

战略调整稳步进行 新品前景值得关注

研究结论

- **回归主业 明确战略**: 公司在过去几年进行了数次战略改变, 但没有取得较好的效果, 反而分散了公司有限的精力。但在 2009 年董事长更换之后, 管理层重新稳定, 公司开始向主业回归, 发展战略逐渐清晰。在转让了黔德投资后, 预计公司还将逐步剥离舒婷业务, 聚焦药品主业; 清晰一致的战略规划有望使公司回归快速增长的轨道
- **处方药产品稳定 OTC 改革继续**: 公司的业务有处方药和 OTC 两大支柱, 预计未来公司仍将坚守两个业务板块, 并行发展。目前公司处方药产品主要包括艾迪注射液, 复方斑蝥胶囊和银杏达莫注射液等上市时间较长的产品, 预计整体增速将保持稳定。而 OTC 品种正在逐渐丰富, 估计小儿止咳糖浆和克咳胶囊等咳嗽系列产品占比在逐渐下降。目前公司依靠终端拉动 OTC 销售的战略改革仍在进行中, 渠道的清理将逐渐结束, OTC 产品有望恢复增长。
- **外延扩张弥补研发不足 新品前景值得关注**: 公司在处方药和 OTC 营销方面均有较强的实力, 但研发实力不足和产品线单薄一直是制约公司长期发展的重要因素。公司在 2009 年获得长安国际洛铂的代理权, 并在 2010 年分别收购南诏药业和民族药业, 产品线已经通过外延式的扩张得到了有效的补充。预计近两年洛铂、科博肽、金骨莲等新产品将构成公司的新增长点, 其前景值得期待。而公司在申报的复方荭草冻干, 米槁心乐滴丸和清开灵冻干则是公司长期增长点的储备。
- **费用率控制良好 资产清理仍在进行**: 我们认为从财务上来看, 公司的各项经营指标均处于不断的改善之中。公司的资产和渠道清理已经逐渐进入尾声, 但固定资产的计提、坏账的计提一些非经常性的损益仍有可能对公司短期的业绩产生一定的影响, 但幅度估计不大, 且对公司长远的业绩增长有利。
- **首次给予增持的投资评级**: 我们认为, 从公司的管理层和战略的调整来看, 公司经营已经进入了触底回升的阶段。聚焦主业的主战略明晰, OTC 销售策略的调整有助于降低公司盲目的销售投入, 而外延式收购的进行帮助公司丰富产品线, 公司具备重新增长的基本条件, 但其能否获得成功需要看公司政策执行的持续性和新产品的推广进度。我们预计公司 2010-2012 年的业绩有望达到 0.51、0.70 和 0.92 元, 首次给予公司增持的评级, 建议关注公司新产品的推广情况。
- **风险因素**: 药品大幅降价风险, 管理层稳定性, 新产品推广低于预期。

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。



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

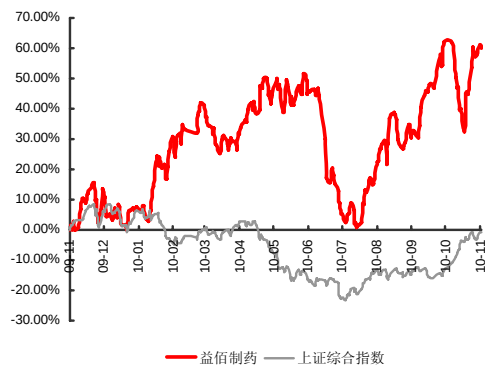
8621-63325888 × 6088

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 11 月 8 日)	18.50 元
目标价格	22.00 元
总股本/A 股 (万股)	35276/35276
A 股市值 (百万元)	6261
国家/地区	中国
行业	医药
报告日期	2010 年 11 月 9 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.09%	39.42%	60.06%
相对表现 (%)	-14.96%	24.24%	62.58%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

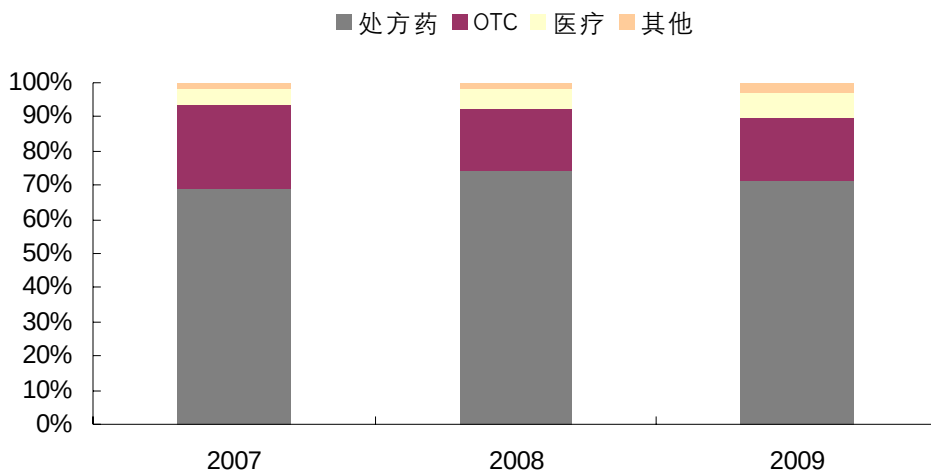
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1307	1459	1705	2017
同比 (%)	13%	12%	17%	18%
净利润 (百万元)	122	181	247	323
同比 (%)	24%	49%	36%	31%
毛利率 (%)	72.3%	73.8%	73.9%	73.3%
ROE (%)	17.4%	21.2%	23.3%	24.5%
每股收益 (元)	0.52	0.51	0.70	0.92
P/E (倍)	35.72	35.97	26.46	20.18
P/B (倍)	6.12	7.56	6.11	4.90

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

回归主业 明确战略

公司是一家民营医药企业，产品主要包含处方药和 OTC 两大阵线。其中处方药以中药注射剂为主，专注于抗肿瘤和心血管领域，其代表产品艾迪注射液、复方斑蝥胶囊和银杏达莫注射液在国内有较高的知名度和市场占有率；OTC 产品更以克咳等系列占据重要的市场地位。

图 1. 公司处方药和 OTC 的销售比例



资料来源：公司公告，东方证券研究所

从战略上看，公司在过去几年进行了几次并不成功的战略改变，2006 年过分加大 OTC 领域投资造成短期亏损，2007 年又进行了多元化尝试，投资煤炭和舒婷卫生护理业务，但并没有获得很好的收益，可以说是战略战术上的失误造成了公司精力上的分散，一定程度上影响了公司的发展。

表 1. 公司主要子公司经营情况

持股比例	净利润	2006	2007	2008	2009	1H2010	备注
51.00%	贵州益佰科技研发	1,310,000	1,728,500	(12,400)	3,348,300	608,200	
100.00%	桂林益佰漓江制药	120,000	(1,730,600)	647,600	988,400	(1,673,300)	
99.00%	贵州益佰医药有限	(1,860,000)	1,099,200	90,600	837,800	369,400	
90.00%	灌南县人民医院		5,008,300	527,800	449,300	(3,142,000)	2006 年收购 41%
100.00%	贵州益佰舒婷		(1,819,000)	(3,582,900)	(3,784,600)	(1,188,200)	2007 年新增 或将剥离
100.00%	贵州益佰投资管理		6,500	(933,400)	3,644,600	(1,358,400)	2007 年成立
51.00%	贵州黔德投资		(659,300)	(1,506,800)	(860,700)	(496,500)	2007 年成立 2010 年 8 月份转让
100.00%	贵州益佰药物研究			(24,600)	(333,200)	(39,200)	2008 年成立
70.00%	北京市中西男科医药				104,200	(165,500)	2009 年 9 月 17 日收购
1.00%	海南长安医药销售				95,800	(4,471,100)	2009 年 8 月份母公司和益佰投资分别收购 1% 和 99% 的股权
97.02%	上海佰加壹	410,000	7,308,900	381,700NA			2009 年向叶湘武转让全部股权
100.00%	云南南诏药业					(2,421,300)	2010 年 4-6 月份的业绩，2010 年 2 月收购
90.00%	贵州民族药业					(2,474,300)	2010 年 4-7 月份的业绩，2010 年 4 月收购

资料来源：东方证券研究所

2009 年，公司管理层开始进行调整。原公司董事长兼总经理叶湘武先生正式辞任，其职务由窦启玲女士正式接任，同时公司将上海佰加壹公司以 9903 万元的价格转让给叶湘武先生，后者正式退出管理层，并在 2009 年数次大幅减持其有的公司股权。其退出标志着公司管理层和经营战略开始正式调整。

2010 年初公司对外收购南诏药业和民族药业，丰富自身在抗肿瘤、心血管和 OTC 药物的产品线，8 月份转让了进行煤炭业务的黔德投资股权，战略重心重回主业。预计未来公司还将剥离舒婷业务，进一步明晰自身的战略发展方向，这将为公司未来的成长奠定良好的基础。

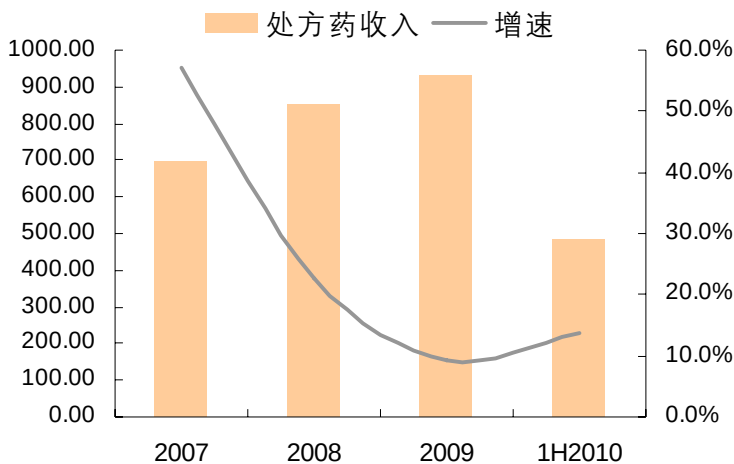
处方药产品稳定 OTC 改革继续

从产品上看，公司在处方药中药注射剂和 OTC 业务方面均有较强的销售团队，其主营产品在市场上占有较大的份额，是其主业的两大支柱，2009 年分别占主营业务收入的 71% 和 18%。预计未来公司仍将坚守处方药和 OTC 两大业务板块。

处方药原有品种收入有望稳中有增

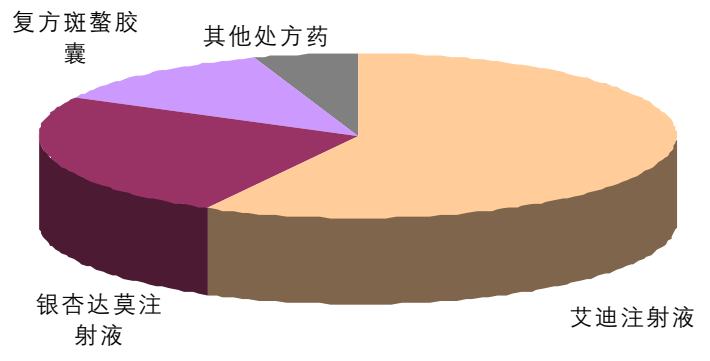
目前公司处方药产品主要包括艾迪注射液，银杏达莫注射液和复方斑蝥注射液等，2009 年三者分别占处方药营收的 58%，25% 和 12% 左右，是公司现有处方药业务的基石。2006 年受到中药注射剂安全性问题事件的影响，公司处方药销售一度出现下滑；但随着国家对中药现代化的扶持，公司处方药销售逐渐恢复。公司的艾迪注射液等品种上市时间较长，市场占有率较高，预计未来能够保持稳中有增的销售态势。

图 2. 公司处方药产品增长情况 百万元



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3. 公司处方药产品占比情况



艾迪注射液是益佰制药的独家产品，目前属于医保乙类药物，限中晚期癌症使用，其适应症范围较 2004 版中有所扩大。艾迪注射液为复方斑蝥注射剂，是一种被广泛应用的抗肿瘤辅助药物；其主要成分包括斑蝥、人参、黄芪、刺五加等；其中斑蝥素被认为能抑制多种肿瘤细胞的代谢并有刺激白细胞生成的作用，因此国内研发的含斑蝥素的药物较多，而艾迪注射液是其中的代表产品。2007 年开始，该产品的销售收入开始恢复上涨，并在抗肿瘤中药注射剂市场份额一直维持在前五名。由

于该产品的覆盖率已经较高，预计未来增速将有所放缓，增长将主要依赖于覆盖医院的下沉和适应症的扩大。

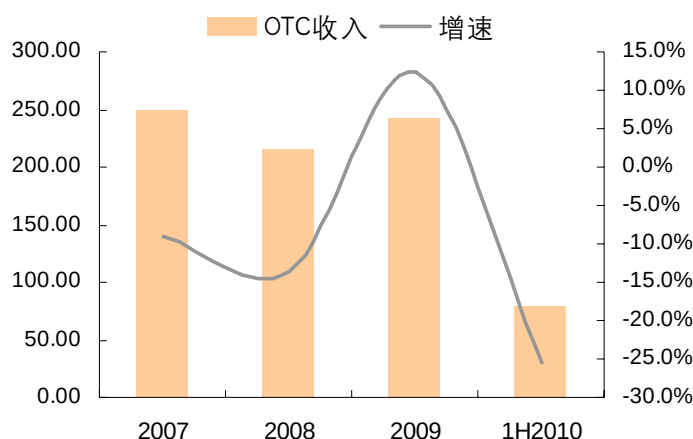
复方斑蝥胶囊也为一种含有斑蝥的复方制剂，目前有生产批文的厂家有 8 家。该产品也为 2009 年医保乙类产品，适应症限消化系统肿瘤。该产品基数较小，但在改变销售模式后，产品增长较快，预计未来两年该产品收入有望保持 25% 以上的增长。

银杏达莫竞争激烈。目前银杏叶制剂的生产厂家众多，截止 2010 年 10 月底，共有 5 家企业有银杏达莫注射液的生产批文，9 家企业有舒血宁注射液的生产批文，竞争较为激烈。而其他剂型银杏叶制剂更为数众多。据统计，2009 年样本医院银杏叶制剂的总用药金额仅增长 1.63%，而且在今年的招标过程中，部分地区中标价格较低。我们预计未来公司银杏达莫的销售将保持基本稳定。

OTC 业务逐渐恢复

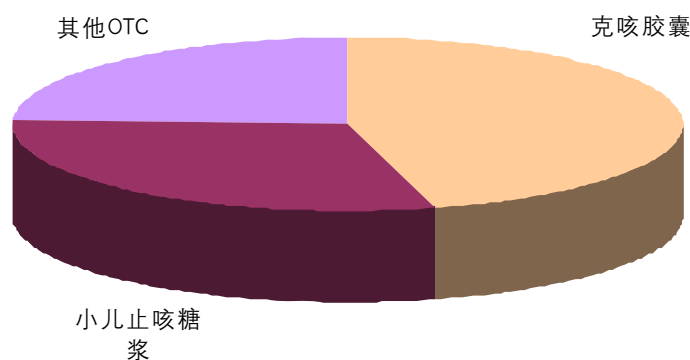
公司的 OTC 产品主要包括克咳胶囊，小儿止咳糖浆，感冒止咳糖浆等数十种产品，其中克咳系列和小儿止咳系列产品仍是主要品种，2009 年其销售占比仍在 60% 以上。由于在经过多年的广告投入后，公司的 OTC 产品销售规模仍然维持在 2 亿左右的水平，因此调整营销战略成为公司 OTC 业务的重点工作，其销售策略将从渠道拉动向终端拉动转变，减少广告投入，其成效仍有待观察。

图 4. 公司 OTC 产品增长情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5. 公司 OTC 产品占比情况



由于销售战略的调整，公司 OTC 产品销售收入在今年上半年下滑超过 20%，但随着渠道清理的逐渐完成，公司发货将逐渐恢复正常，销售下滑情况已经在第三季度有所改善，预计四季度将继续好转。同时公司将继续控制 OTC 产品的销售费用，预计未来公司现有 OTC 业务的盈利能力将稳步回升。

外延扩张弥补研发不足 新品前景值得关注

新药是长期增长点的储备

公司在处方药和 OTC 营销方面均有较强的实力，但研发实力不足和产品线单薄一直制约公司长期发展。目前公司主要有注射用复方荭草和米槁心乐滴丸 2 个产品处于新药申报阶段，清开灵冻干粉针的重新申报审批的工作也在进行中。另外公司有四个产品处于临床试验阶段。

公司的新品种米槁心乐滴丸是收购贵州民族药业的产品，首次采用米槁等组方开发的 6 类新药，被认为对心脑血管疾病具有突出疗效；而注射用复方荭草是公司拥有自主知识产权的产品，含荭草和灯盏细辛两味药材，临床显示其治疗冠心病心绞痛安全、有效，能明显改善患者的症状和体征。两者均有不错的市场前景，但由于目前国家对新药审批进度放缓，且对中药注射剂品种审批较为谨慎，其获批时间较难估计，可以视为公司为长期的增长点所作的储备。

外延收购是公司丰富产品线的重要手段

从这些产品储备来看，公司自身的研发仍略显薄弱，外延的收购扩张成为公司丰富自身产品线，弥补自身研发不足的重要策略。公司在 2009 年获得长安国际洛铂的代理权，并在 2010 年分别收购南诏药业和民族药业，其产品线（尤其是其专注的抗肿瘤药物产品线）已经得到了很大的补充。预计近两年洛铂、科博肽、金骨莲等新产品将构成公司的新增长点，其前景值得期待。

洛铂的市场开拓值得关注

益佰制药在 2009 年获得了该公司 1 类新药洛铂的代理权。洛铂是第三代铂类药物，其由 Asta Medica 和 Zentaris 开发，后者在 2003 年以 450 万加拿大元的代价向海南天王药业（海南长安国际）转让了在中国的生产和销售权利。目前该产品仅在中国上市，是新进医保乙类的药物，适应症为限其他铂类药物无效或不能耐受的抗肿瘤治疗。

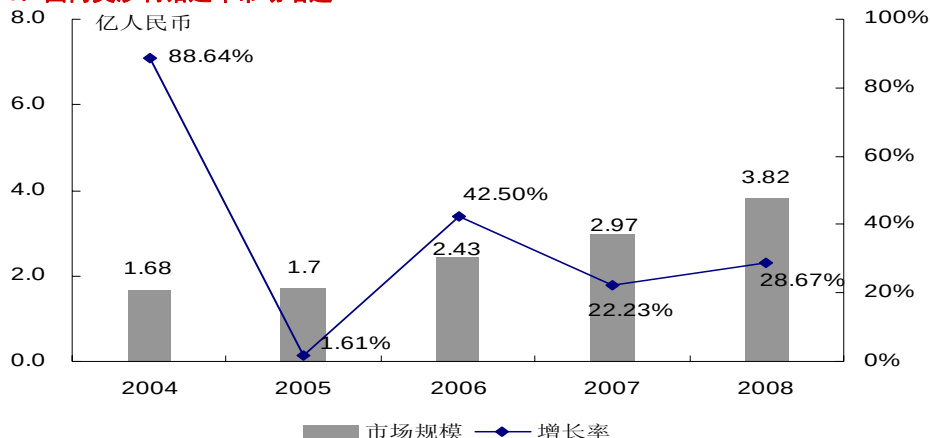
表 2：目前全球已经上市的铂类化合物

Drug	Other names/brand names/formulation names		Development company/Marketer	DLT	Country
Cisplatin	Platinol®	Briplatin	Generic	Nephrotoxicity	Global
	Platidium	Abiplatin®			
	Platinex®	Lederplatin			
	Platistin	Neoplatin			
	Platosin	Platibastin			
	Cisplatyl	Peyrone's			
	Platiblastin®	chloride			
Carboplatin	Paraplatin®	JM 8	Generic	Myelosuppression	Global
	Paraplatine	Cycloplatin			
	Carbomedac®	CBDCA			
	Carbosin	Ribocarbo			
Oxaliplatin	Eloxatin®	Dacplat®	Sanofi-Aventis	Neurotoxicity	Global
	Dacotin®	Elplat®			
Nedaplatin	Aqupla®	254-S	Shionogi Pharmaceuticals	Myelosuppression	Japan
		NSC375101D			
Lobaplatin	—	—	Asta-Medica	Thrombocytopenia	China
Heptaplatin	Sunpla	SKI 2053R	SK Chemicals Life Sciences	Nephrotoxicity/	Korea
		Eptaplatin		Intra-abdominal bleeding	
		NSC-644591			
		NSC-D-644591			

资料来源：Strathclyde Institute of Pharmacy, and Biomedical Sciences, University of Strathclyde

洛铂作为第三代的铂类抗肿瘤药物，被证明具有广泛的抗肿瘤活性，疗效与顺铂相似或更强，在多个对顺铂耐药的肿瘤模型中仍保持抗肿瘤活性，而且对于很多对铂类耐药的肿瘤无交叉耐药，因此有较大的市场应用前景。

图 6：国内奥沙利铂近年市场增速



资料来源：南方所，东方证券研究所

目前铂类化合物在抗肿瘤领域应用较多。2008 年，奥沙利铂和奈达铂已经进入了我国样本医院传统抗肿瘤药物前十位，其中奥沙利铂在 16 个样本医院的用药金额已经超过 3.8 亿元人民币，近几年的增速维持在 30% 左右。

表 3. 1998 年和 2008 年我国传统抗肿瘤药使用对比

国内样本医院传统抗肿瘤用药前 10 强			
1998 年		2008 年	
产品名	排名	产品名	排名
康莱特	1	多西他赛	1
表柔比星	2	紫杉醇	2
紫杉醇	3	奥沙利铂	3
羟喜树碱	4	吉西他滨	4
长春瑞滨	5	卡培他滨	5
榄香烯	6	斑蝥酸钠	6
去氧氟脲苷	7	表柔比星	7
吡柔比星	8	伊立替康	8
长春地辛	9	吡柔比星	9
异环磷酰胺	10	奈达铂	10

资料来源：东方证券研究所

目前 50mg 洛铂的中标价格约为 2000 元左右，2009 年公司在福建地区开始部分销售该药品，销售收入估计超过 1000 万元。目前公司为进行该产品的学术推广，单独建立了销售团队；现在公司已经完成了几个省的招标工作，预计在年底将有更多省份完成招标工作，因此明年该产品的销售推广值得我们关注。

科博肽丰富公司抗肿瘤产品线

公司的科博肽产品通过收购南诏药业获得，该产品是 1975 年首次在国内从眼镜蛇毒中分离纯化的一种低蛋白分子，南诏药业于 1979 年获得该产品原料药及注射液的生产批文，是国内最早生产该产品的企业。科博肽适用于晚期癌症疼痛、慢性关节痛、坐骨神经痛等多种疼痛治疗，由于具有非成瘾性，因此在治疗癌症疼痛方面可以作为替代吗啡等镇痛药的阶梯治疗方案。借助公司的抗肿瘤药物方面的市场开拓经验和渠道，该产品的市场开拓前景同样值得关注。此外南诏药业还拥有消炎片、骨肽注射液、通塞脉胶囊等 39 个品种，丰富了益佰制药的产品线。

OTC 产品线亦有扩充

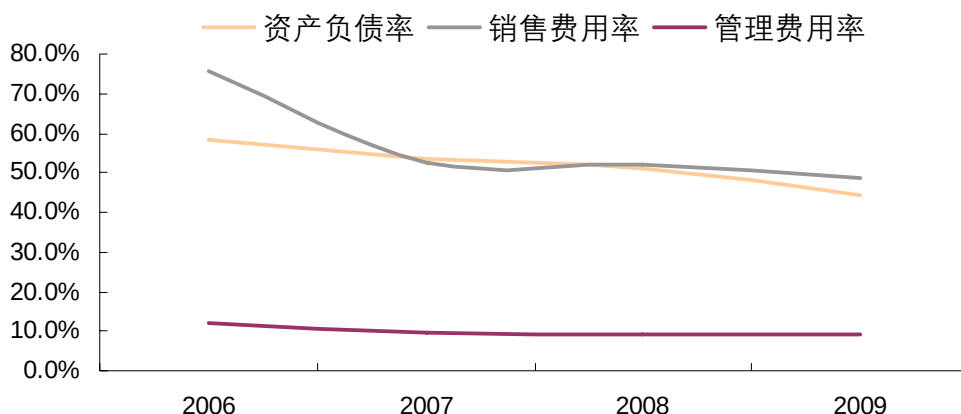
公司通过收购民族药业，也增厚了自身的 OTC 产品系列。民族药业主要从事苗药的研发、生产与销售，目前拥有 8 个国药准字号产品、9 个食准字号保健食品。其中心胃止痛胶囊、金骨莲胶囊、马兰感寒胶囊为公司独家生产的非处方药产品；而公司的主力产品心胃止痛胶囊则具有“一药多治、心胃同治、药效迅速”的特点。

我们认为，通过外延扩张，公司的处方药和 OTC 产品线均得到了有效的补充，弥补了自身开发上的不足。外延式的收购有可能继续成为公司强化自身产品线的重要手段。

费用率控制良好 资产清理仍在进行

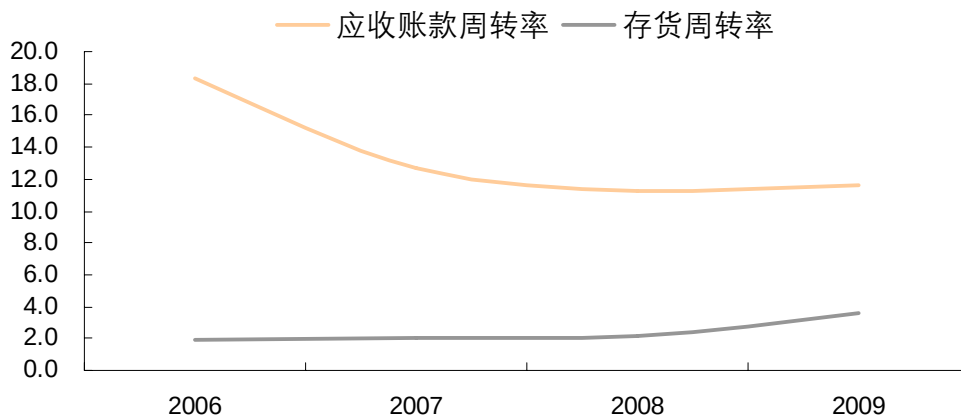
从财务上来看，公司的各项经营指标均处于不断的改善之中。资产负债率水平稳步下降，从 2006 年的 58% 下降到 2009 年的约 45%；同时公司的销售费用控制良好，销售费用率从 2006 年的 75.5% 下降到了 2009 年的 48.48%；应收账款周转率已经企稳回升，存货周转率也由 2006 年的不到 2 提高到了 2009 年的 3.63。

图 7. 公司资产负债率和销售费用率、管理费用率情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8. 公司应收账款周转率和存货周转率情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

同时，公司的资产减值等一些非经常性的损益有望逐渐减少，公司的主业情况有望得到较为充分的反应。短期来看，由于舒婷业务尚未能完全剥离，固定资产、坏账的计提可能对公司短期的业绩产生仍有一定的影响，但尽早的处理完毕对公司长远的业绩增长有利。

盈利预测与估值

首次给予增持的投资评级：我们认为，从公司的管理层和战略的调整来看，公司经营已经进入了触底回升的阶段。OTC 销售策略的调整有助于降低公司盲目的销售投入、而外延式收购的进行帮助公司丰富了产品线，公司具备重新增长的基本条件，但能否获得成功需要看公司政策执行的持续性和新产品的推广进度。我们预计公司 2010—2012 年的业绩有望达到 0.51，0.70，0.92 元/股，首次给予公司增持的评级，建议关注公司新产品的推广情况。

表 3. 公司主营产品盈利预测简表

增速	2009	2010E	2011E	2012E
处方药	9.2%	17.1%	17.4%	19.5%
艾迪注射液	29.8%	20.0%	20.0%	20.0%
银杏达莫	18.9%	3.0%	5.0%	5.0%
复方斑蝥胶囊	40.0%	29.0%	25.0%	25.0%
OTC	12.5%	-12.0%	15.0%	10.0%

资料来源：东方证券研究所

表 6. 主要费用率假设如下

增速	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率	52.17%	48.48%	48.00%	46.20%
管理费用率	9.10%	9.11%	7.50%	8.00%

资料来源：东方证券研究所

风险因素

药品大幅降价风险，管理层稳定性，新产品推广低于预期。

附录公司目前股权情况

益佰制药是一家民营企业，其实际控制人为窦启玲女士。截止 2010 年三季报，窦启玲女士持有公司 23.02% 的股权，同时任公司董事长兼总经理。主要公司高管均持有公司股权，因此与股东利益较为一致。

表 4. 益佰制药高管持股情况

姓名	职务	期末持股数	持股比例
窦启玲	董事长、总经理	54,137,723	23.02%
岳巍	董事、常务副总经理	12,636,000	5.37%
朱岳兴	董事	9,399,250	4.00%
甘宁	董事	7,339,219	3.12%
郎洪平	董事、副总经理	1,404,000	0.40%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2009 年原董事长叶湘武先生退出公司管理层，并大幅减持公司股权，目前持股数应在 1% 以下。

表 5. 原董事长逐渐退出益佰制药

公告时间	职务	持股比例
2008-12-8	董事长	11.94%
2008-12-13	董事长	10.45%
2008-12-24	董事长	9.26%
2009-2-16	辞去董事长职务	9.26%
2009-10-22	N.A.	6.94%
2009-10-29	N.A.	5.24%
2009-11-4	N.A.	4.99%
2009 年底	N.A.	4.62%
2010 年一季报	N.A.	3.49%
2010 年三季报	N.A.	退出前十大

资料来源：公司公告，东方证券研究所

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	803	967	1158	1433	营业收入	1307	1459	1705	2017
现金	189	286	363	487	营业成本	362	383	445	538
应收账款	113	126	147	174	营业税金及附加	16	18	21	25
其它应收款	97	102	119	141	营业费用	634	700	788	888
预付账款	59	61	71	86	管理费用	119	109	136	161
存货	100	115	133	161	财务费用	16	16	16	15
其他	246	277	324	383	资产减值损失	11	15	5	6
非流动资产	479	480	499	516	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	-14	-3	-1	0
固定资产	249	265	285	302	营业利润	135	216	293	384
无形资产	105	105	105	105	营业外收入	10	1	1	1
其他	126	111	109	109	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1282	1447	1657	1949	利润总额	145	216	293	384
流动负债	541	533	560	586	所得税	21	32	44	58
短期借款	230	230	230	230	净利润	124	183	249	327
应付账款	65	69	80	97	少数股东损益	2	2	2	3
其他	246	234	249	259	归属于母公司净利润	122	181	247	323
非流动负债	30	50	30	30	EBITDA	162	244	324	418
长期借款	30	50	30	30	EPS (元)	0.52	0.51	0.70	0.92
其他	0	0	0	0					
负债合计	571	583	590	616					
少数股东权益	10	12	14	17					
股本	235	353	353	353					
资本公积	84	14	14	14					
留存收益	308	393	570	800					
归属母公司股东权益	701	852	1053	1315					
负债和股东权益	1282	1447	1657	1949					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	-65	153	209	250	成长能力				
净利润	124	183	249	327	营业收入	13.3%	11.6%	16.8%	18.3%
折旧摊销	36	29	31	33	营业利润	15.8%	59.5%	36.0%	31.1%
财务费用	16	16	16	15	净利润	24.1%	48.9%	36.0%	31.1%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-231	-75	-87	-124	毛利率	72.3%	73.8%	73.9%	73.3%
其它	-9	0	0	0	净利率	9.5%	12.6%	14.6%	16.2%
投资活动现金流	116	-30	-50	-50	ROE	17.4%	21.2%	23.3%	24.5%
资本支出	75	-49	-50	-50	ROA	9.6%	12.7%	15.0%	16.8%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	41	20	0	0	资产负债率	44.6%	40.3%	35.6%	31.6%
筹资活动现金流	-22	-26	-81	-76	净负债比率				
短期借款	-26	0	0	0	流动比率	1.48	1.81	2.07	2.44
长期借款	30	20	-20	0	速动比率	1.30	1.60	1.83	2.17
普通股增加	0	118	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	-71	0	0	总资产周转率	1.02	1.01	1.03	1.04
其他	-27	-93	-61	-76	应收账款周转率	-	-	-	-
现金净增加额	29	97	78	124	应付账款周转率	5.58	5.56	5.56	5.56

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.52	0.51	0.70	0.92	P/E	35.72	35.97	26.46	20.18
每股经营现金流	-0.28	0.43	0.59	0.71	P/B	6.12	7.56	6.11	4.90
每股净资产	3.02	2.45	3.03	3.78					

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