

质地优良提供安全投资边际

前言：公司业务横跨医药工业和商业两大领域，并各有特色。公司在免疫抑制剂领域具备国内领先的竞争优势，糖尿病用药和消化性溃疡用药领域各有支柱产品，同时其商业业务在浙江省处于龙头地位。在我们上一篇研究报告详细论述公司未来发展动力的基础上，我们在本报告中详细梳理一下公司现有业务和品种。

研究结论

● 免疫抑制剂：临床整体解决方案成形

为了实现对排斥反应的全面抑制，一般需要将现有的三类免疫抑制药物组合起来使用，俗称‘三箭齐发’，方案中占比 98% 以上为钙调素抑制剂和 DNA 合成抑制剂，随着他克莫司 2009 年的上市，公司产品线进一步扩充到上述两大类产品中，产品间协同效应明显、有效避免同业竞争，同时共享营销渠道有利于进一步降低销售成本，巩固公司在免疫抑制剂领域的领头羊地位。

● 糖尿病用药：卡博平低端市场蓄力

阿卡波糖是目前我国降糖口服药中市场占有率排名第一的品种，国内企业中只有华东的产品能够与原研药企拜耳的拜唐苹分庭抗礼，2009 年市场占有率为 14.7%，空间巨大。未来华东将继续依靠价格优势，强化产品在中低端市场的重要地位。随着基层医疗体系的扩容，中低端市场将为卡博平的增长提供源源不断的动力。

● 消化性溃疡用药：产品结构升级推动泮立苏成长

以质子泵抑制剂为代表的西药是消化性溃疡用药中的主流品种，其中泮托拉唑由于不良反应更轻微，在国内市场的市场占有率一直稳步上升。目前国内超过 60 个厂家有生产文号并参与招标竞争，但华东通过精耕细作，做到了单品 2 亿元销售规模，在全国排名前三。未来产品结构升级将持续推动华东的泮立苏成长。

● 百令胶囊：冬虫夏草制剂，别具一格

百令胶囊是独家生产的国家一类新药，作为冬虫夏草制剂在肾内科、中医科、移植科、肿瘤科、呼吸科等都有广泛应用。类似品种江西金水宝胶囊已实现销售收入 15 个亿，销售团队规模是华东的数倍，而百令胶囊 09 年销售收入仅 3 个亿，随着公司加大对百令胶囊的推广力度，未来成长空间非常广阔。

● 医药商业：地区龙头、上升空间依然广阔

公司前身为杭州医药采购供应站，目前业务也主要集中在杭嘉湖地区，而在浙南等省内其他地区的销售规模都比较小，尽管公司目前商业业务规模位居浙江省第一，但上升空间依然广阔。

● 盈利预测

综合分析认为公司质地卓越，我们预计公司业绩将迎来新拐点，医药工业业务发展的提速和医药商业业务的稳定成长将相得益彰，同时公司治理改善将提升公司估值水平向一线医药股看齐。我们预计 2010-2012 年每股收益为 0.79 元，1.14 元、1.56 元，维持买入的投资评级，目标价 55 元。

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

田加强

联系人

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价(2010 年 11 月 17 日) 31.4 元

目标价格 55 元

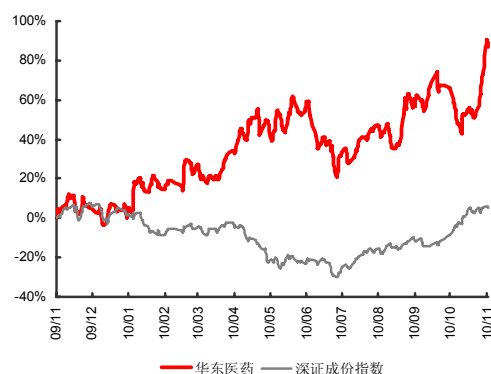
总股本/A 股(万股) 43406/24639

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 11 月 18 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	7825	9226	11352	14116
同比(%)	30%	18%	23%	24%
归属母公司净利润	378	343	493	677
同比(%)	124%	-9%	44%	37%
毛利率(%)	20.0%	18.6%	19.4%	20.1%
ROE(%)	33.5%	23.3%	25.1%	25.6%
每股收益(元)	0.87	0.79	1.14	1.56
P/E (倍)	36.02	39.77	27.62	20.13
P/B (倍)	12.05	9.25	6.93	5.16

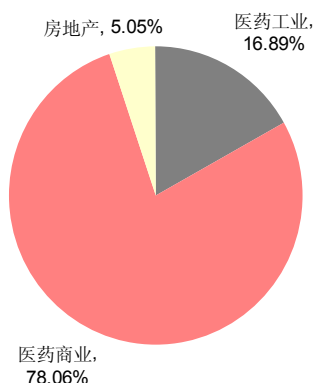
目 录

1 免疫抑制剂：临床整体解决方案成形	4
新赛斯平：产品进入成熟期	5
赛可平：继续维持高速增长	6
2 糖尿病用药：万绿丛中一点红	7
卡博平：低端市场蓄力，维持快速增长	9
3 消化性溃疡用药：从产品结构升级中寻找机会	10
泮立苏：市场竞争激烈、产品结构升级推动增长	11
4 百令胶囊：冬虫夏草制剂，别具一格	12
5 医药商业：地区龙头、上升空间依然广阔	13
龙头却非垄断：浙江市场发展空间巨大	13
医改方案出台：在融资与扩张中求生存、求发展	14

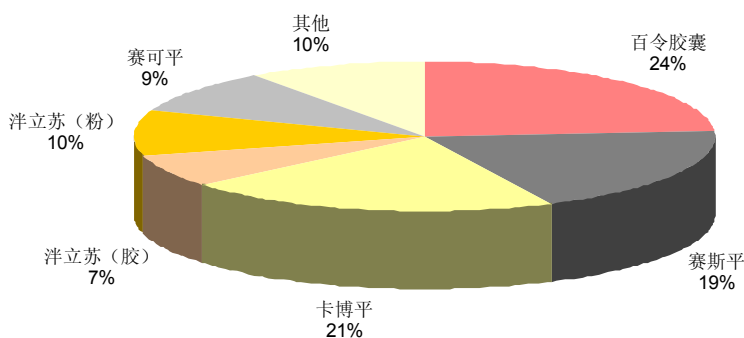
图表目录

图 1：2009 年公司营业收入分业务构成	4
图 2：2009 年公司医药工业收入分产品构成	4
图 3：环孢素 A 国内市场三分天下	5
图 4：2010-2012 年新赛斯平预计销售收入	6
图 5：2009 年全国吗替麦考酚酯市场竞争格局	6
图 6：2010-2012 年赛可平预计销售收入	7
图 7：我国城乡居民糖尿病的慢性病发病率持续上升	7
图 8：2004-2008 年我国糖尿病用药市场规模变化	8
图 9：我国糖尿病用药市场分类	8
图 10：2009 年全国阿卡波糖市场竞争格局	9
图 11：2010-2012 年卡博平预计销售收入	10
图 12：2003-2007 年我国消化性溃疡药物市场规模变化	10
图 13：2005-2007 年质子泵抑制剂主要品种市场份额变化	11
图 14：2007 年国内泮托拉唑主要生产厂家占比	12
图 15：2010-2012 年泮立苏预计销售收入	12
图 16：2010-2012 年百令胶囊预计销售收入	13
图 17：公司医药商业发展战略规划	14
表 1：2006-2007 年我国典型样本医院免疫抑制方案使用频率	5
表 2：2007-2008 年排名前五位抗糖尿病口服药物市场份额	9
表 3：公司各事业部规模以上产品销售情况（单位：个）	13
附表：公司财务预测表	15

公司业务横跨医药工业和商业两大领域，并各有特色，公司在免疫抑制剂领域具备国内领先的竞争优势，同时其商业业务在浙江省处于龙头地位。依托公司强大的原药仿制能力，公司已经拥有了多种拳头产品，分别是属于免疫抑制剂领域的新赛斯平、百令胶囊和赛可平、抗消化道溃疡药物领域的泮立苏以及糖尿病口服药物领域的卡博平等。

图 1：2009 年公司营业收入分业务构成


资料来源：公司年报

图 2：2009 年公司医药工业收入分产品构成


资料来源：公司年报

1 免疫抑制剂：临床整体解决方案成形

免疫抑制剂的市场需求主要来自于器官移植手术。临床上进行器官移植手术时，由于免疫系统对于被移植器官有排异作用，需要应用免疫抑制剂来抵抗移植人体本身的免疫能力，从而使器官移植顺利进行，另外患者绝大多数必需终身服用免疫抑制剂进行抗排斥反应治疗。

为了实现对排异反应的全面抑制，一般需要将现有的免疫抑制药物组合起来使用。目前最常用的组合包括三类药，俗称‘三箭齐发’。

- 第一支“箭”是糖皮质激素如强的松、甲泼尼龙等。糖皮质激素历史悠久、产品以中低端为主，对免疫反应的许多环节都有抑制作用；
- 第二支“箭”是钙调素抑制剂，这类药以环孢素 A 和他克莫司为代表，这类药物具有较强的抗早期急性排斥反应的作用；
- 第三支“箭”是 DNA 合成抑制剂，该类药主要有硫唑嘌呤和吗替麦考酚酯等。这类药物对肝、肾毒性较小，相对比较安全，并与环孢素 A 等药物产生协同作用，因此在剂量足够的前提下可以进一步强化免疫抑制的效果。

另外依托我国丰富中草药资源和悠久饮食文化而发展起来的中药免疫抑制剂在临床上也有重要应用，这类药物成分多样化、药理作用广泛复合，与其它免疫抑制剂合用，能提高疗效，减少副作用，无依赖性。

表 1：2006-2007 年我国典型样本医院免疫抑制方案使用频率

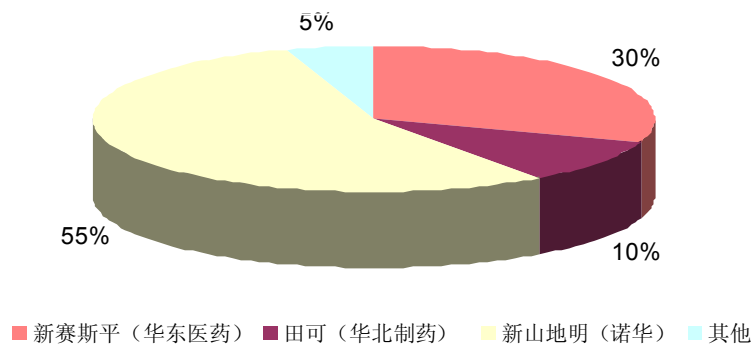
治疗方案	例数	频率
甲泼尼龙+环孢素 A+吗替麦考酚酯	138	34.89%
甲泼尼龙+他克莫司+硫唑嘌呤	95	25.96%
甲泼尼龙+环孢素 A+咪唑立宾	34	13.62%
甲泼尼龙+环孢素 A+西罗莫司	10	3.83%
甲泼尼龙+环孢素 A+来氟米特	11	4.25%
其他	43	17.02%

资料来源：东方证券研究所

三联免疫抑制方案中占比 98% 以上为钙调素抑制剂和 DNA 合成抑制剂。随着他克莫司 2009 年的上市，公司产品线进一步扩充到上述两大类产品中，产品间协同效应明显、有效避免同业竞争，同时共享营销渠道有利于进一步降低销售成本，巩固公司在免疫抑制剂领域的领头羊地位。

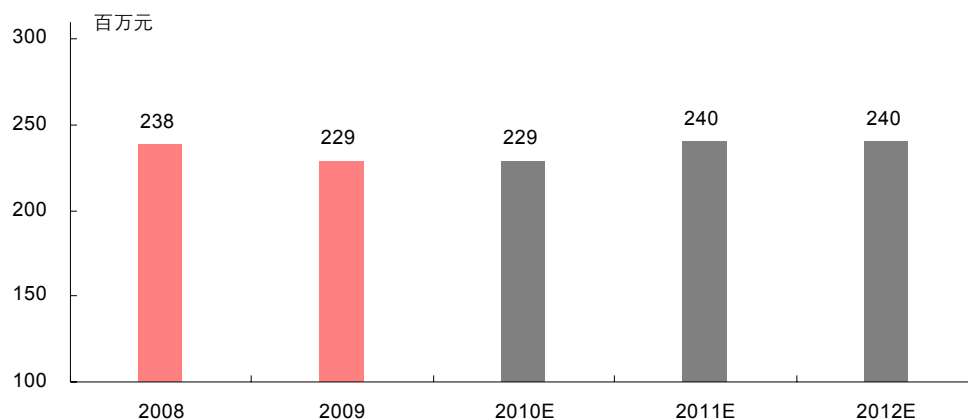
新赛斯平：产品进入成熟期

环孢素 A 在我国上市已有 20 多年历史，是目前一线的免疫抑制用药。巅峰时期全球销售额超过 12 亿美元，是重磅炸弹级的药物。华东医药是全球第二家研制成功的企业，并在国内以价格优势和诺华制药竞争。此后华北制药进入市场，形成了三家主要企业竞争的局面。其中诺华占据 55% 的市场，而华东医药排名第二，占 30% 的市场份额，年销售额在 2 亿元以上。

图 3：环孢素 A 国内市场三分天下


资料来源：东方证券研究所

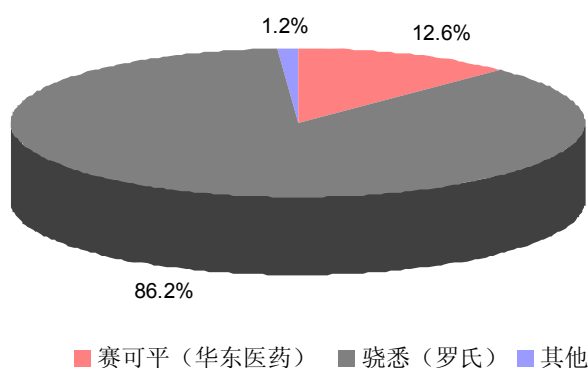
由于环孢素 A 和他克莫司同属钙调素抑制剂，在“三箭齐发”用药方案中属于相互替代产品，而他克莫司的临床免疫移植效果更强，同时使用他克莫司的患者细菌和病毒感染率也较环孢素治疗者低，对肝移植的疗效高 100 倍，随着他克莫司的推广，环孢素 A 的市场占有率开始下降，其中诺华的新山地明因为价格较高受到冲击最大。公司产品新赛斯平依托价格优势，业务稳健，短期内不会出现较大波动。

图 4：2010-2012 年新赛斯平预计销售收入


资料来源：东方证券研究所

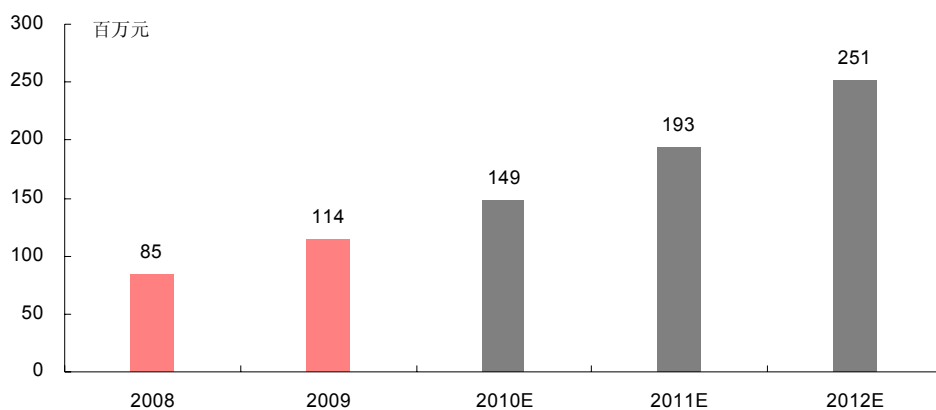
赛可平：继续维持高速增长

赛可平是吗替麦考酚酯类免疫抑制剂，通过抑制鸟嘌呤核苷酸合成来抑制淋巴细胞的生成，从而起到抑制排斥反应的作用。吗替麦考酚酯最早由罗氏研发成功，其产品骁悉是罗氏全球前十大畅销药品，一度在我国占据 100% 的市场份额，华东医药在 2005 年仿制成功后，依靠自身价格低 30% 的优势逐步蚕食罗氏的市场份额。

图 5：2009 年全国吗替麦考酚酯市场竞争格局


资料来源：南方医药经济研究所

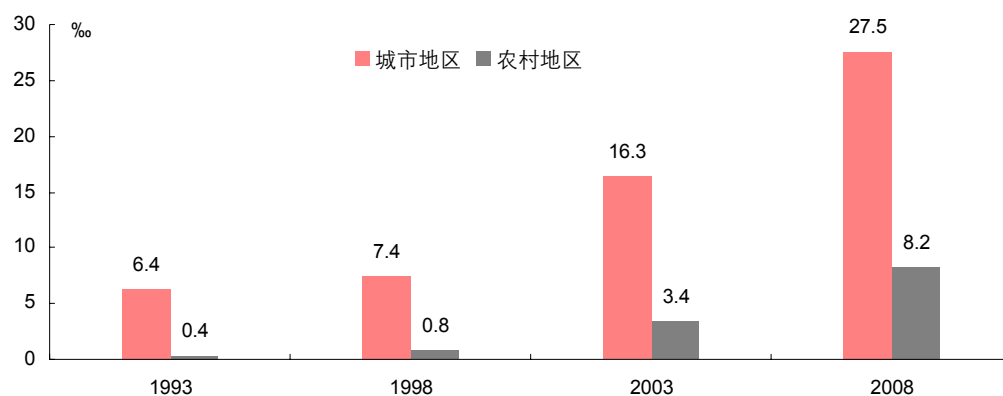
吗替麦考酚酯是三联用药方案中重要的一环，产品进入中国市场不长，在国内仍然具有广阔的发展空间。而赛可平价格优势明显、同时与公司其他免疫制剂可整合形成临床解决方案，在国内市场的份额只有 10% 左右的背景下增长动力强劲，因此我们认为赛可平将继续维持快速增长。

图 6：2010-2012 年赛可平预计销售收入


资料来源：东方证券研究所

2 糖尿病用药：万绿丛中一点红

糖尿病是一组病因和发病机理尚未完全明确的内分泌-代谢综合征，以高血糖为标志，作为一类“富贵病”，随着生活水平的提高、生活方式的改变及人口老龄化的不断加速，患糖尿病的人数正在快速增加，该病现已成为继心血管疾病、癌症之后的，严重危害我国人民健康的第三大疾病。

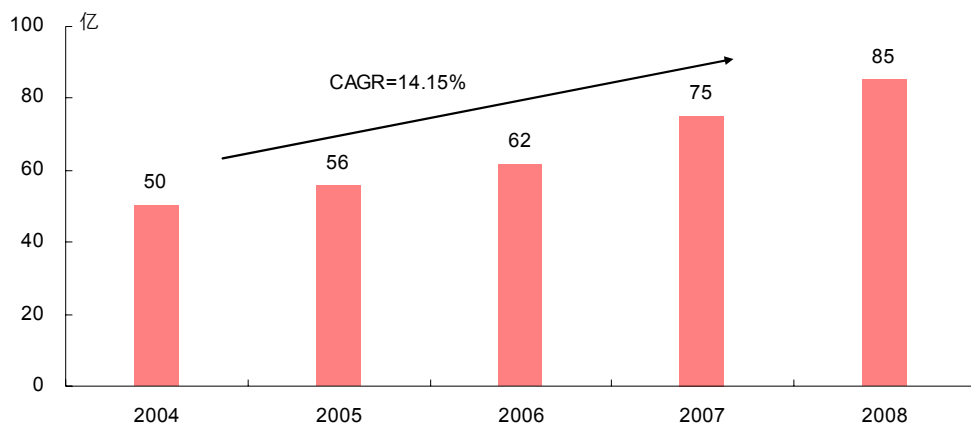
图 7：我国城乡居民糖尿病的慢性病发病率持续上升


资料来源：卫生部

中华医学会糖尿病分会 2007 年的调查显示 20 岁以上人群糖尿病患病率已达到 11%。据此推算，我国大中城市乡镇和富裕农村的糖尿病患病人数达 4000 多万，众多的患病人群催生出巨大的糖尿病用药市场。

2008 年我国糖尿病用药市场规模达到 85.2 亿，2004-2008 年平均增长率为 14.15%。按照国内糖尿病发病率的自然增长与用药结构的变化，Decision Resources 决策资源公司预测，到 2012 年，中国糖尿病药物市场份额将比目前增长 3 倍多。

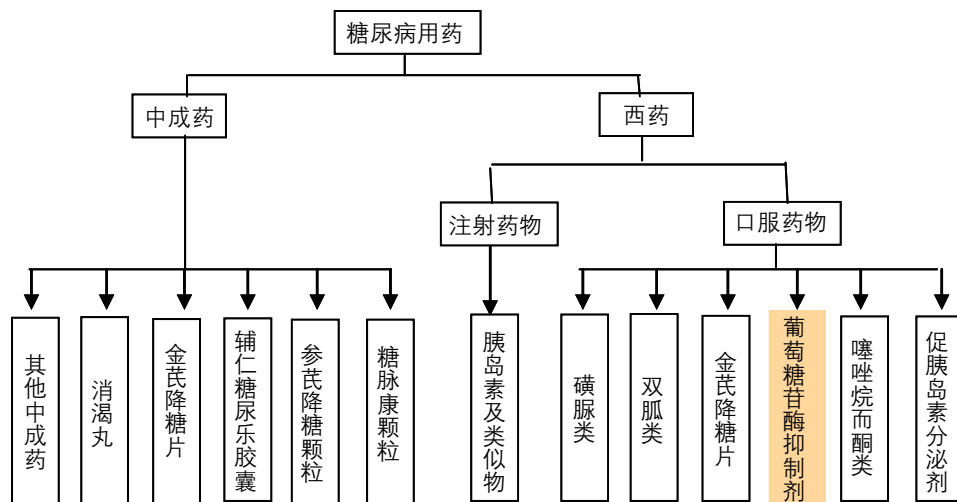
图 8：2004-2008 年我国糖尿病用药市场规模变化



资料来源：南方医药经济研究所

我国抗糖尿病临床常用的治疗药物分为中成药和西药两大类。西药主要包括胰岛素和口服降糖药。根据中国药学会提供的数据，2008 年国内 22 城市样本医院抗糖尿病用药已达到了 15.56 亿元，同比 2007 年增长了 21.57%，占医院用药总额的 2.72%，其中口服降糖药物占据了 64.59%，是糖尿病用药领域主流用药手段。

图 9：我国糖尿病用药市场分类



资料来源：南方医药经济研究所 东方证券研究所

卡博平：低端市场蓄力，维持快速增长

目前，阿卡波糖作为 α -糖苷酶抑制剂系列药物之一，已是我国降糖口服用药中的领军品种。阿卡波糖是 1975 年由德国拜耳公司研制成功，其产品拜唐苹于 1986 年在瑞士上市，经过 20 多年的广泛应用，现已成为国内外成熟的抗糖尿病药物。2008 年，全球拜唐苹市场为 4.17 亿美元，同比增长了 2%。

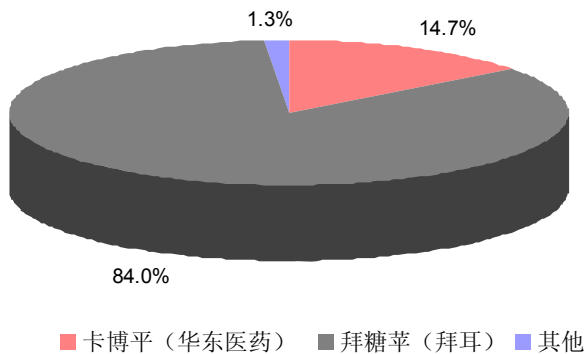
表 2：2007-2008 年排名前五位抗糖尿病口服药物市场份额

排名	化学药物名	主要商品名	2008 年	2007 年
1	阿卡波糖	拜唐苹、卡博平	36.56%	36.00%
2	二甲双胍	格华止	12.62%	12.77%
3	瑞格列奈	诺和龙	10.75%	9.79%
4	罗格列酮	文迪亚	8.02%	8.93%
5	格列美脲	亚莫利	6.95%	6.06%

资料来源：南方医药经济研究所

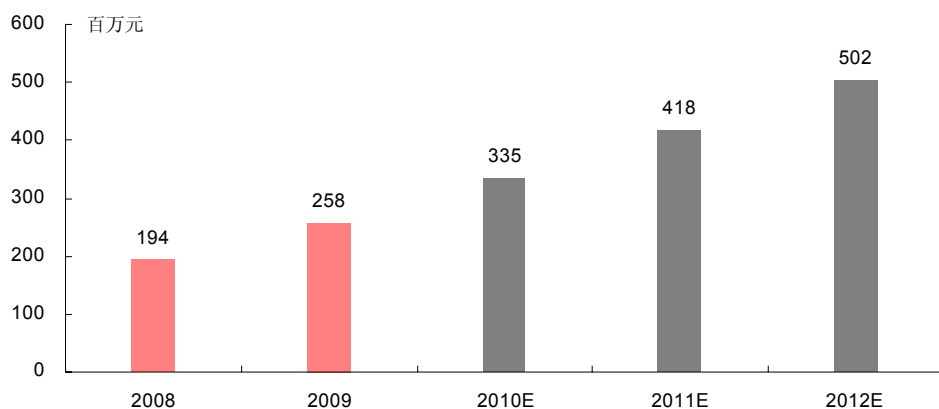
公司产品卡博平 2009 年收入达到 2.6 亿元，但总的市场份额与拜唐苹相比仍然有较大差距。2009 年，国内样本医院中阿卡波糖的原研药拜唐苹占据了 84% 的份额，国产药占 16.06%，卡博平未来的市场潜力很大。

图 10：2009 年全国阿卡波糖市场竞争格局



资料来源：南方医药经济研究所

- 我国糖尿病市场随着患病人群的日益增多开始展现丰富的多样性特征，市场高中低端客户群出现明显分化。卡博平以价格优势与拜唐苹竞争，经过多年市场培育已经形成了产品在中低端市场的重要地位。随着基层医疗体系的扩容，中低端市场将为卡博平的增长提供源源不断的动力。
- 与国内另一具有生产批文的企业四川宝光相比，公司在学术营销方面竞争力更强、丰富的业务线也能为产品提供更多资金支持。

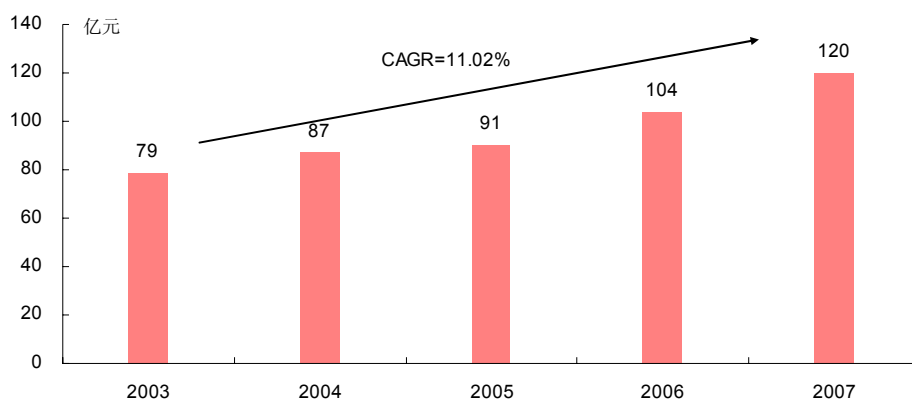
图 11：2010-2012 年卡博平预计销售收入


资料来源：东方证券研究所

3 消化性溃疡用药：从产品结构升级中寻找机会

消化性溃疡是一种常见病，与生活无规律、不按时吃饭、暴饮暴食等现象有密切关系，随着我国现代化水平的加快，城市地区的年轻人群面临着越来越大的工作压力，消化性溃疡作为一种发达国家常见的职业病将会在我国呈现发病率上升的可能。

2007 年全国抗消化性溃疡药物市场销售额为 120 亿元，比 2006 年增长了 15.6%，2003-2007 年复合增长率为 11.02%，市场增长呈现加速状态，随着医疗改革的进一步深入和基层医疗市场的扩容，作为常用药的消化性溃疡用药，市场总量正不断扩大。

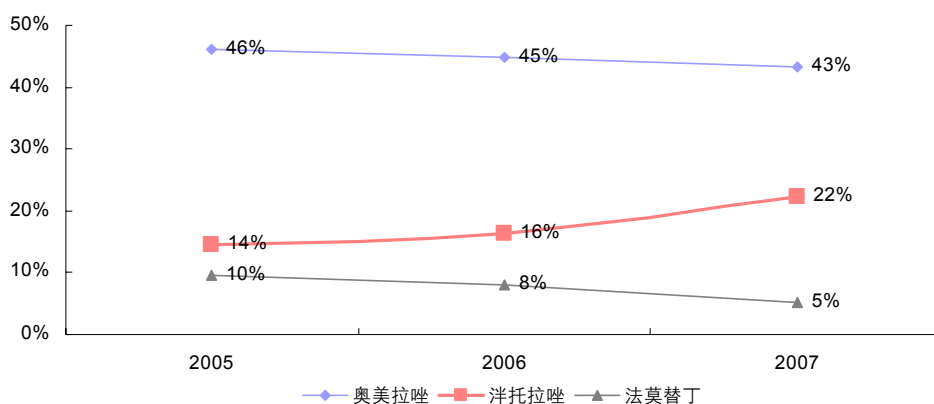
图 12：2003-2007 年我国消化性溃疡药物市场规模变化


资料来源：南方医药经济研究所 东方证券研究所

目前常用的药物有质子泵抑制剂、H₂受体拮抗剂、抗酸药、胃粘膜保护药、抗幽门螺杆菌药等。中成药由于起效慢，难以应对消化性溃疡起病急，因此质子泵抑制剂为代表的西药是常用药中的主流品种。2005~2007年，质子泵抑制剂约占医院用药市场75.5%的份额，另有两成的市场被胃粘膜保护药及H₂受体拮抗剂所占据，其他子类药品的使用则相对较低。

目前临床上应用的质子泵抑制剂有奥美拉唑、泮托拉唑、法莫替丁、雷贝拉唑、兰索拉唑等。其中奥美拉唑是质子泵抑制剂代表性药物，并一直是我国消化性溃疡市场的主导用药品种，此外，泮托拉唑的不良反应大多较轻微，因此自国内市场上市以来，泮托拉唑一直保持着高速增长的态势。

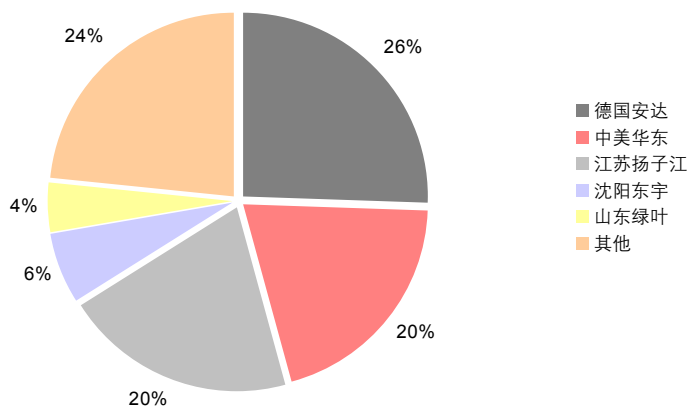
图 13：2005-2007 年质子泵抑制剂主要品种市场份额变化



资料来源：南方医药经济研究所 东方证券研究所

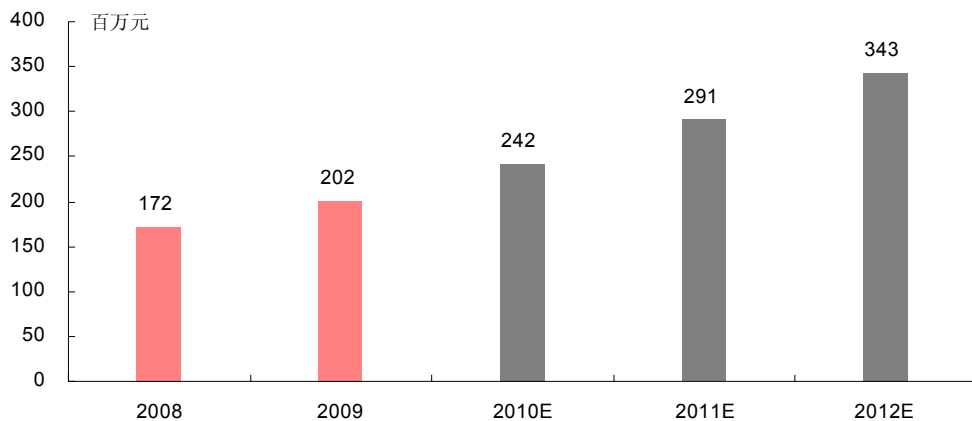
泮立苏：市场竞争激烈、产品结构升级推动增长

泮托拉唑由德国安达制药研制，1994年于南非首次上市，被称为第3代质子泵抑制剂。泮托拉唑在国内于1998年仿制成功后引来众多企业进入，超过60个厂家有生产文号并参与招标竞争。然而华东通过精耕细作，做到了单品2亿元销售规模，在全国排名前三。

图 14：2007 年国内泮托拉唑主要生产厂家占比


资料来源：南方医药经济研究所 东方证券研究所

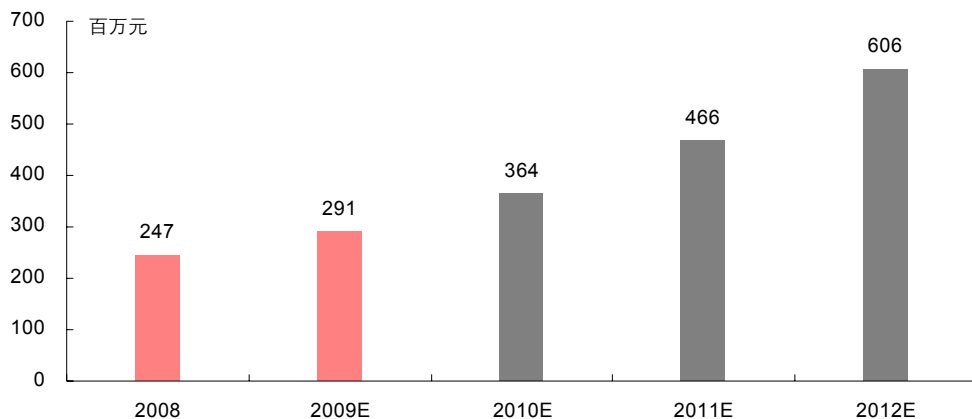
泮立苏未来的增长动力来自于质子泵抑制剂市场地位的稳定以及泮托拉唑品种在整个抗溃疡药物市场占有率的提升上。在未来市场产品结构继续升级的推动下，我们预计泮立苏将实现 20% 左右的稳定增长。

图 15：2010-2012 年泮立苏预计销售收入


资料来源：东方证券研究所

4 百令胶囊：冬虫夏草制剂，别具一格

百令胶囊采用世界上唯一与天然冬虫夏草 DNA 一致的发酵冬虫夏草菌经人工发酵提取而成，含有 19 种氨基酸、20 多种微量元素以及丰富的维生素、蛋白质、核苷类和醇类等营养物质。作为浙江省第一只独家生产的国家一类中药新药，该品种在肾内科、中医科、移植科、肿瘤科、呼吸科等都有广泛应用，并具有良好的免疫和保健功效。

图 16：2010-2012 年百令胶囊预计销售收入


资料来源：东方证券研究所

同为冬虫夏草类产品的江西金水宝胶囊目前已实现销售收入 15 个亿，其销售网络遍布全国，销售团队规模是公司的数倍。而百令胶囊 09 年销售收入仅 3 个亿，随着公司加大对百令胶囊的推广力度，未来产品空间非常广阔。

5 医药商业：地区龙头、上升空间依然广阔

因此杭州及周边地区是公司主要的销售区域，杭州地区的销售收入占公司整体销售收入的 90% 左右，是一个典型的强势地域的垄断性医药商业企业。2009 年西药事业部规模过千万产品达到 83 个，相比 06、07 年有大幅度攀升，成为销售额增长的主要动力。

表 3：公司各事业部规模以上产品销售情况（单位：个）

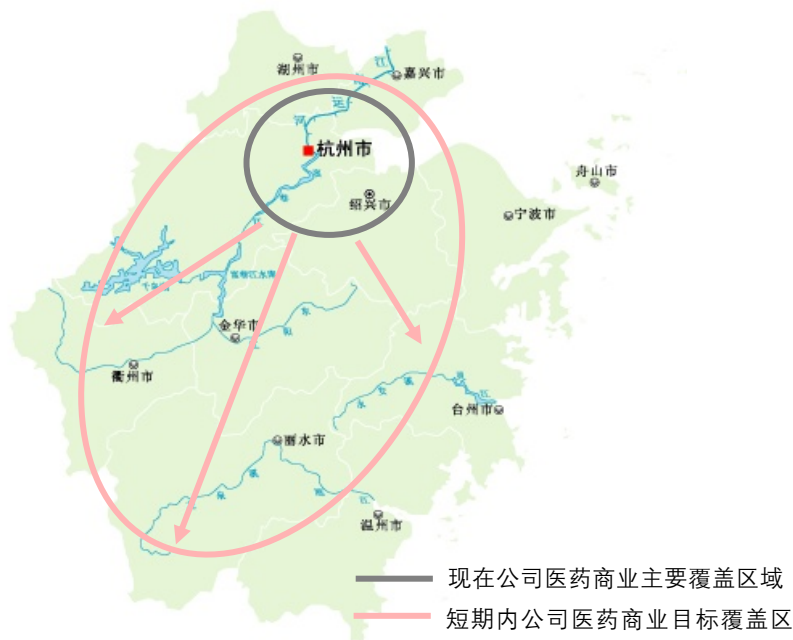
部门	销售规模	2007 年	2008 年	2009 年
西药事业部	>1000 万	37	62	83
中药事业部	>1000 万	11	12	15
医疗器械事业部	>300 万	4	5	5

资料来源：公司年报

龙头却非垄断：浙江市场发展空间巨大

在浙江省市场上，公司业务主要集中在杭嘉湖地区，而在浙南等省内其他地区的销售规模都较小，在覆盖面上还落后于同省的英特集团。目前公司已经获得了浙江省基本药物的配送资格，这对于公司来说是一个发展机遇，如果公司能够在短时间内实现浙江省的大范围覆盖，则能够继续保持其市场地位并逐步扩充在浙江乃至全国的版图。

图 17：公司医药商业发展战略规划



资料来源：东方证券研究所

医改方案出台：在融资与扩张中求生存、求发展

国家基药制度明确规定：基本药物将实行以省为单位的网上集中采购、统一配送，并规定生产企业为招投标主体，基层医疗机构全部配备使用基药并实现零差率销售。网络覆盖全、配送服务质量好的大型全国性医药商业企业和区域性龙头将占据主导优势；而医药商业零售面对社区卫生服务机构的竞争，普通单体药店的生存空间受到极大挤压，大型零售连锁企业的抗压力可能更强。

在政策的引导下，融资与扩张成为大型医药商业的共同选择。大型企业吞并小型企业、中小型企业抱团以增强实力已经开始在浙江省上演。

- 2009 年末浙江英特药业收购了慈溪医药 51% 的股权，慈溪医药 2008 年的销售额是 3 亿元；
- 2009 年 11 月，浙江省 14 家地区性龙头商业公司联合组成“浙江社区医药服务共同体”，包括衢州医药、绍兴华通医药等；

公司自身也在加快扩张的脚步，收购浙江财通建设物流中心，投入 8 千万元对其进行改造以实施医药商业现代物流项目，预计今年内完工，公司可以实现对基层终端的覆盖以及向浙江省南部地区的渠道拓展。于此同时，公司商业将继续坚定不移的走总代理总经销之路，引进进口代理产品，提高盈利能力，预计今后两年医药商业将继续保持 20%-25% 的较快增长。

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	2887	3626	4712	6201	营业收入	7825	9226	11352	14116
现金	567	1052	1535	2130	营业成本	6262	7508	9152	11285
应收账款	1268	1220	1525	1924	营业税金及附加	39	32	41	52
其它应收款	24	41	49	60	营业费用	667	789	965	1200
预付账款	0	118	133	154	管理费用	247	314	375	466
存货	725	961	1172	1562	财务费用	51	24	23	16
其他	302	233	298	371	资产减值损失	28	19	21	22
非流动资产	682	705	725	734	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	28	28	28	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	403	463	512	546	营业利润	537	540	776	1075
无形资产	118	110	102	92	营业外收入	39	0	0	0
其他	131	104	83	67	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	3569	4331	5437	6935	利润总额	565	540	776	1075
流动负债	2244	2702	3180	3814	所得税	118	108	155	215
短期借款	503	750	850	1000	净利润	447	432	621	860
应付账款	1010	1205	1471	1814	少数股东损益	69	90	127	183
其他	731	747	859	1000	归属于母公司净利润	378	343	493	677
非流动负债	31	39	46	50	EBITDA	649	626	875	1181
长期借款	4	9	14	19	EPS（元）	0.87	0.79	1.14	1.56
其他	27	30	33	32	主要财务比率				
负债合计	2275	2741	3227	3865	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	163	253	380	563	成长能力				
股本	434	434	434	434	营业收入	30.1%	17.9%	23.0%	24.4%
资本公积	60	60	60	60	营业利润	96.6%	0.7%	43.6%	38.5%
留存收益	637	979	1473	2150	归属于母公司净利润	124.4%	-9.4%	44.0%	37.2%
归属母公司股东权益合计	1131	1473	1967	2644	获利能力				
负债和股东权益	3569	4467	5573	7071	毛利率	20.0%	18.6%	19.4%	20.1%
现金流量表					净利率	4.8%	3.7%	4.3%	4.8%
单位:百万元					ROE	33.5%	23.3%	25.1%	25.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	54.3%	44.5%	52.7%	56.1%
经营活动现金流	568	361	493	547	偿债能力				
净利润	447	432	621	860	资产负债率	63.7%	61.4%	57.9%	54.7%
折旧摊销	61	62	76	90	净负债比率				
财务费用	51	24	23	16	流动比率	1.29	1.34	1.48	1.63
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	0.96	0.98	1.11	1.21
营运资金变动	10	-240	-237	-429	营运能力				
其它	3	83	11	10	总资产周转率	2.35	2.34	2.32	2.28
投资活动现金流	-106	-101	-93	-92	应收账款周转率	7	7	8	8
资本支出	129	104	112	111	应付账款周转率	7.00	6.78	6.84	6.87
长期投资	-7	-3	1	0	每股指标（元）				
其他	16	-0	20	20	每股收益	0.87	0.79	1.14	1.56
筹资活动现金流	-349	225	83	140	每股经营现金流	1.31	0.83	1.14	1.26
短期借款	-262	248	100	150	每股净资产	2.60	3.39	4.53	6.09
长期借款	0	5	5	5	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	36.02	39.77	27.62	20.13
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	12.05	9.25	6.93	5.16
其他	-87	-28	-22	-15	EV/EBITDA	21	22	16	12
现金净增加额	113	485	483	595					

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