

# 公司研究/深度报告

2011 年 2 月 16 日

西南合成 (000788)

## 吸收优质资产，打造更高平台

评级：增持（首次）

### ■ 年报数据

报告期公司实现营业收入 12.99 亿元，同比增长 47.72%；实现营业利润 9,495 万元，同比增长 32.89%；归属母公司净利润 2.70 亿元，同比增长 313.32%，基本每股收益 0.65 元。2010 年度公司出售寸滩土地使用权收益 1.84 亿元，对业绩产生重大影响，增厚每股收益 0.44 元。如果扣除非经常性损益带来的影响，则公司 2010 年度净利润为 8,250 万元，较上年增长 56.99%。

### ■ 大新药业并表促主营业务快速增长

2010 年公司原料药业务、制剂业务、商品销售业务收入分别同比增长 54%、10% 和 89%。主营收入实现较快增长与大新药业并入报表有较大关系。2010 年大新药业实现营业收入 2.42 亿元，利润总额 1791 万元，贡献每股收益约 0.04 元。

### ■ 重点产品价格下降拖累综合毛利率降低，制剂药是亮点

2010 年公司重点产品维生素 E、磺胺类原料药、洛伐他汀原料药价格均出现不同程度的下降，拖累公司 2010 年综合毛利率由 2009 年的 28% 下降到 24%。正在 I 期临床的康普瑞丁磷酸二钠市场前景广阔。

### ■ 收购优质资产北医医药，产业链向医药流通领域延伸

2010 年 10 月公司再度启动定向增发，收购大股东所持有的北京北医医药 100% 股权，成为西南合成在医药物流及销售业务产业链方向上的重要拓展。北医医药及其子公司叶开泰科技是北大国际医院集团重要的医药物流销售平台，2010 年实现净利润 1,275 万元。

### ■ 成为方正集团医药产业整合平台

公司控股股东为西南合成医药集团有限公司，实际控制人为方正集团。西南合成作为方正集团旗下唯一的医药制造业上市公司，是方正集团医药板块的产业整合平台。股东北大医院集团下尚有较多医疗资产和医院资产，未来陆续注入可期。公立医院改制也带来医院资产上市新契机。

### ■ 盈利预测和投资评级：

我们预测公司 2011 年、2012 年每股收益为 0.31 元、0.35 元，2 月 16 日 14.57 元收盘价对应 2011 年动态市盈率 47 倍，短期估值偏高，长期由于资产注入基本确定，未来作为产业整合平台的前景广阔，给予“增持”评级。

### 盈利预测与估值

|           | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 1299.1 | 1614.3 | 2006.3 | 2494.0 |
| 同比（%）     | 47.7%  | 24.3%  | 24.3%  | 24.3%  |
| 净利润（百万元）  | 270.0  | 128.4  | 147.6  | 171.2  |
| 同比（%）     | 313.3% | -52.4% | 14.9%  | 16.0%  |
| 毛利率（%）    | 28%    | 24%    | 25%    | 25%    |
| 每股收益（元）   | 0.65   | 0.31   | 0.35   | 0.41   |
| P/E       | 22.5   | 47.2   | 41.1   | 35.4   |

分析师：徐青

执业证书编号 S0600210080006

联系电话 0512-62938652

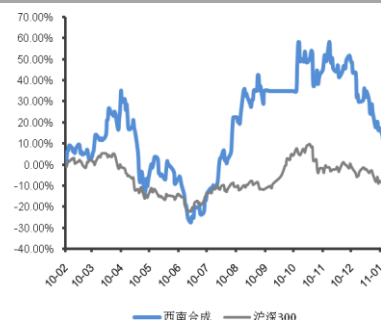
邮箱 [xuq@gsjq.com.cn](mailto:xuq@gsjq.com.cn)

联系人：李雅娜

联系电话 021-63122950

邮箱 [liyn@gsjq.com.cn](mailto:liyn@gsjq.com.cn)

### 西南合成 000788 近一年来市场表现



## 1. 年报数据

报告期公司实现营业收入 12.99 亿元，同比增长 47.72%；实现营业利润 9,495 万元，同比增长 32.89%；归属母公司净利润 2.70 亿元，同比增长 313.32%。实现基本每股收益 0.65 元。分配预案为每 10 股送 4 股、派现 1.00 元（含税）。年度内公司产品盈利能力和市场销售规模进一步提升。

净利润大幅度增长的原因主要系 2010 年度公司出售寸滩土地使用权，该项土地处置带来收益 1.84 亿元，对本年度业绩产生重大影响，增厚每股收益 0.44 元。如果扣除非经常性损益带来的影响，则公司 2010 年度净利润为 8,250 万元，较上年增长 56.99%，扣除非经常性损益后的每股收益为 0.2 元，较上年增长 25%。

## 2. 大新药业并表促主营业务较快增长

西南合成是以研制开发、生产销售医药原料药及制剂产品为主体的专业生产经营企业，现已成为西部地区最重要的医药原料药生产及出口创汇企业和全国重要的原药生产基地，公司产品有很大部分出口国外，2010 年国内收入和国外收入分别为 7.6 亿和 5.4 亿，分别占总收入的 48%和 47%。

公司的业务可分为原料药业务、制剂业务和少量商品材料销售业务。2010 年公司原料药业务收入 11 亿、制剂业务收入 1.4 亿、商品销售业务收入 5000 万元，分别占总收入比重的 84%、11%和 4%，原料药是公司最主要的收入来源。2010 年公司原料药业务、制剂业务、商品销售业务收入分别同比增长 54%、10%和 89%。

主营收入实现较快增长与大新药业并入报表有较大关系。2008 年 11 月 26 日，西南合成股东大会审议通过了向北大国际医院集团定向发行股票，收购其持有的重庆大新药业股份有限公司 90.63%股权的方案。2009 年 6 月 30 日起大新药业并入公司报表，而 2010 年全年并入公司报表。2010 年全年大新药业实现营业收入 2.42 亿元，利润总额 1791 万元，贡献每股收益约 0.04 元。

大新药业股份有限公司公司创建于 1941 年,经过近 70 年的发展,现已成为以生物科技为导向,囊括医药中间体、原料药和药品制剂的综合性制药企业,是世界最大的洛伐他汀生产基地。公司产品共计近 100 个品规,全面通过国家 GMP 认证,其中妥布霉素等五个原料药通过了美国 FDA 认证和欧盟 COS 认证。

图 1: 公司主营业务收入情况

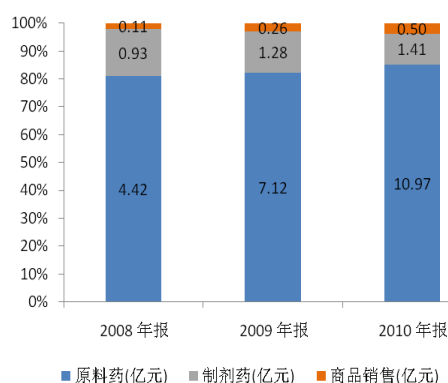
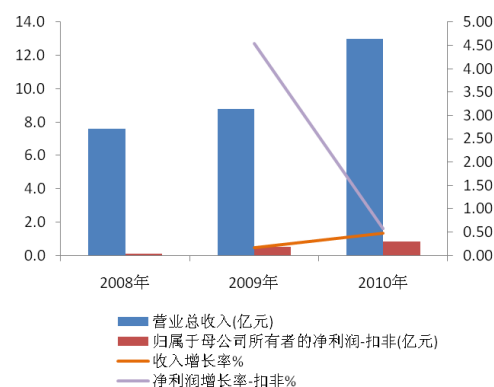


图 2: 主营业务收入和净利润增长率



资料来源: 东吴证券研究所

图 3: 公司毛利率变化情况

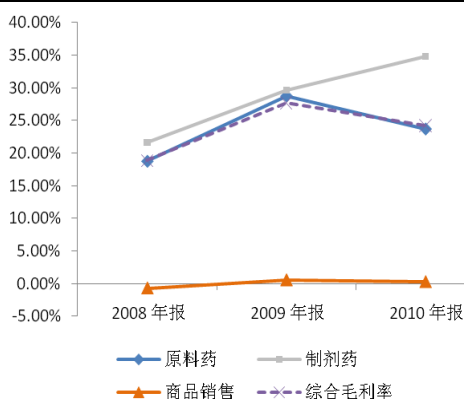
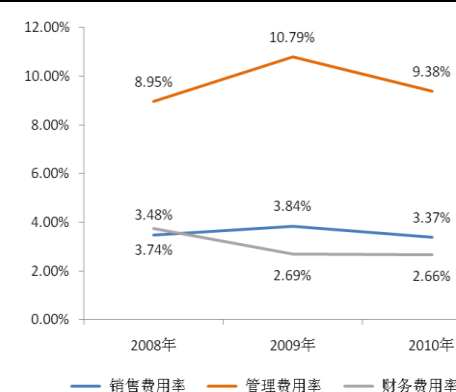


图 4: 公司三项费用率变化情况



资料来源: 东吴证券研究所

### 3. 原料药毛利下降，制剂药有看点

公司主营磺胺类、抗生素、维生素等十二大类、一百多个原料及制剂品种。是全球最大的磺胺类药物生产基地。公司现有全部产品均已通过 GMP 认证, 100 多种品规的药物进入国家基本药物目录, 多个产品通过了美国 FDA 认证或欧洲药典委员会注册登记, 为公司海外拓展战略的实施提供了坚实的保障。

2010 年初, 公司原料药的主要品种维生素 E 的价格大幅下挫, 8 月份公司进行了停产检修, 大部分 VE 厂家也开始停产保

价，VE 价格开始触底回升，目前报价 128 元/千克，但与 09 年平均 160 元/千克左右的报价相比仍下跌了 20% 左右，预计短期内 VE 的报价将维持在 120-140 元范围内波动。此外，2010 年化学合成类原料药的市场竞争加剧，价格普遍下滑，例如解热镇痛类、喹诺酮类、磺胺类原料药等均出现不同程度的下降。洛伐他汀出口平均价格近也较 2009 年有所下降，重点产品的价格下降拖累公司原料药业务的毛利率下降，2010 年公司原料药业务毛利率为 24%，较 2009 年下降 5 个百分点，制剂业务毛利率 35%，同比上升 5 个百分点，综合毛利率由 2009 年的 28% 下降到 24%。

图 5：维生素 E（国产）价格走势



资料来源：Wind，东吴证券研究所

制剂业务的看点是抗肿瘤制剂新药注射用康普瑞丁磷酸二钠（CA4P），CA4P 是一种血管靶向药物或内皮破坏药物，其机理是引起肿瘤血流供应迅速中断导致肿瘤由于供氧不足和营养饥饿而死亡，CA4P 治疗肿瘤的作用机理与一般细胞毒性的化疗药物不同，也和新血管发育形成抑制类的药物不同，它是对肿瘤生长过程中新形成血管的未成熟内皮细胞特异性地破坏瓦解，是第一个靶向肿瘤血管破坏试剂。具有抗癌效率高、毒副作用小、用药剂量低、不易产生耐药性、治疗方便等诸多优点。原研厂家是 OXiGENE 公司，该药在美国取得了孤儿药物地位，成为对卵巢癌、未分化的甲状腺癌用药的两个唯一指定用药。公司在 2005 年底对康普瑞丁磷酸二钠及注射剂进行一类新药 I 期临床注册申报，于 2008 年 9 月获得国家食品药品监督管理局批准的注射用康普瑞丁磷酸二钠 I 期临床试验批件（批件号：2008L04683），目前正在开展临床 I 期，预计 2013 年后可能上市。该药上市后，作为国内首个靶向肿瘤血管抗癌药，市场前景巨大。此外，公司还

有多个新药储备，为产品线持续性和多元性提供有力保障。

#### 4. 环保搬迁技改项目有利于增产减污

2010 年，公司根据重庆城市规划发展的要求及企业做大做强医药产业的发展战略，决定实施环保搬迁技术改造项目。此项目总投资金额 22.6 亿元，包括工程建设投资 18 亿元，配套流动资金 4.6 亿元。其中，西南合成项目西南合成项目预计在项目正常营业年份，可实现销售收入达 16.3 亿，税后利润 2.1 亿；大新药业项目预计在项目正常营业年份，可实现销售收入达 16.3 亿，税后利润 3.5 亿。两项目建成期均为两年。

根据公司做大做强医药产业的发展战略，该项目旨在建设国内一流的医药出口基地。原料药企业的污染向来受到国家严格监管，该项目实施不仅有利于减少污染排放，更有利于完善公司的硬件水平和工艺水准，提高产品质量，实现产品升级。

#### 5. 北医医药优质资产注入，产业链向医药流通领域延伸

公司 2010 年 10 月 26 日公告，拟向大股东北大国际医院集团有限公司发行预计约 926 万股股票，发行价格为 14.47 元/股，购买其持有的北京北医医药有限公司 100% 股权，预估值为 1.34 亿元。通过本次交易，西南合成将拥有北医医药 100% 股权。

如果说公司 2008 年收购重庆大新药业资产开启了集团医药资产整体上市的序幕，那么 2010 年 10 月公司再度启动定向增发，收购大股东所持有的北京北医医药，则是西南合成在向医药物流及销售业务产业链方向拓展的重要布局。

医药流通企业医药流通业作为整个医药产业中的重要一环，起着承上启下的关键性作用。北医医药及其子公司叶开泰科技是北大国际医院集团重要的医药物流销售平台，拥有一支经验丰富、专业化的优秀管理团队及销售团队，已经成为以北京、东北、山东为中心的国内知名的国际高端检验试剂品牌综合代理商，同时成为以北京为中心的北方地区专业化、规范化的大型药品物流配送中心。公司代理的试剂和药品直接销往上述区域的多大型三甲医院，以及销往国药集团、北京医股、北京科园等国内大型

主流配送商。叶开泰科技在在湖北及武汉地区医药高端市场有较为完善的销售网络和强势的市场地位，其销售网络基本覆盖了湖北省内三甲医院，形成了以武汉市为主，湖北省重点城市为辅的营销网络，占有武汉市医疗机构中成药约 80% 的市场份额。

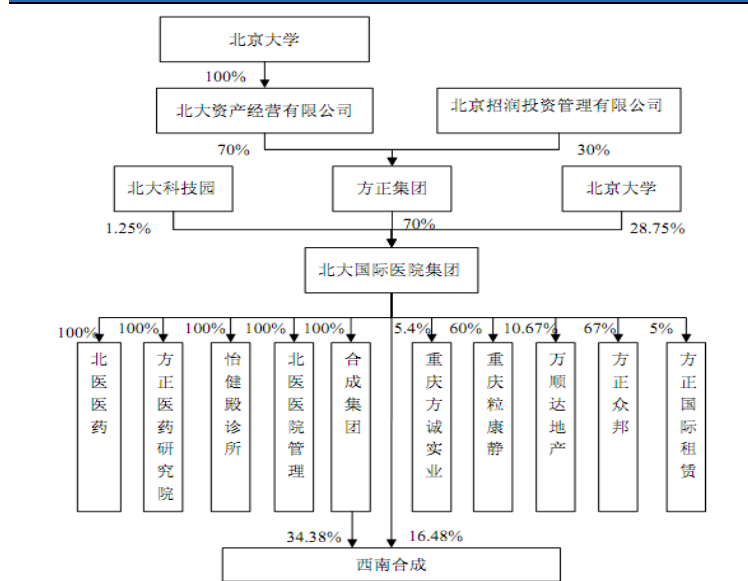
2010 年，北医医药 2010 年 1-9 月北医医药实现营业收入 3.7 亿元，净利润 1,275 万元，加权平均净资产收益率为 15.68%，毛利率 12.67%，高于行业平均水平。优质资产的注入，有利于上市公司完成“原料、制剂、销售”产业链一体化，提高公司抗风险能力，同时将与公司形成协同效应，扩大公司销售规模，进一步增强公司持续盈利能力。

## 6. 将成为北大医院集团医药产业整合平台

### 6.1. 股东实力背景雄厚

公司控股股东为西南合成医药集团有限公司，实际控制人为方正集团。方正集团由北京大学 1986 年投资创办，依托北京大学资源，涉足 IT、医药、房地产、金融等业务。方正已快速成长为综合实力与华为、海尔同列中国信息产业前三强的大型控股集团公司。医药产业是方正集团战略发展之一，西南合成作为方正集团旗下唯一的医药制造业上市公司，是方正集团医药板块的产业整合平台。

图 6：公司与控股股东、实际控制人股权结构图

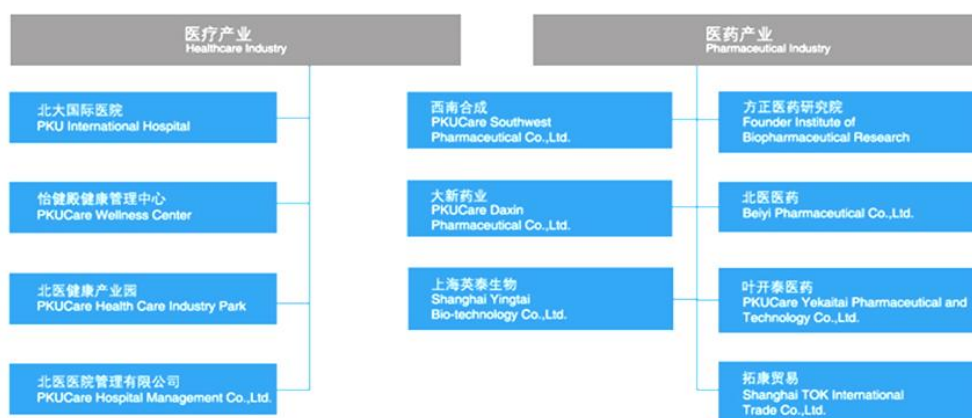


资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 6.2. 北大国际集团拥有医药产业和医疗产业集群

控股股东北大国际医院集团成立于 2003 年，依托方正集团和北京大学医学部的丰富资源，拥有医疗产业和医药产业两个产业集群。其中，医疗产业涵盖医院管理、医疗信息化、医疗护理、健康管理及医疗后勤服务等业务；医药产业则集医药研发、医药制造、医药物流及医药销售平台等为一体。西南合成目前已经整合了制造、销售资产，未来，其他资产有望陆续注入，有可能形成“研发-原料-制剂-销售-医院-后勤服务”的横跨全产业链的业务格局。

图 7：北大国际医院集团旗下拥有众多医疗资产和医药资产



资料来源：集团网站，东吴证券研究所

北大国际医院集团下的医疗产业包括：

➤ 北大国际医院：北大国际医院是与国际接轨的医教研一体化的非营利性大学医院，2010 年 3 月开工建设，项目总投资约 32 亿元，总建筑面积 31 万平方米，床位数 1800 张，建成后将成为亚洲最大的单体医疗建筑。人大副委员长、北大医学部主任韩启德担任医院名誉董事长。

➤ 怡健殿健康管理中心：是中国能够全面提供健康管理服务的连锁性服务机构，首创“健康俱乐部”主题运营模式，以北大医学部丰富的医疗资源为后盾，为社会成功人士及精英团队提供全方位国际化的健康管理服务。

➤ 北医健康产业园项目：位于中关村生命科学园二期地块，总用地面积 14.18 万平米，总建筑面积 20 万平米，拟总投资约 15 亿元。是北京市以企业身份建设产业园的第一家产业化示范性项目，主要建设内容包括研发实验楼、写字楼、公寓、酒店、

商业配套等。

➤ 医疗信息化企业：是中国最大的数字化医院及区域医疗卫生网络解决方案的提供商和服务商。目前累积拥有用户 500 家，在全国拥有十余家分支机构和技术服务中心，建立了完整有序的营销服务体系和客户信息网络。

➤ 北医医院管理有限公司：为广大医疗机构提供专业、优质、高效的后勤保障社会化服务，包括物业、餐饮、手术器械消毒、配送、布服洗涤与租赁、机电运维等。

医药产业方面：除西南合成及其子公司重庆大新药业、北医医药及其子公司叶开泰外，还设有独立的医药研发机构——方正医药研究院有限公司、上海英泰生物等。方正医药研究院以北大医学部的强大研发实力背景作为依托，2011 年将有首个仿制药上市，每年将按 5-8 个仿制药物与一个创新药物的研发速度推进。未来，方正医药研究院必将成为全球领先的创新药物研发基地，为上市公司提供近水楼台式的新药品种供应，成为西南合成未来持续发展的核心竞争力和业绩驱动力。

图 8：方正医药研究院仿创及创新药物

| 类别     | 名称               | 进度                                      | 原研厂家                      | 适应症               |
|--------|------------------|-----------------------------------------|---------------------------|-------------------|
| 精神神经类  | 阿戈美拉汀            | 正处于申报临床批件阶段。与江苏豪森制药、天津汉康并列第一梯队          | 施维亚公司联合诺华公司               | 抗抑郁药              |
|        | 双丙戊酸钠            | 肠溶片已获临床批件，正处于临床研究中，缓释片已完成临床前研究，已申报临床批件。 | 美国雅培公司                    | 癫痫；双向情感障碍；预防成人偏头痛 |
|        | 左乙拉西坦            | 已完成临床前研究                                | 优时比（UCB）                  | 抗癫痫药              |
|        | 枸橼酸坦度螺酮          | 已完成报产前研究                                | 日本住友                      | 抗焦虑药              |
| 慢性肾衰竭  | 复方 $\alpha$ -酮酸片 | 已完成报产前研究                                | GENZYME                   | 控制透析慢性肾衰患者的血磷含量   |
| 心血管类   | 米力农              | 已完成报产前研究                                | 赛诺菲-安万特                   | 急、慢性顽固性充血性心力衰竭    |
| 肿瘤相关药物 | 阿维莫泮             | 正在申报临床批件                                | Adolor 公司和 GSK 公司         | 术后肠梗阻             |
|        | 溴甲纳曲酮            | 作为首仿第一梯队申请临床批件                          | Progenics 公司，Wyeth 负责全球推广 | 重症患者阿片类药物引起的便秘    |

资料来源：集团网站，东吴证券研究所

### 6.3. 公立医院改制带来新契机

随着国家公立医院改制拉响序幕，公立医院逐步融入资本市

场成为可能，方正集团旗下除了拥有自建的北大国际医院外，2010年8月集团又与河南省政府签订合作协议，投资建设河南省医疗中心，该项目位于郑州郑东新区，总投资额近30亿元，为三级综合非营利性医院，共设置床位3000张。此外，北京大学附属的北大医院系统包括多家顶级优秀医院，其中北大人民医院、北大第一医院、积水潭医院、北大肿瘤医院等三甲医院的年销售收入都在10亿元以上，这些公立医院在理顺体制、明晰产权的前提下，有望借道上市公司登陆资本舞台，完成西南合成发展医疗产业集团的长期愿景。

## 7. 盈利预测与投资建议

2010年度公司主营业务的重点仍然是原料药，VE、磺胺类、洛伐他汀等重点产品的价格下降拉低公司的毛利率，但公司销量增长和丰富的产品结构有助于减轻重点产品价格下降带来的不利影响，未来预计VE、洛伐他汀价格将维持稳定，主营业务2011年平稳增长。公司三项费用率稳中略降，优秀资产注入将带领公司实现较快的外延式增长。如果增发收购北医医药预案顺利实施，则按北医医药2011年收入较2010年增长20%计算，将贡献净利润2400万元，增厚每股收益约0.06元。

暂不考虑收购北医医药资产和配股，我们预测公司2011年、2012年、2013年每股收益为0.31元、0.35、0.41元，截止到2月16日14.57元收盘价对应2011年动态市盈率47倍，短期动态估值偏高，长期由于资产注入基本确定，未来公司作为产业整合平台的前景广阔，给予“增持”评级。

## 8. 风险提示

原料药产品价格波动风险；  
出口业务受人民币升值影响风险；  
行业政策风险。

## 9. 公司主要财务数据

| 资产负债表          |               |               |               |               | 利润表             |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元         |               |               |               |               | 单位:百万元          |               |               |               |               |
| 会计年度           | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         | 会计年度            | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
| <b>流动资产</b>    | <b>1182.7</b> | <b>1498.3</b> | <b>1842.3</b> | <b>2268.0</b> | <b>营业收入</b>     | <b>1299.1</b> | <b>1614.3</b> | <b>2006.3</b> | <b>2494.0</b> |
| 现金             | 638.2         | 796.1         | 974.5         | 1194.2        | 营业成本            | 985.0         | 1189.2        | 1478.7        | 1838.4        |
| 应收账款           | 186.1         | 209.0         | 259.8         | 323.0         | 营业税金及附加         | 5.1           | 6.5           | 8.0           | 10.0          |
| 其它应收款          | 14.1          | 17.5          | 21.8          | 27.0          | 营业费用            | 43.7          | 54.9          | 68.2          | 84.8          |
| 预付账款           | 21.2          | 21.2          | 21.2          | 21.2          | 管理费用            | 121.9         | 162.8         | 195.3         | 247.2         |
| 存货             | 293.9         | 422.8         | 525.7         | 653.6         | 财务费用            | 34.6          | 49.8          | 82.7          | 112.8         |
| 其他             | 29.3          | 31.7          | 39.4          | 49.0          | 资产减值损失          | 14.1          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>796.4</b>  | <b>1469.6</b> | <b>2104.3</b> | <b>2696.5</b> | 公允价值变动收益        | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 长期投资           | 2.5           | 2.0           | 2.0           | 2.0           | 投资净收益           | 0.2           | 0.2           | 0.2           | 0.2           |
| 固定资产           | 646.2         | 1329.4        | 1971.5        | 2571.9        | 汇兑净收益           | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| 无形资产           | 141.8         | 135.2         | 127.8         | 119.5         | <b>营业利润</b>     | <b>95.0</b>   | <b>151.3</b>  | <b>173.6</b>  | <b>201.0</b>  |
| 其他             | 6.0           | 3.0           | 3.0           | 3.0           | 营业外收入           | 190.7         | 1.0           | 1.0           | 1.0           |
| <b>资产总计</b>    | <b>1979.1</b> | <b>2967.9</b> | <b>3946.6</b> | <b>4964.4</b> | 营业外支出           | 2.5           | 3.0           | 3.0           | 3.0           |
| <b>流动负债</b>    | <b>870.0</b>  | <b>1613.6</b> | <b>2474.8</b> | <b>3339.2</b> | <b>利润总额</b>     | <b>283.1</b>  | <b>149.3</b>  | <b>171.6</b>  | <b>199.0</b>  |
| 短期借款           | 320.0         | 1029.1        | 1672.7        | 2265.4        | 所得税             | 14.1          | 20.9          | 24.0          | 27.9          |
| 应付账款           | 228.9         | 260.2         | 323.6         | 402.3         | <b>净利润</b>      | <b>269.0</b>  | <b>128.4</b>  | <b>147.6</b>  | <b>171.2</b>  |
| 其他             | 321.2         | 324.3         | 478.5         | 671.5         | 少数股东损益          | -1.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0           |
| <b>非流动负债</b>   | <b>259.5</b>  | <b>257.6</b>  | <b>257.6</b>  | <b>257.6</b>  | <b>归属母公司净利润</b> | <b>270.0</b>  | <b>128.4</b>  | <b>147.6</b>  | <b>171.2</b>  |
| 长期借款           | 257.4         | 257.4         | 257.4         | 257.4         | EBITDA          | 76.9          | 211.8         | 384.4         | 485.5         |
| 其他             | 2.1           | 0.2           | 0.2           | 0.2           | EPS (元)         | 0.65          | 0.31          | 0.35          | 0.41          |
| <b>负债合计</b>    | <b>1129.6</b> | <b>1871.2</b> | <b>2732.4</b> | <b>3596.7</b> | <b>重要财务指标</b>   |               |               |               |               |
| 少数股东权益         | 38.5          | 38.5          | 38.5          | 38.5          | 单位:百万元          |               |               |               |               |
| 股本             | 416.3         | 416.3         | 416.3         | 416.3         | <b>主要财务指标</b>   | <b>2010</b>   | <b>2011E</b>  | <b>2012E</b>  | <b>2013E</b>  |
| 资本公积           | 108.4         | 108.4         | 108.4         | 108.4         | 营业收入            | 1299.1        | 1614.3        | 2006.3        | 2494.0        |
| 留存收益           | 286.3         | 171.5         | 319.0         | 349.4         | 同比(%)           | 47.7%         | 24.3%         | 24.3%         | 24.3%         |
| 归属母公司股东权益      | 811.0         | 696.2         | 843.7         | 874.1         | 归属母公司净利润        | 270.0         | 128.4         | 147.6         | 171.2         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1979.1</b> | <b>2605.9</b> | <b>3614.7</b> | <b>4509.4</b> | 同比(%)           | 313.3%        | -52.4%        | 14.9%         | 16.0%         |
| <b>现金流量表</b>   |               |               |               |               | 毛利率(%)          | 24.2%         | 26.3%         | 26.3%         | 26.3%         |
| 单位:百万元         |               |               |               |               | ROE(%)          | 31.8%         | 14.6%         | 21.9%         | 25.0%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2010</b>   | <b>2011E</b>  | <b>2012E</b>  | <b>2013E</b>  | 净利率(%)          | 20.8%         | 8.0%          | 7.4%          | 6.9%          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>110.6</b>  | <b>142.0</b>  | <b>282.6</b>  | <b>367.5</b>  | 资产负债率(%)        | 57.1%         | 71.8%         | 75.6%         | 79.8%         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>105.0</b>  | <b>-761.1</b> | <b>-761.6</b> | <b>-761.6</b> | 每股收益(元)         | 0.65          | 0.31          | 0.35          | 0.41          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>210.4</b>  | <b>609.9</b>  | <b>640.0</b>  | <b>579.4</b>  | P/E             | 22.5          | 47.2          | 41.1          | 35.4          |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>426.0</b>  | <b>-9.2</b>   | <b>161.0</b>  | <b>185.3</b>  | P/B             | 7.14          | 8.26          | 6.87          | 6.65          |

## 免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区翠园路 181 号  
邮政编码：215028  
传真：（0512）62938663  
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>