

2009 年 12 月 30 日

市价(人民币): 57.80元

目标(人民币): 94.12元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 360.10

总市值(百万元) 20,815.40

年内股价最高最低(元) 68.19/23.66

沪深 300 指数 3558.86

中小板指数 5765.48


相关报告

1 《公司再获 2179 万剂甲流疫苗订单》，2009.11.27

2 《血液制品和疫苗业务齐头并进》，2009.10.29

3 《公司获得 1121 万剂甲流疫苗订单》，2009.10.27

医药行业研究小组
黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

 (8621)61038315
 lilong@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华兰生物 (002007.SZ)

——励精图治，基业长青

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.524	0.555	0.832	1.457	1.975	2.353
净利润增长率	50.36%	52.44%	55.49%	180.18%	35.58%	19.12%
先前预期每股收益(元)				1.375	1.457	1.398
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.212	1.474	1.599
市盈率(倍)	43.89	96.06	46.28	39.67	29.26	24.56
行业优化市盈率(倍)	43.20	87.93	53.18	92.89	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	N/A	N/A
股息率	N/A	0.38%	0.52%	0.32%	0.32%	0.32%
PE/G(倍)	0.87	1.83	0.83	0.22	0.82	1.28
净资产收益率	14.23%	18.82%	17.00%	33.22%	31.70%	27.83%
每股净资产(元)	3.68	2.95	4.89	4.39	6.23	8.45
市净率(倍)	6.25	18.08	7.87	9.34	6.57	4.84
每股经营性现金流(元)	0.87	0.82	0.72	2.32	2.38	2.80
已上市流通A股(百万股)	100.78	177.68	217.08	360.10	360.10	360.10
总股本(百万股)	150.75	217.08	225.08	360.13	360.13	360.13

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司是不断奋进的企业，具备卓越的战略眼光和高水平的管理能力，不仅牢牢占据血液制品行业的龙头地位，而且在疫苗领域异军突起，未来 3 年有望持续快速增长。
- 公司在浆源拓展方面接连取得突破，并在产品结构调整方面占得先机，为血液制品业务的持续高速增长奠定坚实的基础：
 - ◆ 目前公司所属浆站中处于正常采浆状态的有 10 个。我们预计，2010 年投入运营的新浆站会有 4-5 个，而到 2012 年公司的单采血浆站数目有望达到 20-25 个。
 - ◆ 考虑到公司浆站数量的扩张，我们预计，未来 3-5 年公司采浆量的增速有望保持在 30%左右。
 - ◆ 同时，我们认为产品结构调整将加快吨浆收入和利润的增长，静丙以及小制品所占的销售份额会逐步提升。
- 甲流疫情有望推动国内流感疫苗接种率上一个新台阶，公司作为流感疫苗龙头企业，将最大程度受益于疫苗需求的大幅增长：
 - ◆ 甲流疫情远未结束，我们认为至少在明年 1 季度还会有政府的收储订单；我们保守预计公司明年销售甲流疫苗 2000 万剂。
 - ◆ 我们认为 2010 年国内季节性流感疫苗的需求将有大幅度增长，预计公司有望在国内销售 2000 万人份季节性流感疫苗。

- 流感疫苗是全球销售规模最大的疫苗品种之一。走出国门，让流感疫苗积极参与国际市场，公司将获得更大的发展空间。
 - ◆ 目前公司疫苗出口的准备工作进展顺利，包括产能建设、疫苗注册以及国际交流等。我们认为，明年公司将在疫苗出口方面实现实质性突破。
 - ◆ 由于季节性流感疫苗需要每年接种，并且绝大多数国家不具备流感疫苗生产能力。因此，疫苗出口业务一旦取得突破，将具有持续增长性。
- 同时，公司也在积极丰富疫苗的品种，将很快打破目前疫苗业务品种单一的局面：
 - ◆ 今年公司获得 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗的生产批文，该产品将于明年贡献收入。
 - ◆ 乙肝疫苗（汉逊酵母苗）有望于明年获得生产批文，由于国家扩大了乙肝疫苗的免疫范围，该产品将面临良好的市场需求。
 - ◆ 此外，公司还有破伤风疫苗、狂犬疫苗、百白破疫苗等多个品种处于临床或待批状态，将会在未来几年陆续为公司产生收入贡献。
- 公司具备优秀管理团队、占据竞争优势、并不断给投资者带来惊喜，是值得投资者重点关注的长期品种：
 - ◆ 公司未来几年将实现浆站数量的大幅扩张，从而保障了血液制品业务的高速增长；
 - ◆ 同时，公司通过丰富疫苗品种和拓展国际市场，快速向疫苗巨头的目标迈进。
- 不考虑疫苗出口，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 1.457 元、1.975 元和 2.353 元。目前的股价对应 2010 年业绩仅有 29 倍 PE，具有很好的安全边际；同时，我们认为公司新建浆站的数量和进展存在超预期的可能，并且疫苗出口一旦实现出口的突破，将为公司打开广阔的发展空间。因此，我们将公司 6-12 月的目标价定为 94.12 元，对应 2010 年 40 倍 PE。

内容目录

血液制品龙头+正在崛起的疫苗巨头	5
公司血液制品龙头地位稳固	5
正在崛起的疫苗巨头	5
优秀的管理团队是公司的最核心竞争力	5
浆源不断拓展，血液制品龙头地位稳固	6
血液制品行业景气度将继续维持数年	6
公司不断拓展浆源，投浆量增速将明显高于行业水平	9
甲流疫情远未结束，疫苗需求仍很旺盛	10
甲流疫情远未结束	10
甲流疫苗需求仍很旺盛	11
甲流疫情将有力推动国内流感疫苗市场的大幅增长	11
国内流感疫苗接种率非常低	11
甲流疫情将提高未来国内的流感疫苗接种率	12
公司作为流感疫苗龙头，将最大程度受益于流感疫苗需求增长	12
甲流疫苗有望进军国际市场	13
国外季节性流感疫苗市场更值得期待	14
国外的季节性流感疫苗市场非常大	14
全球范围看，流感疫苗的接种率仍很低，未来增长空间依然较大	14
从历史经验看，大规模疫情明显提升疫苗接种率	16
全球季节性流感疫苗年产能约为 6-7 亿支，主要分布于发达地区	17
疫苗出口的技术性障碍比较小	17
疫苗品种不断丰富，疫苗巨头渐行渐近	18
明年乙肝疫苗值得期待	18
公司还有多种疫苗产品处于临床或待批状态	19
盈利预测和投资建议	19
不考虑疫苗出口，预计 09-10 年 EPS 为 1.351 元、1.929 元和 2.319 元 ...	19
疫苗出口将为业绩提供更大的弹性	20
投资建议	20
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

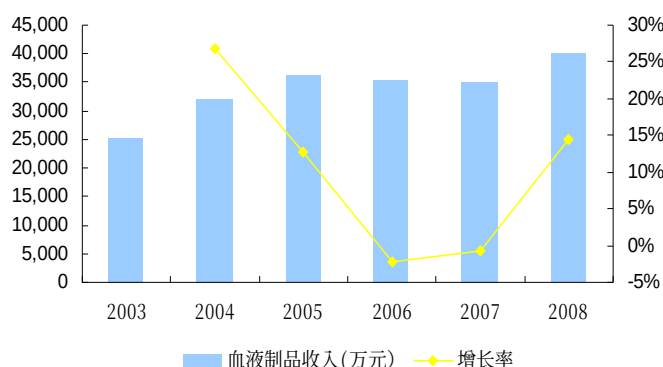
图表 1：血液制品收入增速从底部回升	5
图表 2：血液制品业务贡献的利润保持高速增长	5
图表 3：公司净利润增速连续三年保持 50%以上	6
图表 16：2008 年全国投浆量跌入谷底，2009 年起缓慢回升	6
图表 17：人血白蛋白需求缺口庞大	7
图表 18：人血白蛋白价格维持高位	7
图表 19：公司单采血浆站的基本情况	10
图表 20：上海莱士部分浆站的基本情况	10
图表 4：国内甲流患者数目急剧增加	11
图表 5：国内甲流死亡病例迅速增加	11
图表 6：国内甲流疫苗的订单分布图	13
图表 7：全球范围看，甲流疫苗产能的覆盖能力远远不足	13
图表 8：季节性流感疫苗的需求保持稳步增长态势	14
图表 9：2007 年季节性流感疫苗的地区分布	14
图表 10：全球范围内，流感疫苗接种率超过 5%的国家数目很少	15
图表 11：欧盟 25 国建议接种人数与实际疫苗供应之差（每十万人）	15
图表 12：部分欧洲国家 65 岁以上老年人流感疫苗接种比例(%)	16
图表 13：部分欧洲国家医护人员流感疫苗接种比例(%)	16
图表 14：2003 年非典疫情导致相关国家流感疫苗接种率上了新台阶	17
图表 14：国内乙肝疫苗生产企业规划产能	18
图表 15：公司在研或待批的疫苗品种	19
图表 21：公司分大类产品预测	20
图表 23：疫苗出口的业绩弹性分析	20

血液制品龙头+正在崛起的疫苗巨头

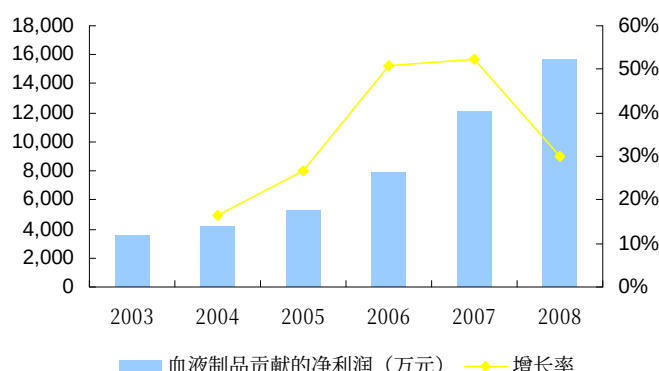
公司血液制品龙头地位稳固

- 国家对血液制品行业的规范性整顿催生了行业长达数年的高景气度，我们认为行业的高景气度将至少继续维持 3 年。
- 浆源紧张是目前行业的突出现状，掌握了浆源也就掌握了经营的主动权。公司已经独占了重庆的血浆资源，并在河南省的浆源争夺中占据优势地位。在浆源的拓展方面，公司已经远远领先于行业的发展水平。
- 因此，无论从血浆资源、产品种类，还是生产控制和管理层经营水平等方面，公司已经牢牢占据血液制品行业的龙头地位。

图表1：血液制品收入增速从底部回升



图表2：血液制品业务贡献的利润保持高速增长



来源：国金证券研究所

正在崛起的疫苗巨头

- 2005 年 11 月，公司设立华兰生物疫苗有限公司，公司持有 75% 的股份，另 25% 的股份由公司的第 3 大股东香港科康持有。2008 年是疫苗公司正式生产、销售并盈利的第一年：公司的流感疫苗上市，实现销售收入 7213 万元，净利润 3074 万元。
- 今年公司充分把握了甲流疫情带来的机会，不仅创造了经营佳绩，而且确立了公司在流感疫苗领域的龙头地位：
 - ◆ 今年公司有望实现季节性流感疫苗约 400 万人份、甲流疫苗约 4000 万人份的销售佳绩。
 - ◆ 在工信部第 4 批甲流疫苗收储中，公司获得 2179 万剂的订单，占工信部采购总数的 47%。如此高的采购比例表明政府对公司流感疫苗生产经营的高度认可和依赖，也充分表明公司在流感疫苗领域的国内龙头地位。

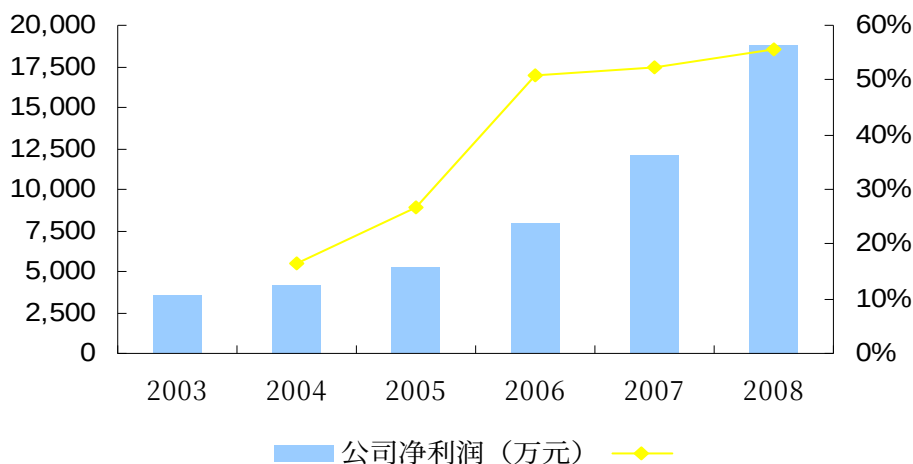
优秀的管理团队是公司最核心竞争力

- 我们一直以来都坚持对公司的一个基本判断：优秀的管理团队是公司的最核心竞争力，是公司持续快速发展的重要保障和信心来源。
- 公司管理层不仅具备敬业精神、专业性、管理控制能力，更重要地是在战略发展这个高度具有很好的判断力。
 - ◆ 回顾历史，我们发现管理层在战略上的重大决策往往给公司的后续发展带来巨大的空间和保障：在政府规范行业秩序的时候，公司便认识到“浆源为王”，并积极拓展各地的血浆资源；在白蛋白供不应求的时候，公司开始掘金于疫苗市场，并战略性地选择了首先突破的品

种——流感疫苗；在国内还在为甲流疫情的发展争论不休时，公司已经积极着手甲流疫苗的生产准备工作。

- 展望未来，我们认为管理层的战略选择仍然值得我们信赖。目前，公司的战略重心转向国际市场：“公司积极开展海外交流，……，探讨合作事宜，为公司疫苗走向国门，进军国际市场拉开了序幕”。我们认为，国际市场的巨大机会值得市场高度关注。

图表3：公司净利润增速连续三年保持50%以上



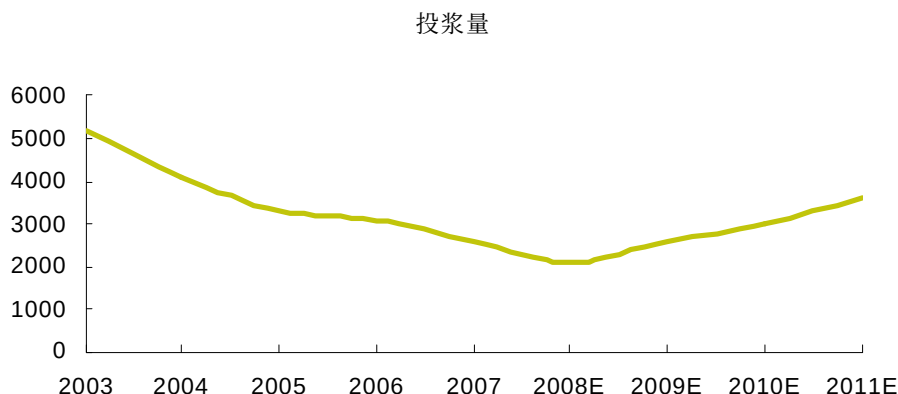
来源：国金证券研究所

浆源不断拓展，血液制品龙头地位稳固

血液制品行业景气度有望维持 3-5 年

- 2009 年随着检疫期影响的逐步消退，全国的投浆量将缓慢回升，如下面图 4 所示：

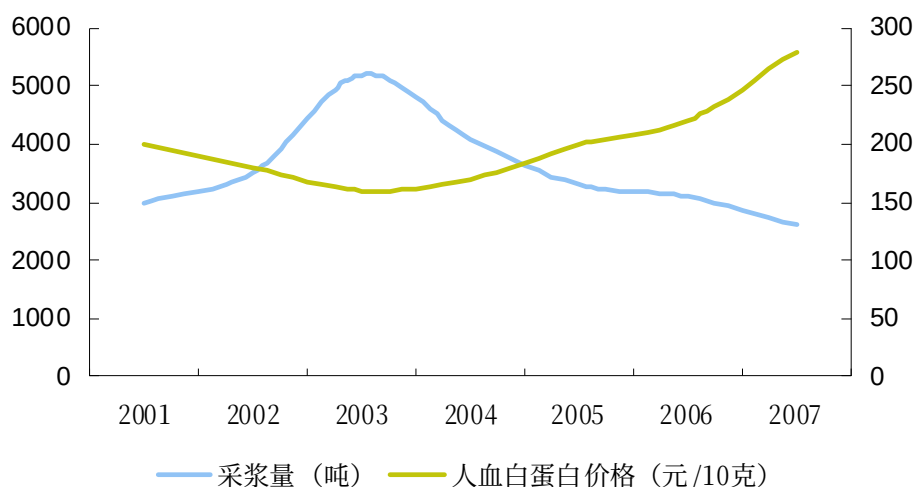
图表4：2008 年全国投浆量跌入谷底，2009 年起缓慢回升



来源：国金证券研究所

- 人血白蛋白的需求缺口仍然很大，我们预计产品价格仍将维持高位：
 - ◆ 如下图所示，2004 年投浆量和人血白蛋白的需求一度曾达到供需平衡，但随着投浆量的萎缩，投浆量和人白需求间的缺口日益扩大，血液制品价格也逐步高涨。

图表5：人血白蛋白需求缺口庞大

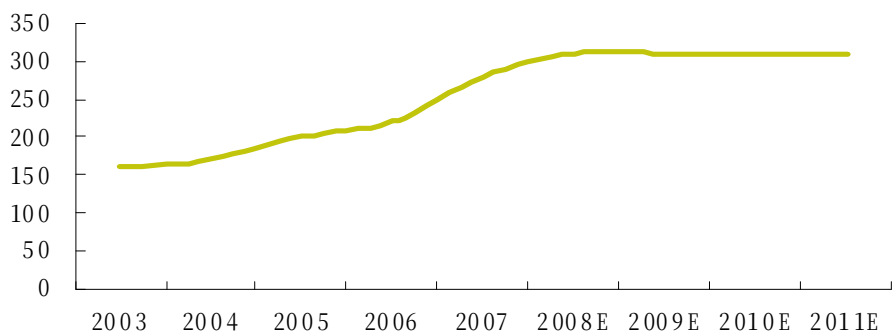


来源：国金证券研究所

◆ 考虑到国内采浆量回升缓慢，我们预计人白的价格仍将维持高位：

图表6：人血白蛋白价格维持高位

人血白蛋白

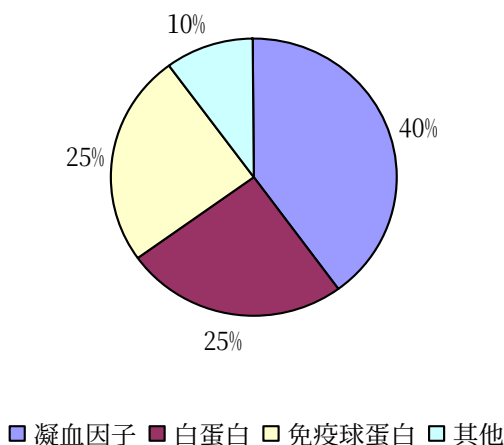


来源：国金证券研究所

产品结构调整加快吨浆收入和利润的增长

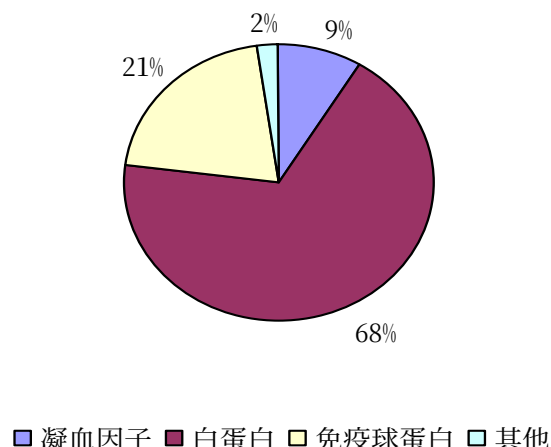
- 在国外血液制品的产品结构中，占据最大销售份额的是凝血因子，白蛋白和以静丙为主要代表的免疫球蛋白的销售份额基本相当；而在我国血液制品的产品结构中，白蛋白占据绝大部分销售份额。

图表7：国外血液制品销售结构



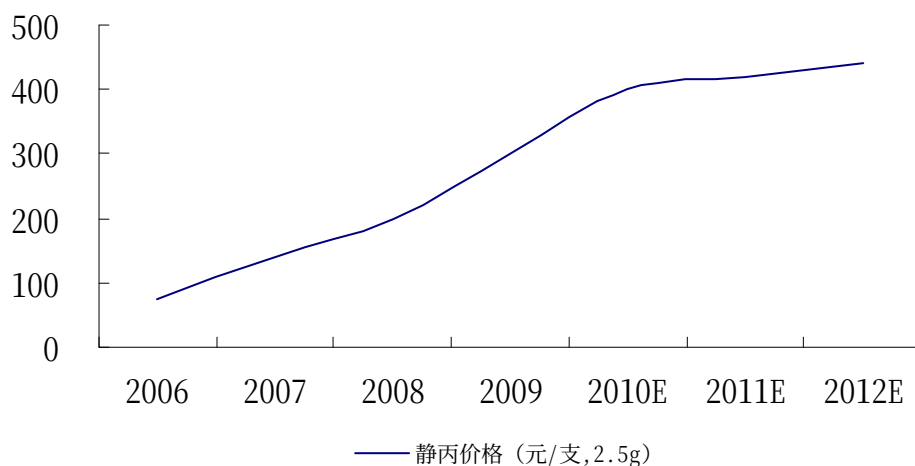
来源：上海莱士招股说明书，国金证券研究所

图表8：2007 年国内血液制品销售结构



- 我们认为，未来静丙和小制品的销售增速会高于白蛋白，从而改善白蛋白单个产品独大的局面。
- ◆ 国外在静丙临床应用方面具有丰富的经验，而国内医生缺乏对静丙临床应用的充分认识，导致国内静丙的需求量相对较小。近年来，随着静丙临床的认识逐步普及，以及手足口病等疫病的爆发，静丙的需求量呈快速增长态势，价格也随之逐步提升。我们认为，未来静丙的需求将进一步放大，价格则有望实现进一步上涨。

图表9：静丙的价格将进一步上涨



来源：国金证券研究所

- ◆ 随着国内医疗水平的不断提高，未来对特免球蛋白等小制品的需求将不断扩大；同时，随着生产企业实力不断提高以及生产技术不断进步，小制品的产量也会不断增长。因此，我们认为，未来特异性球蛋白将快速增长，人纤维蛋白胶等其他高端产品将逐步普及放量。
- 由于公司拥有最全的产品文号、大规模的疫苗业务以及 100%控股单采血浆，我们认为公司将最受益于产品的结构调整。
- ◆ 公司是国内品种最多规格最全的血液制品企业，在特免类产品上的优势更加明显。

图表10：华兰有全国最全的血液制品产品和规格

名称	华兰生物	成都蓉生	四川蜀阳	上生所	贵阳黔峰	上海莱士
人血白蛋白	√	√	√	√	√	√
静注射人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
人凝血酶原复合物	√			√		√
人凝血因子VIII	√	√				√
人凝血酶	√					√
人纤维蛋白原	√	√		√		√
人纤维蛋白粘合剂	√					√
人乙肝免疫球蛋白	√	√	√	√	√	*
人破伤风免疫球蛋白	√	√	√		√	
人狂犬病免疫球蛋白	√		√		√	

来源：国金证券研究所

- ◆ 特种免疫球蛋白的生产需要特免血浆作为原料，献浆源需要接种相应的疫苗后才能产生含有所需抗体的特免血浆。所以，对浆站的控制以及强有力的疫苗业务将成为高端血液制品竞争的要素之一。

公司不断拓展浆源，投浆量增速将明显高于行业水平

- 公司通过在重庆投资建厂的方式获得重庆市的浆站建造权，实际上就是独家垄断了重庆的血浆资源。重庆市有 3200 多万人口，投浆量历史峰值曾达到 900 多吨，未来重庆市的浆源潜力非常大。
 - ◆ 今年 3 月份，公司全资子公司华兰生物工程重庆有限公司收到重庆市食品药品监督管理局颁发的《药品生产许可证》，进入试生产阶段。
 - ◆ 目前公司在重庆开始采浆的有武隆浆站；开县浆站和忠县浆站建设完毕等待卫生部门验收，预计很快便能开始采浆；巴南浆站则尚未开始土建工程。
 - ◆ 我们预计，未来数年公司在重庆的浆站数目有望达到 8-10 个。
- 同时，公司在 7 月获批于河南封丘新建单采血浆站。我们认为，豫北地区，甚至是整个河南地区，未来将有望成为公司新的浆源保障地。
 - ◆ 河南曾是国内最大的血浆供应省份，估计顶峰时年血浆量超过万吨，之后由于艾滋问题而关停省内所有浆站。此次新乡解除浆站禁令，表明艾滋危机对河南的影响已逐步减小，河南的浆源有望慢慢被打开。
 - ◆ 在新乡市打破十几年的浆站禁令后，我们预计接下来有望解除浆站禁令的是豫北地区（新乡、安阳、濮阳和鹤壁等），而豫南及豫东地区的开放步伐要缓慢一些。
 - ◆ 公司获得河南省浆站开闸后的首个批文，在河南浆源的争夺中占得先机；同时，公司作为河南的优秀企业，在本地浆源的争夺中也占据地利和人和的优势。
- 截至 2009 年底，公司所属浆站中处于正常采浆状态的有 10 个。我们预计，2010 年投入运营的新浆站会有 4-5 个；同时我们认为，到 2012 年公司的单采血浆站数目有望达到 20-25 个。
- 考虑到公司浆站数量的扩张，我们预计，未来 3-5 年公司采浆量的增速有望保持在 30% 左右。

图表11：公司单采血浆站的基本情况

浆站名称	持股比例	浆站所在地	总人口(万)	农村人口(万)	农村人均纯收入(元)	开始运营时间	预计年投浆量(吨)
都安华兰单采血浆有限公司	100%	广西都安县	65.7	61.4	2182	2008年之前	
陆川华兰单采血浆有限公司	100%	广西陆川县	95.9	85.5	3484	2008年之前	
贺州华兰单采血浆有限公司	100%	广西贺州市	218.4	187.7	3093	2008年之前	
华兰生物(独山)单采血浆有限公司	100%	贵州独山县	22.4	18.7	2210	2008年之前	
华兰生物(龙里)单采血浆有限公司	100%	贵州龙里县	12.7	10.1	2552	2008年之前	
华兰生物(罗甸)单采血浆有限公司	100%	贵州罗甸县	13.5	11.2	2177	2008年之前	
华兰生物(惠水)单采血浆有限公司	100%	贵州惠水县	20.9	17.0	2432	2008年之前	
华兰生物(瓮安)单采血浆有限公司	100%	贵州瓮安县	25.8	21.7	2550	2008年之前	
华兰生物(长顺)单采血浆有限公司	100%	贵州长顺县	15.6	13.5	2210	2008年之前	
华兰生物武隆县单采血浆有限公司	100%	重庆武隆县	98.3	35.2	2935	2008年第3季	20-30
华兰生物忠县单采血浆有限公司	100%	重庆忠县	98.3	82.9	3387	预计于2010年第1季	40-50
华兰生物开县单采血浆有限公司	100%	重庆开县	158.5	143.1	3210	预计于2010年第2季	45-60
博白华兰单采血浆有限公司	100%	广西博白县	160.9	146.3	3252	预计于2010年中期	45-60
封丘	100%	河南封丘县	72.0	68.3	3436	预计于2011年中期	35-45
华兰生物巴南区单采血浆有限公司	100%	重庆巴南区	87.2	59.2	4385	尚未开始土建工程	25-35

来源：国金证券研究所

图表12：上海莱士部分浆站的基本情况

浆站名称	所在地	总人口(万)	农村人口(万)	农村人均纯收入(元)	2007年采浆量(吨)	采浆量/农村人口(吨/万人)
石门	湖南省石门县	68.8	58.7	3830	32.56	0.55
大化	广西大化县	42.3	36.6	2736	25.84	0.71
马山	广西马山县	51	47.14	2755	24.57	0.52
武鸣	广西武鸣县	65	54	4890	31.47	0.58

来源：上海莱士招股说明书，国金证券研究所

甲流疫情远未结束，疫苗需求仍很旺盛

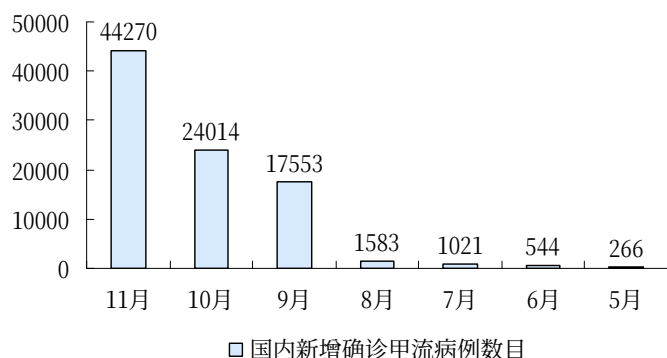
甲流疫情远未结束

- 全球范围内，因甲流而死亡的病例仍在大幅增加。（由于甲流患者数量增长迅速，许多国家已经停止统计甲流患者数目）
 - ◆ 世界卫生组织 18 日发布公报说，美洲地区死亡人数仍然最多，至少为 6335 人，比一周前增加了 204 人；欧洲地区死亡人数增长最快，一周内增加了 412 人，总人数至少为 1654 人；亚太地区死亡人数达到 1912 人，一周内增加了 250 人。
- 世卫组织大流行性流感特别顾问 17 日说，虽然目前甲流病毒在北美和部分欧洲国家的传播已达高峰并出现下降趋势，但在许多国家这种病毒还很活跃，因此断言疫情结束为时过早。就流感的特点而言，这次甲流高峰来

得有点“过早”，在今后几个月中，特别是冬末春初时是否会出现新一波疫情尚无法预测。

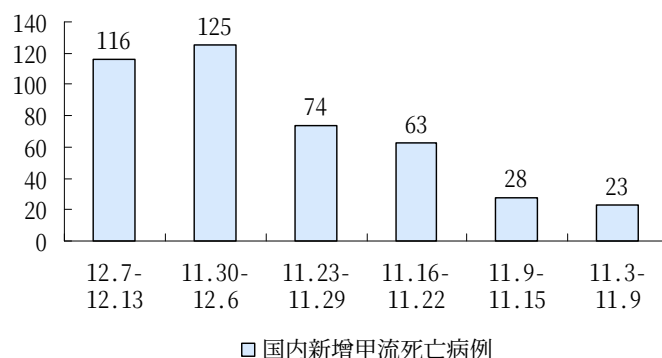
- 国内总体而言，甲流疫情仍处于上升态势，甲流确诊病例和死亡病例大幅增加。甲流病毒已经在国内大范围传播，考虑到接下来气温会持续下降，以及春节期间人群的大规模大范围流动，我们预计，此次疫情将会持续到明年3月份左右。

图表13：国内甲流患者数目急剧增加



来源：卫生部，国金证券研究所

图表14：国内甲流死亡病例迅速增加



甲流疫苗需求仍很旺盛

- 从全球范围来看，目前甲流疫苗的需求仍然很旺盛，等待接种疫苗的民众数量仍然很大。
 - ◆ 前期由于甲流疫苗严重短缺，美国疾控中心曾建议各州和地方政府将疫苗优先给孕妇、儿童、卫生护理人员以及患有基础性疾病者。随着疫苗供应加大，疫苗接种范围将从高危人群逐渐扩大到广大公众。目前美国近半数的州已取消了接种疫苗的限制规定，将向所有人提供接种服务。
 - ◆ 法国、英国等地区前往指定地点接种疫苗的民众人数出现大幅增长，为了让更多的人接种疫苗，政府采取了延长接种地点开放时间等措施。
 - ◆ 世卫组织则继续向力量薄弱的国家提供疫苗的援助。据世卫组织 17 日透露，已有 6 家疫苗生产企业和 12 个国家承诺向世卫组织捐赠总计 1.8 亿剂的甲流疫苗，这些疫苗将被送到 95 个最需要帮助的国家。
- 国内疫苗企业均在开足马力生产甲流疫苗，以应对国家的收储需要。我国由于人口数量庞大，甲流疫苗供需失衡的状况显得更加严重。我们预计，未来政府仍然会有较大规模的甲流疫苗收储行动。
 - ◆ 截至 12 月 22 日 24 时，国家食品药品监督管理局累计完成甲型 H1N1 流感疫苗批签发 414 批次 7542.1 万人份。全国 31 个省（区、市）、新疆生产建设兵团累计签收疫苗 6674 万人份；累计完成接种 4154 万人。

甲流疫情将有力推动国内流感疫苗市场的大幅增长

国内流感疫苗接种率非常低

- 我国流感疫苗的接种率远远低于欧美发达国家，未来的发展空间巨大：
 - ◆ 2006 年数据显示，我国流感疫苗接种率不到 1.5%，老龄人口接种率不到 0.3%；2008 年，我国流感疫苗接种率约为 2-3%

- ◆ 美国全国人口流感疫苗接种率是 27%，其中老龄人口接种率达到 64.6%。
- ◆ 欧盟五国（法、德、意、西、英）接种率也远远高于中国，总接种率达 23%，老龄人口接种率为 45%。
- 世界卫生组织要求在已经制定了流感疫苗接种政策的国家中建立和实施覆盖全部高危人群的策略，包括老年人和慢性病患者，在 2006 年和 2010 年以前的老年人群中分别实现 50%和 75%的覆盖率的目标。
 - ◆ 截至 2006 年底，我国 9 岁以下儿童数目达到 1.4 亿；60 岁以上老人数目达到 1.7 亿。考虑到慢性病患者及体弱者等人群，我国流感疫苗的潜在接种人群应该超过 3 亿人。
 - ◆ 而 2007/2008 年流感季节，我国流感疫苗的供应量约为 3200 万支。

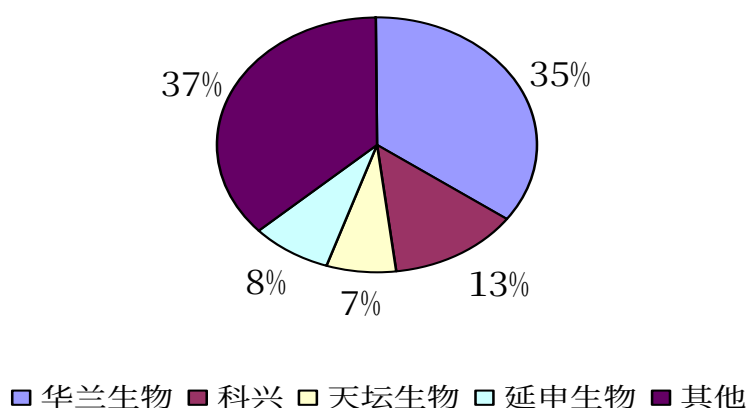
甲流疫情将提高未来国内的流感疫苗接种率

- 我国流感疫苗接种率偏低的情况，与国内居民和政府对流感危害的认识不足有关。
 - ◆ 流感是一种由流感病毒引起的传染性疾病，通常侵袭呼吸道。其经常引发的结果是咳嗽、喉咙痛、流涕或鼻塞，以及发热、头痛、极度疲劳和肌痛。
 - ◆ 流感最大的危害则是，其可能导致诸如细菌性肺炎、脱水等并发症以及慢性疾病的恶化，包括充血性心力衰竭、哮喘或糖尿病。并发症及慢性疾病的恶化则成为夺去流感患者生命的直接原因。
- 此次甲流疫情的袭击非常凶猛，特别是导致许多重症患者和死亡病例的严重后果。经过专家以及媒体等不断地宣传和引导，政府以及越来越多的居民已经意识到流感的危害和接种流感疫苗的必要性。
- 我们预计，自 2010 年起，国内流感疫苗的接种率将会有大幅度的提高：一方面，普通居民特别是有基础性疾病的居民将会有意识地接种流感疫苗；另一方面，地方政府甚至中央政府也有望逐步将流感疫苗纳入免疫范围或者医保报销范围（目前流感疫苗属于二类苗，即需要接种者自费）。

公司作为流感疫苗龙头，将最大程度受益于流感疫苗需求增长

- 公司已经确立了国内流感疫苗龙头企业的行业地位，将会最大程度受益于流感疫苗需求的大幅增长。
 - ◆ 公司拥有国内最先进的流感疫苗生产线（国内唯一一条全自动生产线）、最大的流感疫苗生产能力（公司甲流疫苗的产能接近 1000 万剂/月，通过技改等措施还能提高产能）。
 - ◆ 公司在本次甲流疫情中的出色表现，充分体现了公司在疫苗业务领域很强的竞争实力：快速反应能力、先进的生产设备、高水平的生产组织管理能力等。
 - ◆ 工信部至此已经下了 4 批甲流订单，累计收储超过 1.1 亿剂；公司获得的订单数目占总体的 35%，凸显公司在流感疫苗领域的龙头地位。

图表15：国内甲流疫苗的订单分布图



来源：工信部，国金证券研究所

甲流疫苗有望进军国际市场

- 从全球范围来看，甲流疫苗存在明显的供不应求局面。特别是广大发展中国家和部分发达国家，自身并不具备有效地甲流疫苗生产能力。疫苗严重供不应求是公司甲流疫苗有望实现出口的重要背景。

图表16：全球范围看，甲流疫苗产能的覆盖能力远远不足

	人口数量（亿）	疫苗产能覆盖人口的比例
高收入国家（西欧、美国等）	8.93	90%
有本国供给的中/低收入国家（中国、俄罗斯等）	31.14	10%
无本国供给的中/低收入国家	26.62	0

来源：国金证券研究所

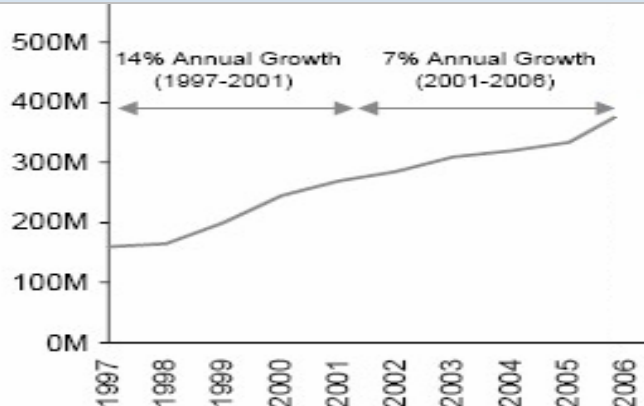
- 产能的扩张则为甲流疫苗的出口创造了有利条件。
 - ◆ 11月26日工信部下发的4624万剂甲流订单中，公司获得2179万剂，占比高达47%。这反映了政府甲流疫苗收储任务对公司的较大依赖。目前公司的产能基本用于应对国内的疫苗需求。
 - ◆ 据媒体报道，公司正在积极扩建新的流感疫苗生产线，新的流感疫苗产能稍高于现有产能。新产能投产后，公司的流感疫苗产能将有望达到3000万剂/月。新产能的投产将为甲流疫苗的出口创造有利条件。
- 根据媒体的相关报道以及公司网站的新闻资料，我们判断，公司与相关国家就甲流疫苗的合作进展顺利。
 - ◆ 12月23日，公司网站刊登消息：“为进一步扩大企业影响，加快进军国际市场的步伐，2009年以来公司积极开展海外交流，企业影响力和知名度日益提高。近期，韩国、委内瑞拉、秘鲁、阿联酋、台湾等多个国家和地区的企业先后到公司参观考察，探讨合作事宜，为公司疫苗走出国门，进军国际市场拉开了序幕。”

国外季节性流感疫苗市场更值得期待

国外的季节性流感疫苗市场非常大

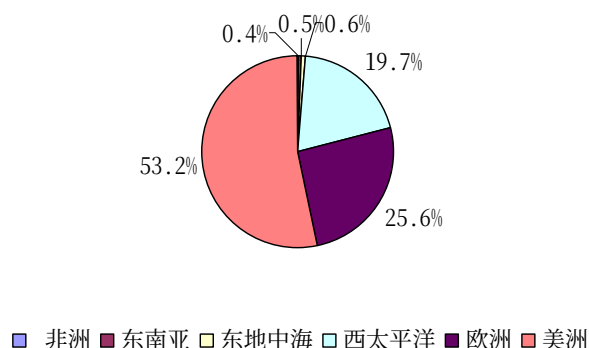
- 2006 年全球季节性流感疫苗的需求量已达到 4 亿支，并一直保持稳定的增长态势：2001-2006 年的年复合增长率达到 7%；1997-2001 年的年复合增长率则有 14%。
- ◆ 全球最大的流感疫苗生产厂家赛诺菲·巴斯德（Sanofi Pasteur）2008 年流感疫苗的销售收入达到 7.36 亿欧元；葛兰素史克（GlaxoSmithKline）2008 年的流感疫苗规模也有 1.7 亿欧元。
- 同时，全球面临着季节性流感疫苗地区分布严重不均衡的状态：美洲和欧洲等发达地区消费全球接近 80%的季节性流感疫苗；非洲、东南亚和东地中海的发展及欠发达地区的消费量不及全球的 2%；西太平洋地区的消费量主要集中于日本和韩国。

图表17：季节性流感疫苗的需求保持稳步增长态势



来源：WHO,国金证券研究所

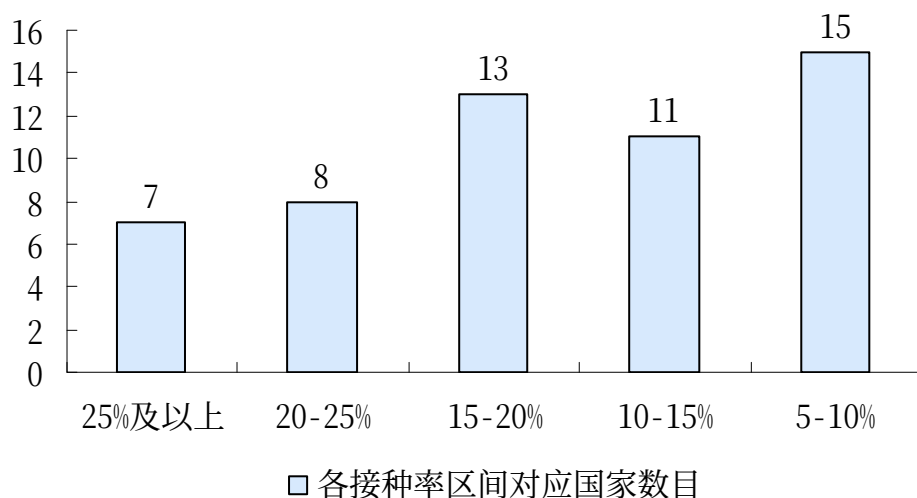
图表18：2007 年季节性流感疫苗的地区分布



全球范围看，流感疫苗的接种率仍很低，未来增长空间依然较大

- 2007 年数据显示，流感疫苗接种率超过 25%的国家仅有 7 个，接种率超过 10%的国家仅有 39 个。超过 100 个国家的接种率不足 5%，这些国家中半数以上的国家接种率不足 1%。
- ◆ 接种率超过 25%的国家分别是美国、日本、加拿大、马耳他、韩国、英国和德国。

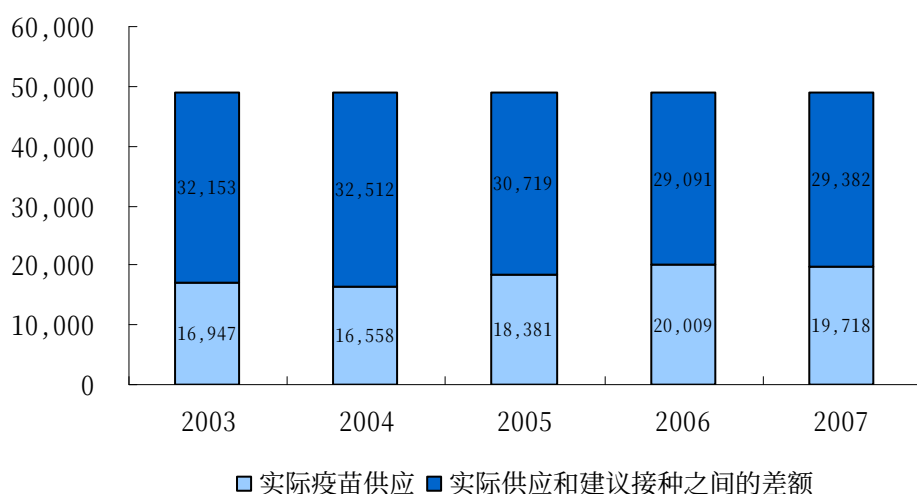
图表19：全球范围内，流感疫苗接种率超过5%的国家数目很少



来源：WHO, 国金证券研究所

- 即便是在医疗资源丰富、保障水平很高的欧盟地区，几乎所有国家的流感疫苗接种率均未达到卫生部门特别是 WHO 的期望水平。
- ◆ 下图反映的是欧盟 25 国建议的流感接种率与实际接种率之间的巨大差异。欧盟 25 国建议每十万人的流感疫苗接种人数为 49.1 万人，但实际接种人数与该期望值差距甚远。

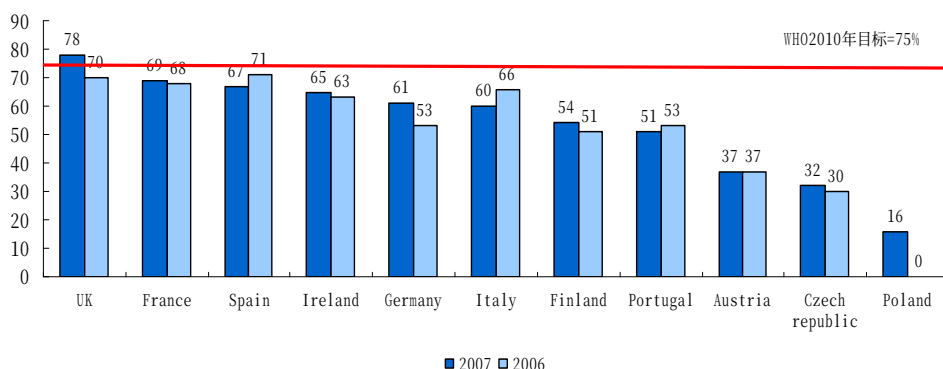
图表20：欧盟 25 国建议接种人数与实际疫苗供应之差（每十万人）



来源：WHO, 国金证券研究所

- ◆ 下图反映的是部分欧洲国家 65 岁以上老年人的流感疫苗接种比例。世界卫生组织要求在已经制定了流感疫苗接种政策的国家中建立和实施覆盖全部高危人群的策略，包括老年人、慢性病患者和医护人员等，在 2006 年和 2010 年以前的老年人群中分别实现 50% 和 75% 的覆盖率的目标。而欧盟内能达到 WHO 制定的接种率目标的国家也是极少数。

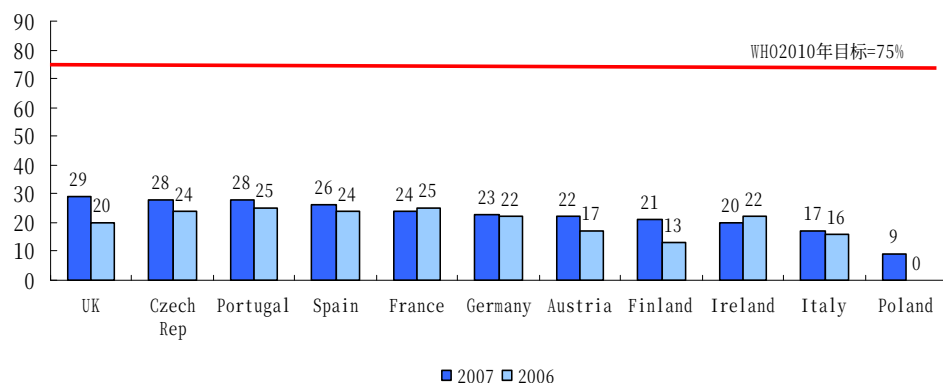
图表21：部分欧洲国家 65 岁以上老年人流感疫苗接种比例(%)



来源：WHO,国金证券研究所

- ◆ 下图反映的是部分欧洲国家医护人员的流感疫苗接种比例。与老年人接种率相比，医护人员的接种率离 WHO 设定的目标差距更远。

图表22：部分欧洲国家医护人员流感疫苗接种比例(%)

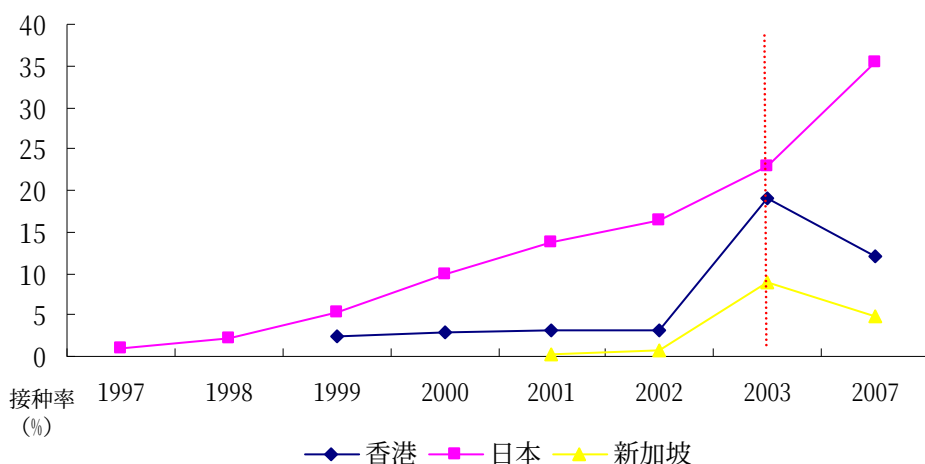


来源：WHO,国金证券研究所

从历史经验看，大规模疫情明显提升疫苗接种率

- 2003 年在我国大陆、香港等地爆发严重的 SARS 疫情，并在东亚及东南亚地区造成波及和恐慌。由于流感与 SARS 初期症状较为相似，以及担心流感病毒和 SARS 病毒形成交叉感染，相关政府部门和医学专家建议民众接种流感疫苗。疫情过后，相关各国的流感疫苗接种率均有明显的提升。
 - ◆ 2002 年我国流感疫苗消费量仅为 500 万支左右；2003 年消费量猛增至约 1200 万支；2004 年继续保持增长，消费量超过 1500 万支；2008 年国内流感疫苗消费量达到 3800-4000 万支；
 - ◆ 香港和新加坡的流感疫苗接种率在非典疫情之前均稳定在低水平，在经历了 2003 年接种高峰之后，虽然接种率有所回落，但仍然较疫情爆发之前的水平有明显提高。（2002 年，香港和新加坡的流感疫苗接种率分别为 3.2%和 0.7%；2007 年，两个地区接种率分别上升至 12%和 4.8%）
 - ◆ 日本的流感疫苗接种率在非典疫情过后仍然保持上升，凸显政府对流感疫苗作用的充分认识。（2000-2003 年日本流感疫苗接种率分别为：9.9%、13.7%、16.4%和 23%；2007 年，日本的接种率达到 35.5%）

图表23：2003 年非典疫情导致相关国家流感疫苗接种率上了新台阶



来源：Vaccine, 国金证券研究所

- 我们认为，在遭受了凶猛的甲流疫情袭击之后，各国政府和居民均会更加重视流感的危害以及接种流感疫苗的必要性，流感疫苗的接种率会有明显的提升。

全球季节性流感疫苗年产能约为 6-7 亿支，主要分布于发达地区

- 根据世界卫生组织 2006 年发布的数据显示，当时全球的流感疫苗产能约为 3.5 亿支。为应对甲流疫情中疫苗的需求，流感疫苗产能有一定程度的扩大。
- 2006 年全球季节性流感疫苗的需求量已经达到 4 亿支，我们认为 2010 年全球季节性流感疫苗需求量极有可能达到 6-8 亿支；同时，我们预计全球年产能约为 6-7 亿支（按照 6 个月生产量计算）。因此，2010 年季节性流感疫苗市场的供求关系将比较乐观。
 - ◆ 根据世界卫生组织最新的判断，目前全球甲流疫苗年产能约为 30-40 亿剂。考虑到甲流疫苗仅含有 1 剂、季节性流感疫苗包含 3 剂（3 个毒株），季节性流感疫苗的年产能约为 10-13 亿支。
 - ◆ 假设流感疫苗生产的时间为 6 个月/年，那么目前季节性流感疫苗的年产能为 5-6.5 亿支。因此，我们保守预计，2010 年全球季节性流感疫苗的年产能约为 6-7 亿支。
- 同时，流感疫苗产能在全球的地区分布具有极度不均衡性。根据 WHO 的估计，目前大约仅有 13% 的生产能力在发展中国家。欧洲是全球生产流感疫苗的主要基地，最大的流感疫苗生产企业赛诺菲·巴斯德和葛兰素史克均位于欧洲，他们的生产基地也主要分布于欧洲。

疫苗出口的技术性障碍比较小

- 公司新的流感疫苗产能是按照欧盟的标准建造的，在设计建造时便充分考虑到疫苗出口注册的需要。目前公司正在积极开展相关国家的疫苗出口注册，进展比较顺利。
- 我们认为，公司有望首先实现甲流疫苗的出口。通过甲流疫苗出口的契机，公司将最终实现季节性流感疫苗的常规出口。
 - ◆ 季节性流感疫苗的国外市场非常大，由于接种率的提升，该市场还有望迎来较好的增长。并且大多数国家缺乏流感疫苗的供应能力。

- ◆ 一旦甲流疫苗实现出口，季节性流感疫苗出口的技术障碍就基本解决。流感疫苗的生产工艺基本相同，只是每年提供的毒株不一样。这就好比是做月饼，制作工艺早就成熟了，只不过是每年制作的馅不同。
- 目前，浙江天元的甲流疫苗已在智利注册，季节性流感疫苗也实现出口马来西亚、印度、危地马拉等地；科兴生物的甲流疫苗也在墨西哥获得注册。

疫苗品种不断丰富，疫苗巨头渐行渐近

明年乙肝疫苗值得期待

- 目前我国每年乙肝的疫苗需求量在 3500 万-4000 万人份，其中 1500 万左右是计划免疫内的新生儿需求，另有 2500-3000 万人份是易感人群的自费接种。
- 自 2009 年始，我国将免费为 15 岁以下的儿童、青少年全部接种乙肝疫苗。免疫范围的扩容，将大大增加乙肝疫苗的需求量。
 - ◆ 我国自 2002 年起将乙肝疫苗纳入儿童计划免疫，对新生儿进行接种。1994-2001 年出生的新生儿数目约为 1.3 亿人，2002-2003 年出生的新生儿数目为 3244 万。我们预计在未来两年内国家会对 5-15 岁的青少年进行乙肝疫苗集中补种。考虑在国家出台计划免疫乙肝疫苗之前，部分地区已经实行了免费接种乙肝疫苗，综合考虑接种率和保护期等各项因素，我们预计未来两年每年新增乙肝疫苗需求 5000 万-6000 万人份。
 - ◆ 假设政府重新修订的计划免疫乙肝疫苗接种程序为：出生时接种 3 针，5 岁、10 岁和 15 岁时各补种一次。那么 15 岁以下青少年每年对乙肝疫苗的需求达到 6400 万人份。考虑到目前自费接种乙肝疫苗的易感人群中已包括 15 岁以下青少年，我们预计补种期过后我国每年乙肝疫苗需求量为 8000-9000 万人份。
- 乙肝疫苗扩容后，短期内有可能出现乙肝疫苗供不应求状况。
 - ◆ 国内生产乙肝疫苗的企业并不多，只有天坛生物、深圳康泰、大连汉信等几家企业。其中，上海生物制品研究所仅仅拥有一条封装线。
 - ◆ 根据各个企业披露的规划产能数据，我们统计出来国内企业乙肝疫苗的产能为 6500 万人份，与我们估计的年需求量 8000-9000 万人份还有一定差距。我们预计进口疫苗短期内会填补缺口。同时，各个生产企业也会迅速扩大产能以应对突增市场。

图表24：国内乙肝疫苗生产企业规划产能

公司	产能（人份）	备注
华兰生物	1500万	汉逊酵母苗，预计明年拿到生产批文
天坛生物	1500万	啤酒酵母苗
深圳康泰生物	2000万	啤酒酵母苗
大连汉信生物	1000万	汉逊酵母苗
上海生物制品研究所	500万	公司进口疫苗原液，自行封装

来源：国金证券研究所

- 公司的乙肝疫苗（汉逊酵母苗）有望于明年获得生产批文，将为公司提供新的利润增长点，并进一步丰富公司的疫苗品种。
 - ◆ 汉逊酵母乙肝疫苗具有免疫原性强、安全性好、母婴传播阻断率高、抗体阳转率高和滴度高等特性，其乙肝表面抗原单位表达量高于酿酒酵母 10 倍以上，疫苗免疫接种后产生高滴度抗体。

- ◆ 汉逊酵母乙肝疫苗为我国完全自主知识产权产品，目前国内仅有大连汉信生物拥有生产批文，预期公司将于明年拿到生产批文。另外还有玉溪沃森生物处于临床审评阶段。

公司还有多种疫苗产品处于临床或待批状态

- 公司于今年 7 月获得 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗的生产批文，并于年底开始销售。我们预计，该品种明年将为公司贡献 4000 多万销售收入
- 此外，公司还有破伤风疫苗、狂犬疫苗、百白破疫苗等多个品种处于临床或待批状态，将会在未来几年陆续为公司产生收入贡献。

图表25：公司在研或待批的疫苗品种

疫苗品种	研发进展
重组乙型肝炎疫苗（酵母）	报生产，待批中
吸附破伤风疫苗	报生产，待批中
吸附无细胞百白破联合疫苗	临床试验中
A、C群脑膜炎球菌结合疫苗	临床试验中
禽流感疫苗H5N1	临床试验中
A、C群脑膜炎球菌多糖疫苗	临床试验中
乙型肝炎纯化疫苗（Vero细胞）	临床前研究
冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）	临床前研究

来源：SFDA,国金证券研究所

盈利预测和投资建议

不考虑疫苗出口，预计 09-11 年 EPS 为 1.457 元、1.975 元和 2.353 元

- 对于 2010 年公司各项业务的发展预测，我们有如下判断：
 - ◆ 我们预计 2010 年公司的采浆量较 2009 年增长 30%以上；
 - ◆ 我们认为 2010 年静丙的价格较 2009 年将有一定幅度的提升；
 - ◆ 我们预计 2010 年甲流疫苗销售 2000 万剂；
 - ◆ 我们认为 2010 年国内季节性流感疫苗的需求将有大幅度增长，预计公司有望销售 2000 万人份季节性流感疫苗；
 - ◆ 乙肝疫苗于 2010 年获得生产批文，并产生一定规模的收入贡献；
- 下表是我们不考虑疫苗出口，对公司主要业务的分大类产品预测

图表26：公司分大类产品预测

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
血液制品					
销售收入（百万元）	350.65	388.50	530.43	709.95	907.75
增长率（YOY）		10.79%	36.53%	33.85%	27.86%
毛利率	53.76%	58.75%	66.84%	65.04%	65.93%
疫苗					
销售收入（百万元）		73.27	717.50	1,072.00	888.00
增长率（YOY）			879.20%	49.41%	-17.16%
毛利率		67.82%	61.31%	62.85%	72.02%

来源：国金证券研究所

疫苗出口将为业绩提供更大的弹性

- 流感疫苗是全球销售规模最大的疫苗品种之一。走出国门，让流感疫苗积极参与国际市场，公司将获得更大的发展空间。
- 目前公司疫苗出口的准备工作进展顺利，包括产能建设、疫苗注册以及国际交流等。我们认为，明年公司将在疫苗出口方面实现实质性突破。由于季节性流感疫苗需要每年接种，因此，疫苗出口业务一旦取得突破，将具有持续增长性。
- 从盈利预测的谨慎性出发，我们暂时在盈利预测中不包含疫苗出口的业绩贡献，而在此提供我们对疫苗出口的业绩弹性分析。

图表27：疫苗出口的业绩弹性分析

	疫苗出口数量	价格（人民币）	EPS增厚
保守预测	甲流疫苗出口0万人份	20元/人份	0.14元
	季节性流感疫苗出口500万人份		
中性预测	甲流疫苗出口200万人份	25元/人份	0.59元
	季节性流感疫苗出口1500万人份		
乐观预测	甲流疫苗出口500万人份	30元/人份	0.92元
	季节性流感疫苗出口1500万人份		

来源：国金证券研究所

投资建议

- 公司具备优秀管理团队、占据竞争优势、并不断给投资者带来惊喜，是值得投资者重点关注的长期品种。
- 公司未来几年将实现浆站数量的大幅扩张，从而保障了血液制品业务的高速增长；同时，公司通过丰富疫苗品种和拓展国际市场，快速向疫苗巨头的目标迈进。
- 不考虑疫苗出口，我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 1.457 元、1.975 元和 2.353 元。目前的股价对应 2010 年业绩仅有 29 倍 PE，具有很好的安全边际；同时，我们认为公司新建浆站的数量和进展存在超预期的可能，并且疫苗出口一旦实现出口的突破，将为公司打开广阔的发展空间。因此，我们将公司 6-12 月的目标价定为 94.12 元，对应 2010 年 40 倍 PE。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	353	351	475	1,248	1,782	1,796
增长率		-0.5%	35.3%	162.6%	42.8%	0.8%
主营业务成本	-216	-162	-189	-454	-647	-558
% 销售收入	61.2%	46.2%	39.9%	36.3%	36.3%	31.1%
毛利	137	189	286	794	1,136	1,238
% 销售收入	38.8%	53.8%	60.1%	63.7%	63.7%	68.9%
营业税金及附加	0	-1	-2	-5	-9	-9
% 销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
营业费用	-25	-25	-7	-25	-62	-72
% 销售收入	7.2%	7.1%	1.5%	2.0%	3.5%	4.0%
管理费用	-18	-35	-48	-62	-89	-90
% 销售收入	5.1%	9.9%	10.1%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	93	128	229	702	975	1,067
% 销售收入	26.4%	36.5%	48.2%	56.3%	54.7%	59.4%
财务费用	1	-3	-8	-11	-7	19
% 销售收入	-0.2%	0.9%	1.7%	0.9%	0.4%	-1.0%
资产减值损失	0	1	-8	-3	-1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	94	126	214	689	967	1,086
营业利润率	26.7%	35.8%	44.9%	55.2%	54.3%	60.5%
营业外收支	-3	2	4	8	5	5
税前利润	91	128	218	697	972	1,091
利润率	25.7%	36.5%	45.8%	55.8%	54.6%	60.8%
所得税	-13	-11	-23	-87	-146	-164
所得税率	14.0%	8.7%	10.6%	12.5%	15.0%	15.0%
净利润	78	117	194	610	826	927
少数股东损益	-1	-3	7	85	115	80
归属于母公司的净利润	79	120	187	525	711	847
净利率	22.4%	34.3%	39.4%	42.0%	39.9%	47.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	79	117	194	610	826	927
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	20	30	50	68	91	103
非经营收益	8	1	12	19	21	-2
营运资金变动	25	31	-94	138	-83	-21
经营活动现金净流	131	179	162	834	855	1,007
资本开支	-217	-214	-127	-903	-104	-705
投资	-35	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-252	-214	-127	-904	-104	-705
股权募资	32	0	280	0	0	0
债权募资	131	25	-165	701	-611	-92
其他	-46	-42	-7	-23	-73	-50
筹资活动现金净流	117	-17	108	678	-684	-142
现金净流量	-3	-52	144	608	67	160

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	202	149	292	900	967	1,127
应收款项	56	36	123	386	552	556
存货	81	108	131	137	195	168
其他流动资产	62	187	197	47	67	58
流动资产	401	479	743	1,470	1,780	1,909
% 总资产	49.1%	50.0%	58.9%	51.9%	56.3%	49.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	386	389	434	1,283	1,307	1,916
% 总资产	47.3%	40.6%	34.4%	45.3%	41.3%	49.2%
无形资产	30	84	80	76	73	71
非流动资产	415	479	519	1,363	1,382	1,989
% 总资产	50.9%	50.0%	41.1%	48.1%	43.7%	51.0%
资产总计	816	958	1,262	2,833	3,162	3,898
短期借款	140	130	0	704	93	0
应付款项	67	111	116	358	513	461
其他流动负债	16	9	-1	62	68	68
流动负债	224	249	114	1,124	674	528
长期贷款	0	35	0	0	0	1
其他长期负债	4	4	3	0	0	0
负债	228	289	117	1,124	674	529
普通股股东权益	555	640	1,101	1,579	2,244	3,044
少数股东权益	33	30	43	128	243	323
负债股东权益合计	816	958	1,262	2,833	3,162	3,898

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.524	0.555	0.832	1.457	1.975	2.353
每股净资产	3.682	2.948	4.893	4.385	6.231	8.453
每股经营现金净流	0.872	0.825	0.716	2.316	2.375	2.796
每股股利	0.000	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.23%	18.82%	17.00%	33.22%	31.70%	27.83%
总资产收益率	9.68%	12.57%	14.84%	18.53%	22.51%	21.75%
投入资本收益率	11.07%	14.03%	17.91%	25.48%	32.13%	26.94%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.29%	-0.53%	35.32%	162.65%	42.79%	0.77%
EBIT增长率	52.40%	36.91%	78.65%	206.26%	38.89%	9.46%
净利润增长率	50.36%	52.44%	55.49%	180.18%	35.58%	19.12%
总资产增长率	16.57%	17.43%	31.66%	124.57%	11.62%	23.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.4	29.9	25.0	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	153.7	212.4	230.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	71.8	115.7	97.8	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	225.5	365.2	262.1	319.1	187.3	269.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.47%	2.34%	-25.52%	-11.46%	-35.15%	-33.44%
EBIT利息保障倍数	-112.8	39.2	27.9	65.0	141.8	-57.4
资产负债率	27.90%	30.11%	9.31%	39.71%	21.33%	13.58%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	4	40
买入	0	0	4	13	97
持有	0	0	0	0	9
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.67	1.74	1.78

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-06-04	买入	28.40	N/A
2 2009-07-28	买入	33.97	N/A
3 2009-08-02	买入	33.78	N/A
4 2009-08-28	买入	40.00	N/A
5 2009-10-14	买入	51.62	N/A
6 2009-10-27	买入	57.70	N/A
7 2009-10-29	买入	59.50	N/A
8 2009-11-27	买入	61.81	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。