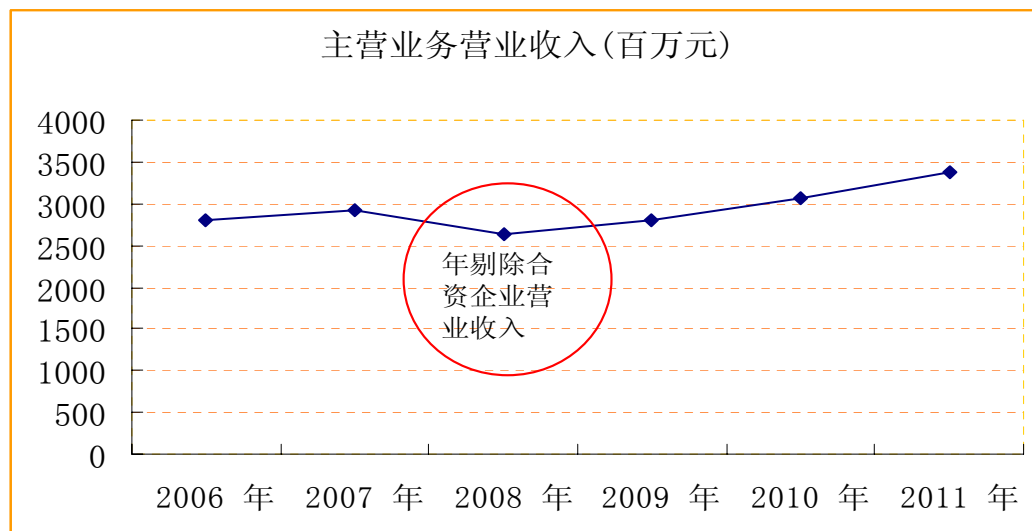
白云山制药中成药占到公司收入的30%左右，是公司收入和利润的另外一个重要来源。产品主要包括板蓝根（和记黄埔）、复方丹参片（和记黄埔）、清开灵系列（明兴制药）、小柴胡系列（光华制药）等产品。

图表 1 白云山制药主要控股子公司情况



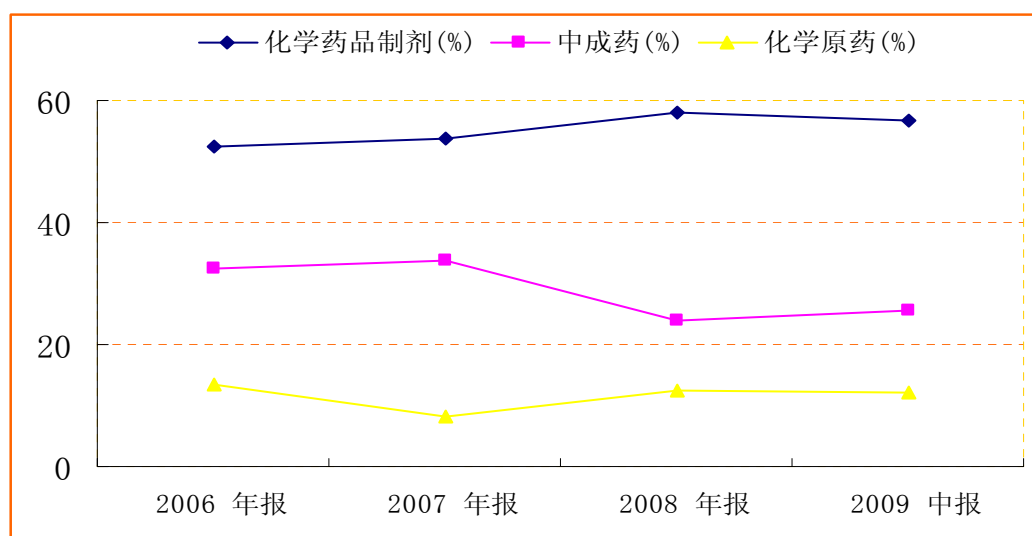
资料来源：公司公告

图表 2 白云山制药历年主营业务收入情况



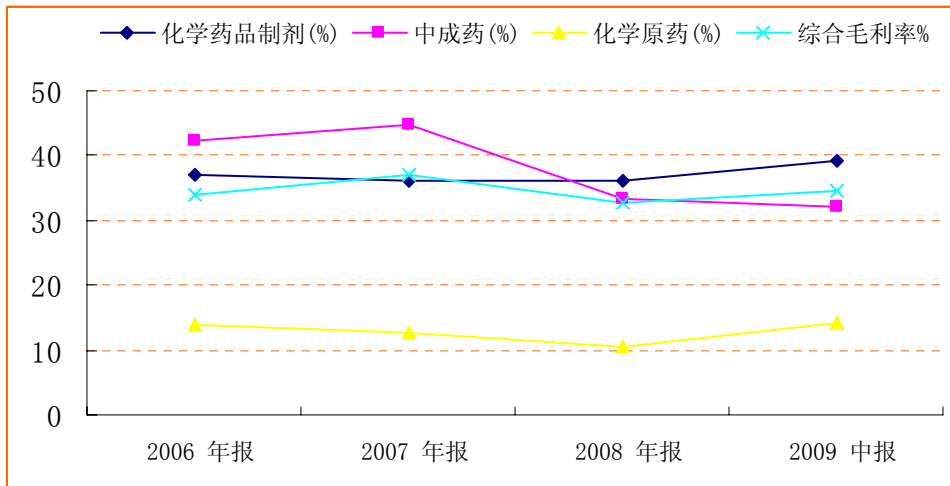
资料来源：公司公告

图表 3 白云山制药主营业务收入构成



资料来源：公司公告

图表 4 白云山制药各业务毛利率及综合毛利率变化情况



资料来源：公司公告

2、白云山制药品牌效应是维持或提升其市场占有率的保证之一

白云山制药拥有白云山和抗之霸两个品牌。白云山品牌为白云山制药多年来打造成功的著名制药品牌，如白云山复方丹参片、白云山板蓝根冲剂、白云山阿莫西林胶囊、白云山清开灵系列产品均在国内享有很高的知名度。其中白云山复方丹参片、白云山板蓝根冲剂市场占有率超过了50%。2008年睿富全球最有价值品牌中国榜白云山品牌价值评估为105亿元。

白云山制药抗之霸品牌为白云山制药总厂打造的口服抗生素子品牌，如抗之霸阿莫西林、抗之霸头孢氨苄、抗之霸头孢克肟等品牌。2008年抗之霸品牌价值评估价值21亿元。

图表 5 白云山制药主要品种销售收入及毛利率情况图表

营业收入	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 中报
阿莫西林(千万元)	18.23	19.06	22.23	12.4
清开灵(千万元)	18.18	19.32	17.8	9.59
注射用头孢硫脒(千万元)		10.26	13.78	7.95
一力咳特灵(千万元)	13.33	15.06	17.58	7.32
头孢克肟(千万元)			10.41	5.63
阿咖酚散(千万元)	10.85	11.47	12.03	2.2
板蓝根(千万元)	9.16	12.09	14.5	11
复方丹参片(千万元)	12.03	13.52	14.5	9
毛利率				
阿莫西林(%)	35.6	23.65	35.9	42.39
清开灵(%)	60.12	57.21	52.74	51.05
注射用头孢硫脒(%)		49.64	53.81	52.43
一力咳特灵(%)	13.47	23.02	16.94	10.2
头孢克肟(%)			63.75	69.51
阿咖酚散(%)	45.38	40.1	41.48	?
板蓝根(%)	47.43	49.46	49	50
复方丹参片(%)	64.98	66.27	66	66

资料来源：公司公告、平安证券

医疗市场扩容有利于白云山品牌药的市场占有率维持或扩大。白云山制药品牌战略清晰，致力于打造“中等价格，优秀品质”的产品形象。目前公司拥有药品批文 1700 多个，有数十种产品生产规模在全国制药行业中处于领先地位。公司有几十个在产产品进入基本药物目录。我们坚持认为基本药物目录的制定和公布是实施医改政策的最重要的环节，基层医疗市场将得到进一步扩容。但由于基本药物进入临床使用需要经过招标环节，对于非独家品种，产品的品牌将会是其中标成功的重要因素之一。因此，我们认为白云山制药由于具有成熟的白云山品牌和抗之霸品牌，其受益基本药物的强制使用和医疗市场扩容的程度将超过非品牌药物制药企业，从而维持或扩大其市场占有率。

3、营销改革长期有利于公司发展

白云山下属企业众多，公司下属企业发展不平衡是影响公司业绩增长的主要原因。08年下半年，公司对5家业绩下滑或亏损的企业做出了积极调整，包括何济公药厂、光华、明兴、百特侨光、侨光制药，调整措施主要为更换了管理层、改善销售策略、解决渠道压货问题。从2009年上半年的经营情况来看，明兴业绩改善明显，清开灵系列销售增长明显。百特侨光亏损略有下降。

2009年公司进一步对子公司进行营销改革，统一了总厂、何济公和光华的销售管理。期望利用总厂成功的营销模式和丰富的销售渠道，进行资源共享、渠道共享改善何济公及光华的销售。从2009年上半年的经营情况来看，何济公由于清理库存原因，销售下滑明显。阿咖酚散下降接近40%，影响单位成本上升，产品毛利率下降。

营销改革长期有利于公司发展。公司营销改革是一项复杂的工作，牵涉到人事变革、营销

策略变革和渠道整合等，一般需要1~2年的时间。白云山制药自2008年下半年开始以营销最好的总厂为依托，对旗下多个子公司进行营销整合，包括人事变革、营销策略变革，清理库存也是其重要的一环。整合后，可以实现资源共享和渠道共享，因此，长远来讲，白云山制药的营销改革有利于公司的发展。

4、极低的PS预示其具有加大的业绩改善空间

2008年在剔除合资企业和记黄埔及百特侨光的营业收入情况下实现销售收入26.35亿元，如果对合资企业的销售收入进行并表则销售收入在31亿元左右。2009年预计白云山制药可以实现销售收入28亿元左右，如果并表合资企业销售收入则可以达到33亿元以上。按照2009年10月19日7.98元收盘价计算白云山制药的市值37.5亿元，按照33亿元的销售收入计算其PS为1.13，处于所有医药类上市公司最低位。

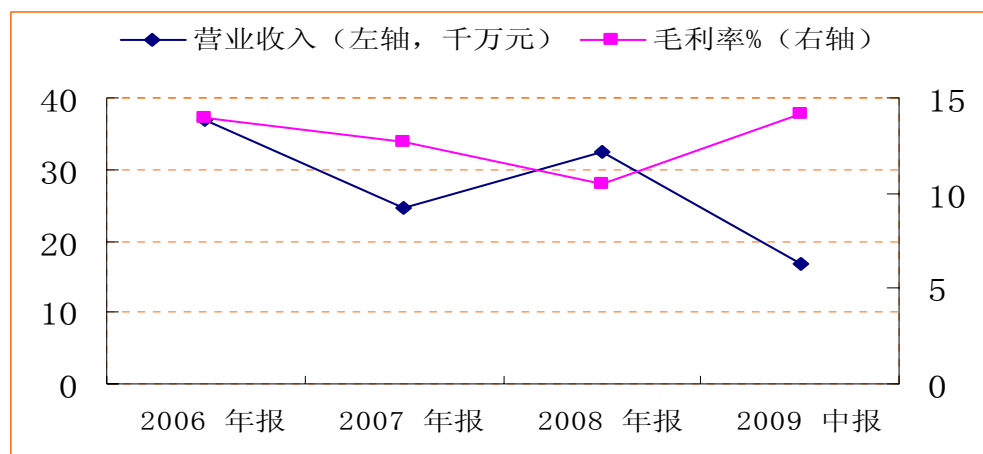
图表 6 部分化学制药上市公司价值比较

代码	简称	最新日期	最新价格 (元)	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	市销率 PS (TTM)
						TTM	09E	10E		
行业均值（整体法）		2009-10-19	0.00	1.73	57.67	45.29	31.58	24.69	5.60	4.12
行业中值		2009-10-19	13.76	1.51	35.72	41.39	37.15	28.56	5.26	5.02
600607	上实医药	2009-10-19	23.39	10.02	86.03	15.97	16.58	45.00	3.78	2.68
600664	哈药股份	2009-10-19	16.34	2.96	202.94	21.35	21.51	18.88	3.68	2.09
600062	双鹤药业	2009-10-19	21.98	1.85	125.66	29.26	24.75	19.98	3.86	2.54
000999	三九医药	2009-10-19	19.41	2.37	190.00	30.89	29.07	23.50	5.73	4.40
600812	华北制药	2009-10-19	8.55	1.91	87.94	35.38	54.22	20.55	6.31	1.79
000513	丽珠集团	2009-10-19	31.45	1.52	96.25	40.30	25.11	22.07	4.93	4.68
600196	复星医药	2009-10-19	17.74	-0.73	219.58	40.84	26.86	22.93	5.22	5.82
600666	西南药业	2009-10-19	9.17	7.25	17.74	41.35	32.05	23.43	4.56	2.88
600276	恒瑞医药	2009-10-19	41.06	-0.32	254.88	42.18	36.70	29.67	11.01	10.65
000538	云南白药	2009-10-19	47.51	0.23	253.73	47.80	41.41	31.07	7.83	4.43
600420	现代制药	2009-10-19	13.00	3.17	37.41	64.63	43.97	33.70	6.62	5.44
600789	鲁抗医药	2009-10-19	5.41	1.88	31.46	124.10	0.00	0.00	2.10	1.76
000522	白云山 A	2009-10-19	7.98	3.37	37.43	53.05	31.10	23.75	4.37	1.13

资料来源: wind

白云山制药业绩改善空间主要来自于其营销改善和资产负债表改善。白云山制药目前主要的利润来源于总厂和和记黄埔，2009年年明兴制药将有较大的改善，预计可以贡献500万左右的利润。影响利润的最大问题企业为何济公制药，除了其本身负担过重外，营销能力也是原因之一。白云山制药从2008年下半年开始的营销改革相信会改善其未来的营销能力和提高其盈利能力。百特侨光也是影响公司盈利能力的原因之一，2008年亏损2000万左右，2009年预计将减少亏损，但幅度不大。白云山化学药厂主要生产头孢类原料药，产品毛利率只有10%左右，2008年实现利润只有几百万。但随着头孢类原料药价格温和上涨，2009年中报显示其毛利率较去年上升3.72%，预计其2009年下半年的盈利能力要高于上半年。

图表 7 白云山制药化学原料药销售收入及毛利率变化情况



资料来源：公司公告、平安证券

白云山为高负债经营公司，总资产负债率70.62%。历年财务费用居高不下，2008年财务费用预计将达到近亿元。但随着国家大幅下调贷款利率，1年期贷款利率已从2008年高点6.93%下降到目前5.31%，这将使白云山2009年的财务费用大幅下降，初步测算白云山2009年财务费用将回到2007年水平，下降近2000万元。但白云山资产负债表改善最根本的因素应该是盈利能力的提升和资产债务重组。

二、新专利法使白云山制药具有未授权生产达菲的可能性

1、新专利法使白云山制药具有未授权生产达菲的可能性

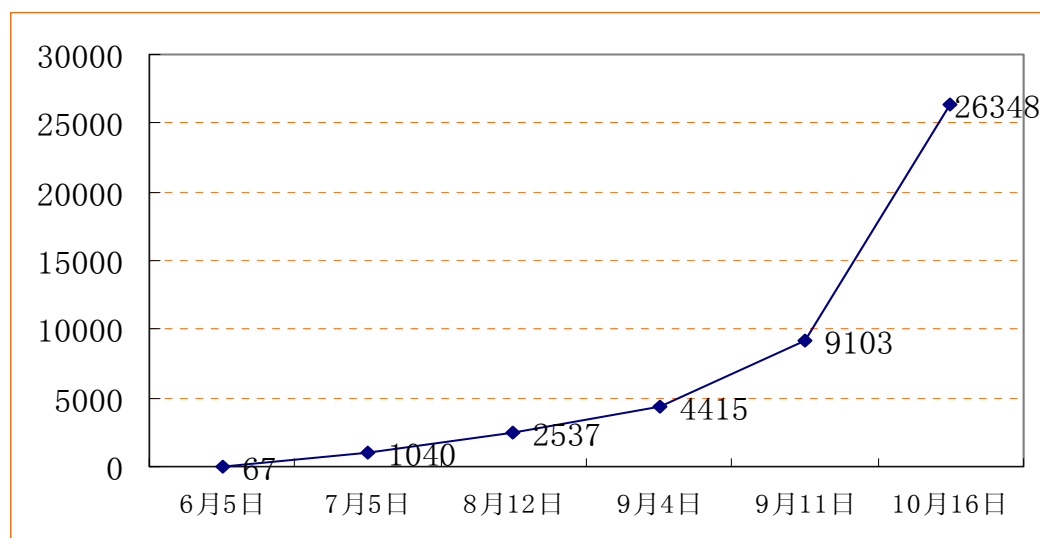
第三次修订的《中华人民共和国专利法》于2009年10月1日正式实施。新修订的《专利法》增加了强制许可制度，这将有助于对抗知识产权垄断和解决公共健康危机。实际上，早在2005年禽流感暴发时，广州白云山制药总厂已研发出达菲仿制药，但未获得罗氏授权生产。

《专利法》修订增加了涉及公共健康的强制许可制度之后，将为白云山推出抗甲型H1N1流感药物提供了法律依据。一旦甲流疫情大规模暴发，在公众健康与专利保护之间经过利弊权衡，内地的首次专利强制许可案例并非没有可能发生。

2、甲型流感有可能在我国爆发

卫生部通报，10月14日15时至10月16日15时，我国内地新增甲型H1N1流感确诊病例1636例，其中3例为境外输入性病例，1633例为境内感染病例。截止10月16日，我国内地31个省市自治区累计报告26348例甲型H1N1流感确诊病例，已治愈22746例。重症病例累计23例，已治愈10例。西藏和青海各报告1例死亡病例。从卫生部疾控中心首席专家曾光的讲话来看，国庆节后我国多数省市发生甲流集体爆发事件，节后平均一天的新增甲流患者数为9月份10天的甲流患者数。

图表 8 我国内地甲流病例发生情况图表



资料来源：卫生部

3、白云山制药将受益甲流爆发

如果甲流爆发，白云山制药除了有可能生产福泰（达菲）而使公司受益以外，白云山制药的板蓝根、清开灵系列及小柴胡制剂都是治疗甲流的首选中药制剂。实际上，白云山制药的板蓝根冲剂、清开灵系列制剂已经由于甲流的发生而在上半年实现了超过30%的增长。

三、白云山制药拥有的土地资源提升公司价值

白云山制药拥有1300亩土地，其中300亩处于广州市繁华闹市地区，其周围的平均房价已超过20000元/平米，已是广州市内稀有土地资源。另外1000亩土地处于广州市著名风景区白云山脚下，2007年9月广州市拍卖的地王18700元/平米的土地就处于白云山脚下。随着广州市出台的“退二进三”政策的逐步落实，白云山制药拥有的优质土地资源变成商业用地来发展第三产业将可能逐步实现。如果按照均价12000元/平米计算白云山制药的土地价值就超过100亿元，按政府给予60%的土地补偿，白云山制药将有超过60亿元的收入。

我们判断由于国药和上药系重组完成，将增强两公司的市场竞争力。广药系目前合计医药工业销售收入接近60亿元，医药商业接近20亿元，医药产业链完整。从减少广药系内部同业竞争和增强全国竞争力的角度看，在国药和上药重组完成后，广药将面临更大的竞争压力。因此，广药系重组的可能性是存在的。不过是否重组、合适重组和重组方式均不得而知。但如果广药系一旦重组，则白云山制药的土地资源价值将很可能得到体现。

四、投资建议：强烈推荐

我们预计白云山制药2009年、2010年和2011年EPS分别为0.19元、0.27元和0.33元，PE分别为42倍、29倍和24倍。如果从PE角度来看其7.98元的股价已经反映了公司未来的业绩增长，但如果从产业投资的角度来看，白云山作为我国大型品牌药生产企业将更多地受益医疗市场扩容，其1.13倍的PS预示公司存在较大的业绩改善空间，而超过60亿元的土地价值更可以提升公司估值水平，按4.69亿股本计算其每股价值在13元左右。因此，我们给予强烈推荐评级，12个月内目标价位13元。

附：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,933.5	2,635.9	2,796.6	3,076.3	3,383.9
营业收入增长率	4.6%	-10.1%	6.1%	10.0%	10.0%
营业成本	1,850.1	1,776.5	1,862.7	2,030.0	2,230.6
营业税金及附加	21.7	21.8	22.4	24.6	27.1
主营业务利润	1,061.7	837.5	911.5	1,021.7	1,126.2
主营业务利润率	36.2%	31.8%	32.6%	33.2%	33.3%
主营利润增长率	13.4%	-21.1%	8.8%	12.1%	10.2%
股权激励费用					
销售费用	496.1	399.5	443.8	488.2	537.0
管理费用	380.3	298.2	315.9	347.3	382.0
财务费用	0.0	95.3	71.0	60.0	60.0
资产减值损失	13.7	15.3	10.2	13.1	12.8
公允价值变动净收益	26.3	7.9	0.0	0.0	0.0
投资净收益	59.7	35.9	39.0	50.0	60.0
对联营和合营企业的投资收益	0.0	32.1	10.7	14.3	19.0
汇兑净收益	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
营业利润	257.6	73.0	109.6	163.1	194.3
营业利润率	8.8%	2.8%	3.9%	5.3%	5.7%
营业利润增长率	124.0%	-71.7%	50.1%	48.8%	19.1%
加：营业外收入	8.2	48.6	0.0	0.0	0.0
减：营业外支出	10.0	5.6	0.0	5.2	3.6
利润总额	255.8	116.0	109.6	157.9	190.7
减：所得税	41.7	32.0	19.7	28.4	34.3
净利润	214.1	84.0	89.8	129.5	156.4
减：少数股东损益	7.9	7.6	0.8	1.2	1.4
归属于母公司所有者的净利润	206.3	76.4	89.0	128.3	155.0
净利润率	7.0%	2.9%	3.2%	4.2%	4.6%
净利润增长率	195.0%	-63.0%	16.5%	44.1%	20.8%
EPS（当年股本）	0.44	0.16	0.19	0.27	0.33
EPS（最新股本摊薄）	0.44	0.16	0.19	0.27	0.33

现金流量表（百万元）					
经营活动现金净流量	66.9	83.5	370.8	195.1	184.3
投资活动现金净流量	-22.6	38.9	102.1	-141.3	-26.2
融资活动现金净流量	-85.5	-126.0	-495.6	-39.8	-142.7
外汇变化引致现金变化					
当年现金净流量	-41.1	-3.5	-22.6	14.0	15.4
期初现金余额	242.7	154.2	162.5	139.8	153.8
期末现金余额	201.6	150.7	139.8	153.8	169.2

资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产					
货币资金	201.6	162.5	139.8	153.8	169.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	229.4	222.8	178.4	207.4	209.3
应收账款	473.5	497.6	486.6	498.4	548.2
预付款项	23.2	13.0	27.9	30.5	33.5
其他应收款	88.2	133.0	94.9	104.0	114.1
存货	530.3	476.1	372.5	406.0	446.1
待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	(226.9)	(217.1)	(175.4)	(203.7)	(205.0)
流动资产合计	1,319.2	1,288.0	1,124.8	1,196.3	1,315.4
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.8	0.2	0.3	0.4	0.3
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	63.3	198.6	108.5	123.5	143.5
投资性房地产	297.8	331.2	292.9	307.3	310.5
固定资产	847.2	728.4	686.1	714.1	636.3
无形资产	264.0	215.8	211.0	211.9	205.1
开发支出	3.9	4.5	2.8	3.7	3.7
商誉	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	3.6	3.1	3.8	3.5	3.5
递延所得税资产	36.1	22.7	27.9	28.9	26.5
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动资产合计	1,594.3	1,526.3	1,344.7	1,400.1	1,334.2
资产总计	2,913.5	2,814.3	2,469.6	2,596.4	2,649.6
流动负债：					
短期借款	1,305.1	1,313.1	817.5	777.7	648.0
应付票据	48.4	44.2	42.5	45.1	54.2
应付账款	252.7	231.2	242.2	263.9	290.0
预收款项	54.0	91.2	55.9	61.5	67.7
应付职工薪酬	27.0	10.1	19.3	18.8	19.8
应付税费	40.7	13.7	18.4	24.3	23.2
应付股利	10.1	7.0	7.3	8.2	9.3
其他应付款	105.2	68.5	76.7	83.6	94.1
一年到期的非流动负债	23.0	0.0	10.0	11.0	8.6
其他流动负债	14.1	9.7	12.1	12.0	13.9
流动负债合计	1,880.2	1,788.6	1,301.9	1,306.2	1,228.7
非流动负债：					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

重要指标速览					
PEG	0.1	-0.8	2.5	0.6	1.1
P/B	5.0	4.5	4.1	3.6	3.1
EV/S	1.6	1.8	1.5	1.4	1.2
EV/EBIT	18.5	22.0	23.6	19.2	16.1
EV/EBITDA	15.7	16.0	16.1	13.7	11.8
EV/FCFF	143.0	-27.2	8.0	40.7	19.4
ROE	31.1%	9.9%	10.5%	13.4%	14.2%
ROA	7.4%	2.9%	3.4%	5.1%	6.0%
ROIC	6.7%	5.4%	6.0%	6.9%	7.8%
毛利率	36.9%	32.6%	33.4%	34.0%	34.1%
销售净利率	7.3%	3.2%	3.2%	4.2%	4.6%
资产负债率	73.2%	69.6%	61.7%	58.6%	54.0%
总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.2	1.3
固定资产周转率	3.3	3.3	4.0	4.4	5.0

应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应付款	19.9	19.9	19.9	19.9	19.9
递延所得税负债	86.1	101.3	100.9	96.1	99.5
其他非流动负债	147.1	48.5	101.0	98.9	82.8
非流动负债合计	253.1	169.7	221.8	214.9	202.1
负债合计	2,133.3	1,958.3	1,523.7	1,521.0	1,430.8
股东权益：					
实收资本	469.1	469.1	469.1	469.1	469.1
资本公积金	99.8	106.5	106.5	106.5	106.5
减：库存股					
未分配利润及其他	83.5	140.9	221.1	336.5	463.1
少数股东权益	47.7	51.0	51.8	53.0	54.4
归属于母公司所有者权益	732.5	805.0	894.0	1,022.3	1,164.4
股东权益合计	780.2	856.0	945.9	1,075.3	1,218.8
负债及股东权益总计	2,913.5	2,814.3	2,469.6	2,596.4	2,649.6

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257