

主动调整即将结束 新一轮高增长可期

研究结论

● 贝科能新进多省市医保，产品量价齐升

主导产品贝科能开始新一轮进地方医保的运动。今年贝科能进入广东、江苏等省的医保目录，同时北京、四川、新疆等地也极有希望在明年正式进入医保。进入医保后产品在医院终端需求的压抑会得到完全释放，放量显著。在盈利空间层面，贝科能在临床上不可替代的作用导致经销商产生严重的依赖，我们预计未来产品利润依然会逐步向公司倾斜，一些费用原来是公司承担的，将转由经销公司承担。

● 多个二线品种开始步入成长期

公司现已形成非常完备的产品线。其中 2008 年后陆续推出市场的如三氧化二砷、阿德福韦酯等优质二线品种经过两年的市场培育后已经得到市场认可，产品销售已步入放量增长的成长期阶段。

● 研发实力卓著，丰富在研品种拓宽发展空间

长期坚持自主研发铸就了公司丰富的产品梯队。其中 PEG（聚乙二醇）化长效立生素市场容量巨大，而 818 项目定位为男性不孕不育，细分市场内竞争优势显著，两者均极具成长空间。

● 财务状况稳健，资金充裕

09 年底公司持有 4.2 亿货币资产，占资产总额的 41%，资产负债率仅为 3.6%。充裕的现金流和极低的资产负债率一方面能够帮助公司在药品研发上投入更多资金，另一方面可以给予公司更多的投资自由，拓宽公司盈利渠道。

● 经过调整，新一轮高增长在望

公司 2006 年股权激励完成，2009 年进入行权期。在行权期间主动放缓业绩释放速度，随着 2010 年 9 月所期权得到行权后，公司有较强的业绩释放动力。我们预计 2010—2012 年公司的净利润复合增长率达到 40% 左右。新一轮高增长可期。

● 我们不同于市场的观点

双鹭药业的销售代理制模式与其他企业不同，一方面公司现有的合作经销商大多数是多年前公司设在各地的办事处改制而成，至今存在潜层次的上下级关系，另一方面公司与贝科能的全国独家经销商海南康永有着密切的战略合作关系。公司如果想改变经营方式，所需时间成本和管理成本并不大，另外公司现在持有的 4.2 亿现金也将成为销售模式改制的重要保障。

● 风险提示

新产品研发风险、产品进入医保时间推迟

● 盈利预测

我们预计公司业绩将进入新一轮的快速增长期，预计利润增速有望达到行业的两倍，即 2010—2012 年净利润同比增长 40%，2010—2012 年每股收益为 1.33 元、1.87 元、2.62 元，给予该股买入的投资评级，6—12 个月的目标价 73 元，对应 2011 年 39 倍市盈率。

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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

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 07 月 30 日） 39.89 元

目标价格 73 元

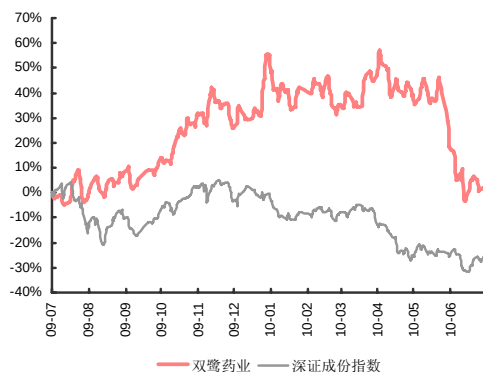
总股本/A 股（万股） 25140/25140

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 08 月 01 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	390	541	778	1124	
同比(%)	9%	39%	44%	44%	
归属母公司净利润	244	335	470	660	
同比(%)	12%	37%	40%	40%	
毛利率(%)	82.8%	83.0%	83.2%	83.4%	
ROE(%)	25.3%	26.6%	27.0%	27.6%	
每股收益(元)	0.97	1.33	1.87	2.62	
P/E (X)	38.09	27.73	19.79	14.09	
P/B (X)	9.63	7.38	5.34	3.89	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1 盈利预测	4
2 投资亮点	5
2.1 贝科能新进医保，产品量价齐升	5
2.2 多支二线品种开始步入成长期	7
2.3 丰富在研品种拓宽发展空间	9
2.4 财务状况稳健，资金充裕	11
2.5 经过调整，新一轮高增长在望	12
3 公司概况	13
3.1 公司股权结构	13
3.2 执着的投入打造出完备的产品线	13
3.3 研发成最大开支，未来逐步扩大营销团队	15
4 行业分析	16
4.1 恶性肿瘤与肝病是国内临床主要病种	16
4.2 抗肿瘤药物：疾病斗争第一线，市场容量持续扩张	19
4.3 肝病药物：疾病高感染率驱动药品需求持续增长	20

图表目录

图 1：2004 年全球抗肿瘤药物消费额按大类占比情况	6
图 2：心脏病史演变示意图	6
图 3：公司主要产品所处生命周期分析	7
图 4：世界各地白血病的发病率情况	8
图 5：2006-2008 年安进公司重组人粒细胞集落刺激因子产品销售情况	10
图 6：我国不孕不育症相关药物市场销售规模	11
图 7：2005 - 2009 年公司经营活动现金状况	11
图 8：公司近年来投资情况一览	12
图 9：公司历年净利润增长情况	12
图 10：公司股权结构情况	13
图 11：2004 - 2009 年双鹭药业与其它医药上市公司研发费率对比情况	14
图 12：2004 - 2009 年公司盈利能力变化情况	16
图 13：2005-2009 年抗肿瘤药物与全球药品销售情况	17
图 14：2009 年销售金额排行全球前 10 位的药品子行业情况	17
图 15：2009 年全国甲、乙类传染病发病数占比情况	18
图 16：2009 年全国甲乙类传染病报告死亡总数占比情况	18
图 17：乙肝抗病毒治疗药物发展情况	21
表 1：公司分产品销售收入预测	4
表 2：贝科能产品终端销售占比统计	5
表 3：国内生产企业阿德福韦酯胶囊产品概括	9
表 4：公司主要储备产品研发进展情况	9
表 5：公司各类别主要产品概况	15
表 6：2008 年我国城市与农村居民主要疾病死亡率及构成	18
表 7：我国前十位恶性肿瘤死亡率(合计)情况	19
表 8：抗肿瘤药物按作用机制分类、常用药物和药品特点概况	20
表 9：乙肝抗病毒一线用药药品概况	21
附表：公司财务预测表	22

1 盈利预测

我们预计公司业绩将进入新一轮的快速增长期，利润增速有望达到行业的两倍，即 2010-2012 年净利润同比增长 40%，2010-2012 年每股收益为 1.36 元、1.91 元、2.67 元。我们主要的盈利预测假设如下：

- 公司产品贝科能今年进入广东，江苏等省的医保目录后开始正常供应，同时明年如期进入北京、四川、新疆、河南等地医保；
- 国家打击反商业贿赂，促进市场回归健康的竞争环境，公司产品竞争力和研发实力得到放大；
- 公司毛利率水平基本保持稳定，随着未来公司逐步扩建营销团队，销售费用率将会开始上行；
- 潜力二线品种如三氧化二砷和阿德福韦酯等开始放量，增速保持 50%-100%；
- 其他成熟品种如立生素和欣吉尔随着基层医疗市场的扩大，保持稳定的增速；

表 1：公司分产品销售收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
总额	390.02	537.33	771.41	1112.44
同比增长率		37.77%	43.56%	44.21%
毛利率	82.83%	83.0%	83.2%	83.4%
贝科能	190.00	266.00	399.00	598.50
同比增长率		40.00%	50.00%	50.00%
立生素	32.00	40.00	50.00	62.50
同比增长率		25.00%	25.00%	25.00%
欣吉尔	32.00	40.00	50.00	62.50
同比增长率		25.00%	25.00%	25.00%
迈格尔	12.00	13.80	15.87	18.25
同比增长率		15.00%	15.00%	15.00%
三氧化二砷	10.00	35.00	70.00	126.00
同比增长率		250.00%	100.00%	80.00%
阿德福韦酯	10.00	12.50	18.75	28.13
同比增长率		25.00%	50.00%	50.00%
欧宁	30.00	37.50	48.75	63.38
同比增长率		25.00%	30.00%	30.00%
胸腺五肽	10.00	12.50	15.63	19.53
同比增长率		25.00%	25.00%	25.00%
紫杉醇	10.00	12.50	15.63	19.53
同比增长率		25.00%	25.00%	25.00%
其他	54.02	67.53	87.79	114.13
同比增长率		25.00%	30.00%	30.00%

单位：百万元

资料来源：东方证券研究所

2 投资亮点

2.1 贝科能新进医保，产品量价齐升

主导产品贝科能开始新一轮进地方医保的运动。今年贝科能进入广东，江苏等省的医保目录，同时北京、四川、新疆、河南等地也极有希望在明年正式进入医保。进入医保后产品在医院终端需求的压抑会得到完全释放，放量显著。在盈利空间层面，贝科能在临床上不可替代的作用导致经销商产生严重的依赖，所以我们估计未来产品利润依然会逐步向公司倾斜，一些费用原来是公司承担的，将转由经销公司承担。

表 2：贝科能产品终端销售占比统计

	2006 年排序	占比	2007 年排序	占比	2008H 排序	占比
1	北京	21.87%	其他城市	21.47%	其他城市	25.00%
2	广州	14.11%	北京	17.45%	北京	19.98%★
3	武汉	13.37%	武汉	13.73%	武汉	10.33%
4	其他城市	13.30%	沈阳	10.49%	广州	9.14%★
5	上海	12.76%	广州	9.07%	上海	7.89%
6	重庆	8.41%	上海	8.96%	沈阳	7.03%
7	沈阳	6.61%	长沙	5.68%	杭州	6.18%
8	长沙	4.26%	重庆	5.52%	长沙	6.03%
9	杭州	3.73%	郑州	4.00%	重庆	4.89%
10	郑州	1.59%	杭州	3.62%	郑州	3.53%★

红色方框为 2008 年末进入医保地区 ★ 2010 年将进入医保地区

资料来源：健康网 东方证券研究所

● 贝科能依托大病种用药市场

贝科能（复合辅酶）在临床上兼具治疗与辅助的功效。目前约 60-70%的贝科能产品作为治疗性用药应用于心脏衰竭等病症；其余的 30-40%则作为辅助性用药应用于抗肿瘤化疗和肝病治疗后的辅助性治疗。贝科能是公司独家所有，2002 年申请专利后，保护期为 20 年，在此期间公司将享有该方面市场的垄断，另外目前国内厂家如果想避开专利，申请同类型复合辅酶产品，必须要重新做临床试验，至少需要 5-6 年。

➤ 辅助治疗用药在肿瘤化疗和肝病治疗中不可或缺

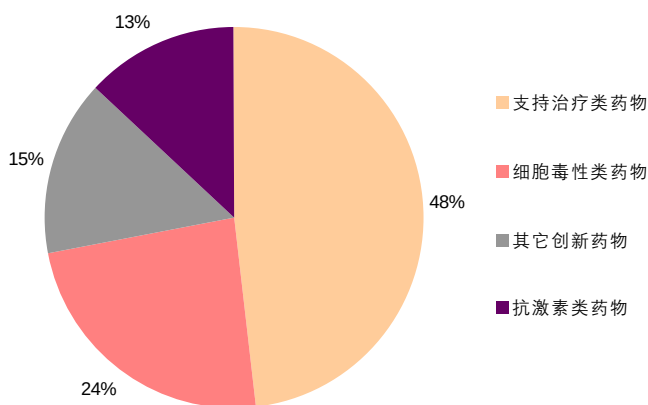
贝科能含有辅酶 A、辅酶 I、谷胱甘肽、黄素核苷酸等生物活性物质，直接激活细胞各种生化反应，调控细胞代谢，同时调控体内氨基酸、脂肪和糖的代谢，从而促进机体代谢由病理性状态恢复至正常，在大剂量药物治疗中贝科能可以减轻药物对心、肺的损伤，提高机体的代谢水平，对患者起到一定的保护作用。

肿瘤化疗本身会导致一些并发症，而且化疗的不良反应会暂时甚至长期影响患者的生活质量，并限制治疗的剂量及疗程，危及患者生命。化疗辅助药物的发展对化疗疗效的提高及不良反应的减少作出了巨大的贡献，目前辅助治疗类用药占全球抗肿瘤用药消费额的一半左右。另外在肝病治疗中辅

助用药同样有重要应用，肝病中辅助用药主要应用于降酶，促进解毒，促进能量代谢，促进蛋白质合成等，缺少辅助用药，肝病患者的肝细胞容易损伤，药物作用下患者甚至会有生命危险。

贝科能在肿瘤和肝病两大用药领域的需求都极为刚性，目前我国居民由于消费水平较低，疾病治疗中辅助用药使用并不普遍，未来随着我国经济的发展，这一情况将得到有效改善。另外这也可以解释为什么贝科能进入医保后能够显著放量，其压抑的需求在医保保障下得到充分释放。

图 1：2004 年全球抗肿瘤药物消费额按大类占比情况

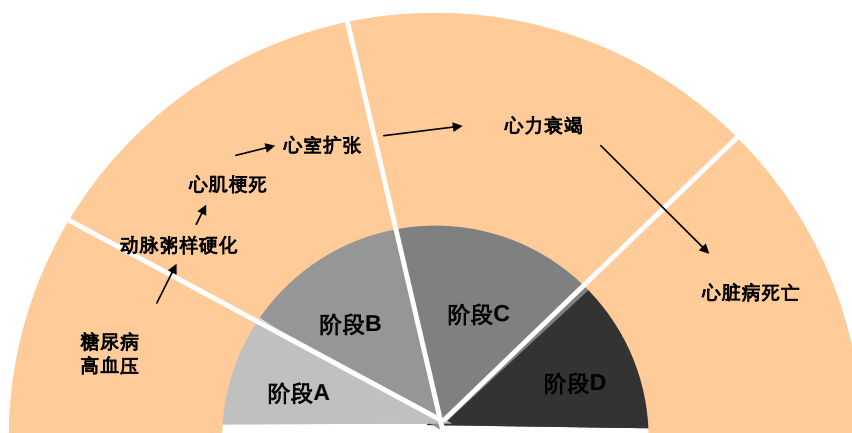


资料来源：CNKI，东方证券研究所整理

➤ 慢性心衰：被低估的大领域用药

临床实验表明，贝科能可以优化心肌细胞能量代谢，保护、修复心肌细胞线粒体膜的磷脂损伤，从而有助于衰竭心肌的功能恢复。目前贝科能已经成为慢性心衰临床治疗方案中重要的一环，和其他药物联合作用共同治疗心脏衰竭。

图 2：心脏病史演变示意图



资料来源：2005 年美国《成人慢性心衰指南》 东方证券研究所

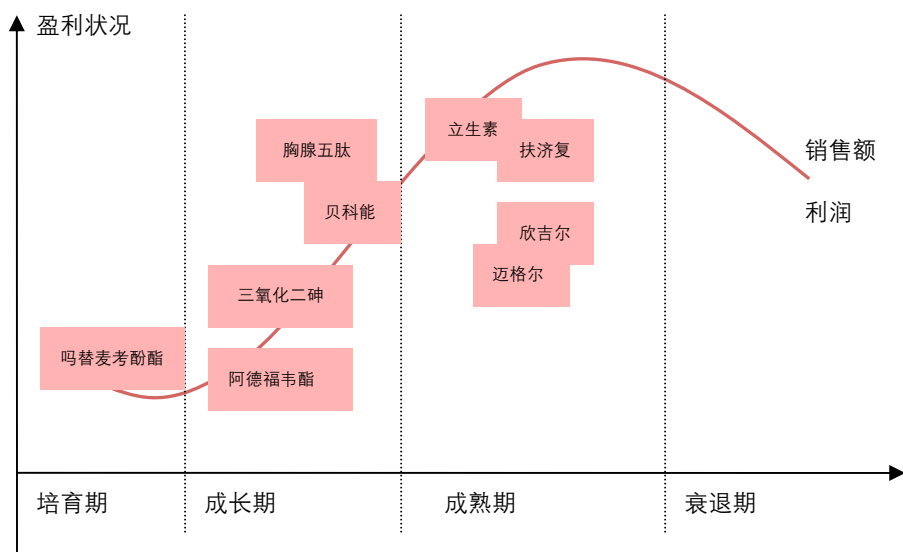
据 WHO 的统计，普通人群中心力衰竭的发病率高达 1.3%-5.6%，这一比例随着年龄的增高而不断增加。目前全球范围内，慢性心衰患者人数在 2200 万左右，每年新增患者 200 多万，心衰死亡 100 多万，而在我国约有 400 万心衰病人，年死亡率为 20%—50%，目前心衰病人年均治疗费用在 1 万元左右，我们预计全国治疗心衰药物市场潜在在 400 亿左右。

慢性心衰已成为当前最具危害的心血管病症，而迄今为止寻求心衰的有效治疗手段依然是国际医学界的一个难题。由于慢性心衰需要长期维持稳定治疗，药物的选择一般遵循副作用小、联合用药、病人耐受性好易于接受的治疗原则。贝科能本身能够降低其他药物的副作用，同时自身具备一定疗效，无疑在联合用药治疗中是一个不错的选择。

2.2 多支二线品种开始步入成长期

依托公司强大的研发实力，公司现已经形成非常完备的产品线。其中 2008 年后陆续推出市场的如三氧化二砷、阿德福韦酯等优质二线品种经过两年的市场培育后已经得到市场认可，产品销售已步入放量增长的成长期阶段。

图 3：公司主要产品所处生命周期分析



资料来源：东方证券研究所

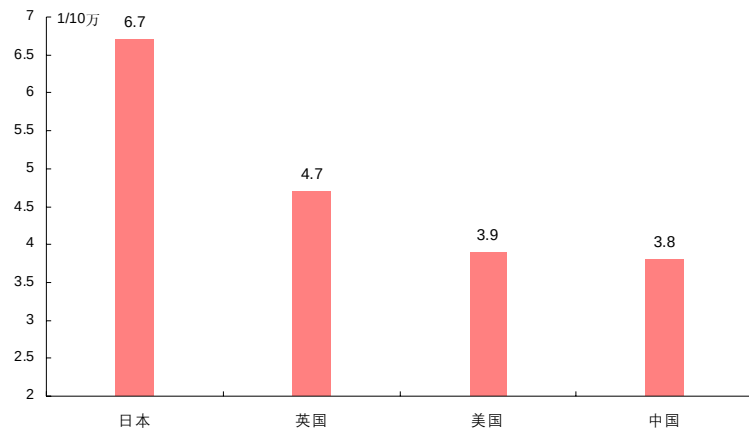
● 三氧化二砷在临床治疗上的认可度日渐提高

三氧化二砷（砒霜）在我国传统中医治疗中已有多记载，但最先开创三氧化二砷于肿瘤治疗的是哈尔滨医科大学附属第一医院。哈医大一院专家在上世纪 70 年代初即发明了三氧化二砷注射液--亚砷酸注射液，曾被称作“713 注射液”和“癌灵一号注射液”。1999 年 10 月，亚砷酸注射液被国家药监局批准为二类新药正式生产，但由于哈医大一院下属伊达药业毕竟是新成立的小企业，品种又仅以亚砷酸为主，经营能力有限，产品在国内一直无法得到有效的推广。

公司的注射用三氧化二砷属国家五类新药，剂型独家，主要适用于急性早幼粒细胞白血病(AML)、原发性肝癌的治疗。急性早幼粒细胞白血病约占急性非淋巴细胞性白血病（ANLL）白血病的

10%~15%，是急性非淋巴细胞性白血病的一个亚型。白血病俗称“血癌”，为我国十大高发恶性肿瘤之一，

图 4：世界各地白血病的发病率情况



资料来源：东方证券研究所

公司三氧化二砷注射液今年一季度销售额已达到去年全年水平，达到 1000 多万元，其增长主要将受益于两方面因素的拉动：

- a) 白血病的病发情况呈现随年龄增长而升高的趋势，发病年龄高峰为 50-69 岁，其中急性非淋巴细胞白血病的发病率与年龄呈现高度相关性，一般在 60-69 岁达高峰。随着我国的工业化和城市化的发展以及人口逐步老龄化，白血病的发病率趋于逐年增加。
- b) 砒霜为剧毒物质，过去的医生在三氧化二砷药品的使用上一直存在心理芥蒂。随着近年国际学术界对三氧化二砷的研究日益普及，医生对三氧化二砷的信任度不断提高，临床药用量也呈现快速增长的态势。

● 阿德福韦酯的销售潜力尚未得到充分发掘

阿德福韦酯作为核苷类似物的代表药物之一，具有明确的抗病毒作用，同时起效快、使用方便。临床数据显示，阿德福韦酯抗药性发生率低，且长期应用无肾毒性，适合乙肝患者长期用药。因其卓越的抗病毒效果及安全性，目前国际和国内权威的乙肝治疗都把阿德福韦酯列为慢性乙肝治疗的一线药物。

因国内目前有多家企业生产阿德福韦酯，一些投资者担心公司阿德福韦酯产品的销售增长潜力。我们的观点是，目前市场上的阿德福韦酯主要有片剂和胶囊两种剂型，其中绝大部分以片剂为主。而公司阿德福韦酯两种剂型均有，且胶囊剂型在口服利用度上显著优于片剂，目前国内只有公司和另外 3 家企业（苏州长征-欣凯制药、珠海联邦制药、江苏正大天晴药业）能生产阿德福韦酯胶囊，真正具备产品生产规模的仅双鹭、联邦和正大天晴三家企业，产品实际竞争压力远低于市场的顾虑。我们认为，随着医药消费支付能力的提升，口服利用度更好的胶囊将是未来阿德福韦酯用药市场的主流剂型，未来存在一个片剂使用者转为胶囊剂型使用者的过程。

表 3：国内生产企业阿德福韦酯胶囊产品概括

生产厂商	批准文号	批准年份	产品规格	参考零售价格
北京双鹭药业	国药准字 H20080497	2008 年	10mg×10 粒	161 元
苏州长征-欣凯制药	国药准字 H20080782	2008 年	10mg×20 粒	325 元
珠海联邦制药	国药准字 H20070123	2007 年	10mg×10 粒	150 元
江苏正大天晴药业	国药准字 H20060666	2006 年	10mg×14 粒	196 元

资料来源：公司网站，东方证券研究所整理

2007 年阿德福韦酯占全国核苷类抗病毒药物市场份额为 23.7%，年增长率分别为 91.6%，呈快速增长趋势。我国目前有 3000 万乙肝患者，88%以上需要接受长期抗病毒治疗，保守估计每十人中有一人使用阿德福韦酯，按照年人均药费 4000-7000 元计算，阿德福韦酯的市场容量应在 132 亿元以上。

2.3 丰富在研品种拓宽发展空间

长期坚持自主研发铸就了公司丰富的产品梯队。目前，用于顽固性、多形性成胶质细胞瘤治疗的替莫唑胺正在进行 GMP 认证，年内即可获得生产批件；PEG（聚乙二醇）化长效立生素即将进入临床 II 期，预计明年上半年进入 III 期临床；818 项目已经结束药效和临床 I 期，试验显示有效率在 60%以上，并即将开展临床 II 期工程；重组人甲状旁腺激素目前处于临床 II 期试验。

表 4：公司主要储备产品研发进展情况

药品名称	适应症状	研发进度
替莫唑胺	治疗顽固性多形性成胶质细胞瘤	即将获得生产
复合干扰素	治疗慢性乙型肝炎	补充试验资料
注射用重组人甲状旁腺激素	治疗骨质疏松症	II 期临床
注射用假丝酵母尿酸氧化酶	治疗高尿酸血症	II 期临床
PEG-立生素（长效立生素）	治疗放疗化疗后白细胞减少症，具有长效作用。	即将进入 II 期
818 项目	治疗男性不孕不育症	即将进入 II 期
泰思胶囊	治疗老年痴呆症、认知障碍	I 期临床
氯法拉滨注射液	治疗难治性白血病（儿童用药）。	I 期临床
谷胱甘肽肠溶胶囊	肝脏保护	I 期临床
月馨软胶囊	治疗女性痛经、偏头痛	I 期临床

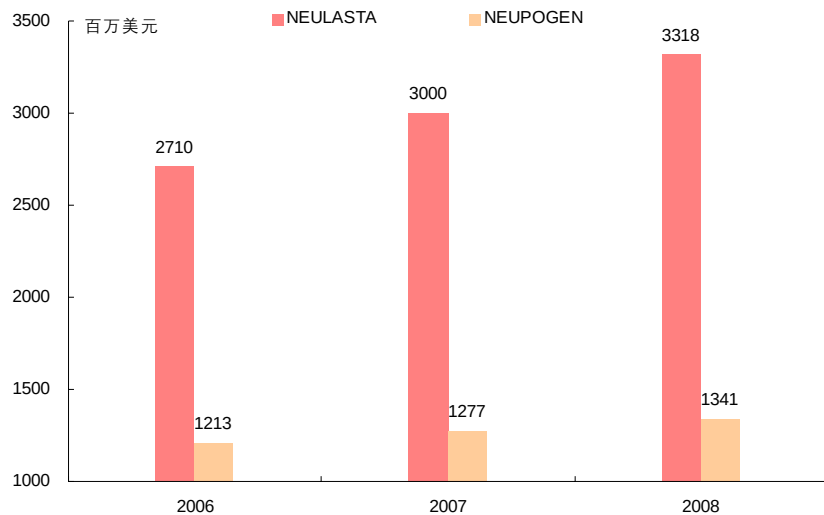
资料来源：东方证券研究所

● PEG-立生素市场容量巨大

立生素（即重组人粒细胞集落刺激因子 rhG-CSF）是防治肿瘤放疗所致中性粒细胞减少症的主流支持治疗药物。肿瘤化疗后白细胞、中性粒细胞被大量杀伤造成患者免疫力下降，生存质量恶化，该类别药物可迅速提高白细胞等免疫细胞的数量。据 IMS 统计，癌症支持治疗药物占据了抗肿瘤药物市场的 48%，增白剂作为重要的肿瘤治疗辅助药物，市场容量非常巨大。

上一代的重组人粒细胞集落刺激因子需在一个化疗周期连续多日给药，给患者带来不便。新一代的 PEG（聚乙二醇）化立生素能够有效解决该问题，临床研究结果显示一个化疗周期一次给药便能较好的预防化疗所引起的中性粒细胞缺少症。

图 5：2006-2008 年安进公司重组人粒细胞集落刺激因子产品销售情况



资料来源：公司年报，东方证券研究所

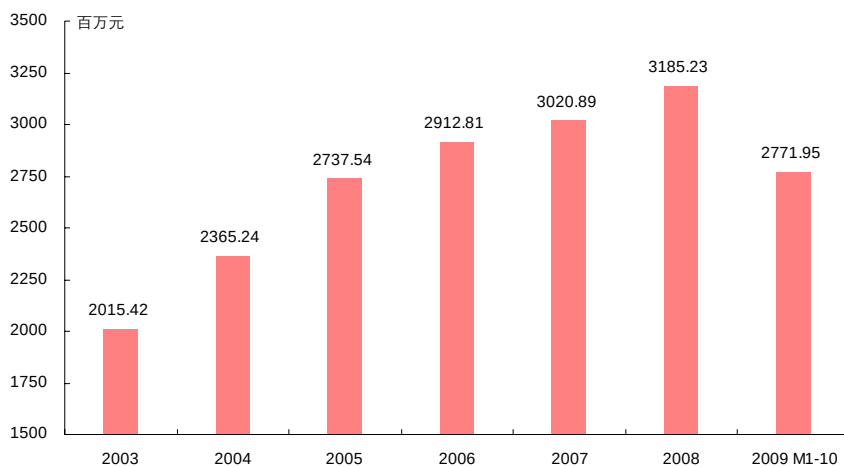
该类药物主要有两种——重组人粒细胞集落刺激因子 G-CSF 和重组人粒细胞-巨噬细胞集落刺激因子 GM-CSF，美国安进公司是目前此类药物的领军者，该公司于 1991 年率先推出世界上首个 rhG-CSF 药物非格司亭（Filgrastim，商品名 Neupogen），随后于 2002 年推出长效的 PEG 化 rhG-CSF 药物培非格司亭（Pegfilgrasim，商品名 Neulasta），该产品于 2002 年首次面市后得到广泛应用，2008 年产品销售额高达 33 亿美元，成为国际医药市场上的一颗重磅炸弹。

我国现存肿瘤患者约 450 万人，平均 1/2 以上需接受放化疗。假设每年需接受化疗病人为 200 万，保守估计平均每人每年接受 2 个化疗疗程，则年总化疗例数约为 400 万次。就国内市场的现状而言，PEG-rhG-CSF 几乎被 Amgen 公司的培非格司亭所垄断，规格为 6mg/10ml 产品的单价高达 3.2 万元（每次化疗疗程需使用一次培非格司亭），相对于国产短效 rhG-CSF 在每次化疗疗程的 0.5 万-1 万元的费用来说，培非格司亭昂贵的价格让许多患者望而却步。

我们假设双鹭药业的长效立生素每次使用费用为 1 万元，相对于培非格司亭来说 具有显著的性价比优势，如果有 10% 的化疗病患使用公司的产品，则相应的市场容量应在 40 亿元左右。

● 818 项目：针对男性不孕不育的一类重磅新药

818 项目是瑞康医药历时八年自主研发、拥有独立知识产权的国家一类创新药，主治男性精子质量低下和不育。公司于 2008 年收购瑞康医药 25% 股权，同时与瑞康医药签订技术转让合同，瑞康医药将 818 一类新药项目的临床批件转让给公司，由公司承担 818 临床试验的所有费用，产品上市后利润双方分成。

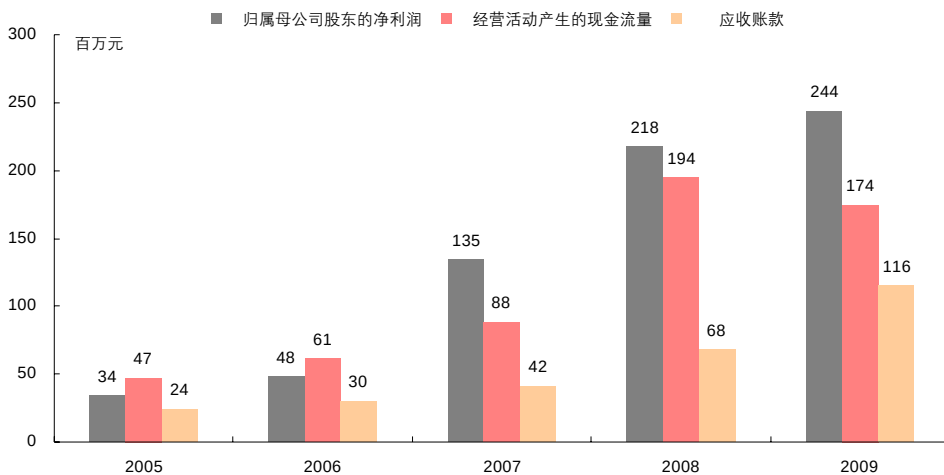
图 6：我国不孕不育症相关药物市场销售规模


资料来源：南方医药经济研究所 东方证券研究所

受工作压力增大、环境污染、生活方式不健康、晚婚晚育等因素的影响，男性精子质量下滑的现象日益普遍。我国近年来不孕不育症患者日益增加，不孕不育症正逐渐成为社会关注的疾病。据 CMH Health Data Ltd 统计，我国 2009 年 1-10 月份，不孕不育药物的销售额达到了 27.72 亿元。818 项目作为国家一类新药，上市后有望迅速形成过亿的销售规模。

2.4 财务状况稳健，资金充裕

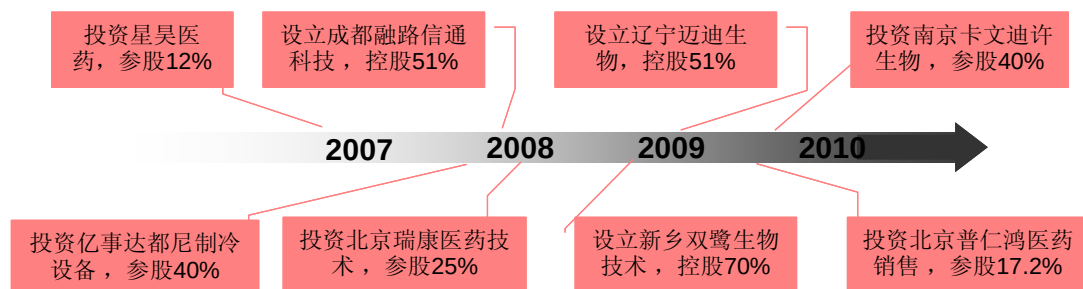
公司拥有非常充裕的流动资金，09 年报显示公司持有 4.2 亿货币资产，占公司资产总额的 41%，资产负债率为 3.6%，多年来一直维持在个位数水平。这主要得益于公司对经销商实行现款现货的政策，应收帐款和存货一直控制在较低水平。

图 7：2005 – 2009 年公司经营活动现金状况


资料来源：WIND 东方证券研究所

目前来看,充裕的现金流和极低的资产负债率一方面能够帮助公司在药品研发上投入更多资金,塑造产品技术壁垒,保证竞争力,另一方面可以给予公司更多的投资自由,围绕主业在相关大健康产业链适度进行上下游股权投资,这有利于拓宽公司盈利渠道,减小研发经营风险并共享新兴行业成长成果。

图 8: 公司近年来投资情况一览

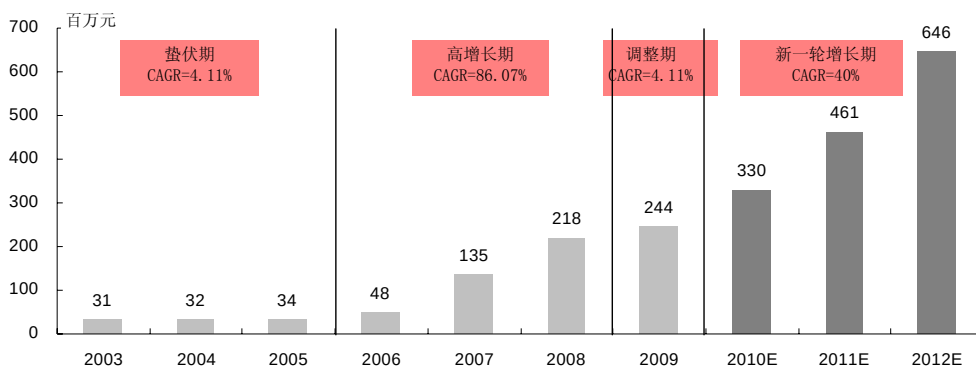


资料来源: 公司公告 东方证券研究所

2.5 经过调整, 新一轮高增长在望

回顾双鹭的发展史, 我们可以清楚地看到公司的成长历程: 2003-2005 年的蛰伏期、2006-2008 年的高速增长期和 2009 年的调整期。09 年公司销售收入增速放缓主要是因为公司主动进行调整, 防止过度开发市场, 如贡献了公司 50%左右收入的主打产品贝科能在原先销量较大的医院停售近半年。同时, 二线品种如三氧化二砷、阿德福韦酯等尚未开始放量, 新产品如利塞膦酸钠、吗替麦考酚酯等尚处于市场推广期, 对业绩的贡献较为有限, 使得公司短期收入增速下滑。

图 9: 公司历年净利润增长情况



资料来源: 东方证券研究所

我们总结了当前公司面临的情况, 首先在政策层面: 新一轮打击商业贿赂的行为即将开始, 公司始终以产品制胜, 在此政策下依然会获利; 其次在产品层面: 主导产品贝科能开始新一轮进省市医保的运动, 进入医保后产品将放量 3-4 倍; 最后强大的产品线导致经销商产生严重的依赖, 未来贝科能等产品利润空间会逐步向公司倾斜。

我们认为今后三年公司非常有希望开始一轮新的增长，尽管不如 06-08 年翻倍式的增长幅度，但配合现有估值水平和长期发展前景，公司依然足够吸引人。

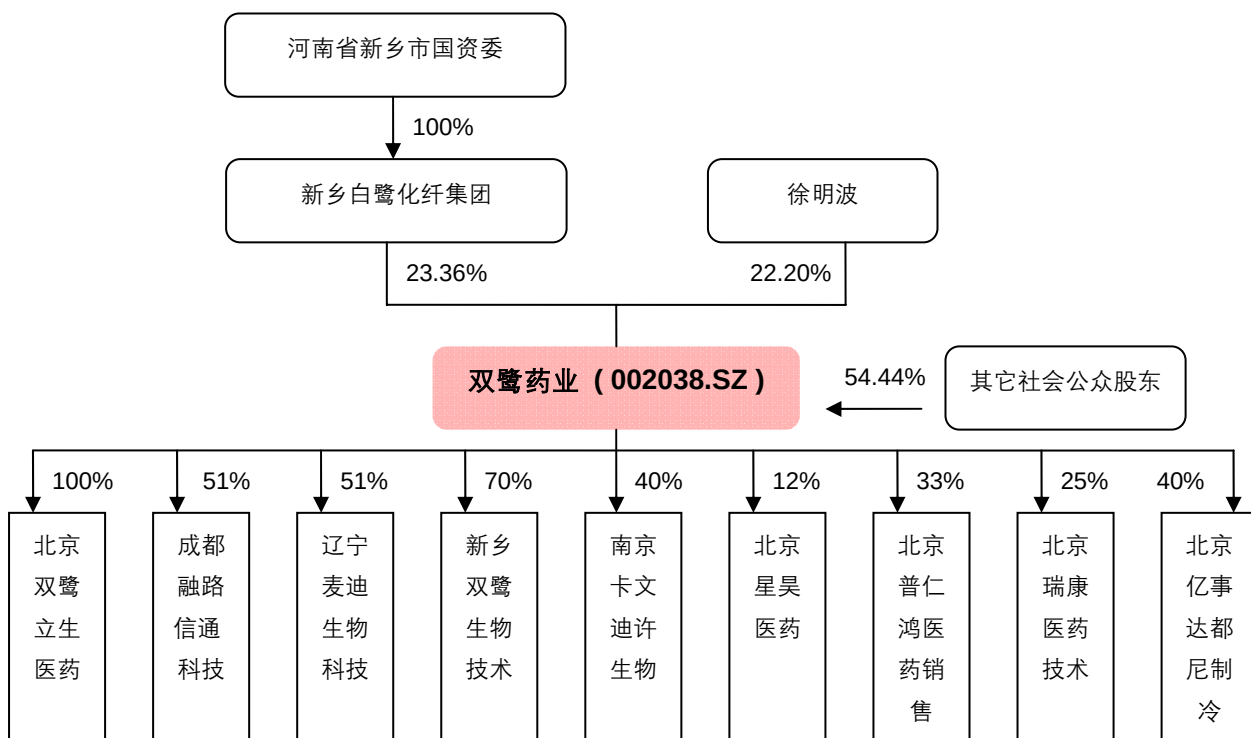
3 公司概况

双鹭药业(002038)是一家专注于基因工程和生化药物研发、生产与销售的研发型处方药企业。旗下产品涵盖肿瘤、肝病、心脑血管与器官移植等多个领域。其中，肿瘤科和肝病科药物是公司目前发展的主线，治疗性抗体和基因工程疫苗则是公司未来重点开拓的领域。

3.1 公司股权结构

公司前身为成立于 1994 年 12 月的北京白鹭园生物技术有限公司，1998 年 7 月更名为北京双鹭药业有限责任公司，2000 年 8 月整体变更成立股份有限公司，2004 年 9 月在深交所中小板公开发行 A 股 1900 万股实现上市。公司目前总股本为 25150 万股，河南省新乡市国有资产监督管理委员会是公司实际控制人，通过新乡市白鹭化纤集团持有公司股份 23.36%。

图 10：公司股权结构情况



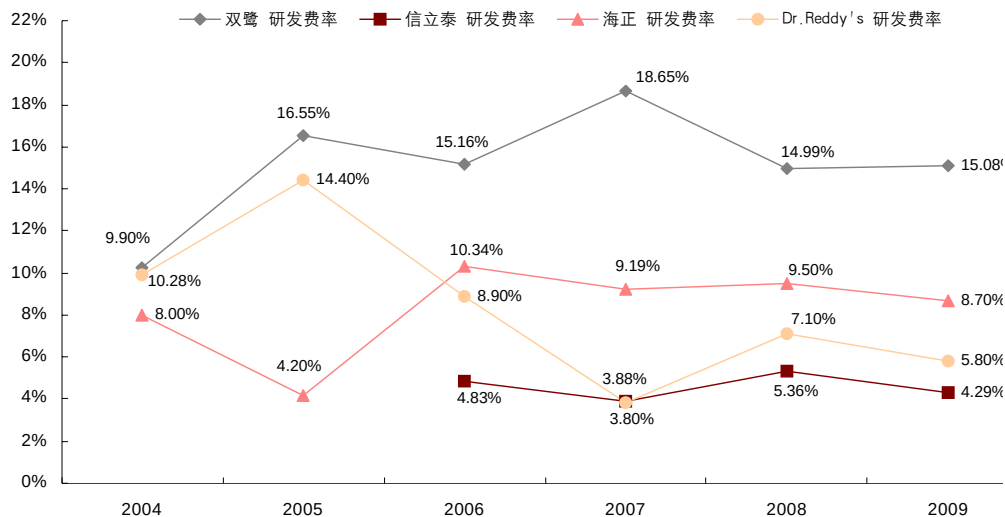
资料来源：公司年报，东方证券研究所

3.2 执着的投入打造出完备的产品线

公司董事长是军科院技术骨干出身，管理层非常重视科研。从 2004 年上市至今，公司研发费率始终保持在 10% 以上，研发费率水平与国内同行及世界医药巨头相比毫不逊色。我们选取了在国内

以研发著名的海正药业、信立泰和印度医药巨头 Dr.Reddy's 与公司做 R&D 投入的比较，对比之下，公司对研发的执着与投入的胆魄得到了非常好的诠释。

图 11：2004 - 2009 年双鹭药业与其它医药上市公司研发费率对比情况



资料来源：Wind，公司年报，东方证券研究所

纵观公司的产品线，主要围绕生物制品、生化药品和片剂胶囊剂展开，涉及领域包括抗肿瘤药物、肝病药物、器官移植药物、心脑血管药物、抗病毒与抗感染药物。其中，肿瘤科和肝病科两大病种治疗+疗养全系列药品的建设是公司目前发展的主线，治疗性抗体和基因工程疫苗则是公司未来重点开拓的领域。

表 5：公司各类别主要产品概况

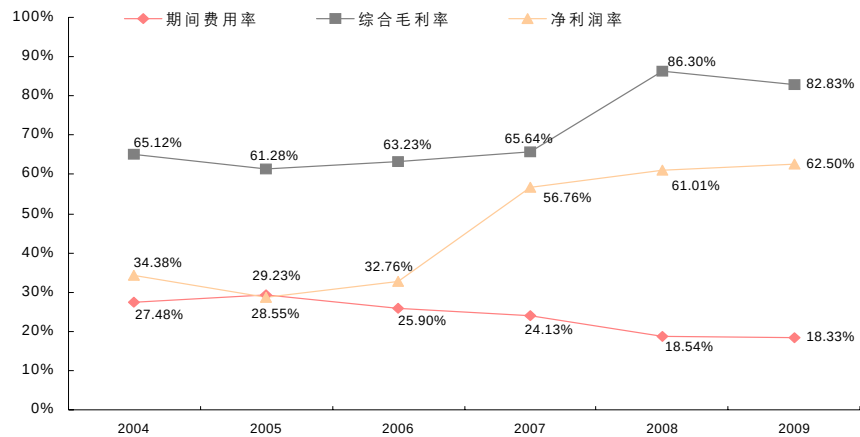
药品类别	商品名	通用名	适应症	是否医保
肿瘤治疗药物				
	立生素	重组人粒细胞刺激因子注射液 (rhG-CSF)	癌症化疗等原因导致的中性粒细胞减少症；促进骨髓移植后的中性粒细胞数升高；骨髓发育不良综合征引起的中性粒细胞减少症。	国家医保乙类
	迈格尔	注射用重组人白介素-11 (rhIL-11)	血小板减少症患者的唯一用药，用于实体瘤和白血病放，化疗后血小板减少症的预防和治疗及其它原因引起的血小板减少症的治疗。	否
	欣吉尔	注射用重组人白介素-2 (125Ala IL-2)	肾癌、黑色素瘤、恶性淋巴瘤、肺癌、癌性胸腹水等肿瘤的治疗及抗感染（病毒性肝炎、性病、结核）治疗。	国家医保乙类
	扶济复	外用重组人碱性成纤维细胞生长因子	促进各类型创面（烧伤、慢性、新鲜）的愈合。	否
	欧宁	胸腺五肽注射液	免疫双向调节药，适用于慢性乙型肝炎的治疗和自身免疫性疾病、免疫缺陷及肿瘤的辅助治疗。	否
	欣尔金	紫杉醇注射液	非小细胞肺癌、卵巢癌、乳腺癌的一线治疗用药；其他敏感的恶性肿瘤化疗用药(头颈部肿瘤、消化道肿瘤等)	国家医保乙类
	欣瑞金	酒石酸长春瑞滨注射液	适用于非小细胞肺癌、乳腺癌的治疗	国家医保乙类
	固林	注射用亚叶酸钙	用于治疗晚期结肠癌、直肠癌及巨幼红细胞贫血；用作叶酸拮抗剂的解毒剂。	国家医保乙类
	立益	注射用门冬酰胺酶	适用于急性淋巴细胞性白血病、急性粒细胞性白血病、急性单核细胞性白血病、慢性淋巴细胞性白血病、黑色素瘤细胞的治疗。	否
	欣普金	羟喜树碱注射液	适用于原发性肝癌、胃癌、膀胱癌、直肠癌、头颈部上皮癌、白血病等恶性肿瘤。	否
肝病治疗药物				
	贝科能	注射用复合辅酶	细胞代谢附活剂，全面调控失衡代谢，用于缺血性心脏病、肝病、各种原因的代谢紊乱。	地方医保
	欣复诺	阿德福韦酯	慢性乙型肝炎的一线用药	否
	欣复尔	苦参素注射液	用于慢性乙型病毒性肝炎及肿瘤放疗、化疗引起的白细胞低下和其它原因引起的白细胞减少症。	否
器官移植药物				
	立生平	环孢素注射液	高效的免疫抑制剂，适用于器官移植预防移植后的排斥反应以及移植抗宿主病（GVHD）的初期预防和治疗。	否
	欣复同	吗替麦考酚酯分散片	预防同种肾移植病人的排斥反应，及治疗难治性排斥反应，可与环孢素和肾上腺皮质激素同时应用。	否
其它类别产品				
	雷宁	氯雷他定分散片	适用于治疗季节性过敏性鼻炎及特发性荨麻疹。	国家医保乙类
	欣诺尔/立生	三磷酸胞苷二钠注射液	适用于颅脑外伤后综合症及其后遗症的辅助治疗。	否
	欣复赛	利巴韦林片	适用于呼吸道合胞病毒引起的病毒性肺炎、支气管炎和皮肤疱疹病毒感染。	否
	立生源	二甲双胍格列本脲片	2 型糖尿病	否
	欣益尔	替米沙坦片	用于原发性高血压的治疗。	国家医保乙类
	固通宁	鲑鱼降钙素注射液	用于治疗骨质疏松症及骨质疏松性骨痛及肿瘤转移性骨痛。	国家医保乙类

资料来源：公司资料，东方证券研究所

3.3 研发成最大开支，未来逐步扩大营销团队

公司具有高毛利率、高净利率、低销售费率的特点。因公司采取代理销售为主，自身销售为辅的营销模式，大幅节约了营销费用。2009 年公司的销售费用率仅为 3.69%，管理费用率为 16.38%，其中科研费用率就高达 15.08%，可见新产品研发是公司最主要的支出项目。

图 12：2004 - 2009 年公司盈利能力变化情况



资料来源：Wind，东方证券研究所

随着企业规模的扩大，公司已经了解到单纯依靠代理商销售的模式已经不可能再支撑公司如此丰富的产品线所需的销售力度，因此公司逐步在一些经销商无法覆盖的区域采取自身的销售队伍来开拓市场，另外随着公司新进入北京、广东、江苏等地医保，上述地区将承担公司业绩增长的主要空间。

公司年初增持普仁鸿药业股份至 33%，成为公司第二大股东，意在开拓广阔的北京地区市场。普仁鸿是目前北京地区最大的民营药品分销公司，前身是北京市医药总公司医药供应站，所以营销网络覆盖北京市所有二级以上医院，对终端有良好控制力和市场影响力。贝科能在整个北京市场每月有 10 万支的销售，其中 5 万支在 301 医院，其他医院的开发力度较弱，普仁鸿将有效帮助公司产品在北京的推广。

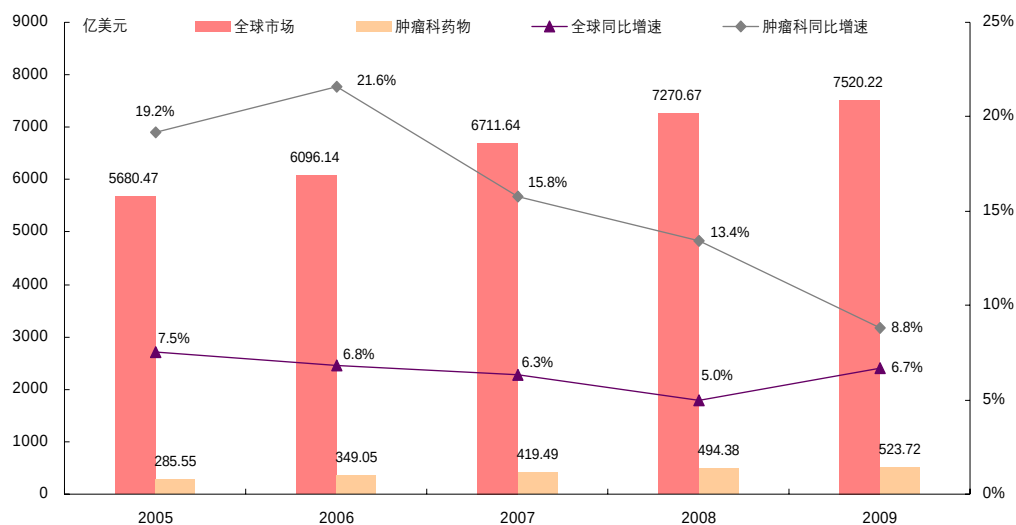
4 行业分析

4.1 恶性肿瘤与肝病是国内临床主要病种

随着环节污染的恶化及生活习惯的改变，恶性肿瘤已经成为当今世界直接威胁人类生命的一种最常见、最严重的疾病。作为一类以细胞异常增殖和转移为特点的疾病，临床对恶性肿瘤治疗的趋势正朝着综合治疗的方向发展，包括手术切除、放射治疗、化学治疗、免疫和基因治疗等。其中，抗肿瘤药在恶性肿瘤的综合治疗中占重要地位，是恶性肿瘤治疗的主流手段之一。

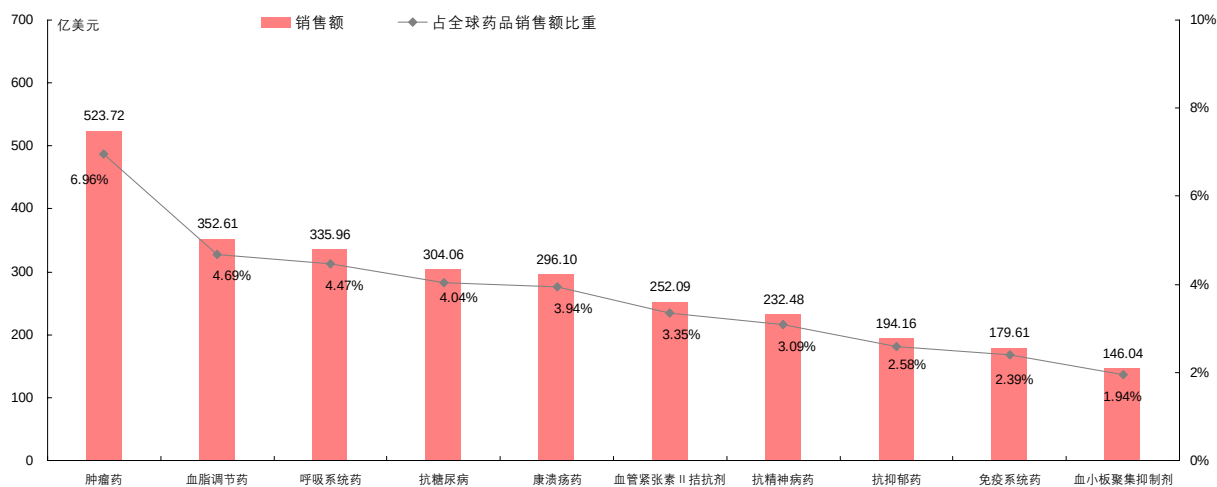
从国际药品销售的份额来看，抗肿瘤药物 2009 年销售同比增速为 8.8%，高于全球药品销售 6.7%，销售金额达 523.72 亿美元，位居全球十大畅销用药排行榜之首。

图 13：2005-2009 年抗肿瘤药物与全球药品销售情况



资料来源：IMS，东方证券研究所

图 14：2009 年销售金额排行全球前 10 位的药品子行业情况



资料来源：IMS，东方证券研究所

在国内，恶性肿瘤发病率呈现恶化趋势。按照卫生部门的统计，恶性肿瘤在我国 2008 年城市与农村居民主要疾病死亡率与构成统计中排行首位，构成比例超过了四分之一。与 2005 年的统计数据相比，城市居民恶性肿瘤的标化死亡率从每 10 万人 76.85 人上升至 153.60 人；农村居民恶性肿瘤标化死亡率从每 10 万人 80.05 人飙升至 189.81 人，死亡率上升幅度非常明显。

表 6：2008 年我国城市与农村居民主要疾病死亡率及构成

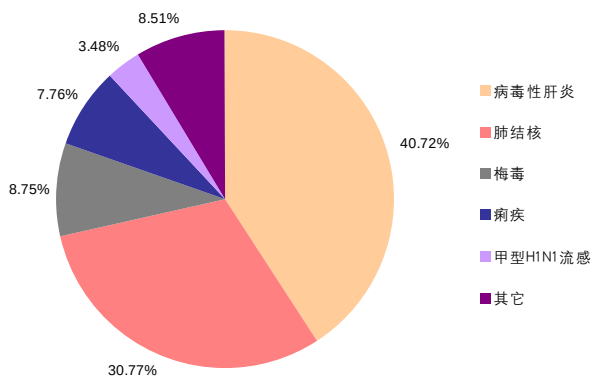
城市居民				农村居民			
位次	疾病名称	标化死亡率 (1/10 万)	构成比例 (%)	位次	疾病名称	标化死亡率 (1/10 万)	构成比例 (%)
1.	恶性肿瘤	153.60	27.12%	1.	恶性肿瘤	189.81	25.39%
2.	心脏病	114.36	19.65%	2.	脑血管病	175.53	21.73%
3.	脑血管病	112.28	19.62%	3.	呼吸系统疾病	140.57	16.88%
4.	呼吸系统疾病	69.87	11.86%	4.	心脏病	116.31	14.11%
5.	损失和中毒	30.14	5.08%	5.	损失和中毒	59.98	8.59%
6.	内分泌、营养和代谢类疾病	19.48	3.43%	6.	消化系统疾病	20.15	2.65%
7.	消化系统疾病	16.51	2.86%	7.	其它疾病	20.27	2.04%
8.	其它疾病	14.19	2.11%	8.	内分泌、营养和代谢类疾病	13.82	1.79%
9.	泌尿、生殖系统病	6.48	1.13%	9.	泌尿、生殖系统病	6.94	0.92%
10.	神经系统疾病	6.18	1.03%	10.	神经系统疾病	5.41	0.71%

资料来源：卫生部统计年鉴，东方证券研究所整理

我国是乙型肝炎高发地区，病毒性肝炎是我国最为常见传染性疾病。卫生部统计公报显示，2009 年全国甲、乙类传染病发病数居前 5 位的病种依次为病毒性肝炎、肺结核、梅毒、痢疾和甲型 H1N1 流感，占甲乙类传染病报告发病总数的 91.5%；报告死亡数居前五位病种依次为艾滋病、肺结核、狂犬病、病毒性肝炎和甲型 H1N1 流感，占甲乙类传染病报告死亡总数的 95.5%。

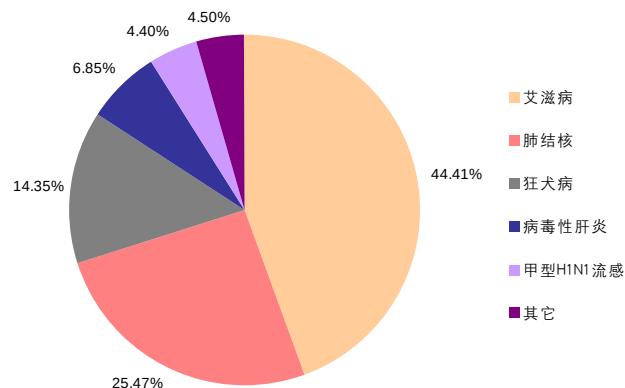
从统计数据可知，虽然病毒性肝炎直接致死率不高，但病毒性肝炎感染率始终高居不下，且极易导致肝脏硬化、肝癌等严重疾病，是社会投入防治资源最多的传染疾病。

图 15：2009 年全国甲、乙类传染病发病数占比情况



资料来源：卫生部统计年鉴，东方证券研究所整理

图 16：2009 年全国甲乙类传染病报告死亡总数占比情况



资料来源：卫生部统计年鉴，东方证券研究所整理

4.2 抗肿瘤药物：疾病斗争第一线，市场容量持续扩张

恶性肿瘤的发病率与发病谱和所在地区经济水平，居民生活习惯、生活水平以及饮食习惯密切相关。随着我国经济实力的提升与对外交流的开放，众多因素的叠加导致我国癌症谱呈现出既有发达国家也有发展中国家的流行特征。目前，传统上好发于发展中国家的食道癌、肝癌、胃癌等在中国依旧高发；同时，肺癌和大肠癌等发达国家好发的恶性肿瘤在中国亦呈高发趋势。

● 肺癌、肝癌以及胃癌是我国恶性肿瘤疾病中的三大杀手

根据卫生部门的统计，2004-2005 年间肺癌、肝癌以及胃癌是我国恶性肿瘤疾病中的三大杀手，食道癌与大肠癌致死情况亦不容忽视。值得注意的是，04-05 年死亡率排位前十的恶性肿瘤病种与 90-92 年的统计情况相差不大，死亡率却明显上升，肺癌的死亡率更从 70 年代的每 10 万人 7.09 人飙升至近年的每 10 万人 30.83 人。

表 7：我国前十位恶性肿瘤死亡率(合计)情况

排位	2004-2005		1990-1992		1973-1975	
	疾病名称	死亡率 (1/10 万)	疾病名称	死亡率 (1/10 万)	疾病名称	死亡率 (1/10 万)
1	肺癌	30.83	胃癌	25.16	胃癌	19.54
2	肝癌	26.26	肝癌	20.37	食管癌	18.83
3	胃癌	24.71	肺癌	17.54	肝癌	12.54
4	食管癌	15.21	食管癌	17.38	肺癌	7.09
5	结直肠癌	7.25	结直肠癌	5.30	子宫颈癌	5.23
6	白血病	3.84	白血病	3.64	结直肠癌	4.60
7	脑瘤	3.13	子宫颈癌	1.89	白血病	2.72
8	女性乳腺癌	2.90	鼻咽癌	1.74	鼻咽癌	2.32
9	胰腺癌	2.62	女性乳腺癌	1.72	女性乳腺癌	1.65
10	骨癌	1.70				
	恶性肿瘤总计	134.80	恶性肿瘤总计	108.26	恶性肿瘤总计	83.65

资料来源：卫生部统计年鉴，东方证券研究所整理

● 靶向药物与基因疗法潜力巨大

铂类化合物的开发是上世纪 80 年代抗肿瘤药物发展的一个新阶段，而 90 年代后紫杉醇、喜树碱衍生物、维生素 A 酸类化合物的发现是抗肿瘤药物的发展新的里程碑。

目前，众多新兴学科的发展将抗肿瘤药物的研究方向从过去的由天然药物的开发引领到了靶点导向抗肿瘤药与基因疗法上，毒副反应小且具有高度特异性的分子靶向药物如单抗、血管生成抑制剂等有望得到迅猛发展。此外，随着人性化治疗概念的提出，包括重组生长因子和 52HT3 受体拮抗剂类止吐药在内的支持疗法药物已经占据了恶性肿瘤治疗药品市场的半壁江山。

表 8：抗肿瘤药物按作用机制分类、常用药物和药品特点概况

药理/作用 分类	作用机理	常用药物	药品特点
1、烷化类	作用机理为通过活跃的烷化基与机体细胞的核酸结合而使癌细胞受到抑制或破坏。	紫杉醇、多西他赛、盐酸氮芥、苯丁酸氮芥、环磷酰胺、左旋苯丙氨酸氮芥、噻替哌	临床上的一线广谱抗肿瘤药物，缺点是传统烷化剂对实体瘤的疗效差，不良反应严重且易产生耐药性。
2、抗代谢类	临床应用的抗代谢抗肿瘤药是叶酸拮抗物、嘌呤拮抗物和嘧啶拮抗物，干扰核酸的生物合成，使肿瘤细胞丧失功能而死亡。	抗叶酸药（甲氨蝶呤）、抗嘌呤类（巯嘌呤）、抗嘧啶类（阿糖胞苷 等）、吉西他滨	毒副作用较大，可引起严重的消化道反应和骨髓抑制等不良反应。
3、铂络类药物	铂络合物可与肿瘤细胞 DNA 结合，从而干扰 DNA 的复制，抑制肿瘤细胞的分裂。	顺铂（一代）、卡铂（二代） 奥沙利铂（三代）	奥沙利铂是治疗晚期大肠癌的一线药物，具有极好的耐药性，且无骨髓抑制和肾毒性。
4、激素类药物	应用某些激素或其他拮抗剂来改变激素平衡状态，抑制那些激素依赖性肿瘤的生长。	抗雌激素、托瑞米芬、尼洛昔芬、雷洛昔芬 等	临床适应证一般局限于乳腺癌、前列腺癌等与内分泌有关的恶性肿瘤。
5、拓扑异构酶抑制剂类	抑制恶性肿瘤细胞 DNA 的正常复制，分为 Topo I 和 Topo II 两类。	伊立替康、拓扑替康、依托泊苷、阿霉素 等	对多种肿瘤，如非小细胞肺癌、肝癌、胃癌、淋巴瘤等均有治疗作用，但会引起骨髓抑制等不良反应。
6、分子靶向类（抗体类）	特异性靶点结合达到消灭清除恶性肿瘤的作用。	利妥昔单抗、西妥昔单抗、伊马替尼 等	单抗具有高度的特异性，具有选择性杀灭恶性肿瘤的效果，不良反应较小
7、肿瘤血管生成抑制剂	破坏或抑制恶性肿瘤血管生产，从而抑制肿瘤生长和转移。	内皮抑素、吉非替尼、厄洛替尼、舒尼替尼	良好的特异性，不易产生耐药性，药物直接发挥作用，不良反应较小。
8、支持治疗类	常见临床支持治疗包括增加人体白细胞含量、抑制神经防止恶心呕吐、诱导上皮细胞增殖分化治疗放疗有关的口腔黏膜炎。	亚叶酸钙、香菇多糖、粒细胞集落刺激因子、生长因子、昂丹司琼、格拉司琼、Palifermin 等	应用于各类肿瘤治疗所导致的毒副作用的缓解，常见毒副情况包括化疗后的贫血、感染风险、恶心、呕吐与口腔黏膜炎等。

资料来源：CNKI，东方证券研究所

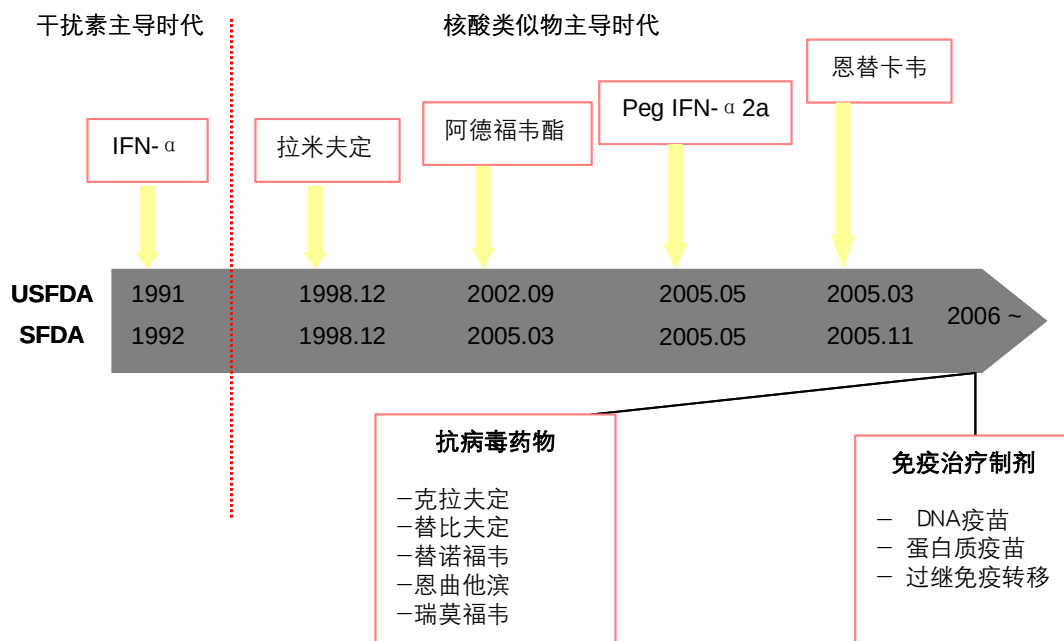
4.3 肝病药物：疾病高感染率驱动药品需求持续增长

肝炎的防治是全球性的公共卫生难题。肝炎病毒不仅传染性强，且极易导致肝硬化、肝癌等继发疾病。据统计，约 57% 的肝硬化病例和 78% 的原发性肝癌病例是乙型或丙型肝炎病毒感染导致的，世界卫生组织公布的数据显示目前全球约有 3.5 亿慢性乙肝感染者，每年约有 100 万人死于乙肝感染所致的肝衰竭、肝硬化和肝癌。

● 抗病毒药物品种较少，“四大金刚”占据主导地位

目前，乙型肝炎的防治手段主要分为前期的疫苗免疫和感染后的抗病毒治疗。其中，抗病毒治疗目的是为了抑制病毒复制，延缓疾病进展，减轻肝细胞炎症及肝纤维化，进而阻止肝硬化、肝癌发生，从而延长患者存活时间，提高患者生活质量。

图 17：乙肝抗病毒治疗药物发展情况



资料来源：东方证券研究所

GSK 研发的首只核苷类似物拉米夫定于 1999 年成功推出市场后，迅速取代干扰素 α 而成为乙型肝炎抗病毒治疗的主导品种。卫生部发布的《慢性乙型肝炎防治指南》中已将阿德福韦酯、恩替卡韦和拉米夫定推荐为全国抗乙肝病毒的一线用药，进一步带动抗乙肝病毒药物市场的快速发展。

从国际市场看，IMS 2009 年发布的数据显示肝炎类治疗药物全球年销售额达到 133 亿美元，同比增长 8.57%。从国内市场看，2008 年我国样本医院抗乙肝病毒和肝炎辅助治疗药物的前 15 个品种销售总金额已达到了 20 亿元，同比增长了 48.37%。抗乙肝用药中的“四大金刚”-- 阿德福韦酯、恩替卡韦、拉米夫定、替比夫定用药总额同比增长率为 39.44%。

表 9：乙肝抗病毒一线用药药品概况

药品名称	作用机理	耐药情况	药品特点
拉米夫定	核苷酸类似物，作用机理为嵌入乙肝病毒的 DNA，从而终止 DNA 链的合成，达到消灭病毒的作用。	存在 YMDD 突变株，易耐药率高且出现时间较早	广谱抗病毒药物，不良反应较大，严重时导致中性粒细胞及血小板减少等症状
阿德福韦酯	腺嘌呤磷酸酯类化合物，通过抑制乙肝病毒 DNA 聚合酶等方式来抑制乙肝病毒 DNA 复制。	无 YMDD 突变株，与拉米夫定不产生交叉耐药	广谱抗病毒药物，常见副作用为胃肠道不良反应
恩替卡韦	环戊基鸟嘌呤核苷类似物，能通过磷酸化成为具有活性的三磷酸盐，对乙肝病毒多聚酶具有抑制作用。	存在 YMDD 突变株，与拉米夫定交叉耐药	具有选择性抑制乙肝病毒的特点，缺点是长期使用可能致癌。
替比夫定	胸腺嘧啶脱氧核苷类似物，终止病毒 DNA 链延长，抑制病毒复制；抑制乙肝病毒 DNA 第一链和第二链的合成。	存在 YMDD 突变株，与拉米夫定交叉耐药	快速强效抑制病毒，2 年血清转换率达到 36%，不良反应较少。

资料来源：东方证券研究所整理

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	759	1226	1140	1833	营业收入	390	541	778	1124
现金	418	859	610	1082	营业成本	67	92	131	187
应收账款	116	140	209	307	营业税金及附加	5	6	9	13
其它应收款	5	10	14	20	营业费用	14	24	37	67
预付账款	119	169	245	344	管理费用	64	87	124	180
存货	24	29	41	59	财务费用	-7	-17	-17	-20
其他	77	20	20	20	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	261	178	757	730	公允价值变动收益	11	10	12	14
长期投资	72	0	0	0	投资净收益	11	12	14	18
固定资产	99	130	706	680	营业利润	263	370	519	729
无形资产	34	34	34	34	营业外收入	10	0	0	0
其他	56	14	18	17	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1020	1404	1897	2563	利润总额	273	370	519	729
流动负债	32	126	137	155	所得税	29	35	49	69
短期借款	0	80	80	80	净利润	244	335	470	660
应付账款	12	18	26	37	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	20	28	31	38	归属于母公司净利润	244	335	470	660
非流动负债	5	0	0	0	EBITDA	269	366	546	784
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.97	1.33	1.87	2.62
其他	5	0	0	0					
负债合计	37	126	137	155	主要财务比率				
少数股东权益	18	18	18	18	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	251	251	251	251	成长能力				
资本公积	38	38	38	38	营业收入	8.9%	38.6%	43.9%	44.5%
留存收益	676	961	1431	2066	营业利润	14.8%	40.8%	40.2%	40.4%
归属母公司股东权益合计	966	1260	1742	2391	归属于母公司净利润	12.0%	37.3%	40.1%	40.4%
负债和股东权益	1020	1404	1897	2563	获利能力				
					毛利率	82.8%	83.0%	83.2%	83.4%
					净利率	62.6%	62.0%	60.4%	58.7%
					ROE	25.3%	26.6%	27.0%	27.6%
					ROIC	58.6%	73.9%	41.6%	51.2%
					偿债能力				
					资产负债率	3.6%	9.0%	7.2%	6.0%
					净负债比率				
					流动比率	23.56	9.71	8.30	11.83
					速动比率	22.80	9.47	7.98	11.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.45	0.47	0.50
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	6.00	6.10	5.87	5.88
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.97	1.33	1.87	2.62
					每股经营现金流	0.69	1.34	1.37	2.02
					每股净资产	3.84	5.01	6.93	9.51
					估值比率				
					P/E	38.09	27.73	19.79	14.09
					P/B	9.63	7.38	5.34	3.89
					EV/EBITDA	33	24	16	11

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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