

二类疫苗子行业的深耕者

事件：智飞生物在深圳创业板市场首次公开发行 4000 万股。

研究结论

- 合理价格区间为 24.15 元 27.60 元

根据我们的盈利预测，公司 2010、2011、2012 年实现摊薄后每股收益 0.69 元、0.86 元、1.11 元。以 2010 年的预测市盈率的 35—40 倍计，对应合理价格区间为 24.15 元—27.60 元。

- 公司稳居我国民营疫苗企业龙头地位

公司充分利用自身优势深耕于二类疫苗市场，主要产品有 ACYW135 群流脑多糖疫苗、A+C 群流脑多糖结合疫苗、微卡、Hib 疫苗等，且已经在细分领域占据一席之地。2007—2009 年公司疫苗总销售量分别占我国二类疫苗市场份额的 10.99%、11.13% 和 10.78%，稳居民营疫苗企业之首。

- 强大营销网络支撑自主和买断代理业务

公司成立之初依靠代理业务完成了市场与资本的原始积累，公司对于营销网络的建设显得格外重视，目前已经拥有了一个疫苗行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的营销网络体系，有利于吸引更多的疫苗生产商将产品交由公司代理销售，同时新上市的自主产品可更快形成规模。

- 产品梯队丰富，具备较强持续增长能力

公司通过自主研发与药品合同委托开发（CRO）两种模式，建立起丰富的产品梯队。目前，子公司绿竹制药已有 Hib 疫苗、A+C 群流脑多糖疫苗、吸附破伤风疫苗和伤寒 Vi 多糖疫苗 4 个品种完成 III 期临床试验，处于申请生产批文阶段，有望于未来两年内陆续投放市场。

- 募集资金项目分析

公司本次拟公开发行 4000 万股，拟募集资金 62538.16 万元。募投项目建成后，将显著提升公司二类疫苗产品的产能与研发实力，同时也将增强公司在仓储物流、营销网络建设上的能力。

- 风险分析

市场竞争加剧的风险；新产品研发失败的风险；买断代理业务出现收入波动的风险。



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

田加强

联系人

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

发行概况

本次发行股数（万股）	4,000
发行后总股本（万股）	40,000
行业	医药
报告日期	2010 年 9 月 8 日

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	604	710	878	1118
同比(%)	2%	18%	24%	27%
归属母公司净利润	232	277	344	446
同比(%)	22%	20%	24%	30%
毛利率(%)	68.8%	70.5%	70.3%	71.1%
ROE(%)	51.3%	16.5%	17.7%	18.7%
每股收益(元)	0.58	0.69	0.86	1.11
P/E (X)	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B(X)	0.00	0.00	0.00	0.00

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

1 合理价格区间为 24.15 元 - 27.60 元.....	3
2 盈利预测	3
3 公司简介	5
3.1 公司历史沿革.....	5
3.2 公司股权结构.....	5
3.3 蒋仁生是公司实际控制人	5
4 业务分析	6
4.1 公司营业收入稳定增长.....	6
4.2 自主业务与代理业务各占半壁江山.....	7
4.3 费用控制能力极佳，盈利能力提升显著.....	8
5 公司竞争力分析	9
5.1 依托强大的营销网络，实现自主和买断代理业务两翼齐飞.....	9
5.2 国民免疫预防意识提升，二类疫苗市场空间广阔	10
5.3 注重产品研发，产品梯队已初步成型	10
6 募集资金项目分析	11
7 风险提示	12

1 合理价格区间为 24.15 元 - 27.60 元

根据我们的盈利预测，公司 2010、2011、2012 年实现摊薄后每股收益 0.69 元、0.86 元、1.11 元。公司营销能力突出，自主与买断代理业务都具有不错的发展前景。以 2010 年预测市盈率的 35-40 倍计，对应合理价格区间为 24.15 元 - 27.60 元。

2 盈利预测

主要假设：

- 公司 2010 年综合毛利率维持在 70%左右；销售费用率维持在 17%左右；管理费用率维持在 7.0%左右，此后随着自主业务收入占比的提高，我们预计综合毛利率水平将逐步上升；
- 我们假设母公司 2010-2012 年公司将按照 15%的税率缴纳所得税；
- 各业务板块的增长情况如表 1 所示；

表 1：公司主营业务销售收入预测表（百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合计						
营业总收入	492.43	590.34	604.05	710.36	878.36	1118.16
同比增长	-	19.88%	2.32%	17.60%	23.65%	27.30%
毛利率	57.89%	63.60%	68.79%	70.53%	70.27%	71.09%
自主产品						
A+C 群流脑多糖结合疫苗	-	21.61	45.03	56.29	67.55	81.05
同比增长	-	-	108.38%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	-	93.47%	94.09%	94.00%	94.00%	94.00%
ACYW135 流脑多糖疫苗	-	51.87	145.50	196.43	255.35	344.73
同比增长	-	-	180.51%	35.00%	30.00%	35.00%
毛利率	-	96.42%	96.47%	96.74%	95.00%	95.00%
微卡	-	21.20	33.01	42.91	64.37	99.77
同比增长	-	-	55.71%	30.00%	50.00%	55.00%
毛利率	-	90.99%	92.77%	87.39%	85.00%	85.00%
代理产品						
Hib 疫苗	178.02	299.21	269.06	309.42	340.36	425.45
同比增长	-	68.08%	-10.08%	15.00%	10.00%	25.00%
毛利率	57.59%	56.83%	51.30%	50.00%	50.00%	50.00%
甲肝疫苗	138.65	104.35	71.33	74.90	74.90	74.90
同比增长	-	-24.74%	-31.64%	5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	55.71%	55.58%	61.99%	60.00%	60.00%	60.00%
A+C 群流脑多糖疫苗	103.03	49.19	0.70	-	-	-
同比增长	-	-52.26%	-98.58%	-	-	-
毛利率	72.28%	74.16%	63.91%	-	-	-
其它产品						
其它	67.38	27.59	15.14	1.51	46.93	63.36
同比增长	-	-59.05%	-45.13%	-90.00%	3000.00%	35.00%
毛利率	NA	NA	NA	45.00%	45.00%	45.00%
其它业务						
其它	5.35	14.34	23.12	28.90	28.90	28.90
同比增长	-	168.04%	61.23%	25.00%	0.00%	0.00%
毛利率	57.89%	63.60%	68.79%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：公司数据，东方证券研究所

根据上述假设, 我们预计公司 2010-2012 年将实现营业收入 7.10、8.78 和 11.18 亿元, 同比增长 17.6%、23.7%和 27.3%; 公司 2010-2012 年实现归属母公司净利润 2.77 亿、3.44 亿和 4.46 亿元, 同比增长 19.5%、24.3%和 29.5%。

表 2: 公司盈利预测表

利润表				单位:百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	604	710	878	1118
营业成本	189	209	261	323
营业税金及附加	10	11	13	17
营业费用	106	124	154	196
管理费用	42	50	61	78
财务费用	-0	-10	-16	-20
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	258	326	405	524
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	261	326	405	524
所得税	29	49	61	79
净利润	232	277	344	446
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	232	277	344	446
EBITDA	271	347	462	604
EPS (元) (最新摊薄)	0.58	0.69	0.86	1.11

资料来源: 东方证券研究所

3 公司简介

公司是一家主营疫苗、生物制品研发、生产和销售的民营企业。最近三年，公司二类疫苗产品销售量占我国二类疫苗市场 10.99%、11.13%和 10.78%的份额，在国内民营疫苗企业中排名第一。

3.1 公司历史沿革

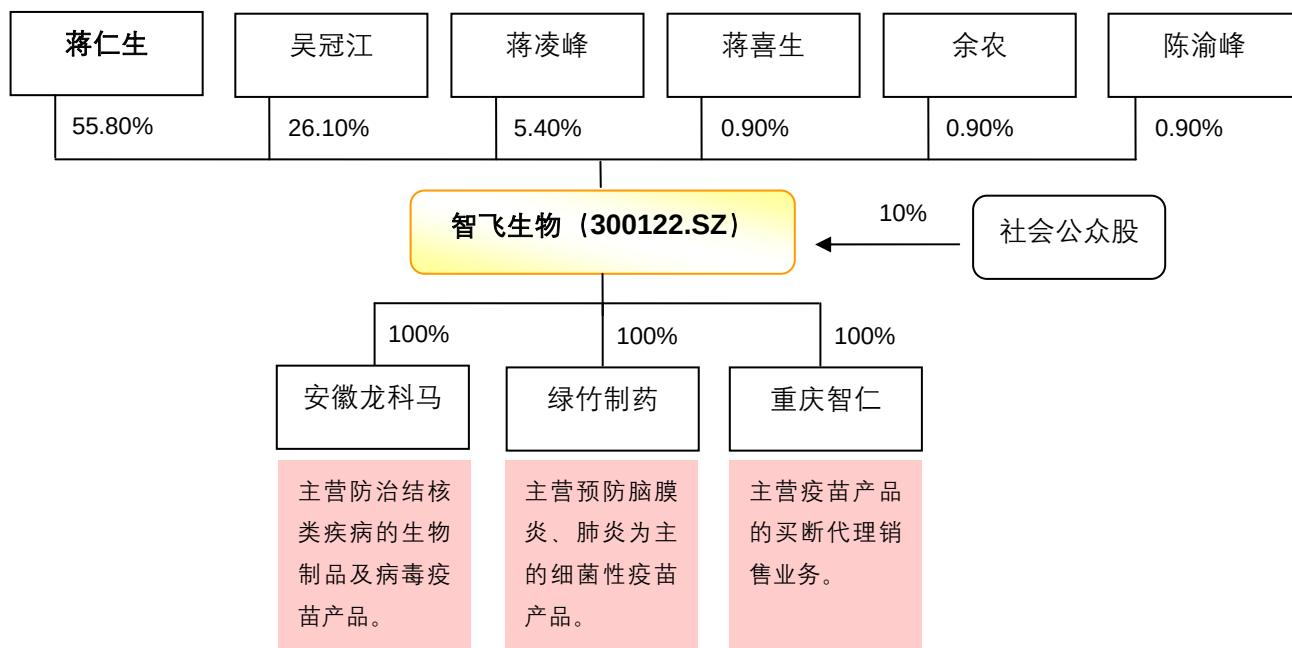
公司前身为重庆智飞生物制品有限公司。2009 年 8 月，智飞生物有限以经审计截止至 2009 年 6 月末账面净资产 3.75 亿元为基数，按照 1 : 0.9606 的比例折合为 3.60 亿股，剩余净资产 1476 万元转为资本公积金留存公司，整体变更成股份有限公司。

2010 年 9 月，公司拟在深圳 A 股市场公开发行 4000 万股实现上市，发行后总股本变为 4 亿股，发行数量占公司上市后总股本的 10.00%。

3.2 公司股权结构

若按本次发行 4000 万股测算，则本次发行后公司的股权结构将如图 1 所示。

图 1：公司 IPO 后股权结构情况



资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

3.3 蒋仁生是公司实际控制人

本次公开发行前，公司董事长兼总经理蒋仁生直接持有公司 62.00%的股权，为公司实际控制人。若按本次公开发行 4000 万股测算，蒋仁生仍将直接持有公司 55.80%的股份，仍为公司的实际控制人。

表 3：公司 IPO 前后股本变化情况

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
蒋仁生	22,320	62.00%	22,320	55.80%
吴冠江	10,440	29.00%	10,440	26.10%
蒋凌峰	2,160	6.00%	2,160	5.40%
蒋喜生	360	1.00%	360	0.90%
余农	360	1.00%	360	0.90%
陈渝峰	360	1.00%	360	0.90%
社会公众股	-	-	4,000.00	10.00%
总股本	36,000.00	100.00%	40,000.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

4 业务分析

公司拥有自主生产和买断代理销售两大主营业务。2010 上半年，自主和代理产品的销售毛利占公司同期毛利的比重分别为 53.66%和 40.11%。

表 4：过去 3 年公司主要产品概况

业务类型	品名	临床用途
自主产品业务	A+C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	用于预防 A 和 C 类流脑（适用 3 月龄以上）
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	用于预防 A、C、Y 和 W135 类流脑
	微卡（双向免疫调节剂）	用于结核病的辅助治疗
买断代理业务	A+C 群流脑多糖疫苗	用于预防 A 和 C 类流脑（适用 2 岁以上）
	Hib 疫苗（b 型流感嗜血杆菌）	用于预防 b 型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病
	冻干甲型肝炎减毒活疫苗	用于预防甲型肝炎
	麻疹风疹二联减毒活疫苗	用于预防麻疹和风疹
	麻疹、腮腺炎、风疹三联减毒活疫苗	用于预防麻疹、腮腺炎和风疹

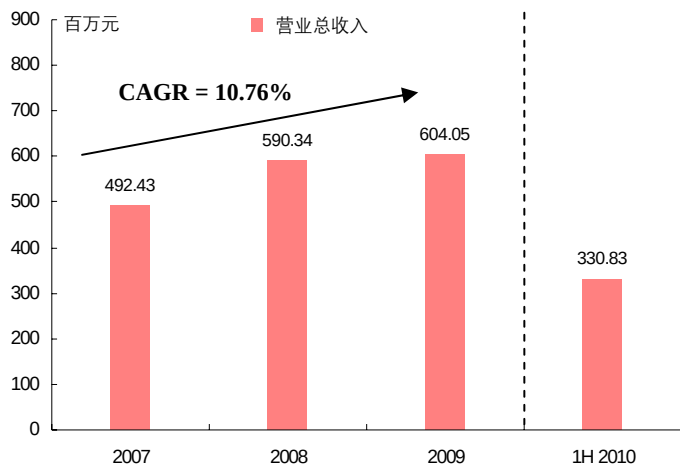
资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

4.1 公司营业收入稳定增长

2007-2009 年间公司营业收入复合增长 10.76%，同期归属于母公司所有者的净利润复合增长 23.43%，净利润增速快于营业收入。主要是因为高毛利率的自主产品业务增长较快，拉动公司综合毛利率从 07 年的 57.89%提升至 09 年的 68.79%。

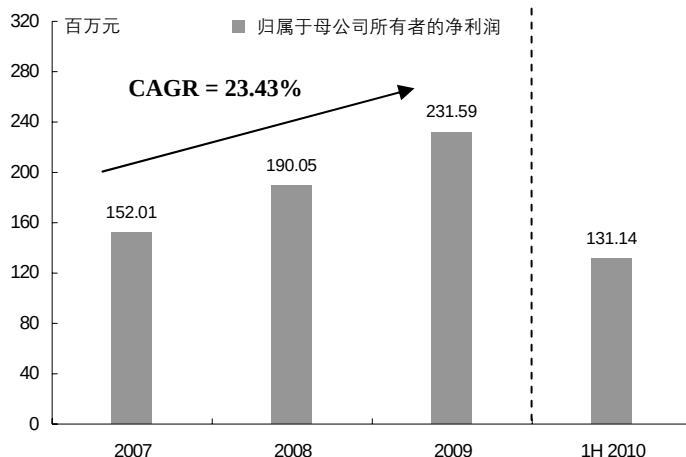
2010 年上半年公司实现销售收入 3.31 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 1.31 亿元，净利润率高达 39.64%，加权净资产收益率 25.35%。

图 2：2007 年 - 2010 上半年公司营业收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 3：2007 年 - 2010 上半年公司净利润增长情况

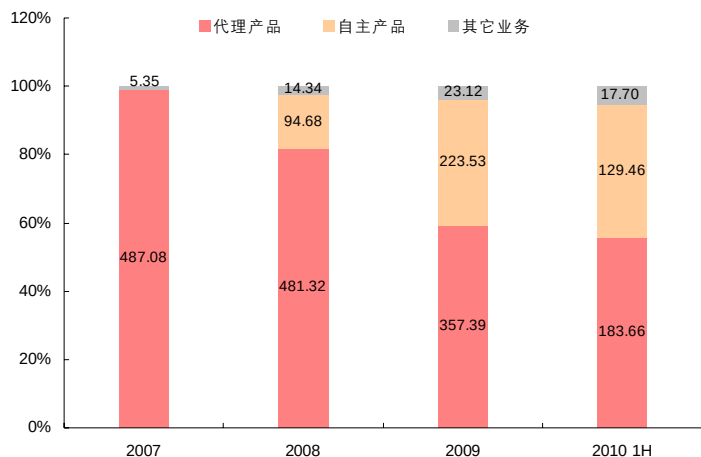


资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

4.2 自主业务与代理业务各占半壁江山

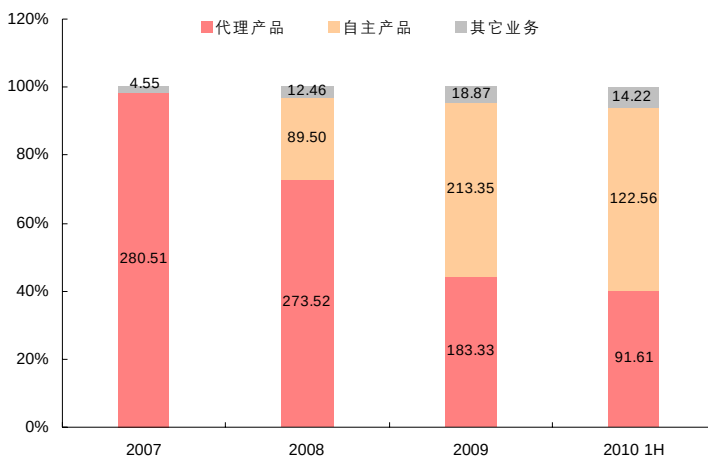
2010 上半年，自主产品和代理产品的销售收入占公司同期收入的比重分别为 39.13%、55.52%；销售毛利占公司同期毛利的比重分别为 53.66%、40.11%。

图 4：2007 - 2010 上半年公司销售收入构成情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2007 - 2010 上半年公司销售毛利构成情况（单位：百万元）

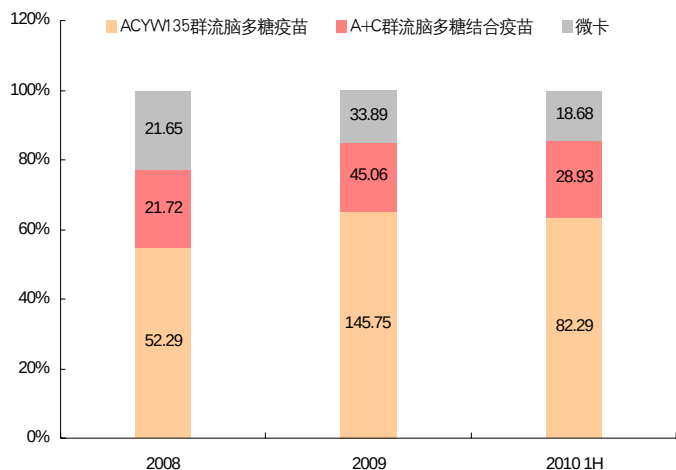


资料来源：Wind，东方证券研究所

公司自主产品自 2008 年投放市场后，销售取得快速的增长。随着其它在研产品陆续投放市场，未来公司将自主产品为主，自主产品对公司营业收入和毛利的贡献将不断提高。

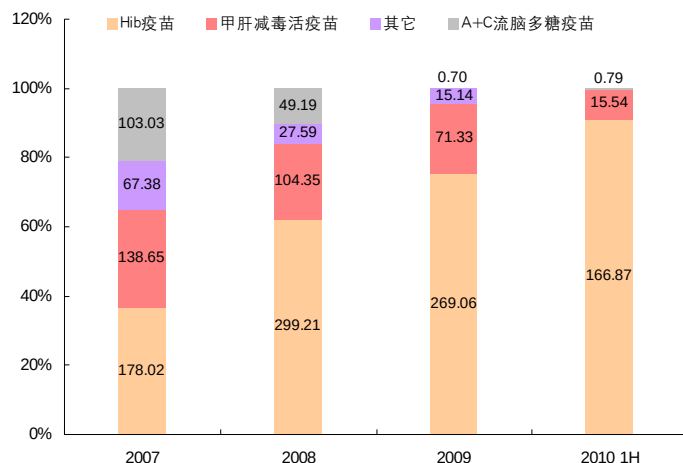
目前, ACYW135 群流脑多糖疫苗、A+C 群流脑多糖结合疫苗和微卡组成了公司的自主产品组合, 2010 上半年产品销售分别占同期自主产品业务收入的 63.35%、22.27%和 14.38%。在买断代理业务中, Hib 疫苗为支柱产品, 贡献了公司 2010 上半年代理业务收入的 91.10%。

图 6: 2008-2010 上半年自主业务销售构成情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 7: 2007-2010 上半年代理业务销售构成情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

4.3 费用控制能力极佳, 盈利能力提升显著

2008-2010 年上半年公司期间费用率分别为 24.07%、24.42%和 20.92%, 展示了极佳的费用控制能力。公司拥有疫苗行业内覆盖最全的营销网络, 营运模式已趋成熟稳定, 保证了公司高效的运作。

表 5: 2008- 2010 年 1-6 月份公司期间费用变化情况

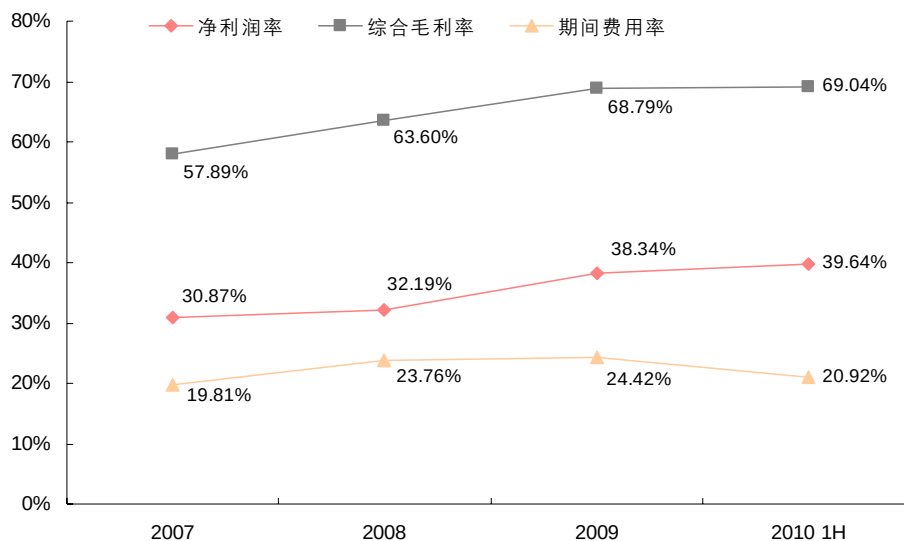
项目	2010 年 1-6 月			2009 年			2008 年	
	金额	占营业收入比重	较上年同期增长	金额	占营业收入比重	较上年同期增长	金额	占营业收入比重
销售费用	4,802.38	14.52%	-54.61%	10,580.44	17.52%	-2.88%	10,894.30	18.77%
管理费用	2,181.80	6.59%	-48.09%	4,203.40	6.96%	34.59%	3,123.17	5.29%
财务费用	-64.15	-0.19%	78.24%	-35.99	-0.06%	-565.59%	7.73	0.01%
合计	6,920.03	20.92%	-53.08%	14,747.85	24.42%	5.15%	14,025.20	24.07%

资料来源: 公司招股说明书, 东方证券研究所

经过多年的发展, 公司的营运与销售平台都已经形成较为完备的体系。我们认为, 依托于公司庞大完善的销售网络, 以及管理层对于费用控制的重视, 公司的销售费用率不会随着销售收入的增长而走高。

随着高毛利率的自主产品营业收入占比不断提高, 公司的盈利能力得到了显著的提升。2010 上半年公司的综合毛利率高达 69.04%, 同比 07 年大幅提高了 11.15 个百分点。

图 8：2007-2010 上半年公司盈利能力变化情况



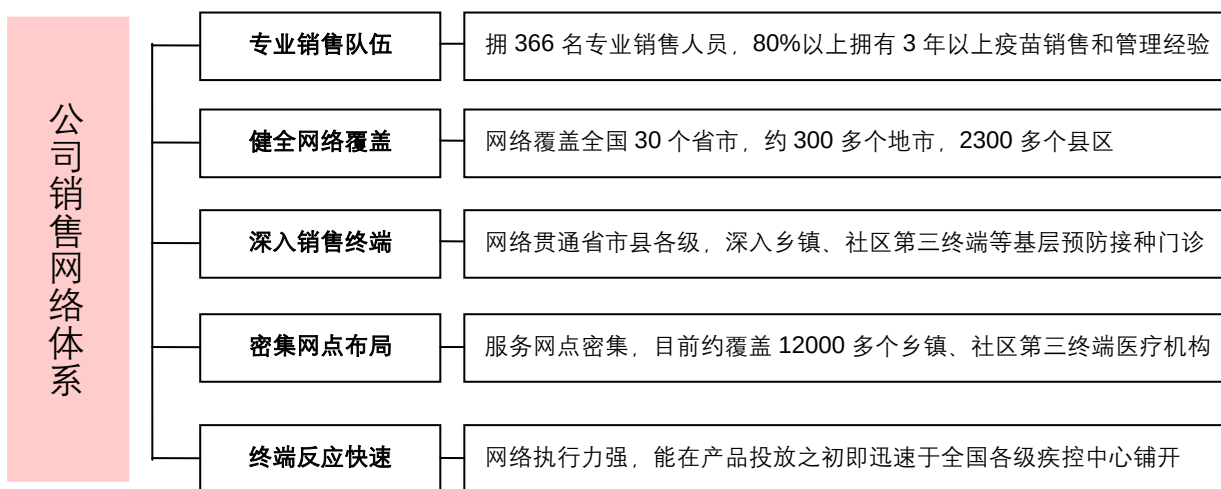
资料来源：Wind，东方证券研究所

5 公司竞争能力分析

5.1 依托强大的营销网络，实现自主和买断代理业务两翼齐飞

就处方类药品来说，强大的营销能力是决定该产品是否能为公司创造利润的关键因素。公司成立之初依靠代理业务完成了市场与资本的原始积累，公司对于营销网络的建设显得格外重视，目前已经拥有了一个行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的营销网络体系。

图 9：公司营销网络体系的特点



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

随着本次募投项目“智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目”的建成，届时公司的营销办事处将由现在的 22 个增加至 47 个，营销人员由现在的 366 人增加至 496 人，建立智能化的企业信息化管理系统（ERP），建设符合 GSP 标准的现代化疫苗仓储和物流基地、疫苗冷链运输系统，建成后将进一步增强公司的营销网络优势。

今后随着公司整体营销能力和网络覆盖率的不断提升，有利于吸引更多的疫苗生产商将产品交由公司代理销售。

5.2 国民免疫预防意识提升，二类疫苗市场空间广阔

公司妥善利用自身优势深耕于二类疫苗市场，目前已经在细分领域占据主动。2007-2009 年公司疫苗总销售量分别占我国二类疫苗市场份额的 10.99%、11.13%和 10.78%，稳居民营疫苗企业之首。

表 6：公司主要产品市场份额占有率情况（单位：万剂）

产品	项目	2007年	2008年	2009年
A+C群流脑多糖结合疫苗	公司销售量	-	78.50	197.05
	细分市场销售总量	-	630.00	682.50
	占比	-	12.46%	28.87%
ACYW135群流脑多糖疫苗	公司销售量	-	114.00	380.88
	细分市场销售总量	-	305.00	717.20
	占比	-	37.38%	53.11%
Hib疫苗	公司销售量	513.76	869.85	799.49
	细分市场销售总量	1024.80	1534.60	1560.90
	占比	50.13%	56.68%	51.22%
甲肝减毒活疫苗	公司销售量	340.44	366.87	389.45
	细分市场销售总量	1507.30	1552.80	1450.23
	占比	22.59%	23.63%	26.85%

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

目前，我国居民疫苗接种率还很低，例如，流感疫苗的接种率还不到 2%，相较于欧美发达国家 20%-30% 的接种普及率还有很大的提升空间。

随着国民可支配收入的提升，我国居民免疫预防的意识已经明显的提高，2009 年我国疫苗市场的规模已经达到 90 亿元。公司作为细分市场的龙头，将直接受益于行业增长的带动。

5.3 注重产品研发，产品梯队已初步成型

公司通过自主研发与药品合同委托开发（CRO）两种模式，建立起了丰富的产品梯队。随着新研发产品的陆续投放，将显著提升公司可持续发展的能力。

表 7：公司获得专利和在研项目情况

	已经获得的专利	正在申请的专利
发明的专利	人用狂犬病裂解疫苗	含有复合佐剂的结核亚单位疫苗
	脑膜炎球菌多价联合疫苗	一种细菌性痢疾多价疫苗
	微卡及其制备方法和用途	流脑百白破联合疫苗
	一种多糖-蛋白结合疫苗（AC+Hib）	一种特异性多糖制备方式
	伤寒、副伤寒外膜蛋白疫苗	一种免疫佐剂和含该佐剂的疫苗
	多价细菌荚膜多糖-蛋白质结合物联合疫苗	-
	自主研发	合作研发
在研项目	AC-Hib型流感多糖结合疫苗	人乳头瘤病毒疫苗
	ABC群流脑疫苗	初免-加强型结核疫苗
	ACYW135流脑多糖结合疫苗	新型结核病疫苗
	13价肺炎结合疫苗	治疗用乙肝疫苗
	细菌性痢疾结合疫苗	重组结核体外诊断试剂
	伤寒、副伤寒外膜蛋白疫苗	混合型乙型肝炎治疗性疫苗
	水痘疫苗	手足口病疫苗
	流感病毒裂解疫苗	戊型肝炎疫苗

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

目前，子公司绿竹制药已有 Hib 疫苗、A+C 群流脑多糖疫苗、吸附破伤风疫苗和伤寒 Vi 多糖疫苗 4 个品种完成 III 期临床试验，处于申请药物生产批文阶段，有望于未来两年内陆续投放市场。

6 募集资金项目分析

公司本次拟公开发行 4000 万股，拟募集资金 62538.16 万元，募集所得资金将主要投入到以下 4 个项目中：

表 8：公司本次公开发行募投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	拟投资金额
1	北京绿竹生物制药有限公司产业化基地	38,593.19
2	注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目	11,336.22
3	智飞生物疫苗研发中心项目	7,659.50
4	智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目	4,949.25

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

募投项目设计与项目达产后产能情况如表 9 所示：

表 9：募投项目建成后主要产品产能变化情况（单位：万剂/年）

产品名称	现有产能	新增产能	总产能
A+C群流脑多糖结合疫苗	500	700	1,200
ACYW135流脑多糖疫苗	500	700	1,200
微卡	100	400	500
A+C群流脑多糖疫苗	-	1,200	1,200
Hib疫苗	-	1,200	1,200
合计	1,100	4,200	5,300

资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

本次募投项目建成后，公司固定资产将相应的大幅增加，投产后首年将新增固定资产折旧 4152 万元，对当期利润将产生一定的影响。

7 风险提示

市场竞争加剧的风险

随着新的竞争对手的不断加入，同类产品的不断推出，行业竞争日趋激烈，公司面临市场竞争不断加剧的风险。

新产品研发失败的风险

疫苗产品研发具有周期长、技术难度大、风险高的特点，研究结果存在较大的不确定性，公司可能面临新产品研发失败的风险。

买断代理业务的风险

随着自主产品的不断推出，未来公司将以自主产品为主，自主产品对公司营业收入和毛利的贡献将不断提高，买断代理业务收入存在波动风险。

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	348	1080	1058	1535	营业收入	604	710	878	1118
现金	182	818	817	1230	营业成本	189	209	261	323
应收账款	72	82	101	129	营业税金及附加	10	11	13	17
其它应收款	4	4	5	6	营业费用	106	124	154	196
预付账款	60	52	65	81	管理费用	42	50	61	78
存货	30	31	39	48	财务费用	-0	-10	-16	-20
其他	0	92	31	41	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	170	646	937	927	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	66	460	724	732	营业利润	258	326	405	524
无形资产	60	60	60	59	营业外收入	3	0	0	0
其他	44	125	153	136	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	518	1725	1995	2462	利润总额	261	326	405	524
流动负债	51	35	41	62	所得税	29	49	61	79
短期借款	8	0	0	0	净利润	232	277	344	446
应付账款	1	3	4	5	少数股东损益	0	0	0	0
其他	42	32	37	57	归属于母公司净利润	232	277	344	446
非流动负债	15	12	12	12	EBITDA	271	347	462	604
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.69	0.86	1.11
其他	15	12	12	12					
负债合计	66	47	52	74	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	360	400	400	400	成长能力				
资本公积	15	925	925	925	营业收入	2.3%	17.6%	23.7%	27.3%
留存收益	77	354	618	1063	营业利润	16.3%	26.4%	24.3%	29.5%
归属母公司股东权益合计	452	1679	1943	2388	归属于母公司净利润	21.9%	19.5%	24.3%	29.5%
负债和股东权益	518	1725	1995	2462	获利能力				
					毛利率	68.8%	70.5%	70.3%	71.1%
					净利率	38.3%	39.0%	39.2%	39.8%
					ROE	51.3%	16.5%	17.7%	18.7%
					ROIC	84.9%	35.0%	32.8%	40.9%
					偿债能力				
					资产负债率	12.8%	2.7%	2.6%	3.0%
					净负债比率				
					流动比率	6.78	30.64	25.99	24.69
					速动比率	6.20	29.75	25.03	23.91
					营运能力				
					总资产周转率	1.33	0.63	0.47	0.50
					应收账款周转率	9	9	10	10
					应付账款周转率	47.65	100.34	74.00	73.76
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.58	0.69	0.86	1.11
					每股经营现金流	0.53	0.44	1.03	1.17
					每股净资产	1.13	4.20	4.86	5.97
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00

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