

践行医药直销，保持区域领先

事件：

瑞康医药首次发行不超过 2,380 万股。

研究结论

● 合理价格区间为 28.98 - 32.85 元

根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.97 元、1.26 元、1.66 元，以 2011 年的预测市盈率 30-34 倍计，对应合理价格区间为 28.98 - 32.85 元。

● 实际控制人为韩旭和张仁华夫妇

发行人的控股股东及实际控制人为韩旭、张仁华夫妇，合计持有发行人 48,486,239 股股份，占发行人发行前总股本的 69.27%。

● 公司是山东医药商业直销市场领先者

公司是在山东省医药商业销售规模位列第三位，同时，发行人在医院直配市场处于山东省医药商业领先地位。而且其在基础医疗市场的覆盖率也在迅速提高中。受制于上市进程，公司收购力度不大，在上市完成后或将进行适当收购充实公司渠道。

● 深耕直销模式，业务发展迅速

公司认为在中国医药市场要减少流通环节的大趋势下，直销模式将是医药流通市场未来的主流。公司已经在此深耕数年，终端覆盖了高端和基础市场，产品串联起上下游企业，而且在合法合规的前提下具有区域优势。公司过去几年业务不断发展，而且受益于直销模式及本身管理的效率，公司费用率低于行业平均，所以公司盈利性较好。预计未来无论医药工业还是终端市场均将进一步发展，公司前景可期。

● 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 2,380 万股，募集资金主要用于山东济南和烟台两个药品现代物流配送项目的建设。公司已经实现了对市场的极高覆盖，也与上下游保持了良好的合作，募投项目将进一步增加公司仓储能力，为公司发展奠定基础。

● 风险提示

行业竞争加剧风险、仓储系统管理风险、实际控制人风险等。



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

联系人

宋敏

8621 - 63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

合理股价区间	28.98 - 32.85 元
发行后总股本（万股）	9,380
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 5 月 25 日

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2213	3097	4229	5742	
同比(%)	38%	40%	37%	36%	
归属母公司净利润	62	91	119	156	
同比(%)	39%	46%	31%	32%	
毛利率(%)	8.3%	8.0%	7.7%	7.5%	
ROE(%)	21.0%	23.4%	23.5%	23.9%	
每股收益(元)	0.66	0.97	1.26	1.66	

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。

目 录

1 合理价格区间为 28.98-32.85 元	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	6
3.1 公司是山东医药直销行业领先者	6
3.2 公司实际控制人为韩旭和张仁华夫妇	7
4 业务分析	7
4.1 公司主营业绩保持高速增长	7
4.2 业务增长各驱动因素	9
4.3 财务比率稳定，盈利能力突出	9
5 竞争力分析	10
5.1 区域覆盖率和占有率较高	10
5.2 上下游均有优质合作伙伴	11
5.3 现代物流能力	12
6 募集资金项目分析	12
7 风险提示	13

图表目录

图 1：医药商业模式	6
图 2：公司 IPO 后股权结构图	6
图 3：公司近三年销售收入及增速	8
图 4：公司近三年净利润及增速	8
图 5：上游行业发展对医药商业的驱动	9
图 6：下游行业发展对医药商业的驱动	9
图 7：公司近三年毛利水平	9
图 8：公司近三年销售费用率和管理费用率变动情况	10
图 9：公司在山东省医药流通市场占有率	11
图 10：公司现代医药配送物流基地辐射范围	13
表 1：可比公司估值	4
表 2：公司销售收入分渠道类别预测表	4
表 3：公司盈利预测表	5
表 4：公司 IPO 前后股本变化	7
表 5：公司各业务模式近三年对业绩的贡献	8
表 6：公司各级别医院覆盖	11
表 7：公司募集资金项目情况	12
附表：财务报表预测与比率分析	14

1 合理价格区间为 28.98-32.85 元

根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.97 元、1.26 元、1.66 元，以 2011 年的预测市盈率 30-34 倍计，对应合理价格区间为 28.98-32.85 元。

表 1：可比公司估值

简称 (5/24)	每股收益 (元)				市盈率			
	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
一致药业	0.9100	1.1632	1.5058	1.9090	32.44	25.28	19.52	15.40
华东医药	0.3604	0.5856	0.8384	0.6296	47.20	29.05	20.29	27.02
嘉事堂	0.3600	0.3990	0.5593	0.0000	56.63	43.06	30.72	0.00
英特集团	0.2000	0.2796	0.3615	0.4435	77.99	57.01	44.09	35.94
广州药业	0.3290	0.4789	0.5840	0.7005	50.33	34.62	28.39	23.67
国药股份	0.6475	0.8419	1.0486	1.2269	25.73	19.79	15.89	13.58
九州通	0.2700	0.3847	0.5103	0.8914	50.96	32.96	24.85	14.23
上海医药	0.3700	0.3687	0.4294	0.5086	41.48	35.99	30.90	26.09
平均	0.43	0.56	0.73	0.79	47.85	34.72	26.83	19.49

资料来源：WIND，东方证券研究所

2 盈利预测

主要假设：

- 预计公司高端医疗市场的增速保持过去几年的增速；
- 预计在公司大力发展下基础医疗市场会有更快增速；
- 预计销售费用率和管理费用率略有下降，但考虑到募投项目增加折旧，总体变动不大；
- 公司今后执行25%的所得税率；

表 2：公司销售收入分渠道类别预测表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
高端医疗市场	销售收入	943.97	1296.80	1791.29	2463.13	3302.92	4364.38
	增长率		37.38%	38.13%	37.51%	34.09%	32.14%
基础医疗市场	销售收入	44.86	72.56	127.49	251.87	448.10	804.20
	增长率		61.73%	75.71%	97.55%	77.91%	79.47%
其他	销售收入	158.25	232.20	294.21	382.48	478.10	573.72
	增长率		46.73%	26.71%	30.00%	25.00%	20.00%
销售收入合计	销售收入	1147.09	1601.56	2212.99	3097.48	4229.12	5742.30
	增长率		39.62%	38.18%	39.97%	36.53%	35.78%

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

根据以上假设，我们预计 2011-2013 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 0.91 亿元、1.19 亿元、1.56 亿元，同比增长 46%、31%、32%，实现摊薄后每股收益为 0.97 元、1.26 元、1.66 元。

表 3：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2213	3097	4229	5742
营业成本	2030	2849	3902	5314
营业税金及附加	4	5	7	9
营业费用	40	55	75	102
管理费用	33	47	68	92
财务费用	19	15	14	12
资产减值损失	3	3	3	3
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	85	123	160	210
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	83	121	158	208
所得税	21	30	40	52
净利润	62	91	119	156
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	62	91	119	156
EBITDA	104	141	179	227
EPS (元)	0.66	0.97	1.26	1.66

资料来源：东方证券研究所

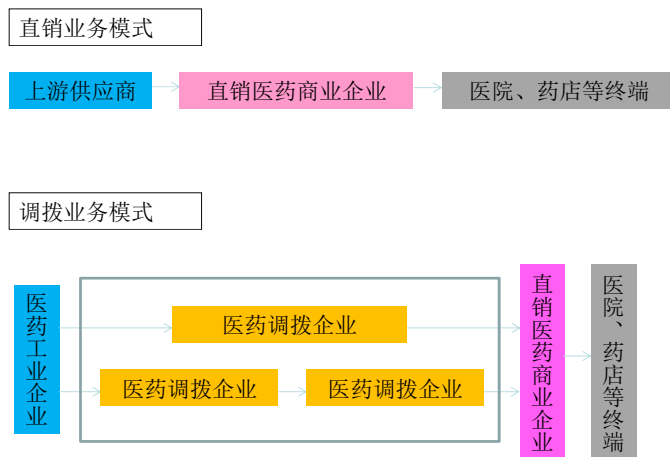
3 公司简介

3.1 公司是山东医药直销行业领先者

公司是一家高成长性的、中型的药品直销服务商，以山东省为目标市场、以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务、以商业分销为补充，公司具备药品现代物流资质和能力、可采用电子商务等现代化交易手段经营，在医药商业领域深耕直销模式。

公司直销业务模式的特点：因中间环节减少导致毛利率水平较高、因直接面向终端而掌控能力强、因渠道覆盖率高而对医药工业企业的价格谈判能力强、争取医药工业企业配送权时占优势。多个省份已在招标采购中进行了大量的渠道管理探索，并明确提出了“两票制”的管理概念，渠道扁平化已经成为中国医药商业最重要的发展趋势之一。在中央精神的指导下，未来医药商业的主模式为一级渠道模式，即直销业务模式，符合公司的销售模式。

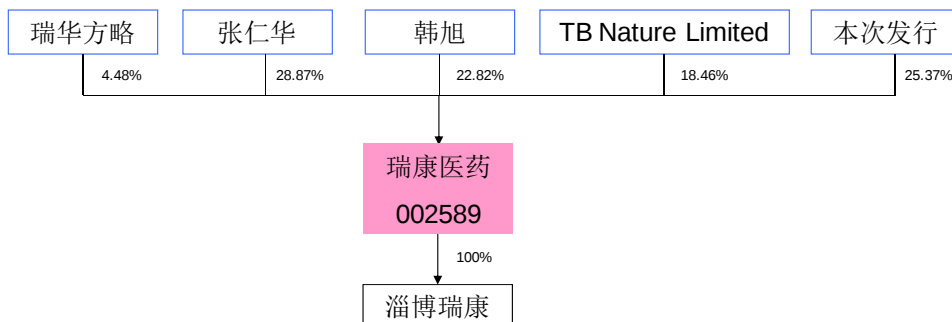
图 1：医药商业模式



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

公司前身山东瑞康药品配送有限公司成立于 2004 年，并于 2009 年整体变更。公司的发起人为瑞康配送整体变更前的全体股东，包括韩旭先生、张仁华女士、TB Nature Limited 和青岛睿华方略医药咨询服务有限公司。

图 2：公司 IPO 后股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

3.2 公司实际控制人为韩旭和张仁华夫妇

自公司成立以来，实际控制人一直为韩旭、张仁华夫妇，两人合计持有公司 4,848.62 万股股份，占公司上市前股权比例的 69.27%、上市后股权比例的 51.69%，其中韩旭持股 2,140.67 万股，张仁华持股 2,707.95 万股。

表 4：公司 IPO 前后股本变化

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（%）
张仁华	2707.95	38.69%	2707.95	28.87%
韩旭	2140.67	30.58%	2140.67	22.82%
TB Nature Limited	1731.57	24.73%	1731.57	18.46%
青岛睿华方略	419.81	6.00%	419.81	4.48%
社会公众股	-	-	2380.00	25.37%
合计	7000.00	100.00%	9380.00	100.00%

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

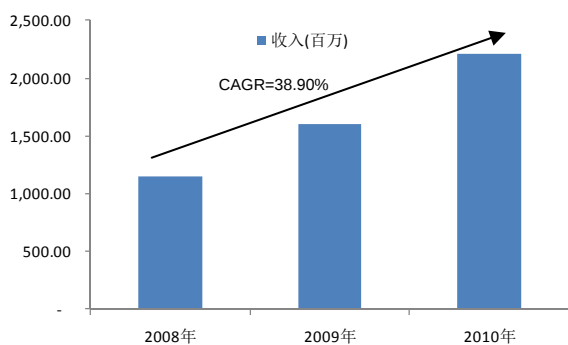
4 业务分析

公司自设立以来，主营业务未发生重大变化。公司依托先进的物流设备和管理信息系统，有效地整合营销渠道的上、下游资源，通过优化药品供销配环节中的验收、存储、分拣、配送、信息交流等作业过程，提高订单处理能力，减少货物分拣差错，缩短库存及配送时间，降低物流成本，提高服务水平和资金使用效益，实现药品销售的规模化、自动化、信息化和效益化。

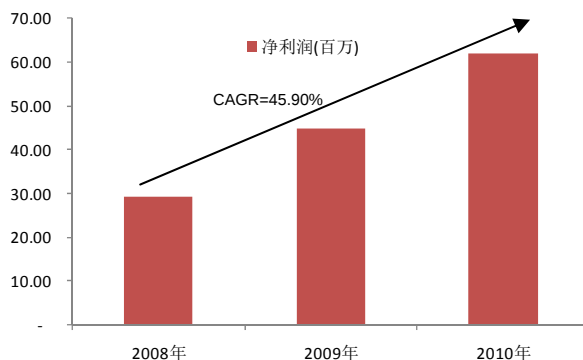
4.1 公司主营业绩保持高速增长

公司只有一家全资子公司，拓展了公司在淄博的市场，而公司的发展方向应该是内生性增长与外延性扩张并举的，可能此前受制于公司的上市进程而减少了此类活动，随着公司上市的完成，预计将有更多收购开始进行。与国控、上药等行业巨头不同，我们预计公司的收购会注重于渠道的拓展和政府关系的维护，将重视有一定体量但并不庞大、有相当渠道资源和一定政府关系的公司，我们认为这样能减少并购后的整合问题，迅速将公司自身的资源优势注入到标的企业的渠道，并以先进的管理经验拓展业绩。

而在公司并无重大并购的情况下，过去三年公司内生性增长已经非常可观，公司 2008 到 2010 年分别实现销售收入 11.47 亿元、16.02 亿元和 22.13 亿元，年复合增长率为 38.90%。实现归属于母公司的净利润 0.29 亿元、0.45 亿元和 0.62 亿元，年复合增长率为 45.90%。

图 3：公司近三年销售收入及增速


资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图 4：公司近三年净利润及增速


资料来源：公司招股书、东方证券研究所

公司主营业务收入主要来自对规模以上医院的直销。公司将其客户终端为三级和二级医院的划分为高端医疗市场；一级医院和零售（单店及连锁）划分为基础医疗市场；将分销等业务等视作其他。公司目前针对高端市场约有 190 名员工、针对基础医疗市场约有 300 名员工，随着国家基药政策的进一步落实，公司会加大对基础医疗市场的占有力度。

表 5：公司各业务模式近三年对业绩的贡献

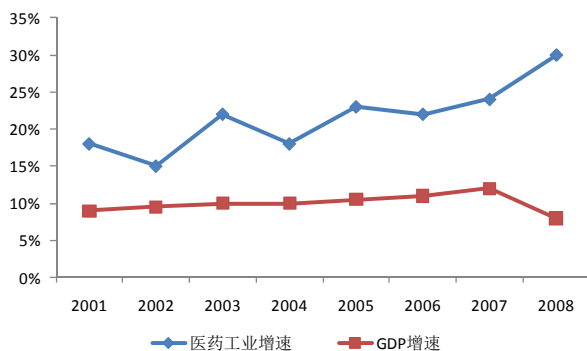
(单位：万元)	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例
规模以上医院	179,129	80.94	129,680	80.97	94,397	82.29
一级医院	10,524	4.76	5,792	3.62	3,279	2.86
零售商业	2,225	1.01	1,463	0.91	1,207	1.05
其他商业公司	29,421	13.29	23,220	14.50	15,825	13.80
合计	221,299	100.00	160,156	100.00	114,709	100.00

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

4.2 业务增长各驱动因素

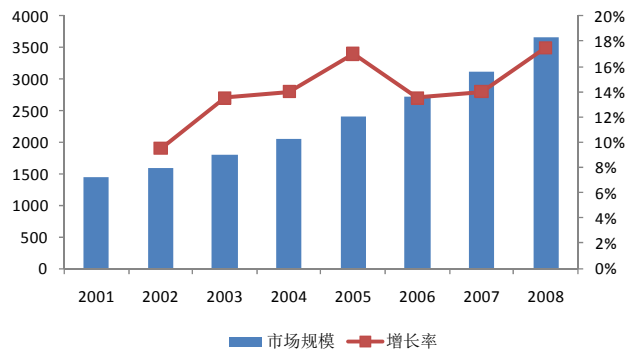
医药商业企业是连接制药公司与终端医院的中间环节，上游和下游的发展均能促进行业的增长。

图 5：上游行业发展对医药商业的驱动



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图 6：下游行业发展对医药商业的驱动



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

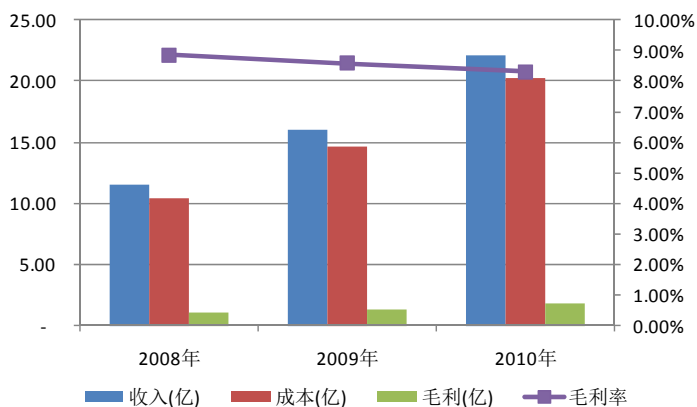
中国医药工业增长很快，过去十年的增速原超 GDP 增速。但我国的现状是，我国的医疗保健开支与世界相比仍很低，人均医疗费用更低，宏观上医疗开支占 GDP 的比例也很低，所以我国未来医药工业的发展预计仍有很大空间，将在过去发展的基础上可能有更高的增速。

而下游的医药市场发展也很迅速，随着我国人口的增加、老龄化的趋势以及疾病谱的发展，预计我国医疗市场的发展会很快，为中上游行业提供了很大的空间。

4.3 财务比率稳定，盈利能力突出

公司几年来各财务比率较为稳定，盈利能力较为突出。首先由于直销模式减少了流通业务的中间环节，公司能享受相对更高的毛利率。

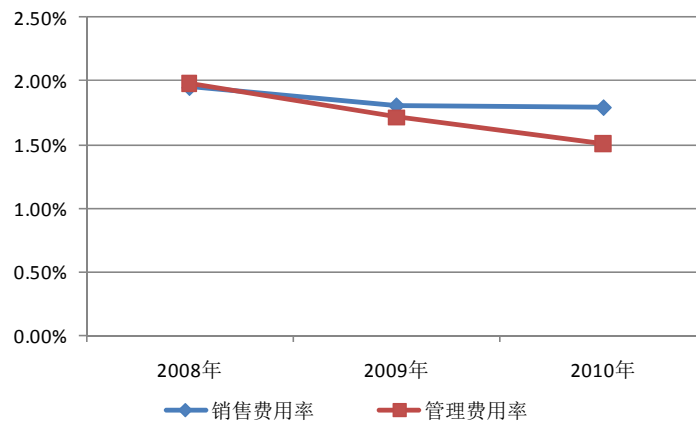
图 7：公司近三年毛利水平



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

随着公司经营规模效应的逐步凸显和公司对费用的有效控制，在营业收入不断大幅上升的情况下，销售费用率呈逐年下降的趋势；随着公司业务规模的增长，同时经营管理工作不断完善以及有效的费用控制，报告期内，公司的管理费用率也呈逐年下降的趋势。

图 8：公司近三年销售费用率和管理费用率变动情况



资料来源：公司招股书

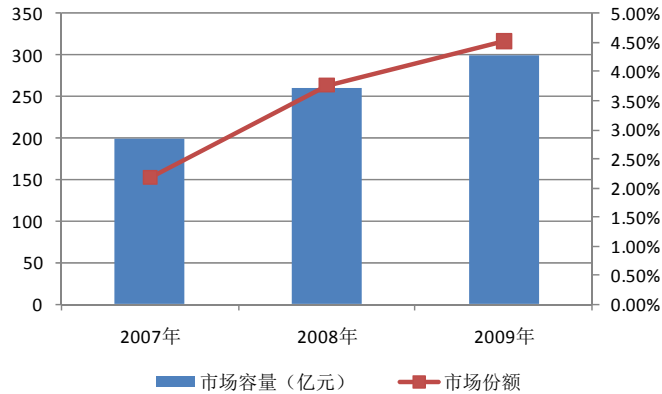
上市公司中医药商业公司平均的销售费用率和管理费用率分别约为 4%和 2.5%左右，本公司的期间费用率低于行业平均，体现出公司具有良好的费用控制能力，也体现出直销模式相对分销模式在费用上的节省。

5 竞争力分析

5.1 区域覆盖率和占有率较高

截至 2010 年末，本公司对山东省内三级医院覆盖率为 97.67%，二级医院覆盖率为 60.58%，基础医疗覆盖率为 39.16%，基本实现了山东省内三级医院的全面覆盖。而这些比率在 2011 年已经有了进一步的提升，预计公司对基础医疗市场也将接近全覆盖。

另据统计，2007-2009 年山东省医院市场药品配送规模分别为 200 亿元、260 亿元和 300 亿元，据此测算公司在山东省医院药品配送的市场份额约 3%左右，公司已取得了一定的市场份额，且未来仍有广阔的发展空间。

图 9：公司在山东省医药流通市场占有率


资料来源：公司招股书

预计未来山东医药市场增速将维持在 12%-15% 左右，则到 2015 年市场份额将约 650 亿左右，再保守假设公司市场占有率稳步提升至 10%，公司的销售额将超过 50 亿，更有机会追求成为“十二五”规划中培育的 20 家百亿元级企业。

公司的终端覆盖的迅速增长支持其业绩的增长，2008-2010 年公司医疗直接覆盖率呈持续上升趋势。公司在山东省内规模以上医院终端的覆盖数量由 2008 年的 224 家上升到 2010 年的 333 家，覆盖率由 2008 年的 45.07% 上升到 2010 年的 67.00%；基层医疗机构的覆盖数量由 2008 年的 685 家上升到 2010 年的 988 家，覆盖率由 2008 年的 27.15% 上升至 2010 年的 39.16%，均呈迅速增长趋势。

5.2 上下游均有优质合作伙伴

本公司在不同级别的医院均有较高覆盖率，且医院级别越高，公司的覆盖率越高，表明本公司终端客户具有较高质量。公司在山东省内三级医院覆盖率由 2008 年的 77.91% 提升至 2010 年的 97.67%，即基本实现了三级医院的全覆盖。高质量的终端客户具有如下几个特性：一是药品需求量大；二是回款较有保障；三是具有医疗中心的地位，对市场影响力大。上述特性决定了为这些医疗单位配送的医药商业企业对医药工业企业的谈判能力强，且利于公司的回款，从而可以保证公司业务和利润的持续增长。

表 6：公司各级别医院覆盖

	2010 年		2009 年		2008 年	
	数量	覆盖率	数量	覆盖率	数量	覆盖率
三级医院	84	97.67%	84	97.67%	67	77.91%
二级医院	249	60.58%	222	54.01%	157	38.20%
基础医疗	988	39.16%	837	33.17%	685	27.15%

资料来源：公司招股书

另一方面，公司的上游合作医药工业企业的质量也较高，大部分全国工业百强企业均与公司建立了良好的业务合作关系，将有力提高公司的市场规模及利润水平。公司拥有了更多的产品，将更好地为下游服务，形成良性循环。

5.3 现代物流能力

公司购置建设用地，新建和扩建现代物流仓库，打造配送能力覆盖全省的现代物流平台，并构建计算机信息管理系统，推广电子标签、手持终端的使用，公司现代物流能力建设已符合山东省政府相关要求，这将有利于公司争取基本药物的配送权，有利于公司在全省药品挂网招标采购中获得更多的配送授权，且有利于公司取得基本药物的配送权。

6 募集资金项目分析

公司在山东拥有较强的区域优势，在上下游均建立起良好的合作关系后，进一步的发展受制于自身仓储能力和资金能力。此次募投项目将在山东的东西两个区域建立起较大的仓储能力，为公司向整个山东的发展、乃至以后向外发展打下坚实基础。

公司本次拟向社会公众发行不超过 2380 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25.37 %。本次发行募集资金全部用于公司主营业务，具体项目如下：

表 7：公司募集资金项目情况

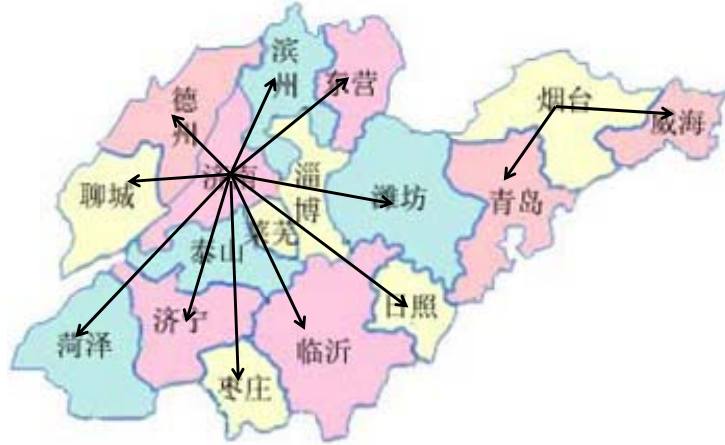
序号	项目名称	项目报批 总投资	拟投入 募集资金	备案/核准情况
1	山东瑞康医药股份有限公司（济南）药品现代物流配送项目	21,135	21,135	鲁发改外资 [2010]350 号
2	山东瑞康医药股份有限公司（烟台）药品现代物流配送项目	6,278	6,278	鲁发改外资 [2010]349 号
	合计	27,413	27,413	

资料来源：公司招股书

项目建设将显著提升公司仓储能力，满足基本药物制度的建立、基础医疗市场的发展对医药商业企业提出的更高要求。

其中济南项目的建设将有助于公司开拓山东中、西、北部市场，烟台项目的建设有利于稳固公司山东东部市场。

图 10：公司现代医药配送物流基地辐射范围



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

7 风险提示

行业竞争加剧风险

我国医药商业行业的集中度呈不断提升趋势。据统计,前十名医药商业企业的市场份额从 2001 年的 25.50% 上升至 2008 年的 35.04%; 未来,在医疗体制改革相关政策的推动下,医药商业的竞争将加剧,通过不断整合,市场集中度将进一步提高。

作为区域医药商业的领先企业，如公司不能抓住行业整合的有利时机，实现进一步的发展，将有可能丧失在行业内的竞争优势。

仓储系统管理风险

对医药商业企业而言，在流通过程中保证药品质量安全是首要任务。公司已通过 GSP 认证，根据 GSP 标准的要求，发行人建立、健全了严格规范的仓储管理体系，加强对药品仓储过程的质量监控，减少仓储过程出现和发生风险的概率，提高药品存放的安全水平。但仍存在公司无法完全避免因仓储设施故障、人员操作失误等原因，导致发生仓储系统管理风险的可能性。

实际控制人控制的风险

公司建立了完善的内部控制和制度，完善法人治理结构，降低实际控制人对本公司的控制力。但韩旭、张仁华夫妇作为发行人的实际控制人仍有可能通过所控制的股份行使表决权来对发行人的发展战略、生产经营和利润分配等决策产生重大影响。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1386	1764	2300	3016	营业收入	2213	3097	4229	5742
现金	350	303	303	303	营业成本	2030	2849	3902	5314
应收账款	790	1102	1505	2043	营业税金及附加	4	5	7	9
其它应收款	2	12	17	23	营业费用	40	55	75	102
预付账款	31	46	62	85	管理费用	33	47	68	92
存货	192	271	371	505	财务费用	19	15	14	12
其他	22	31	42	57	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	94	109	125	135	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	50	67	83	94	营业利润	85	123	160	210
无形资产	40	40	40	40	营业外收入	0	0	0	0
其他	4	2	2	2	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1479	1873	2425	3151	利润总额	83	121	158	208
流动负债	1183	1486	1919	2499	所得税	21	30	40	52
短期借款	256	243	221	190	净利润	62	91	119	156
应付账款	565	798	1093	1488	少数股东损益	0	0	0	0
其他	362	446	606	822	归属于母公司净利润	62	91	119	156
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	104	141	179	227
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.66	0.97	1.26	1.66
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1183	1486	1919	2499	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	70	94	94	94	营业收入	38.2%	39.9%	36.5%	35.8%
资本公积	152	128	128	128	营业利润	35.4%	44.4%	30.3%	31.2%
留存收益	74	165	283	430	归属于母公司净利润	38.8%	45.9%	30.8%	31.6%
归属母公司股东权益合计	296	387	505	652	获利能力				
负债和股东权益	1479	1873	2425	3151	毛利率	8.3%	8.0%	7.7%	7.5%
现金流量表					净利率	43.3%	2.8%	2.9%	2.8%
单位:百万元					ROE	21.0%	23.4%	23.5%	23.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	51.9%	42.4%	41.3%	41.3%
经营活动现金流	71	1	57	68	偿债能力				
净利润	62	91	119	156	资产负债率	80.0%	79.4%	79.2%	79.3%
折旧摊销	0	3	4	5	净负债比率				
财务费用	19	15	14	12	流动比率	1.17	1.19	1.20	1.21
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.01	1.01	1.01	1.00
营运资金变动	0	-113	-85	-112	营运能力				
其它	-10	5	5	6	总资产周转率	1.76	1.85	1.97	2.06
投资活动现金流	-38	-19	-20	-15	应收账款周转率	3	3	3	3
资本支出	38	20	20	15	应付账款周转率	4.14	4.18	4.13	4.12
长期投资	-0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-1	1	0	0	每股收益	0.66	0.97	1.26	1.66
筹资活动现金流	32	-28	-37	-53	每股经营现金流	0.75	0.01	0.60	0.72
短期借款	76	-13	-22	-31	每股净资产	3.16	4.12	5.39	6.95
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	24	0	0	P/E				
资本公积增加	0	-24	0	0	P/B				
其他	-44	-15	-14	-22	EV/EBITDA				
现金净增加额	65	-47	0	0					

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