

达因药业有望发力成长

研究结论

山大华特是山东大学控股的校办高科技投资企业，公司医药资产完全来自于控股 50.4%的达因药业，2010 年营业收入的 64%和营业利润的 82%来自于药品业务。2011 年初达因药业的新厂区正式投入使用，同时山大华特让达因总经理增持达因股份实现激励作用，在儿童用药市场极为广阔的背景下，我们认为达因药业的成长速度值得期待，主要基于以下三点理由：

- **学术推广是核心竞争力。**以达因药业的主打品种伊可新为例，公司营销体系的核心在于通过持续的学术营销使得医生逐步认可伊可新，从而更多的向消费者推荐这个品牌，而新生儿的父母对维生素 AD 补充剂（鱼肝油）的选择依赖于医生的建议，最终促成伊可新单品种 2010 年近 2.7 个亿的销售规模，为达因贡献 75%的收入比例，在样本医院市场占据 58%的市场份额。
- **产品成长策略：从医院向药店线延伸。**达因药业在儿科的渠道优势已经树立起来，除伊可新外，已上市的二线品种包括盖迪欣、右旋糖酐铁口服液等，已经能系统解决目前我国婴幼儿普遍缺乏维生素 A 及 D、钙、铁、锌等微量元素的问题。此外公司待上市的多为儿科常用治疗药物，预期公司正积极向儿童常见病用药领域扩展，进一步拓宽成长空间。
儿科 OTC 品种在医院获得消费者信赖后，可逐步转移到药店市场，这将显著扩大药品的成长空间。通过浏览公司论坛，我们注意到自 2010 年下半年开始，在浙江杭州、辽宁抚顺、广东深圳、河北石家庄等地的消费者抱怨在药店买不到伊可新，这可能反映出伊可新在中小城市的覆盖度较低，潜在需求旺盛，此外第二大品种盖迪欣尚未开始在药店销售。达因药业从去年开始大规模扩充 OTC 团队，谋求开拓这一市场，我们预计 2011—2012 年伊可新和盖迪欣的增速分别可以达到 20%和 60%左右。
- **加大宣传力度有望解决发展瓶颈。**通过终端调研了解到各种补充鱼肝油的食物或保健品是伊可新的主要竞争对手，这类产品可以为药店带来更高的提成，伊可新较低的价格可能难以引起药店推广的热情。另外伊可新在一线城市的认可度高达 50%，而在中小城市比例降至 32%，现有销售体系很难触及到更多终端。为此公司正积极筹备，预计公司将可能通过进行大规模广告宣传，从而引导更多消费者的自主购买。

盈利预测：预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.61 元、0.86 元、1.13 元。2011 年医药资产贡献 0.497 元 EPS，给予 2011 年 40 倍市盈率，则安全价位在 19.88 元，其他资产给予中小板平均市盈率 28 倍计，则增添价值 3.22 元，合并得到公司合理价格为 23 元，首次给予公司买入评级。

风险提示：环保业务结算造成利润波动的风险、上市公司对达因控制力较弱

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究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 x 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 x 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 05 月 18 日) 18.05 元

目标价格 23.00 元

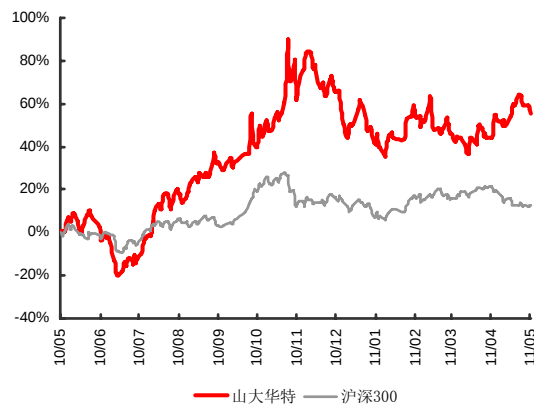
总股本/A 股 (万股) 18025/18025

国家地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 05 月 18 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	560	700	868	1,013
同比(%)	12%	25%	24%	17%
归属母公司净利润	71	110	155	204
同比(%)	105%	56%	40%	32%
毛利率(%)	68.1%	70.6%	72.3%	73.3%
ROE(%)	16.9%	20.9%	23.9%	25.0%
每股收益(元)	0.39	0.61	0.86	1.13
P/E (倍)	47.89	30.62	21.84	16.56
P/B (倍)	8.09	6.40	5.22	4.15

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1 盈利预测	5
公司分产品收入假设	5
公司分业务毛利率假设	6
公司期间费用分拆假设	6
权益利润核算	7
投资建议与评级	7
2 公司概况	8
2.1 医药主业逐步贡献主要利润	9
2.2 医药主业来自于子公司达因药业	10
● 企业战略定位于“儿童保健和治疗领域的领军企业”	11
● 伊可新：补充鱼肝油第一品牌	12
● 盖迪欣：泡腾颗粒更适合婴幼儿服用	14
3 投资亮点	15
3.1 达因药业：有望重新驶入快速增长轨道	15
● 广阔的儿童用药市场：为高成长带来空间	15
● 学术推广是核心竞争力	16
● 产品成长策略：从医院线向药店线延伸	17
● 加大宣传力度有望解决发展瓶颈	20
3.2 环保业务：二氧化氯装置逐步大规模应用	21
3.3 教育资源：扭亏为盈、带来额外收益	23
4 风险提示	23

图表目录

图：公司未来三年营业利润中医药工业与商业构成假设	6
图：公司股权结构图	8
图：公司历年营业收入和净利润增长情况	9
图：公司销售收入中药品业务占比逐渐上升	10
图：公司 2010 年营业利润中各项业务构成	10
图：达因药业 2006-2010 年销售收入增长情况	11
图：达因药业 2006-2010 年净利润增长情况	11
图：2010 年达因药业分产品收入估算构成	11
图：达因药业总经理杨杰的个人履历及为公司作出的重要贡献	12
图：达因药业新旧厂区产能对比	12
图：伊可新产品示意图	13
图：伊可新在样本医院市场占有率稳居第一	14
图：我国儿童门诊次数和占比不断提高	16
图：公司学术营销采取的方式	16
图：调查结果显示过去一年经常购买的儿童保健品品牌分布比例	17
图：调查结果显示过去一年消费者最信赖的儿童保健品品牌分布	17
图：福建省 5 岁以下儿童不同年龄间维生素 A 缺乏统计	18
图：长春市 0-6 岁儿童营养状况调查分析	18
图：公司产品梯队未来从医院线向药店线的成长示意	19
图：调查结果显示不同收入家庭对伊可新品牌的选择	20
图：调查结果显示不同地区消费者对伊可新品牌的选择	20
图：达因药业合作伙伴品类营销已作过的广告案例	21
图：华特卧龙学校未来三年毛利率和净利率预计	23
表：公司分产品销售收入预测（百万元）	5
表：公司分业务毛利率假设	6
表：公司期间费用分拆假设	7
表：公司未来三年股东权益核算	7
表：未来三年公司各项业务 EPS 贡献构成	8
表：母公司及下属子公司经营情况一览	9
表：公司主要产品分布情况	10
表：参与医院招投标的主要鱼肝油生产企业	13
表：参与药店市场竞争的部分鱼肝油保健食品和营养辅食	14
表：2010 年样本医院补钙市场排名前十位的补钙类药品列表	15

表：公司现有儿科用药系列	17
表：我国儿童病分类及疾病分类构成比例情况.....	18
表：走访上海市几家药店了解到的基本情况	20
表：国内主要的大型二氧化氯装置供应商.....	21
表：我国目前采取二氧化氯漂白的企业	22
附表：公司财务预测表	24

1 盈利预测

我们预计 2011 年-2013 年收入增速分别为 24.86%、24.14%、16.64%，实现销售收入分别为 6.99 亿元、8.68 亿元、10.13 亿元。

公司分产品收入假设

- 药品业务完全来自于控股子公司达因药业，随着达因 2011 年初搬迁新厂区完成，产能瓶颈得到完全解决，我们预计药品业务增速于今年恢复到 30% 左右；
- 公司于 2011 年 4 月 1 日中标新疆博湖苇业股份有限公司 6 吨/日二氧化氯制备系统项目，因此我们认为环保业务将至少在 2011 年保持较快增长；
- 其他业务我们保守假设未来三年基本保持较低增长或不增长；

表：公司分产品销售收入预测（百万元）

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（合计）	销售收入	538.35	499.40	560.28	699.55	868.39	1,012.86
	同比增速	8.61%	-7.24%	12.19%	24.86%	24.14%	16.64%
药品	销售收入	255.61	326.82	359.03	470.54	613.02	736.28
	同比增速	14.50%	27.86%	9.86%	31.06%	30.28%	20.11%
伊可新	销售收入			270.00	329.40	401.87	462.15
	同比增速				22.00%	22.00%	15.00%
盖迪欣	销售收入			40.00	68.00	102.00	132.60
	同比增速				70.00%	50.00%	30.00%
其他	销售收入			46.88	70.32	105.48	137.12
	同比增速				50.00%	50.00%	30.00%
环保产品	销售收入	142.83	38.52	60.39	78.51	94.21	103.63
	同比增速	10.43%	-73.03%	56.78%	30.00%	20.00%	10.00%
教育	销售收入	59.67	45.78	58.67	64.54	70.99	78.09
	同比增速	18.39%	-23.28%	28.16%	10.00%	10.00%	10.00%
电子信息产品	销售收入	50.81	58.63	45.57	45.57	45.57	45.57
	同比增速	-25.27%	15.39%	-22.28%	0.00%	0.00%	0.00%
科技园区管理	销售收入	23.8	21.87	27.46	30.21	33.23	36.55
	同比增速	15.70%	-8.11%	25.56%	10.00%	10.00%	10.00%
晶体材料	销售收入	5.09	4.4	6.87	7.90	9.09	10.45
	同比增速		-13.56%	56.14%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	销售收入	0.54	3.38	2.29	2.29	2.29	2.29
	同比增速	-86.99%	528.14%	-32.24%	0.00%	0.00%	0.00%

注：达因药业分产品销售额为我们估算值

资料来源：东方证券研究所

公司分业务毛利率假设

- 药品业务中涉及药品均为 OTC 类药品，不受降价影响，因此我们认为未来毛利率水平不会下降；
- 其他业务保守估计基本保持不变，其中教育业务随着职工工资包袱的转移，2011 年仍然有望大幅上升；

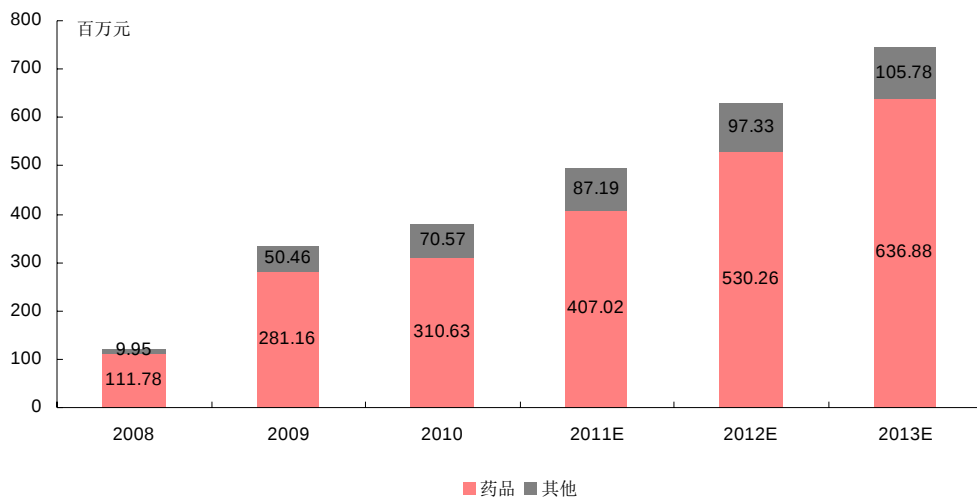
2011-2013 年公司综合毛利率上升，主要是因为药品销售收入占比上升。

表：公司分业务毛利率假设

毛利率	2009	2010	2011E	2012E	2013E
综合	66.09%	68.11%	70.56%	72.17%	73.61%
药品	86.03%	86.52%	86.50%	86.50%	86.50%
环保产品	33.66%	34.72%	34.50%	34.50%	34.50%
教育	10.92%	29.50%	40.00%	40.00%	40.00%
电子信息产品	26.32%	24.53%	25.00%	25.00%	25.00%
科技园区管理	60.35%	63.04%	63.00%	63.00%	63.00%

资料来源：东方证券研究所

图：公司未来三年营业利润中医药工业与商业构成假设



资料来源：东方证券研究所

公司期间费用分拆假设

- 2010 年公司营业费用率上升明显，主要是子公司达因药业加大营销力度，我们认为这一比率未来三年有望略有下降；
- 保守估计未来三年管理费用率有望保持不变；

- 随着达因新厂区建设完毕，我们预计未来不存在较大的资本开支，未来三年财务费用率下降明显；

表：公司期间费用分拆假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用占比(%)	19.45%	21.95%	25.06%	24.00%	24.00%	23.00%
管理费用占比(%)	8.71%	9.77%	9.34%	9.50%	9.50%	9.50%
财务费用占比(%)	5.04%	7.01%	5.50%	2.88%	1.89%	0.86%

资料来源：东方证券研究所

权益利润核算

表：公司未来三年股东权益核算

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
达因海洋生物制药 (控股比例：50.40%)	营业收入	255.61	326.82	359.03	467.72	609.35	731.87
	净利率	35.11%	42.41%	35.03%	38.00%	38.00%	38.00%
	贡献权益利润	45.80	71.09	65.12	89.58	116.70	140.17
山大华特环保工程有限 公司 (控股比例：100%)	营业收入	112.16	8.45	16.29	21.18	25.41	27.95
	净利率	-5.05%	-4.14%	8.96%	9.00%	9.00%	9.00%
	贡献权益利润	-5.66	-0.35	1.46	1.91	2.29	2.52
山大华特卧龙学校 (控股比例：83.67%)	营业收入	59.47	47.31	60.32	66.35	72.99	80.29
	净利率	-5.68%	-8.60%	9.08%	15.00%	15.00%	15.00%
	贡献权益利润	-2.83	-3.41	4.59	8.33	9.16	10.08
华特恒信科技发 (控股比例：75.00 %)	营业收入	19.76	23.11	21.41	20.00	20.00	20.00
	净利率	1.87%	2.55%	0.65%	1.00%	1.00%	1.00%
	贡献权益利润	0.28	0.44	0.11	0.15	0.15	0.15
山大华特物业管理有限 公司 (控股比例：100 %)	营业收入	6.46	6.67	6.78	7.46	8.20	9.02
	净利率	-0.46%	-0.30%	-1.03%	0.00	0.00	0.00
	贡献权益利润	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
华特中晶光电科技 (控股比例：50.72%)	营业收入	5.09	4.56	9.83	10.00	10.00	10.00
	净利率	4.32%	-19.96%	-0.71%	0.00%	0.00%	0.00%
	贡献权益利润	0.11	-0.46	-0.04	0.00	0.00	0.00

资料来源：东方证券研究所

投资建议与评级

公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.61 元、0.86 元、1.13 元。2011 年公司下属医药资产贡献 0.497 元 EPS，给予医药资产 2011 年 40 倍市盈率，则安全价位在 19.88 元，其他资产给予中小板平均市盈率 28 倍计，则增添价值 3.22 元，合并得到公司合理价格为 23 元，首次给予公司买入评级。

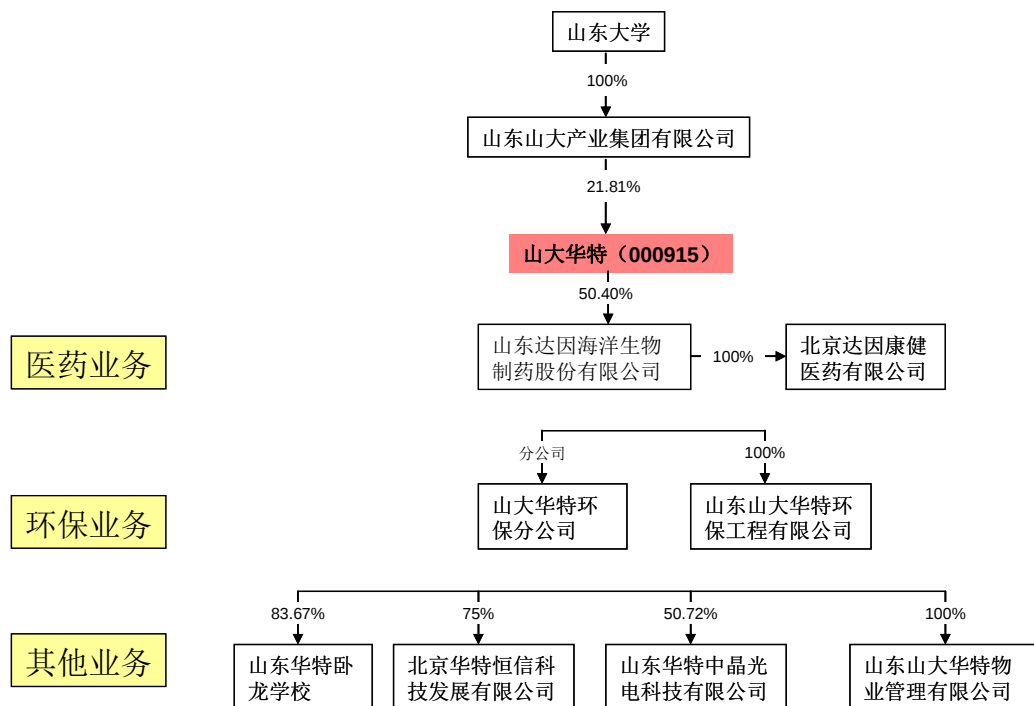
表：未来三年公司各项业务 EPS 贡献构成

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
达因贡献		0.254	0.394	0.361	0.497	0.647	0.778
其他贡献	母公司	-0.036	-0.076	0.150	0.057	0.146	0.283
	其他子公司	-0.143	-0.128	-0.120	0.058	0.064	0.071
合计 EPS		0.076	0.191	0.391	0.612	0.858	1.132
增速		11.53%	151.35%	104.98%	56.40%	40.17%	31.89%

资料来源：东方证券研究所

2 公司概况

山大华特是山东大学控股的高科技企业，一方面致力于产业化山东大学的科技成果，另一方面力求整合山东省的科技资源，历史上公司先后涉足环保、医药、晶体材料、通信电子、物业管理、教育等产业，但业绩波动较大，随着 2011 年 3 月公司将行业分类从“综合类”变更为“医药类”，公司作为医药企业的投资价值正在得到完全审视。

图：公司股权结构图


资料来源：东方证券研究所

公司涉足医药、环保、教育等业务，其中医药贡献 2010 年公司整体销售收入 64% 的份额和营业利润 82% 的份额，环保和教育等业务总计贡献公司整体销售收入 36% 的份额和营业利润 18% 的份额，2010 年除主业医药以外的其他业务盈利状况大幅改善，未来有望逐步走向健康发展的轨道。

母公司设有环保科技事业部，是公司的独立经营单位，主要产品有纸浆漂白用二氧化氯制备装置、高、低浓度消毒剂的制备设备及相关化学品，亦是母公司的主要经营业务，另外子公司山东山大华特环保工程有限公司也涉足环保领域，主要从事电厂烟气脱硫、除尘等工程项目。

表：母公司及下属子公司经营情况一览

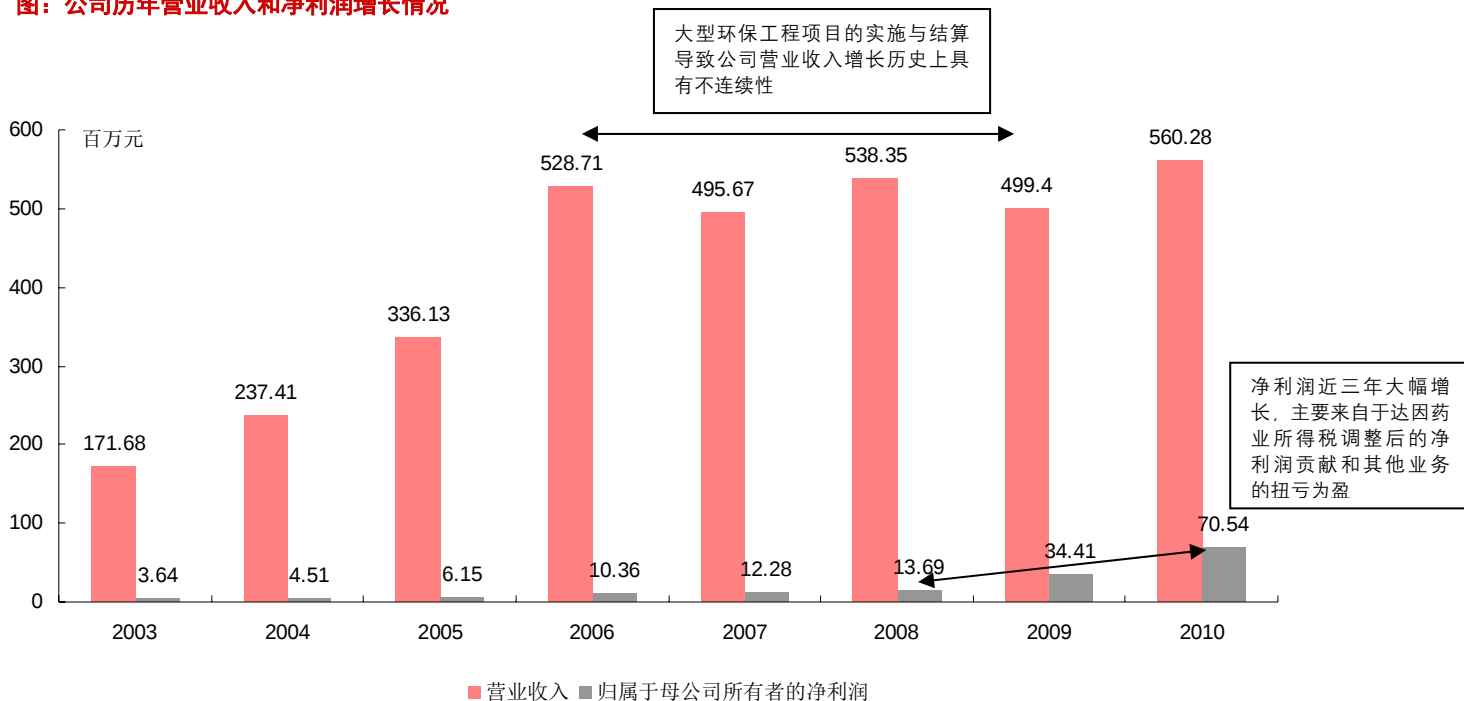
主要业务和产品	销售额 (百万元)			净利润 (百万元)			净利润率		
	2008A	2009A	2010A	2008A	2009A	2010A	2008A	2009A	2010A
母公司	90.43	85.44	90.87	-6.41	-13.61	27.05	-7.09%	-15.93%	29.77%
山东山大华特环保工程有限公司	112.16	8.45	16.29	-5.66	-0.35	1.46	-5.05%	-4.14%	8.96%
山大华特卧龙学校	59.47	47.31	60.32	-3.38	-4.07	5.48	-5.68%	-8.60%	9.08%
北京华特恒信科技发展有限公司	19.76	23.11	21.41	0.37	0.59	0.14	1.87%	2.55%	0.65%
山东山大华特物业管理有限公司	6.46	6.67	6.78	-0.03	-0.02	-0.07	-0.46%	-0.30%	-1.03%
山东华特中晶光电科技有限公司	5.09	4.56	9.83	0.22	-0.91	-0.07	4.32%	-19.96%	-0.71%
山东达因海洋生物制药股份公司	250.47	321.85	356.88	87.95	136.51	125.03	35.11%	42.41%	35.03%

资料来源：公司年报资料 东方证券研究所

2.1 医药主业逐步贡献主要利润

大型环保工程项目的实施与结算导致公司营业收入 2006-2010 年波动较大，但净利润保持快速增长，最近三年归属于母公司所有者的净利润的复合增长率高达 126.99%、扣除所得税影响额后的利润总额的复合增长率为 33.95%。

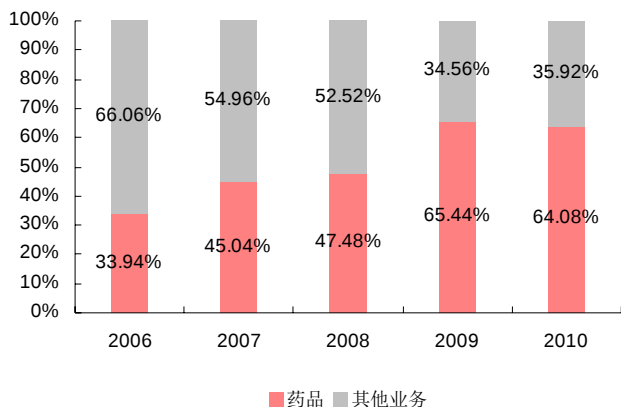
图：公司历年营业收入和净利润增长情况



资料来源：WIND 东方证券研究所

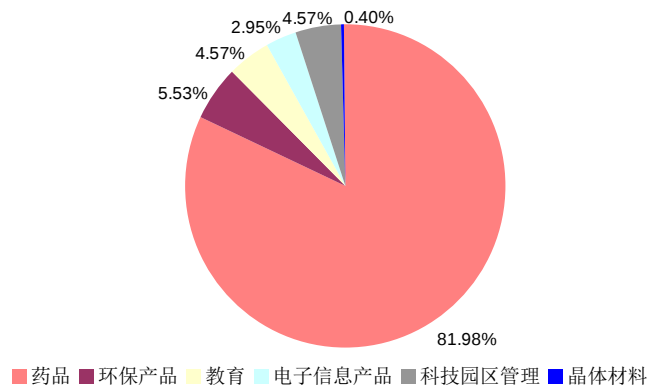
其中医药工业逐步成长为公司的支柱产业，收入占比最近五年逐渐上升，2010 年营业收入中 64% 来自于药品业务、营业利润中 82% 来自于药品业务。

图：公司销售收入中药品业务占比逐渐上升



资料来源：WIND

图：公司 2010 年营业利润中各项业务构成



资料来源：WIND

2.2 医药主业来自于子公司达因药业

自 2010 年 7 月公司剥离不良资产康诺制药后，山大华特的制药业务完全来自于控股 50.4% 的达因药业。子公司全名为达因海洋生物制药股份有限公司，成立于 1994 年 10 月，注册地在山东省荣成市，2000 年 10 月，因公司发展的需要整体改制为股份公司。下设全资子公司北京达因康健医药有限责任公司。

表：公司主要产品分布情况

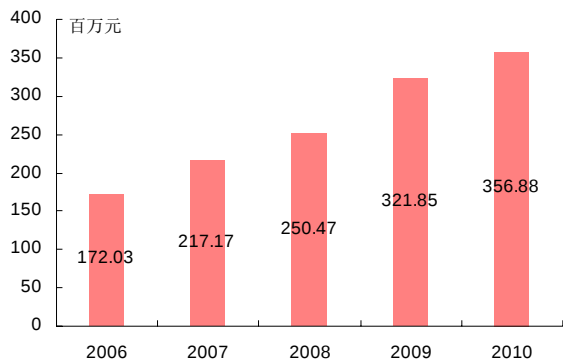
领域	商品名	通用名	适应症
儿科产品	伊可新	维生素 AD 滴剂	治疗和预防维生素 A 及 D 的缺乏症
	盖迪欣	复方碳酸钙泡腾片	婴幼儿补钙产品
	伊甘欣	甘草锌颗粒	预防及治疗锌缺乏症
	右旋糖酐铁口服液	右旋糖酐铁口服液	治疗及预防缺铁性贫血
内分泌	伊衡	依帕司他片	糖尿病性神经病变
	伊瑞	格列美脲片	用于 2 型糖尿病
	酒石酸罗格列酮片	酒石酸罗格列酮片	用于 2 型糖尿病
心血管	佳择	缬沙坦复方制剂	用于治疗单一药物不能充分控制血压的轻~中度原发性高血压
抗感染	朗素	罗红霉素	口服抗菌素

资料来源：公司网站

2010 年达因药业实现销售收入 3.57 亿元，同比增长 10.89%，实现净利润 1.25 亿元，同比下降 8.41%，利润出现下降的主要原因在于公司加大学术营销力度，同时组建了 OTC 品种线，费用上

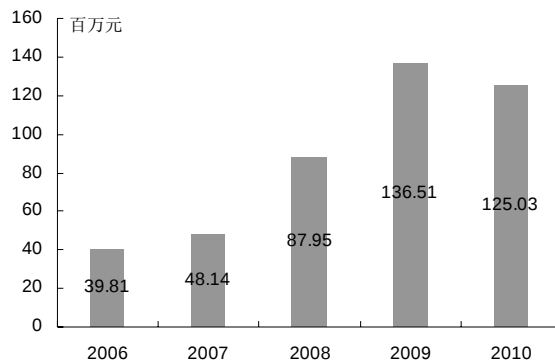
升较快。2010 年的增长乏力却不能掩饰企业在过去五年取得的成就，2006-2010 年达因药业销售收入复合增长率为 20.01%，净利润复合增长率为 33.13%。

图：达因药业 2006-2010 年销售收入增长情况



资料来源：WIND

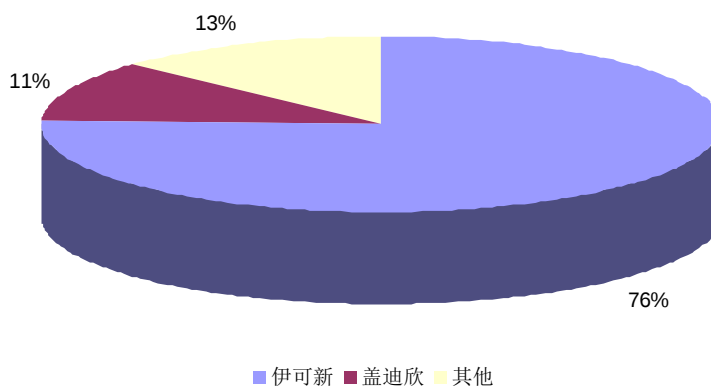
图：达因药业 2006-2010 年净利润增长情况



资料来源：WIND

2010 年公司分产品销售收入构成中，我们估算伊可新仍然占比较大，在 75%左右，二线品种盖迪欣上市后经过近五年的高速增长，目前在收入中的占比已经逐渐提高到 10%左右。

图：2010 年达因药业分产品收入估算构成



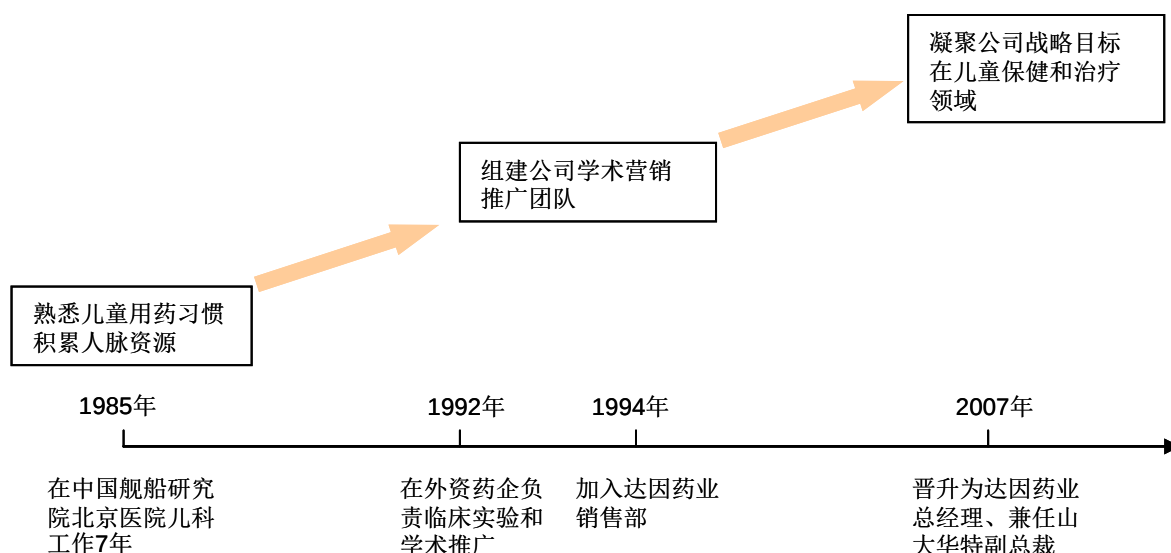
资料来源：东方证券研究所

● 企业战略定位于“儿童保健和治疗领域的领军企业”

达因药业能够取得成功，其根源在于公司准确的儿童用药市场定位以及对学术营销的专注，其中现任总经理，山大华特副总裁杨杰起了非常关键的作用。一方面组建起公司的学术营销团队，另一方

面转型公司的发展战略从“多元并举”到“一枝独秀”，从 2007 年开始，达因药业确立其发展战略为“致力于成为儿童保健和治疗领域的领军企业”。

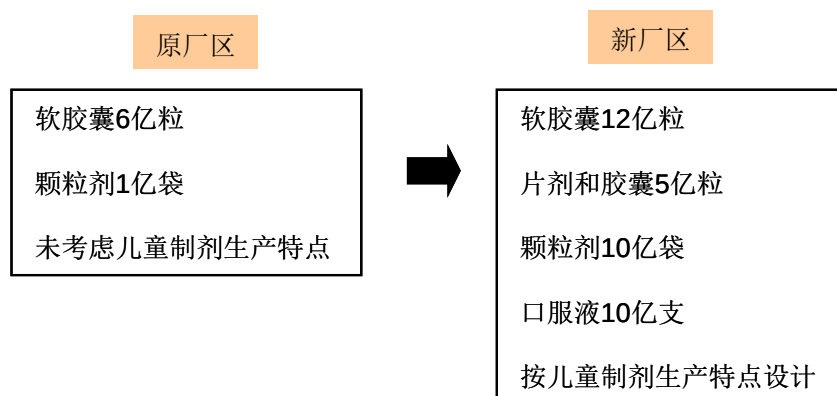
图：达因药业总经理杨杰的个人履历及为公司作出的重要贡献



资料来源：中国卫生产业

2010 年达因药业成功解决产能瓶颈，新厂区通过 GMP 认证并于 2011 年 1 月正式搬迁完成投入使用，厂区按照儿科制剂的生产要求进行设计，这为公司未来的高增长和儿科用药战略的实施奠定基础。

图：达因药业新旧厂区产能对比



资料来源：东方证券研究所

● 伊可新：补充鱼肝油第一品牌

伊可新属于维生素类 OTC 药品，作为鱼肝油制剂，一般在婴儿出生 15 天后即可开始服用，促进钙的吸收同时预防佝偻病，亦可治疗小儿手足抽搐症，预防维生素 AD 缺乏症。从口味上讲，伊可新有一种花生油的香味，婴儿比较爱吃。

图：伊可新产品示意图



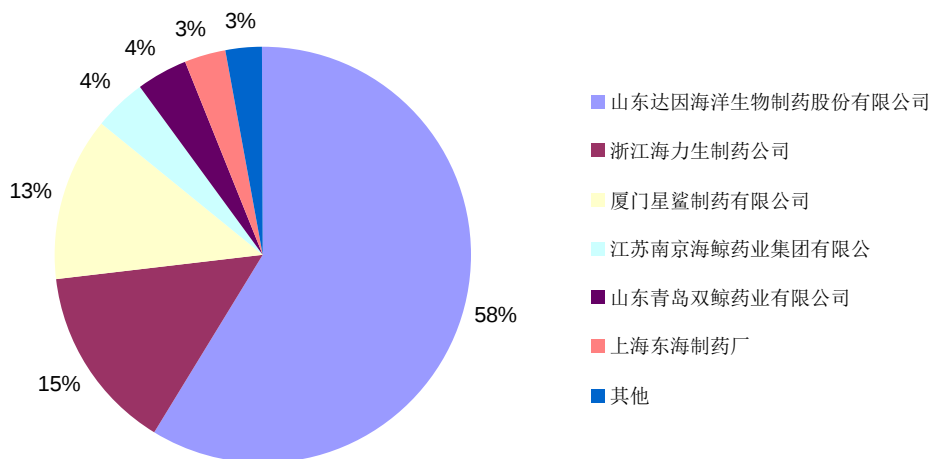
资料来源：39 健康网

伊可新作为 OTC 类药品，在医院市场中的主要竞争对手共有 7-8 家，以 20 粒/盒计，广东省 2009 年的招标结果显示，伊可新的中标价较高，此外综合最近两年的招标情况，伊可新的中标价居于中等偏上水平。另外尽管参与竞标企业较多，但达因生物牢牢占据市场第一的份额，样本医院的统计结果表明，伊可新的市场占有率高达 58%。

表：参与医院招投标的主要鱼肝油生产企业

商品名	规格	生产企业	质量标准	采购价	零售价
伊童欣	10 粒*2 板/盒	上海东海制药股份有限公司东海制药厂	GMP	6.04 元	6.95 元
	30 粒/盒	厦门星鲨制药有限公司	GMP	12.78 元	14.70 元
	20 粒/盒	大连水产药业有限公司	GMP	9.46 元	10.88 元
	30 粒/盒	青岛双鲸药业有限公司	GMP	15.21 元	17.49 元
贝特令	36 粒/盒	浙江海力生制药有限公司	GMP	21.10 元	24.27 元
	20 粒/盒	安徽威尔曼制药有限公司	GMP	9.76 元	11.22 元
伊可新	20 粒/盒	山东达因海洋生物制药股份有限公司	GMP	13.06 元	15.02 元

资料来源：广东省物价局

图：伊可新在样本医院市场占有率稳居第一


资料来源：PDB

此外药店市场和网上出售有补充鱼肝油的保健食品和营养辅食，其中太平洋亲子上列为儿童鱼肝油类的产品共有 134 个，伊可新与其相比，在单位服用费用上较低，同时根据《中国居民膳食营养参考摄入量》，维生素 A 与 D 的比例最宜为 3: 1，而伊可新最接近这一比例。

表：参与药店市场竞争的部分鱼肝油保健食品和营养辅食

品牌	生产企业	价格	VA:VD 比值	单位服用费用
伊可新维生素 AD 滴剂	山东达因药业	16.8 元/20 粒	3.29: 1	0.84 元
阿卡奇 AD 型多纬鲨鱼肝油	无锡市今朝伟业生物公司	39 元/15 粒	2.04: 1	2.6 元
优生妈咪深海鱼肝油复合软胶囊	杭州海王生物工程	59 元/30 粒	0.59: 1	1.97 元
金奇仕婴幼儿鳕鱼肝油	广州金奇仕营养品公司	135 元/60 粒	6.44: 1	2.25 元
优朵鳕鱼肝油	三精制药	62 元/30 粒	9.8: 1	2.07 元

资料来源：太平洋亲子网

● 盖迪欣：泡腾颗粒更适合婴幼儿服用

盖迪欣属于碳酸钙类复方制剂，主要在医院渠道销售。目前补钙类 OTC 产品大致分为三类，碳酸钙类、乳酸钙类和葡萄糖酸钙类，其中碳酸钙类产品的优势在于含钙量最高为 40%，乳酸钙和葡萄糖酸钙的含钙量分别为 13%和 9%，此外碳酸钙类产品吸收率较高，约为 35%，而乳酸钙和葡萄糖酸钙分别为 32%和 27%左右。

表：2010 年样本医院补钙市场排名前十位的补钙类药品列表

药品中文名	商品名	企业名称	市场占有率
碳酸钙+维生素 D3, 复方	钙尔奇	惠氏制药有限公司	54.84%
维丁钙	迪巧	安士制药有限公司(美国)	10.91%
醋酸钙	金丐	云南省昆明邦宇制药有限公司	2.95%
碳酸钙+维生素 D3, 复方		上海通用药业股份有限公司	2.39%
牡蛎碳酸钙		广东汕头金石制药总厂	2.23%
乳酸钙		华北制药集团有限责任公司	2.15%
磷酸氢钙		北京双鹤药业股份有限公司	1.79%
碳酸钙		珠海生物化学制药厂	1.76%
碳酸钙, 复方	盖迪欣	山东达因海洋生物制药股份有限公司	1.70%
活性钙		广东汕头金石制药总厂	1.55%

资料来源：PDB

整个医院补钙市场中，钙尔奇占据了近一半的市场份额，但在婴儿补钙领域，钙尔奇的剂型不如盖迪欣有优势，钙尔奇以片剂为主，不适合刚出生的宝宝食用，而盖迪欣是泡腾颗粒，适合给宝宝喂养，含有的柠檬酸钙水溶性较好，能够将人体难以吸收的草酸钙、磷酸钙中的钙离子分离出来，形成水溶性较好的柠檬酸钙排出体外，有效防止便秘。

3 投资亮点

3.1 达因药业：有望重新驶入快速增长轨道

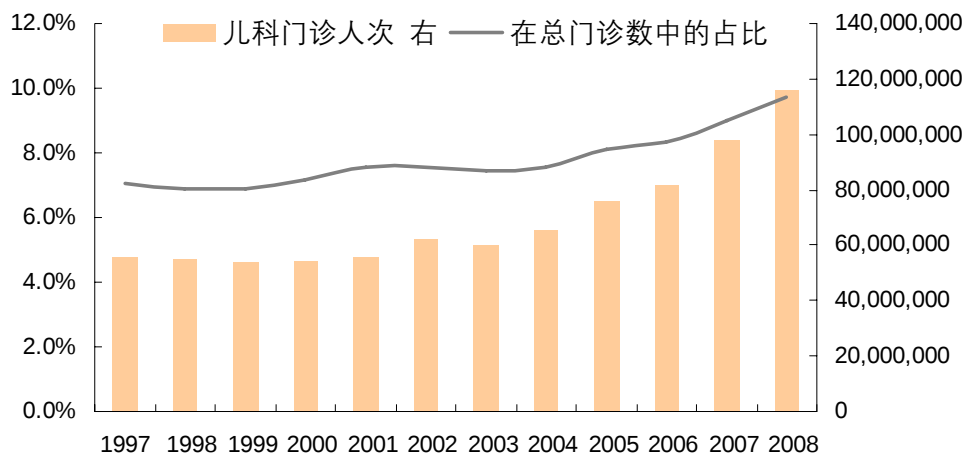
在儿童用药市场极为广阔背景下，我们认为达因药业的成长速度值得期待，主要基于三点理由：首先公司已经建立起儿童药领域的学术营销通路，构筑起自身的核心竞争力；其次达因通过自主研发和代理销售等方式，正在积极建立起完备的品种线，这提供了公司的发展动力；另外达因正加大广告投入力度和药店工作，有望解决发展道路上的顽疾。

● 广阔儿童用药市场：为高成长带来空间

目前我国正经历建国以来的第四次婴儿潮，这次婴儿潮从 2005 年开始，大约到 2015 年结束，这一轮婴儿潮的父母大都是上世纪 70 年代和 80 年代出生的，在这一期间，我国每年有 1600 万的婴儿出生，从而催生出巨大的婴童市场。

2009 年我国儿童用药市场规模达到 347.42 亿元，如果包括医生处方时将成人药减半给儿童使用的部分，市场销售额已达到 676.16 亿元。随着现在年轻父母的知识层次和文化水平的提高，社会对于儿童用药的需求不断加大，我国儿童门诊次数和占比不断提高，儿童药市场有望迎来发展的大好时期。

图：我国儿童门诊次数和占比不断提高

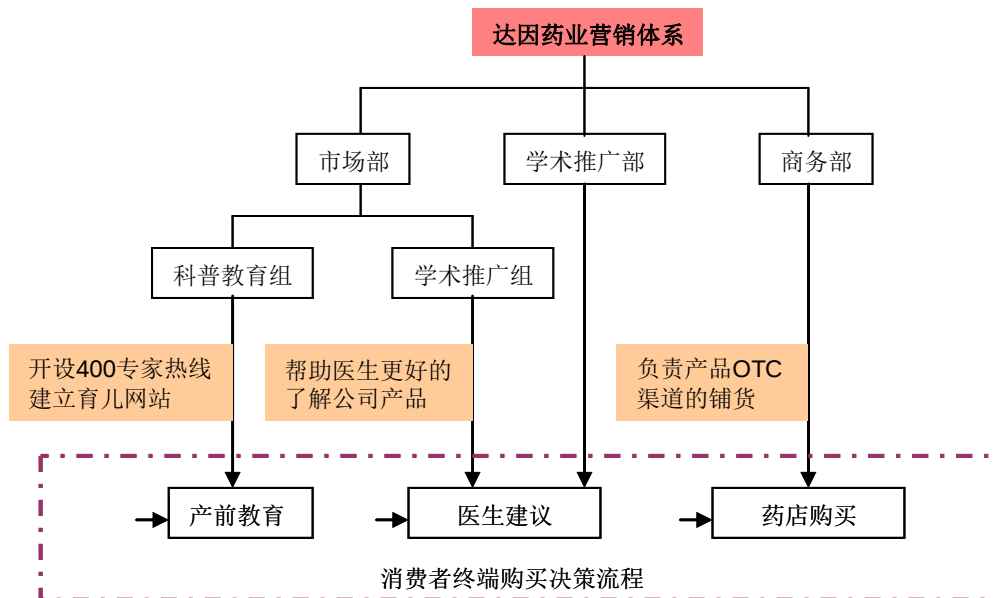


资料来源：卫生部，东方证券研究所整理

● 学术推广是核心竞争力

以达因药业的主打品种伊可新为例,公司营销体系的核心在于通过持续的学术营销使得医生逐步认可伊可新的效果与安全性,而新生儿的父母对维生素AD补充剂(鱼肝油)的选择依赖于医生的建议,我们对多位新生儿父母的调查表明,医生在小孩出生后往往建议补充钙和鱼肝油,其中达因药业的伊可新被提及次数最多,伊可新占据了大多数父母为新生儿补充鱼肝油的第一选择权。

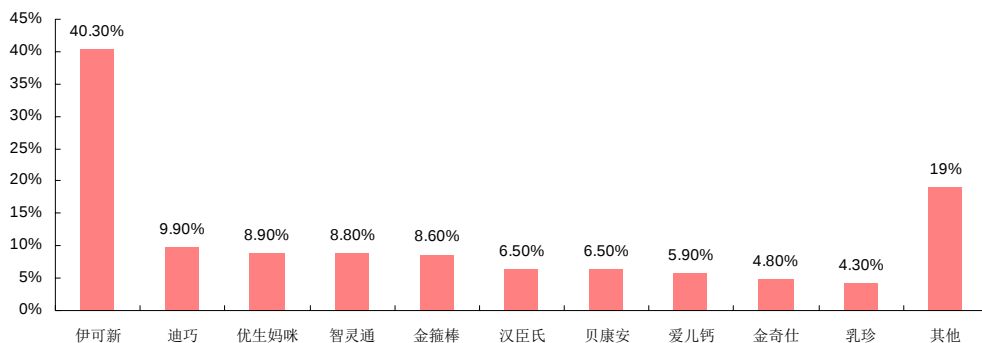
图：公司学术营销采取的方式



资料来源：东方证券研究所

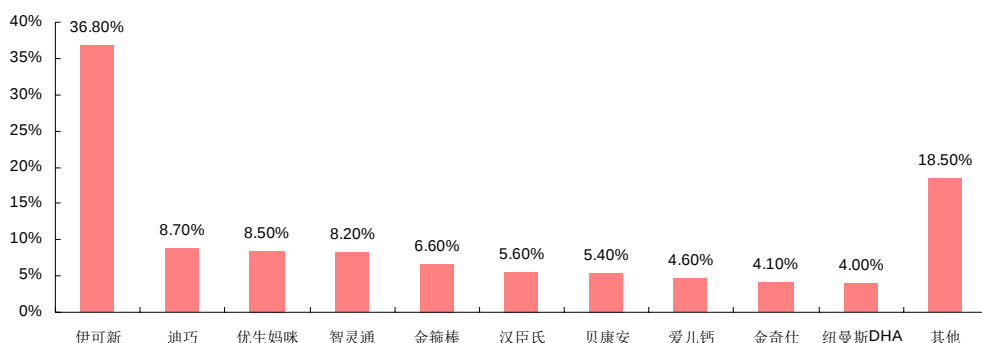
达因药业的学术营销体系在主打产品伊可新上获得了巨大成功，该产品 2010 年销售额在 2.7 个亿左右，不仅成为医生的首选推荐品牌，也连续十二年保持同类产品终端市场占有率第一。

图：调查结果显示过去一年经常购买的儿童保健品品牌分布比例



资料来源：《2009 中国婴幼儿消费市场 3.15 年度报告》

图：调查结果显示过去一年消费者最信赖的儿童保健品品牌分布



资料来源：《2009 中国婴幼儿消费市场 3.15 年度报告》

● 产品成长策略：从医院线向药店线延伸

达因药业在婴幼儿儿童的渠道优势已经完全显现，通过长时间的学术营销，医生普遍建立起对公司产品的认可，同时消费者通过使用伊可新，已经建立起初步的信任感，而公司独家代理销售右旋糖酐铁口服液也显示出达因药业对渠道的自信。未来达因药业通过不断推出新的儿科用药产品，有望形成品牌群和规模群，真正成为儿童用药市场的领头羊。

表：公司现有儿科用药系列

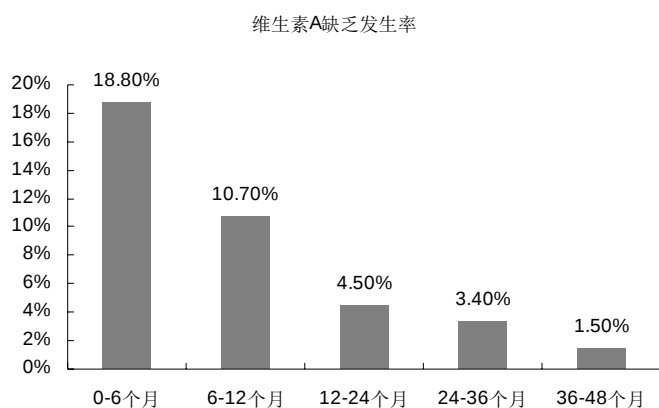
状态	商品名	通用名	儿科适应症
已上市	伊可新	维生素 AD 滴剂	可用于婴幼儿的维生素 A 及 D 补充剂
	盖迪欣	复方碳酸钙泡腾片	可用于婴幼儿的钙补充剂
	伊甘欣	甘草锌颗粒	可用于婴幼儿的锌补充剂

	右旋糖酐铁口服液	右旋糖酐铁口服液	可用于婴幼儿的铁补充剂
	氨溴特罗口服溶液	氨溴特罗口服溶液	可治疗婴幼儿哮喘及咳嗽
正申请	利福昔明干混悬剂	利福昔明干混悬剂	可治疗儿童腹泻或肠道感染
	美敏伪麻口服溶液	美敏伪麻口服溶液	可用于减轻儿童普通感冒及流行感冒引发的咳嗽、鼻塞等症状

资料来源：丁香园

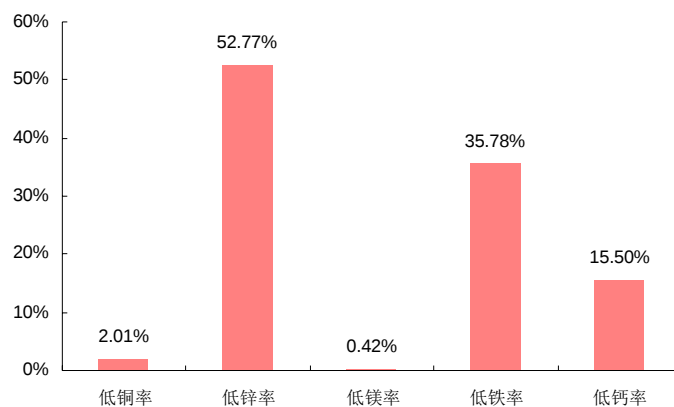
达因药业已上市的品种集中在婴幼儿营养素补充方面,目前我国婴幼儿普遍出现维生素 A 及 D、钙、铁、锌等缺乏症,公司已能提供系统解决方案。此外通过在审批品种我们可以看出,待上市品种多为儿科医生常用治疗药物,公司正积极向儿童常见病用药领域扩展,进一步拓宽成长空间。

图：福建省 5 岁以下儿童不同年龄间维生素 A 缺乏统计



资料来源：《中国妇幼保健》

图：长春市 0-6 岁儿童营养状况调查分析



资料来源：《实用预防医学》

表：我国儿童病分类及疾病分类构成比例情况

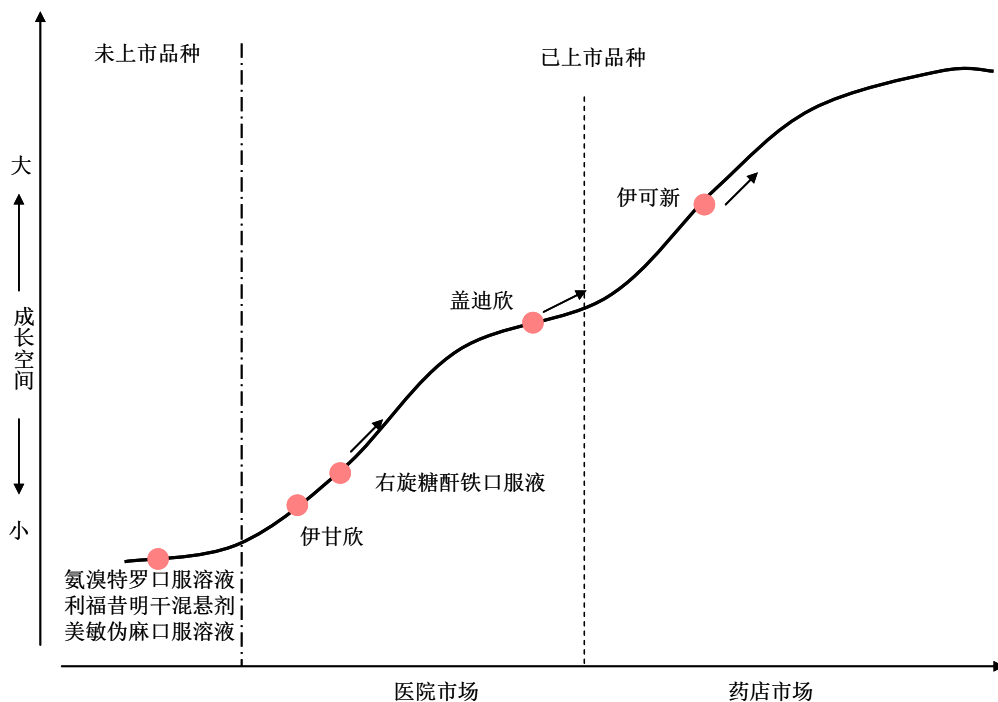
疾病种类	0-4 岁儿童患病率 (%)	疾病分布比例 (%)	5-14 岁儿童患病率 (%)	疾病分布比例 (%)
呼吸系统疾病	160.91	79.82	74.41	73.96
消化系统疾病	20.43	10.13	9.15	9.09
传染病	5.90	2.93	4.80	4.77
皮肤和皮下组织疾病	5.37	2.66	2.54	2.52
损伤和中毒	2.20	1.09	2.01	2.00
眼及附器疾病	1.50	7.40	2.24	2.23
其它	5.30	2.62	5.32	5.32
总体	201.61	100.00	100.61	100.00

资料来源：2006 年卫生部资料

医院渠道的成功推广有助于建立药品值得信赖的品牌形象和专业地位,由于达因主营药品均为婴幼儿常见药,更大比例的消费者会直接去药店购买,品种在医院市场份额逐步成熟稳定后,由于在消费者心中已经有了先入为主的印象,可将其主战场逐步转移到药店市场,这将显著的扩大品种的成

长空间。目前达因药业随着产能瓶颈解决，正在采取这样一种稳步成长策略，品种梯队已经基本建立起来。

图：公司产品梯队未来从医院线向药店线的成长示意



资料来源：东方证券研究所

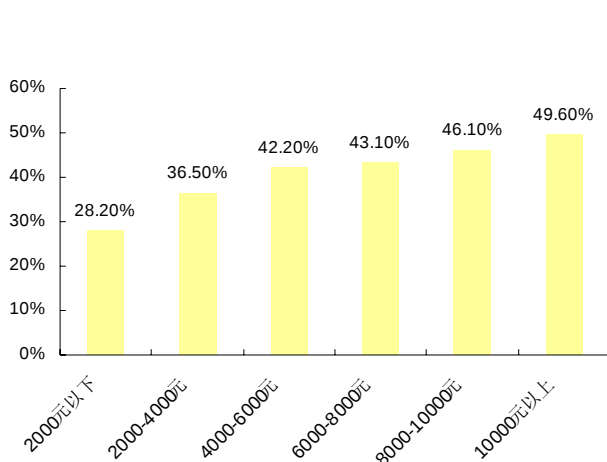
具体分品种来分析，我们认为支撑公司未来三年发展的主力仍是伊可新及二线品种盖迪欣等。

伊可新：仍然存在巨大的需求空间

已有的调查表明，一线城市、省会城市消费者信任伊可新的比例明显高于中小城市，而随着家庭月收入的提高，选择伊可新的比例在明显上升。造成这种情况的原因在于达因药业之前营销重点放在北京、上海等大城市，未来随着该市场的饱和，销售下沉成为必然选择，我国居民整体消费水平的提高也将使得中小城市市场充满吸引力。

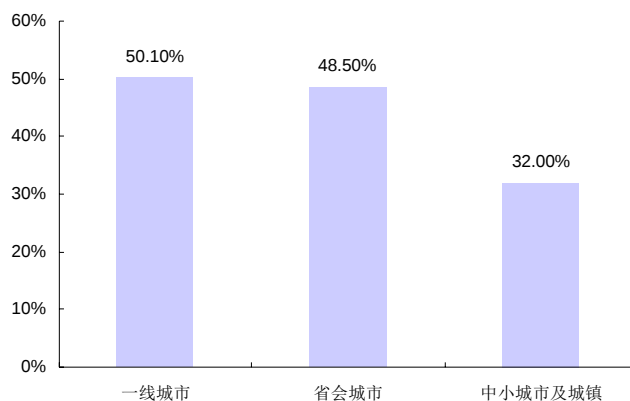
通过浏览公司论坛，我们注意到自 2010 年下半年开始，在浙江杭州、湖北荆门、辽宁抚顺、云南曲靖、山西高平、内蒙古赤峰、广东深圳、河北石家庄、福建三明等地的消费者均不同程度的抱怨在当地药店买不到伊可新，这从侧面体现出伊可新在中小城市的覆盖度较低，而深圳和杭州等地的药店出现缺货现象也反映出市场的需求旺盛。

图：调查结果显示不同收入家庭对伊可新品牌的选择



资料来源：《2009 中国婴幼儿消费市场 3.15 年度报告》

图：调查结果显示不同地区消费者对伊可新品牌的选择



资料来源：《2009 中国婴幼儿消费市场 3.15 年度报告》

盖迪欣：药店市场尚未开发

盖迪欣是碳酸钙泡腾颗粒，适合给宝宝喂养，该产品自 2004 年上市后，每年的增长率均在 50% 以上，主要在医院销售，和伊可新实现渠道共享。由于目前婴儿需要同时补充维生素 AD 和钙，因此盖迪欣搭配伊可新成为医生的常备选择之一，这也是盖迪欣快速成长起来的关键。

盖迪欣 2010 年销售额接近 4000 万，考虑到公司目前大力开拓 OTC 渠道，我们认为盖迪欣 2011-2012 年有望达到过亿规模，这是因为盖迪欣目前主要通过医院处方形式销售，在药店尚难觅其踪，而补钙产品的主要销售区域仍是在药店，盖迪欣上市将近 7 年，在消费者心中已经形成一定知名度，随着产能瓶颈的解决，盖迪欣将在药店市场获得更广阔的成长空间。

● 加大宣传力度有望解决发展瓶颈

目前儿童营养补充类产品可以分为两大类，一类是 OTC 类药品，达因药业基本所有产品均属于此，另一类是保健品，这两大类产品的功能基本一致导致相互间存在明显的竞争。我们以鱼肝油市场为例，走访了上海市的几家药店了解竞争格局。

表：走访上海市几家药店了解到的基本情况

	医师第一推荐	所推荐产品基本情况	医师对所推荐产品的评价	医师对伊可新的评价
瞿溪路一药店	达因药业伊可新	OTC 药品、18-19 元/20 粒	老品牌、滴剂适合幼儿服用	
建国西路一药店	双鲸药业鱼肝油	OTC 药品、24-26 元/30 粒	更加便宜	无
瑞金二路一药店	达因药业伊可新	OTC 药品、18-19 元/20 粒	老品牌、滴剂适合幼儿服用	
蒙自路一药店	达因药业伊可新	OTC 药品、18-19 元/20 粒	比较有名、很多人选用	
马当路一药店	汤臣倍健鱼肝油	保健品、110-120 元/100 粒	原料进口、服用安全	为药品、可能不安全
瑞金南路一药店	金奇仕婴幼儿鳕鱼肝油	进口食品、140-150 元/60 粒	进口食品、富含营养因子	为药品、可能不安全

资料来源：市场调研

通过实地走访，我们发现一方面伊可新在鱼肝油类 OTC 药品中占据主导地位，另一方面各种补充鱼肝油的食物或保健品是伊可新的主要竞争对手，这类产品一般单价较高、在药店中可以为医师获得更高的提成，从而往往成为他们的第一推荐。尽管伊可新已经在医院获得众多医生的信任，但产品的销售主要发生在终端药店，而自身相对较低的价格势必难以引起药店的热情。此外伊可新和盖迪欣正在加大在药店的覆盖力度，更广阔区域的自然销售需要广告宣传进行拉动。

目前达因药业已经意识到这点，公司正在筹备广告宣传，形成脍炙人口的品牌形象，从而彻底占据医院和消费者两个终端。2011 年 2 月 25 日，达因药业与品类营销机构正式确立广告方案合作，4 月 7 号广告片正式开拍，其合作方品类营销机构在 OTC 类消费品领域有多个成功案例。

图：达因药业合作伙伴品类营销已作过的广告案例



资料来源：品类营销网站

3.2 环保业务：二氧化氯装置逐步大规模应用

环保工程业务主要由山东山大华特环保科技事业部经营，主要产品有纸浆漂白用二氧化氯制备装置、高、低浓度消毒剂的制备设备及相关化学品，涉足纸浆及印染漂白、大型工业水处理、城市污水处理等领域的工程项目，目前是国内规模最大、国际知名的二氧化氯制备装置专业制造商。

表：国内主要的大型二氧化氯装置供应商

公司名称	公司情况简述	二氧化氯制备技术	主要业绩和行业地位
成都锦兴绿源环保科技有限公司	三大类产品：漂白二氧化氯制备系统、中央空调消毒产品和空气除臭保鲜药剂产品	ZZPB206 型氯酸钠 甲醇还原法工艺	2009 年 9 月为中冶美利峡山纸业提供 6 吨/天 二氧化氯制备装置试车
广西博世科环保科技股份有限公司	在废水厌氧和深度处理、纸浆漂白用大型二氧化氯制备等方面处于国内领先水平	BSC 型甲醇组合 还原法工艺	2009 年已获得南糖股份 8 吨/天、永凯糖业 8 吨/天、田东纸业 8 吨/天 等 5 家二氧化氯制备装置项目订单

山东山大华特科技 其环保分公司是小型二氧化氯发生器、消毒
 股份有限公司 剂专业制造企业

HTLP 和 HTHP 系列纸浆
 漂白用二氧化氯制备设备

为山东泉林纸业提供 3 吨/天二氧化氯
 制备装置，为山东日照华泰纸业提供 8
 吨/天二氧化氯制备系统

资料来源：《纸和造纸》杂志

我们判断未来公司在纸浆漂白用二氧化氯制备领域将迎来重要发展，判断依据来自于以下三个方面：

- **技术领先：**无元素氯（ECF）漂白和全无氯（TCF）漂白技术分别代表了两种不同方向的清洁化纸浆漂白技术，其中作为 ECF 漂白最主要代表的二氧化氯漂白技术是目前最可靠、最经济、成浆质量也最好的漂白技术，可以提高纸张柔韧度、同时达到更高环保要求；
- **政策支持：**国家发改委于 2007 年 11 月颁布的《造纸产业发展政策》，鼓励无元素氯或全无氯漂白技术应用，2008 年 8 月开始实施国家环保部颁发的《制浆造纸工业水污染物排放标准》中，对新建企业的车间废水排放有了更高要求，这也要求新建造纸厂采用清洁化的纸浆漂白技术；
- **价格更有竞争力：**从国外引进纸浆漂白用二氧化氯制备系统耗资巨大，进口一套日产 8 吨的 R8 法二氧化氯制备系统共需人民币 4000 万元左右，而国产设备仅需 1000-2000 万元，另外进口设备交货周期长、维修慢，这有利于二氧化氯制备系统国产化；

表：我国目前采取二氧化氯漂白的企业

企业名称	设计规模/ 万吨	备注
福建邵武中竹纸业	5	拟再建一条含二氧化氯的新生产线
广西贺达纸业	6	
南宁凤凰纸业	8	
广西柳江纸业	4	新近又引进 1 条含二氧化氯制备系统的二手制浆生产线,但尚未投产
吉林晨鸣纸业	5	原吉林造纸厂,二氧化氯制备系统尚未投产
内蒙扎兰屯纸业	4	企业停产
湖南泰格沅江纸业	7	湖南泰格集团
海南金海浆纸	50	APP 集团
广东鼎丰纸业	5	原广宁造纸厂
山东亚太森博	12	原山东日照厂
云南云景林纸	4	原云南思茅厂
四川雅安中竹纸业	5	原四川雅安厂
贵州赤天化纸业	8	即将投产
湖南泰格怀化项目	20	在建
四川永丰新项目	12	在建
山东博汇纸业	8	在建
重庆理文纸业	8	在建

资料来源：《纸和造纸》杂志

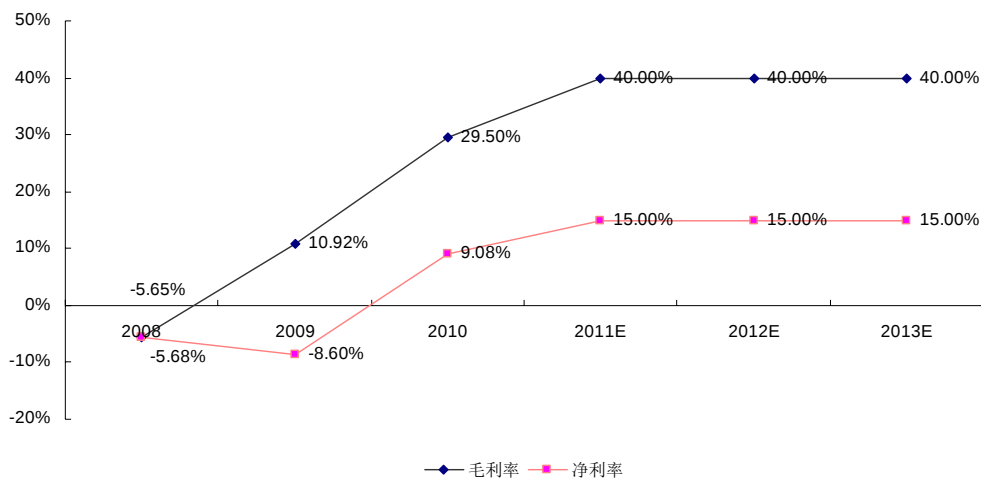
国家造纸工业十二五规划有望出台，淘汰落后产能、追求绿色发展道路将是主旋律，2007-2009年，我国造纸行业已经淘汰落后产能 600 万吨，未来这一速度有望继续加快，落后小产能的出局将带动大型纸浆生产企业新生产线的建设，这将为二氧化氯制备系统带来了市场空间。

3.3 教育资源：扭亏为盈、带来额外收益

公司目前拥有 83.67% 的卧龙学校股权，其他部分为沂南县教育体育局。卧龙学校是在山东省沂南县投资设立的股份制全日制学校，主要从事初中、高中阶段的学生教育，共有教职工 1000 余人、学生 16000 余人。由于学校地处偏远、招生规模一度受到限制，卧龙学校 2007-2009 年一直处于亏损状态。

随着 2010 年 7 月 30 日公司与山东省沂南县教育局签订协议，山东省沂南县教育局自 2010 年开始承担卧龙学校全部编制内教职工工资及社会保险金（养老金、医疗保险、住房公积金、工伤保险）等总支出的 90%。由于教职工工资在教育成本的占比在 40% 以上，所以教职工工资负担的解除，显著提高了卧龙学校的毛利率和净利率。这一协议在 7 月份开始实施，因此卧龙学校 2011 年毛利率和净利率预计仍将有进一步提升。

图：华特卧龙学校未来三年毛利率和净利率预计



资料来源：东方证券研究所

4 风险提示

- 1) 环保工程业务结算造成整体利润波动的风险
- 2) 公司对达因药业控制力偏弱

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	417	623	906	1,241	营业收入	560	700	868	1,013
现金	204	347	591	892	营业成本	179	205	241	270
应收账款	64	93	108	125	营业税金及附加	9	10	13	15
其它应收款	12	23	26	29	营业费用	140	168	208	233
预付账款	20	32	38	41	管理费用	52	66	82	96
存货	68	78	94	104	财务费用	31	20	16	9
其他	49	50	50	50	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	722	735	714	713	公允价值变动收益	—	—	—	—
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	6	—	—	—
固定资产	390	385	366	370	营业利润	151	226	303	386
无形资产	190	182	174	166	营业外收入	2	5	5	5
其他	139	165	171	175	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,138	1,358	1,620	1,954	利润总额	153	230	307	390
流动负债	386	423	454	484	所得税	21	30	40	51
短期借款	130	137	138	135	净利润	132	200	267	339
应付账款	72	72	84	95	少数股东损益	62	90	113	135
其他	184	214	232	255	归属于母公司净利润	71	110	155	204
非流动负债	103	86	86	86	EBITDA	208	275	350	426
长期借款	86	86	86	86	EPS (元)	0.39	0.61	0.86	1.13
其他	17	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	489	508	539	570	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	232	322	434	570	成长能力				
股本	180	180	180	180	营业收入	12.2%	24.9%	24.1%	16.6%
资本公积	35	35	35	35	营业利润	33.9%	49.4%	34.2%	27.2%
留存收益	203	313	432	600	归属于母公司净利润	105.0%	56.4%	40.2%	31.9%
归属母公司股东权益	418	528	647	814	获利能力				
负债和股东权益	1,138	1,358	1,620	1,954	毛利率	68.1%	70.6%	72.3%	73.3%
现金流量表					净利率	8.4%	12.6%	15.8%	17.8%
单位:百万元					ROE	16.9%	20.9%	23.9%	25.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	17.9%	19.8%	21.1%	21.3%
经营活动现金流	190	191	324	381	偿债能力				
净利润	132	200	267	339	资产负债率	42.9%	37.4%	33.3%	29.2%
折旧摊销	26	29	30	31	净负债比率				
财务费用	31	20	16	9	流动比率	1.08	1.47	2.00	2.56
投资损失	(6)	—	—	—	速动比率	0.90	1.29	1.79	2.35
营运资金变动	19	(48)	(11)	1	营运能力				
其它	(13)	(10)	20	0	总资产周转率	0.50	0.56	0.58	0.57
投资活动现金流	15	(31)	(30)	(30)	应收账款周转率	8.72	8.89	8.55	8.61
资本支出	(39)	(30)	(30)	(30)	应付账款周转率	2.81	2.86	3.08	3.02
长期投资	7	1	(0)	0	每股指标 (元)				
其他	46	(2)	1	(0)	每股收益	0.39	0.61	0.86	1.13
筹资活动现金流	(181)	(17)	(50)	(48)	每股经营现金流	1.05	1.06	1.79	2.11
短期借款	(17)	7	1	(3)	每股净资产	2.32	2.93	3.59	4.52
长期借款	(74)	—	—	—	估值比率				
普通股增加	—	—	—	—	P/E	47.9	30.6	21.8	16.6
资本公积增加	(5)	—	—	—	P/B	8.1	6.4	5.2	4.1
其他	(84)	(24)	(51)	(45)	EV/EBITDA	16.4	12.4	9.7	8.0
现金净增加额	24	143	244	302					

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

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年一季报，东证资管持有山大华特（000915.SZ）股票2000000股，占总股本1.11%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师声明

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