

国际合作机遇良好，业绩有望快速增长

研究结论

公司是台州民营的原料药生产企业，产品系列包括抗生素类，精细化学品，抗病毒类，心血管类等几大类品种；出口比例占公司收入近 70%。我们认为：在目前国际专利药开始大量过期的背景下，公司面临重大的发展机遇，其未来看点主要在：1. 与国际药企定制生产业务的放量；2. 主营产品如以 4AA 为代表的培南系列产品受益于下游成品药市场扩大而放量；3. 股权激励对管理层的激励作用。

- **国际合作有望带来业绩高速增长：**在国际专利药产品集中过期的大背景，公司积极寻求与国际医药巨头的合作，多个产品已经达成转移生产协议。其中，公司与德国 Boehringer Ingelheim 公司的合作进展顺利，BII 公司已开始商业化采购战略合作中间体；美国辉瑞公司订单和其它高附加值产品订单也在增加。我们认为，公司未来有可能获得更多的合作订单，目前公司获得 COS 认证的产品已经有 4 个，其中包括瑞格列奈、克林霉素等市场规模较大的产品，3 个产品通过 FDA 认证；同时作为规模较小的 API 和中间体生产企业，其给国际原研厂商带来威胁的可能性较小，更有可能获得国际原研厂商的青睐。
- **主营业务有望稳定增长。**公司培南中间体业务全国最大，目前公司的产能超过 15 吨/月，而且通过工艺改进，其生产成本不断降低。预计随着美罗培南、亚胺培南在欧洲、美国等规范市场专利的到期，公司培南类中间体 4AA 及 Keto 有望放量，带动公司抗感染药物利润大幅增长。
- **股权激励显露对未来的信心：**公司公布了股权激励草案，拟授予期权 500 万份，行权价 10.7 元，要求 10-13 年净利润增长同比 09 年分别不低于 30%、60%、90% 和 120%，净资产收益率不低于 9%、9.5%、10% 和 11%，对管理层激励作用明显，同时也显示公司对未来的业绩增长很有信心。
- **首次给与买入的投资评级：**我们预计公司 10-11 年的业绩为 0.45 元和 0.75 元，三年复合增长率有望达到 97% 左右，目前股价对应 10 年 PE 近 39 倍，考虑到公司经营有望转向新的增长模式，业绩和 ROE 水平或将出现快速的提高，我们首次给予公司买入的投资评级，目标价 23 元，对应 2011 年 30 倍 PE。
- **风险因素：**国际合作低于预期，培南类产品竞争过于激烈。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

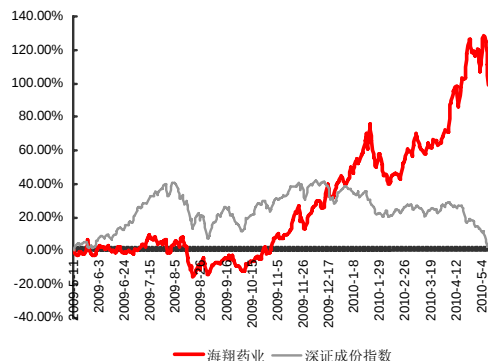
Lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 5 月 23 日)	17.90 元
目标价格	23.00 元
总股本/A 股 (万股)	16050/16050
A 股市值 (百万元)	2864
国家/地区	中国
行业	医药
报告日期	2010 年 5 月 24 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.98%	31.43%	99.68%
相对表现 (%)	19.38%	45.81%	99.55%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1063	893	1147	1309
同比(%)	3%	-16%	28%	14%
净利润	25	30	72	120
同比(%)	-19%	19%	138%	67%
毛利率(%)	13.1%	18.7%	22.3%	24.5%
ROE(%)	4.7%	5.4%	11.7%	16.8%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.45	0.75
P/E	105.34	88.98	39.41	23.88
P/B	4.92	4.80	4.36	3.76

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目 录

国际合作机遇良好 业绩有望快速增长	4
公司业务介绍	4
国际合作有望带来业绩高速增长:	5
与 Boehringer Ingelheim 的合作值得期待	5
与其他国际药企合作进展顺利	6
公司主营业务有望稳定增长.....	6
培南中间体业务前景看好	7
克林霉素系列稳定增长	10
氟苯尼考纷争解决	10
股权激励显露对未来的信心.....	11
股权激励草案显示信心	11
公司股权结构调整需要关注	11
风险因素	12
盈利预测与评级.....	12

图表目录

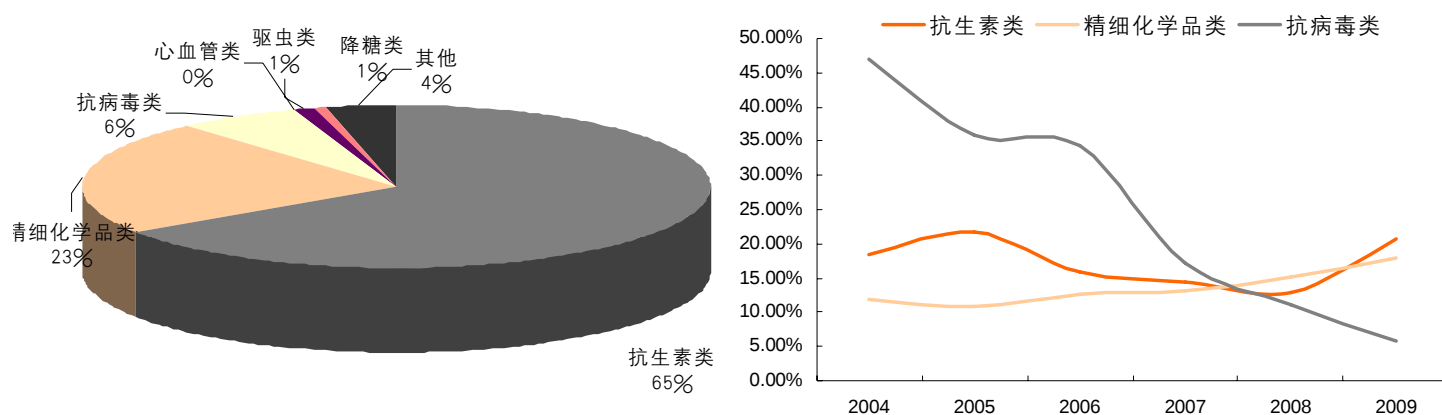
图 1. 公司主营业务比例和毛利率情况	4
图 2. 公司销售收入和净利润情况	4
图 3. 公司出口占比	5
图 4. 公司抗生素业务的比例变化 2006 年（左）-2009 年（右）	6
图 5. 碳氢霉烯类药物上市时间表	7
图 6. 亚胺培南国际市场稳定	8
图 7. 美罗培南国际市场增长迅速	8
图 8. 我国 ESBL 的发生率	8
图 9. 美罗培南医院用药增长稳定	9
图 10. 亚胺培南医院用药增长迅速	9
图 11. 4AA 的出口量迅速扩大	9
图 12. 盐酸克林霉素国内价格	10
图 13. 公司股权结构调整示意图 截至 2010 年 3 月底情况	11

国际合作机遇良好 业绩有望快速增长

公司业务介绍

公司是台州民营的原料药生产企业，产品系列包括抗病毒类，精细化学品，抗生素类，心血管类等几大类品种，其中抗生素类产品占比最高，超过 60%；精细化工产品占比在 20%左右，毛利率比较稳定。近几年，公司 4AA，克林霉素等毛利较高的产品占比提高，抗生素类产品的毛利率也逐渐提高。分具体产品看，公司的主营产品中 4AA 等培南类产品的比例估计在 14%左右，克林霉素系列占比超过 20%；氟苯尼考系列占比在 20%以上，但呈现下降的趋势。

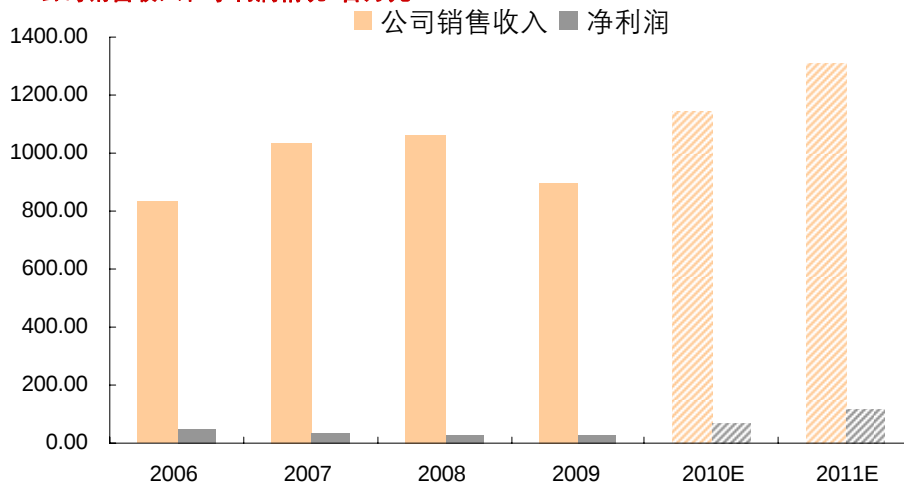
图 1. 公司主营业务比例和毛利率情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

前几年由于公司主营产品竞争日趋激烈，价格下跌，导致公司营业成本不断提高，业绩不断下滑。2006 年公司净利润 5100 万，2008 年净利润下滑到 2600 万左右。而公司这几年通过产品结构的调整，提高了高毛利、市场较好的新产品的销售占比（如培南中间体），有利于公司业绩的反转。

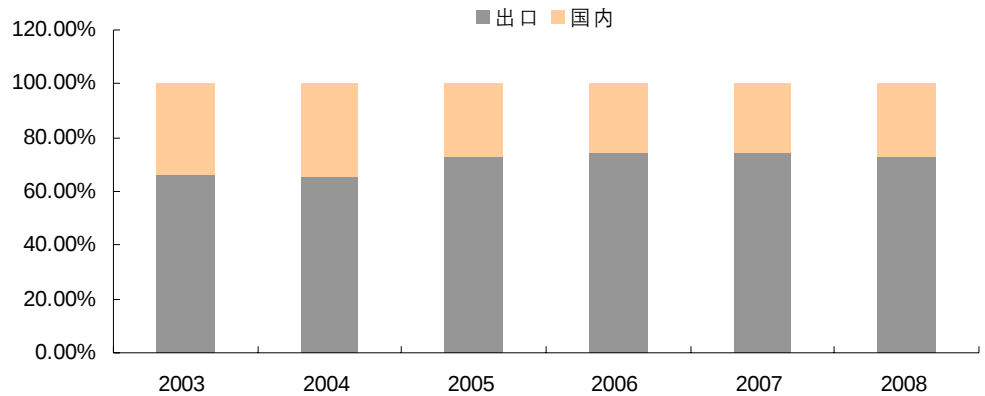
图 2. 公司销售收入和净利润情况 百万元



资料来源：东方证券研究所

公司以出口为主,出口比例占公司收入接近 60%,其与国际大型原研药企业如 Boehringer International, 和 Pfizer 等公司均有长期的合作协议,国际业务的发展速度对公司有重大的影响。

图 3. 公司出口占比



资料来源:公司公告,东方证券研究所

我们认为:在目前国际专利药开始大量过期的背景下,公司面临重大的发展机遇,其未来看点主要在:1.与国际药企定制生产业务的放量;2.主营产品如 4AA、Keto 等受益于下游成品药市场扩大而放量;3.股权激励对管理层的激励作用。

国际合作有望带来业绩高速增长:

在国际专利药产品集中过期的大背景下,公司积极寻求与国际医药巨头的合作,多个产品已经达成转移生产协议。其中,公司与德国 Boehringer Ingelheim 公司的合作进展顺利,BII 公司已开始商业化采购战略合作中间体;美国辉瑞公司订单和其它高附加值产品订单也在增加。

与 Boehringer Ingelheim 的合作值得期待

公司在 2008 年与德国的 Boehringer Ingelheim 签订了长期的战略生产联盟的框架协议,根据该协议,从 2008 年 9 月起,公司将在川南新厂区为 BI 逐步投资建设专用车间,并计划在 2009 年开始为 BI 公司生产合同产品。BI 公司将为海翔药业提供专用知识和技术支持。

BI 公司网站也在 2008 年 8 月 25 日公布了对这次合作的乐观看法。公司称将在 2008 年下半年开始向海翔药业提供技术支持,海翔药业生产的 API 将被提供给 BI 在德国、意大利、西班牙和美国的工厂进行生产。BI 希望海翔药业能够提供及时,柔性的原材料供应,以满足公司日益增长的需求。2009 年,BI 公司向海翔药业两项产品采购金额在 3500 万元左右。

而 2008 年浙江省环保厅披露了海翔药业在建项目的环评公告,公告中披露,公司在川南分公司现有用地(占地 224435m²)上进行建设,总投资人民币 24000 万元。新项目建成后形成年产瑞格列奈 1 吨、卡洛芬 10 吨、阿托伐醌 10 吨、达比加群 50 吨、T1620 50 吨、聚卡波菲钙 300 吨、4,4'

一二氟二苯甲酮 300 吨、奈韦拉平 100 吨的生产能力，年销售收入达 62500 万元。在这些产品中瑞格列耐是 Boehringer Ingelheim 公司开发出的全球首只列耐奈降糖药，销售权许可给了 Novo Nordisk，全球销售额在 4 亿美元左右；奈韦拉平是 Boehringer Ingelheim 公司开发的冻结物，商品名维乐命，该品于 1996 年 12 月获美国 FDA 批准后上市，销售额也超过一亿美元；而达比加群则是 Boehringer Ingelheim 公司在 2008 年推出的新药，商品名 Pradaxa，是继华法林之后 50 年来上市的首个新类别口服抗凝血药物，被认为是抗凝血治疗领域和潜在致死性血栓预防领域的一项重大进展，具有里程碑意义，市场对该药物替代华法林有很高的希望。（华法林剂量难以控制，但仍然市目前应用广泛的抗凝血类药物，目前市场规模在 6-7 亿美元左右）

我们认为，公司与 BI 公司的达成的合作协议是典型的定制生产长期框架协议。虽然由于商业保密原因，我们无法确定公司建设的这些项目的具体投产和达产情况，但如果对某种产品达成生产协议，订单一般会比较稳定，毛利率较高，而且如果公司前几批的合作成功，那么将迎来更多的订单，销售额有可能很快超过亿元。BI 是全球前 20 大的医药公司，研发实力强大，产品种类中多，销售额超过 100 亿欧元。我们十分看好公司与 Boehringer Ingelheim 的长期合作前景。

与其他国际药企合作进展顺利

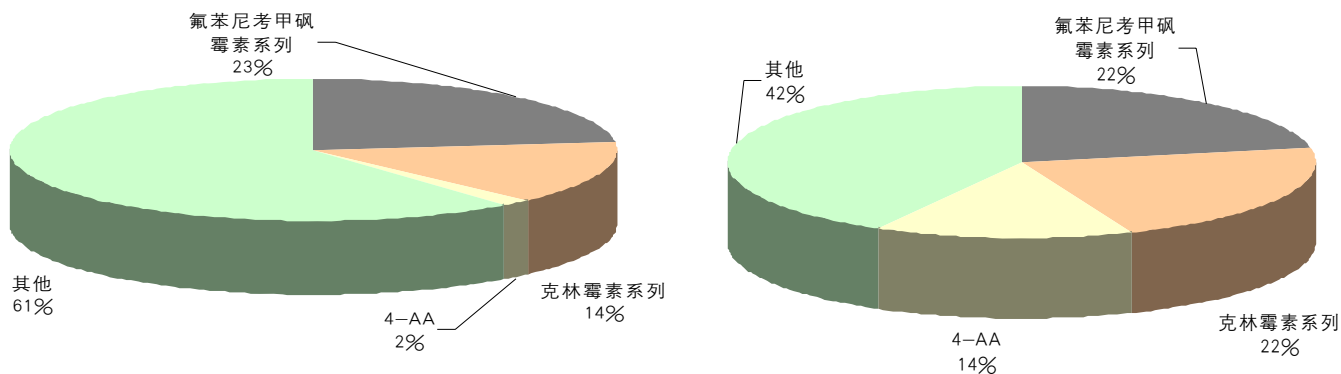
除了与 BI 合作以外，公司与其他国际企业的合作也在顺利进行当中。辉瑞和其他高附加值产品的订单在 2009 年均有明显的增加。目前公司有多个产品通过国际认证；2009 年，公司又有氟尼辛葡甲胺盐原料药（兽药）取得了 COS 认证。目前公司还有克林霉素盐酸盐、克林霉素磷酸酯等四个产品通过了 COS 认证，盐酸克林霉素通过了 FDA 认证。

我们认为，作为规模较小的 API 和中间体生产企业，其给国际原研厂商带来威胁的可能性较小，更有可能获得国际原研厂商的青睐。随着公司国际合作战略的进一步拓展，以及公司国际合作经验的进一步增强，公司未来有可能获得更多的合作订单。

公司主营业务有望稳定增长

我们认为公司主业的增长将主要集中在抗生素业务的领域。通过对公司产品结构的调整，高毛利、市场空间较大的产品，尤其是培南类中间体 4-AA 的比例正不断的提高。而且公司原有老产品工艺改进取得突破，盐酸克林霉素、4-AA、氟苯尼考等主导产品收率进一步提高，生产成本得到明显下降，提升了公司竞争力。

图 4. 公司抗生素业务的比例变化 2006 年（左）-2009 年（右）



资料来源：东方证券研究所

培南中间体业务前景看好

下游培南类药物国内外需求有望快速增长

公司培南中间体业务全国最大，目前公司的产能超过 15 吨/月，销售占比估计在 14%左右，而且通过工艺改进，其生产成本不断降低，毛利率较高。预计随着美罗培南、亚胺培南在欧洲、美国等规范市场专利的到期，以及国内培南类终端需求的快速发展，公司培南类中间体 4AA、Keto 等有望放量，带动公司抗感染药物利润大幅增长。

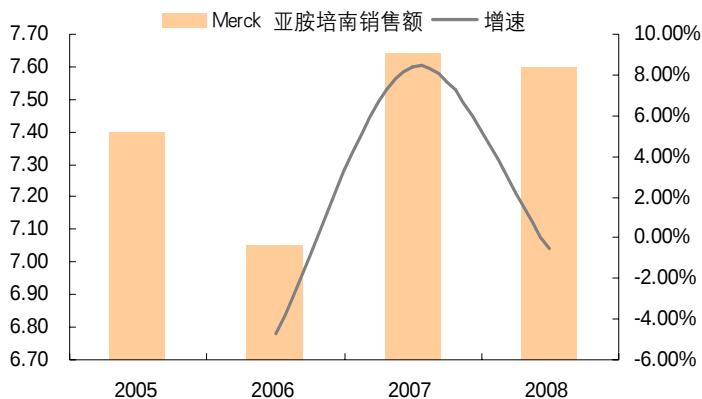
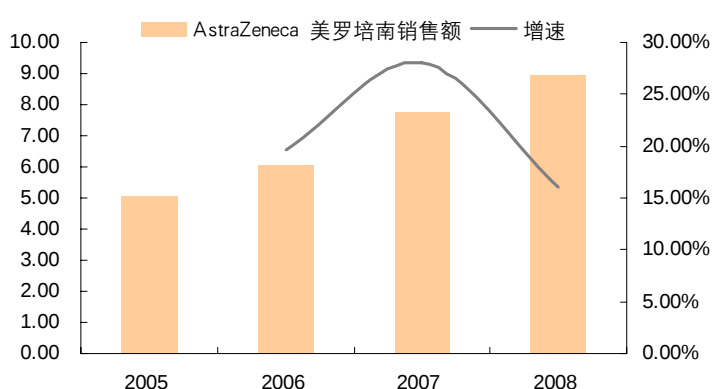
培南类产品是一种碳氢霉烯类抗生素，问市于上市纪 80 年代。其中美国 Merck 公司产的亚胺培南—西司他汀钠上市最早，1985 年在德国上市。

图 5. 碳氢霉烯类药物上市时间表

名称	首次上市时间	最早上市国家	研发商	商品名
亚胺培南（Imipenem）	1985年	德国	美国默克	Primaxin
帕尼培南（Panipenem）	1994年3月	日本	日本三共	Carbenin
美罗培南（Meropenem）	1995年1月	意大利	日本住友	Merrem
法罗培南（Faropenem）	1997年9月	日本	日本第一制药	Farron
厄他培南（Ertapenem）	2002年4月	美国	美国默克	INVANZ
比阿培南（Biapenem）	2002年6月	日本	美国惠氏	Omegacin
多尼培南（Doripenem）	2006年10月	日本	日本盐野义	Finibax

资料来源：先锋药业

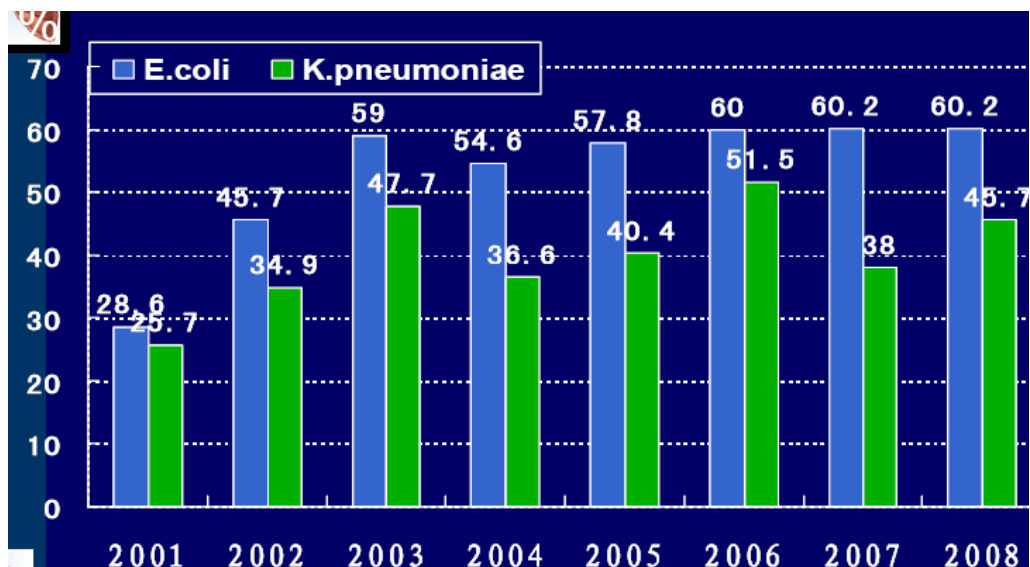
由于现在细菌的耐药性不断增强，碳氢霉烯类抗生素凭借其广谱、耐药性少的特点，不断增强其在国际市场上地位，需求稳定增长，2005 年，培南类产品的销售额为 19.39 亿美元，到 2008 年，全球市场的销售额已经达到 25 亿美元，占据全球抗生素 10%左右的市场，当年同比增长 9.64%。其中 2005 年 Merck 的亚胺培南全球销售额为 7.4 亿美元，2008 年仍然稳定在 7.6 亿美元；阿斯利康和日本住友的美罗培南的合计销售额由 2005 年的 7.24 亿美元，迅速上升到了 2008 年的 10.77 亿美元。

图 6. 亚胺培南国际市场稳定 亿美元

图 7. 美罗培南国际市场增长迅速 亿美元


资料来源：东方证券研究所

而且目前美国 Merck 的亚胺培南的美国专利已经与 2009 年到期，Astrazeneca 的美罗培南也将于 2010 年 6 月份过期。如果这些公司不能延长专利保护期的话，大量的仿制药有可能会涌入美国市场，需求有望快速扩大。

同时，我国国内市场培南类药的规模也迅速扩大。由于我国滥用抗生素的现象比较严重，大量使用对 Beta 内酰胺酶不稳定的头孢类的抗生素，导致目前我国产 ESBLs (超广谱 Beta 内酰胺酶) 菌的耐药性形式非常严峻。2008 年，我国产 ESBL 的大肠埃希氏菌和肺炎克雷伯菌的比例已经分别达到了 60.2% 和 45.7%。

图 8. 我国 ESBL 的发生率 (大肠埃希氏菌 E.coli 和肺炎克雷伯菌 K.pneumoniae)


资料来源：复旦大学附属中山医院。

而培南类的抗生素由于其耐霉性好，对于治疗产 ESBL 多重耐药菌引发的感染有较好的疗效，同时对于需氧菌和厌氧菌引发的混合感染也有较好的应用，在国内市场终端应用增速很快。而且，随着

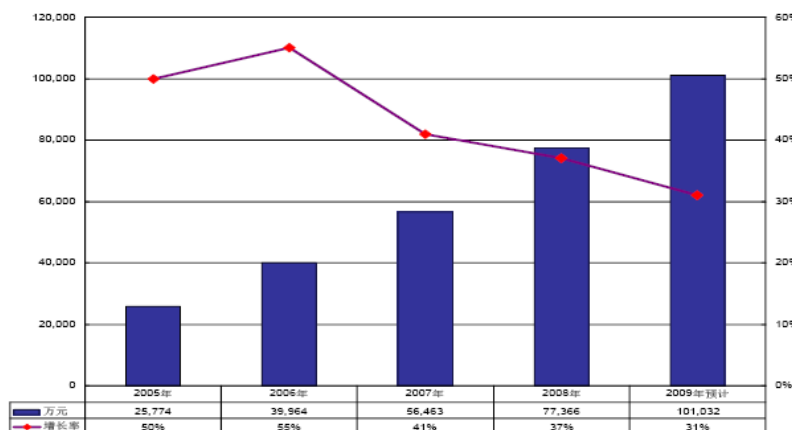
我国 4AA 中间体的自给率提高，培南类原药的生产成本大幅降低，也帮助了其在终端市场的开拓。亚胺培南在我国终端医院的用药金额增速在 10%—30%，美罗培南的增速稳定在 30%左右的较高水平。目前我国有美罗培南制剂生产批文的企业主要有深圳海滨制药、海正药业、石药等 7 家企业；有亚胺培南制剂生产批文的企业主要有海滨、海正、珠海联邦等 5 家企业。

图 9. 美罗培南医院用药增长稳定



资料来源：上海新先锋药业

图 10. 亚胺培南医院用药增长迅速

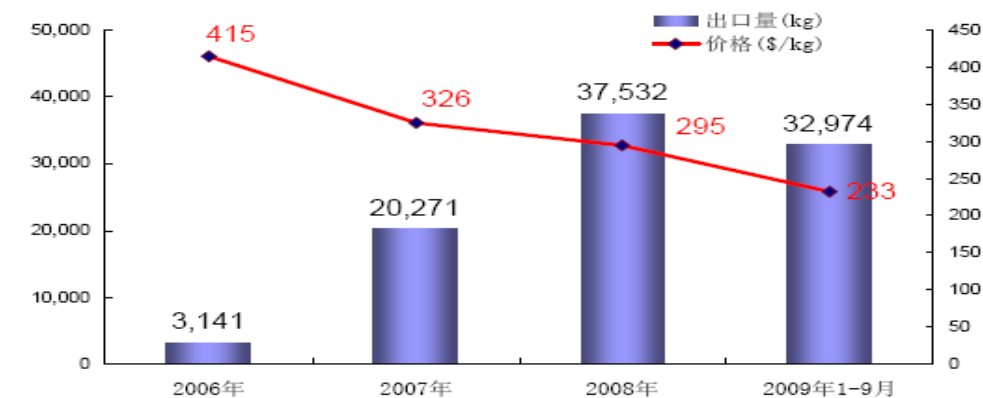


培南类中间体需求有望快速放大

由于培南类药物的终端需求看好，我们有理由相信，培南类中间体 4AA 的需求也会迅速扩大。我国 4AA 的产能在 07 年开始放大，09 年的出口量估计已经在 50 吨左右，而且海翔药业预计全球的 4AA 需求量估计在 300 吨以上，市场规模在 10 亿元左右。目前国内主要的 4AA 生产企业包括海翔药业、浙江九州、新东港等企业，其中海翔药业的产能最大，全球业仅次于日本曹达，目前产能大约在 15 吨/月左右。公司通过不断的工艺改进，成本不断降低，毛利率较高。

我们预计，在下游需求旺盛的带动下，凭借规模优势和国际合作方面的经验优势，公司的 4AA 销量未来有望快速扩大。

图 11. 4AA 的出口量迅速扩大



资料来源：东方证券研究所

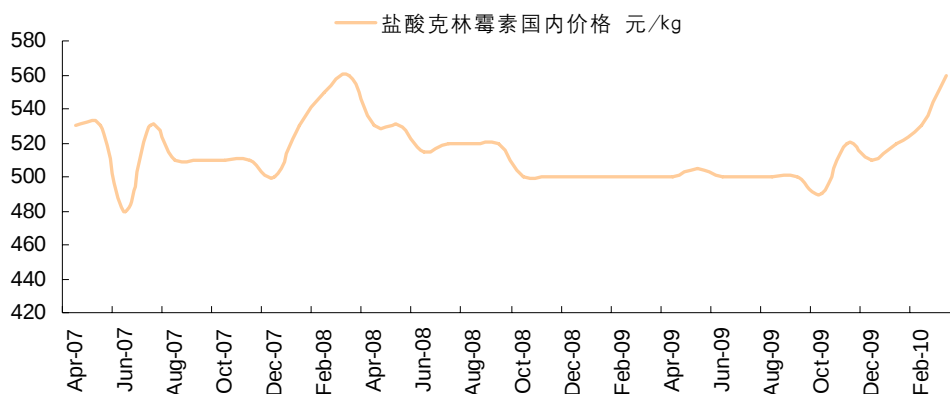
当然，在高利润的刺激下，国内众多厂商开始扩产培南类的原料药和中间体，4AA 的出口价格近几年均呈现下滑的态势，目前出口价格已经不到 1400 元/kg。预计未来公司 4AA 将维持量增价跌的趋势，整体利润仍能够保持较快的增长。但我们认为如果公司能够借助在国际上的定制生产的经验，开拓培南领域的合作伙伴，那么公司 4AA 的发展前景将非常广阔。

克林霉素系列稳定增长

公司的另一大类抗生素系列产品为克林霉素系列，目前的销售占比估计在 20% 以上，其中估计超过 70% 用于出口。克林霉素是林可霉素的半合成衍生物，抗菌作用强于林可霉素，对革兰氏阳性菌和阴性菌都有良好的杀菌作用。公司的盐酸克林霉素产品上市以前就已经通过了 COS 和 FDA 认证，因此能够在国际规范市场上进行销售。目前，盐酸克林霉素国内主要生产厂家有：浙江海翔医药化工有限公司、苏州第四制药厂有限公司及重庆凯林制药有限公司等。这三家企业在盐酸克林霉素的出口份额中占到 80% 以上，浙江海翔约占 48%，重庆凯林制药紧随其后，约占 22%。苏州四药约占 14%。

随着国际医药产业转移的继续进行，预计公司的克林霉素系列产品能够继续保持稳定增长。

图 12. 盐酸克林霉素国内价格



资料来源：东方证券研究所

氟苯尼考纷争解决

氟苯尼考是公司另一主要抗生素产品，是美国先灵葆雅公司在 80 年代后期成功研制的一种新的兽医专用氯霉素类的广谱抗菌药，为氯霉素的第三代产品。目前氟苯尼考系列产品占公司的销售比例在 22% 左右。2008 年，公司的主要竞争对手 Shering 起诉公司侵权，但是在 2009 年 4 月又撤回了诉讼。我们预计公司已经和 Shering 公司达成了和解协议，并将有利于公司未来开拓氟苯尼考的高端市场，预计公司该产品未来将保持稳定。

股权激励显露对未来的信心

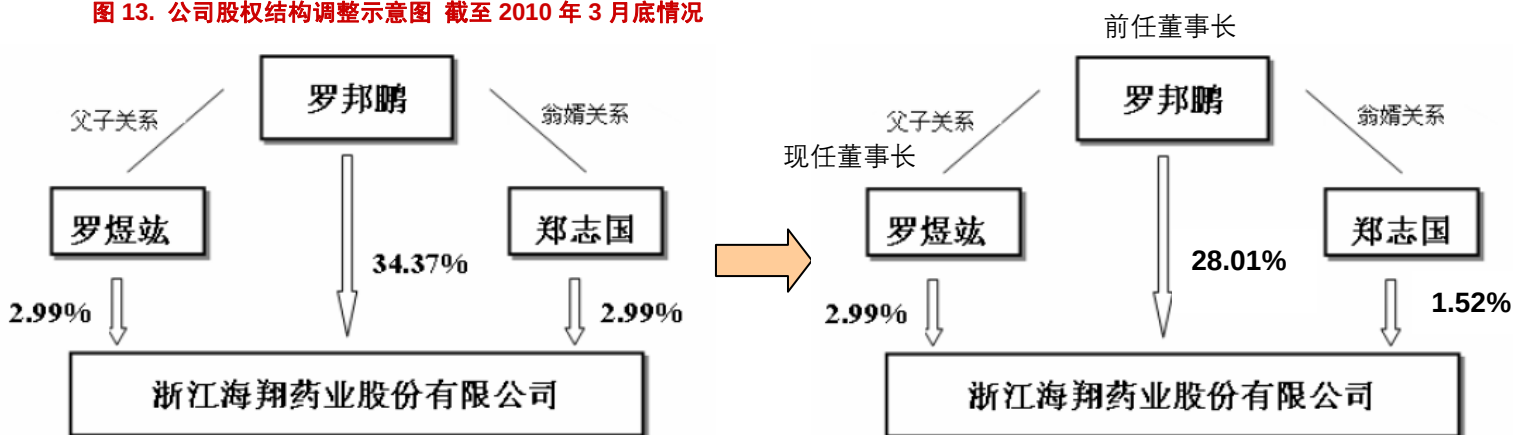
股权激励草案显示信心

公司在 2009 年 12 月中旬公布了股权激励草案，拟授予期权 500 万份，行权价 10.7 元，要求 10—13 年净利润增长同比 09 年分别不低于 30%，60%，90%和 120%，净资产收益率不低于 9%，9.5%，10%和 11%，对管理层激励作用明显，同时也显示公司对未来的业绩增长很有信心。

公司股权结构调整需要关注

公司目前的实际控制人是前任董事长罗邦鹏（现任董事长的父亲）。截至 2009 年底，其持有海翔药业 34.37% 的股权，罗煜竑（现任董事长）和郑志国分别持有公司 2.99% 的股权。公司的管理层结构在 2008 年—2009 年进行了调整。2008 年 9 月，海翔药业老董事长由于年龄原因辞去总经理职务；去年四月，老董事长进一步将董事长职务过渡于其子，总经理职务也由原来副总在 2009 年底继任。同时 2009 年底公司公告称，前董事长罗邦鹏和其女婿由于个人原因计划未来六个月内通过证券交易系统出售所持有的海翔药业股份，合计出售总量为海翔药业总股本的 5%—8.6% 之间，截至公司最后一次减持公告（2010 年 2 月 2 日），两人合计减持了 1250 万股，占公司总股本的 7.83%，并在往后 5 个月内减持幅度不超过 0.77%。

图 13. 公司股权结构调整示意图 截至 2010 年 3 月底情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，在老董事长退居二线后，公司的股权结构调整将继续进行。如果股权调整能够顺利进行，公司的领导层更替将有望平稳完成，有利于公司未来稳定发展。我们将对此保持关注。

风险因素

公司所有权是否稳定、国际合作低于预期、培南中间体竞争过于激烈

盈利预测与评级

我们认为，公司的未来增长点主要来自于国际合作和主营抗生素业务的发展。预计公司的国际合作业务将保持 50%–100% 的快速增长，销售额很快过亿；4AA 和克林霉素系列产品增速保持 20% 以上，毛利率基本稳定；氟苯尼考等产品维持稳定。

我们预计公司 10–11 年的业绩为 0.45 元和 0.75 元，三年复合增长率有望达到 97% 左右，目前股价对应 10 年 PE 近 39 倍，考虑到公司经营有望转向新的增长模式，业绩和 ROE 水平或将出现快速的提高，我们首次给予公司买入的投资评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	584	567	619	719	营业收入	1063	893	1147	1309
现金	132	123	83	116	营业成本	924	726	891	988
应收账款	162	188	229	262	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	5	1	1	1	营业费用	13	13	17	19
预付账款	7	12	14	16	管理费用	69	96	135	140
存货	262	211	250	277	财务费用	22	15	9	9
其他	15	32	41	47	资产减值损失	2	5	5	5
非流动资产	429	429	460	488	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	-0	-0	0	0
固定资产	353	357	372	392	营业利润	30	34	85	142
无形资产	49	48	48	48	营业外收入	2	4	1	1
其他	23	20	36	44	营业外支出	2	4	1	1
资产总计	1013	996	1079	1206	利润总额	30	34	85	142
流动负债	464	402	431	459	所得税	4	4	13	21
短期借款	256	210	210	210	净利润	25	30	72	120
应付账款	87	89	107	119	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	121	103	114	130	归属于母公司净利润	26	30	72	120
非流动负债	1	32	30	31	EBITDA	66	77	121	180
长期借款	0	30	30	30	EPS (元)	0.16	0.19	0.45	0.75
其他	1	2	0	1					
负债合计	466	434	461	490					
少数股东权益	3	3	3	3					
股本	161	161	161	161					
资本公积	227	227	227	227					
留存收益	136	147	196	283					
归属母公司股东权益	545	559	615	714					
负债和股东权益	1013	996	1079	1206					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	
经营活动现金流	31	81	54	129	成长能力				
净利润	25	30	72	120	营业收入	2.7%	-16.0%	28.4%	14.1%
折旧摊销	38	44	36	38	营业利润	-37.7%	14.4%	149.1%	67.1%
财务费用	22	15	9	9	净利润	-18.9%	19.0%	137.6%	67.1%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-16	-7	-64	-39	毛利率	13.1%	18.7%	22.3%	24.5%
其它	-39	-1	0	0	净利率	2.4%	3.4%	6.3%	9.2%
投资活动现金流	-90	-42	-68	-66	ROE	4.7%	5.4%	11.7%	16.8%
资本支出	90	-43	-68	-66	ROA	2.5%	3.0%	6.7%	10.0%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-180	-0	0	0	资产负债率	46.0%	43.6%	42.7%	40.6%
筹资活动现金流	-28	-47	-26	-30	净负债比率				
短期借款	0	-46	0	0	流动比率	1.26	1.41	1.44	1.56
长期借款	0	30	0	0	速动比率	0.69	0.88	0.86	0.96
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.05	0.90	1.06	1.08
其他	-28	-31	-26	-30	应收账款周转率	-	-	-	-
现金净增加额	-50	-8	-40	33	应付账款周转率	10.57	8.17	8.33	8.33

每股指标 (元)					估值比率				
2008	2009	2010E	2011E		P/E	2008	2009	2010E	2011E
每股收益	0.16	0.19	0.45	0.75	P/B	105.34	88.98	37.41	22.39
每股经营现金流	0.44	0.50	0.33	0.80		4.92	4.80	4.36	3.76
每股净资产	3.41	3.50	3.85	4.46					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn