

证券研究报告—深度报告

医疗保健

医药中间体

金城医药(300233)

合理价位: 19.00-23.00 元 发行价: 18.60 元

2011年6月21日

股票数据

总股本 (百万股)	121.0/25.0
总市值 (百万元)	2,250.6/465.0
沪深 300/深圳成指	2,646.48/11,509.98
12个月最高/最低 (元)	18.60/18.60

相关研究报告:

新股上市定价

国内头孢中间体领先企业

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S09805101200026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

●头孢侧链中间体领先者, 未来向其他医药中间体和特色原料药拓展

公司是国内头孢侧链中间体制造领先企业, 09年主要产品 AE-活性酯, 头孢克肟侧链, 头孢他啶侧链市场份额居国内第一, 呋喃铵居国内第二。公司 10 年实现收入 7.6 亿元、净利润 1.05 亿元, 净利率达 13.8%, 且过去 3 年净利率均超过 12%, 盈利水平高于多数下游头孢原料药及制剂企业。

11-13 年公司募投项目陆续投产将推动收入持续增长: 1) 3000 吨 AE-活性酯新工艺产业化已于 10 年 8 月部分投产, 11 年进一步释放产能; 2) 头孢克肟侧链 10 年已先期投入扩产; 3) 呋喃铵盐、7-AVCA 预计 2012 年投产。4) 未来将向头孢替安等其他类头孢中间体、以及谷胱甘肽等特色产品拓展。

●募投项目主要围绕现有产品线的产能扩建

公司此次发行 3100 万股, 发行价格 18.6 元, 不考虑发行费用共募资 5.766 亿元, 超募约 3 亿元。募投项目主要围绕现有主要产品 AE-活性酯, 头孢克肟侧链等的产能扩建, 并拓展新产品头孢母核中间体 7-AVCA 的产能建设。

●风险提示

1) 中间体作为医药化工产品价格受上游石化产品价格影响以及产能扩张而可能导致产品价格和毛利率的波动。2) 下游抗生素制剂分级管理等政策变化。

●给予一年期合理价区间 19-23 元

预计随着公司募投项目的产能逐步到位, 11-13 年收入可望持续增长, 但过去 2 年接近 14% 的净利率已经是较高水平, 也已体现了中间体目前在抗生素产业链中的优势地位。我们预计 2011-2013 EPS1.04、1.24、1.48 元/股, 同比增长 20%、19%、19%。由于 A 股目前没有完全可比的医药中间体公司, 而下游抗生素原料药+制剂类企业、以及各类原料药企业的估值(11PE)介于 11-38X, 差异较大。其中, 下游抗生素原料药+制剂类企业 11-12PE 均值为 20X、16X。综合考虑公司的产业链地位和成长性, 给予公司合理价区间 19-23 元, 相当于 11PE18-22X。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	584.61	759.38	982	1,162	1,391
(+/-%)	2.58%	29.90%	29.4%	18.3%	19.7%
净利润(百万元)	81.35	104.62	126	150	179
(+/-%)	51.58%	28.61%	20.2%	19.4%	19.3%
每股收益 (元)	0.90	1.16	1.04	1.24	1.48
EBIT Margin			16.1%	15.8%	15.6%
净资产收益率 (ROE)	28.90%	27.87%	12.0%	12.8%	13.6%
市盈率 (PE)	20.58	16.00	17.9	15.0	12.6
EV/EBITDA			15.3	13.2	11.4
市净率 (PB)	5.95	4.46	2.14	1.92	1.71

内容目录

发行概况	3
公司简况	3
发行简况	3
行业分析	3
头孢类抗生素--全球最大抗生素药物	3
中国抗生素市场持续稳定增长	4
头孢类中间体中国产值已是全球第一	5
主营业务分析	6
公司经营概况	6
AE-活性酯	7
头孢克肟侧链酸活性酯	7
头孢他啶侧链酸活性酯	8
募投项目分析	9
盈利预测及估值	10
附表 1: 财务预测与估值	12

图表目录

表 1: 2009 年头孢类医药中间体细分市场排名	6
表 2: 金城医药募投项目	9
表 3: 金城医药主要储备产品线	9
表 4: 金城医药细分产品收入预测 (百万元)	10
表 5: A 股主要原料药上市公司估值和盈利水平比较	11
图 1: 金城医药发行后股权结构	3
图 2: 2005~2009 全球抗感染药物销售收入 (亿美元)	4
图 3: 2001~2009 年全球抗生素市场销售收入 (亿美元)	4
图 4: 2009 年全球抗生素市场结构	4
图 5: 2006~2009 国内抗生素和头孢类抗生素销售收入 (亿元)	5
图 6: 2009 年国内抽样医院抗感染药市场结构	5
图 7: 2008 年全球头孢类医药中间体市场结构 (亿元)	5
图 8: 2008~2010 金城医药销售收入构成 (百万元)	6
图 9: 2008~2010 金城医药销售毛利构成 (百万元)	6
图 10: 2008~2010 金城医药销售收入、净利润及增速 (百万元)	7
图 11: 2008~2010 金城医药毛利率及净利率	7
图 12: 2006~2009 年国内外 AE-活性酯消费 (吨)	7
图 13: 2006~2009 年国内 AE-活性酯分用途消费 (吨)	7
图 14: 2006~2009 年国内外头孢克肟侧链酸活性酯消费 (吨)	8
图 15: 2006~2009 年国内外头孢他啶侧链酸活性酯消费 (吨)	8
图 16: 2006~2009 年国内头孢他啶侧链酸活性酯分用途消费 (吨)	8

发行概况

公司简况

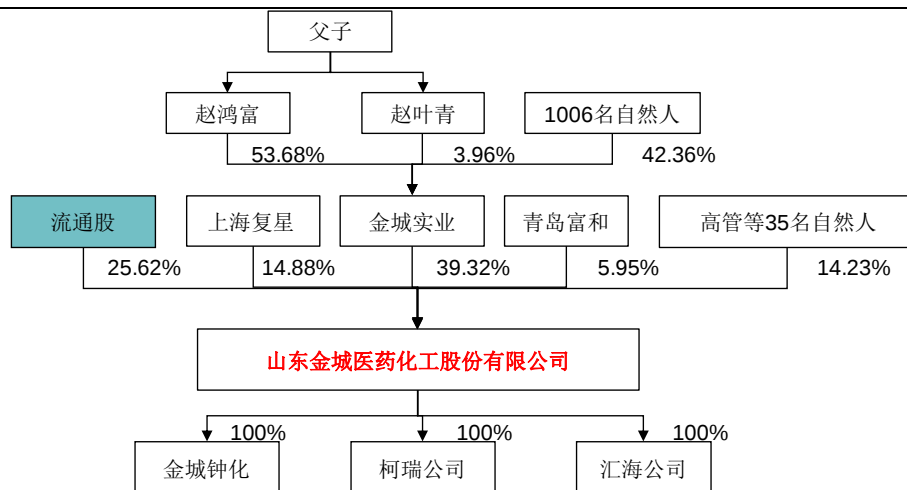
山东金城医药化工股份有限公司前身为成立于 2004 年 1 月 12 日的金城医药化工有限公司，2007 年 12 月 31 日，整体变更设立金城医药。公司的实际控制人为股东赵鸿富与赵叶青父子，发行前直接和间接持有公司 40.52% 的股份。

公司主营业务为头孢类医药中间体的研发、生产和销售，主要产品包括 AE-活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯、呋喃铵盐等，以及用于制造产成品关键原料双乙烯酮、乙酰乙酸乙酯等，是国内最大的头孢类侧链医药中间体生产厂商。

发行简况

本次发行前，公司总股本为 9000 万股，本次计划发行 3100 万股，发行后总股本为 1.21 亿股。本次发行新股占总股本的 25.62%，发行完成后，实际控制人仍为赵鸿富与赵叶青父子，合计实际持有公司 30.14% 的股份。上海复星医药和青岛富和分别持有公司发行后 14.88% 和 5.95% 的股权。其他主要高管等 33 名自然人共持有公司发行后 6.75% 的股权。

图 1: 金城医药发行后股权结构



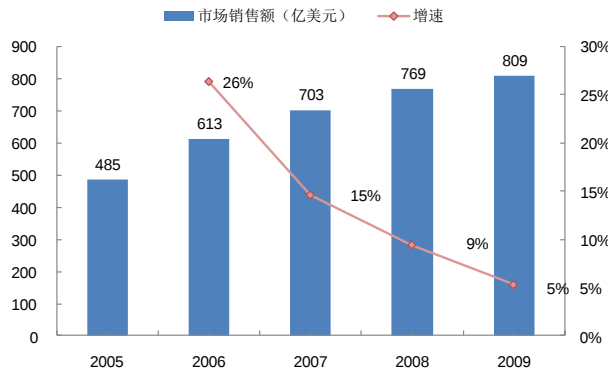
资料来源：招股书，国信证券经济研究所

行业分析

头孢类抗生素——全球最大抗生素药物

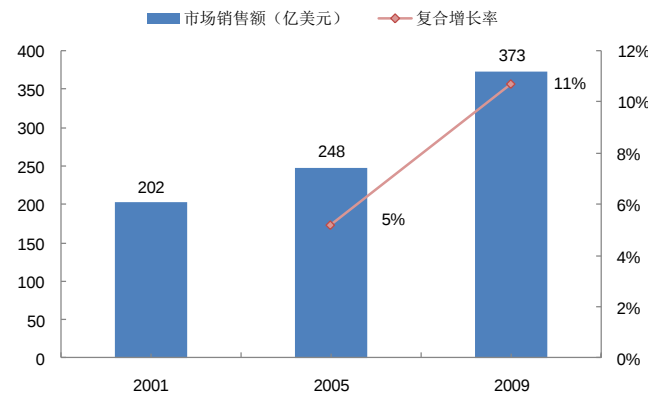
抗感染药是最大的治疗类别药物之一。2009 年，世界抗感染药物市场销售额为 809 亿美元，是全球畅销药 500 强中数量最多的一大类药物，占 500 强份额 11.20%。近年来，全球抗感染药物市场增速有所放缓。

图 2: 2005~2009 全球抗感染药物销售收入 (亿美元)



资料来源: Business Insights, Cygnus Research, 招股书, 国信证券经济研究所

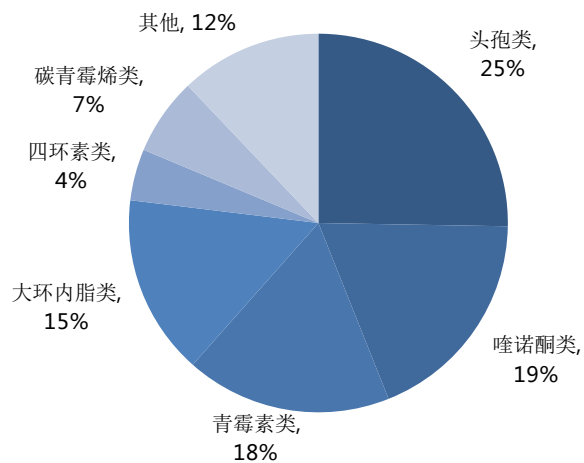
图 3: 2001~2009 年全球抗生素市场销售收入 (亿美元)



资料来源: bbc research, 招股书, 国信证券经济研究所

2009 年, 抗生素全球市场销售为 373 亿美元, 占抗感染药市场 47%, 占整个药品市场 5%。从市场结构上看, 头孢菌类是全球最大的一类抗生素药物, 占抗生素市场容量 25%, 销售额达 100 亿美元。

图 4: 2009 年全球抗生素市场结构

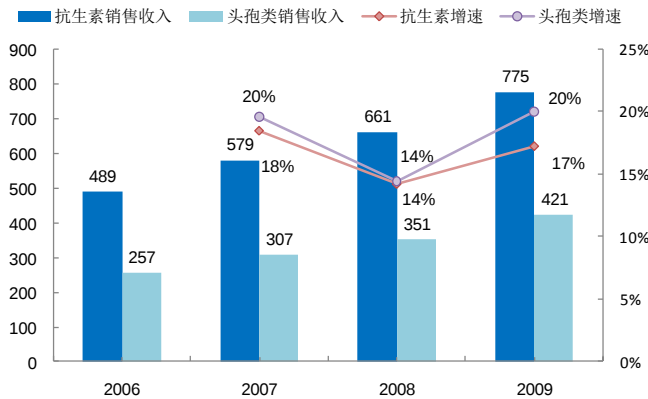


资料来源: bbc research, 招股书, 国信证券经济研究所

中国抗生素市场持续稳定增长

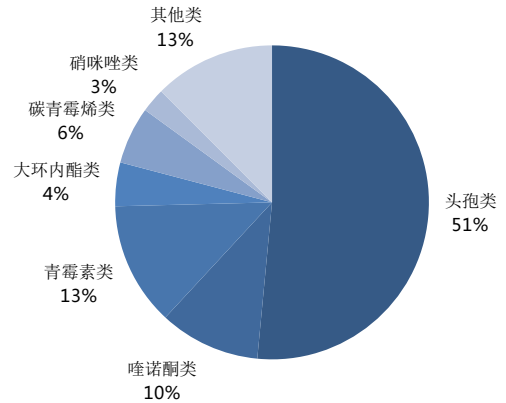
2009 年, 国内抗感染药物市场销售额为 925 亿元, 其中抗生素药物销售额为 775 亿元, 占国内抗感染市场份额高达 84%。头孢类抗生素销售额为 421 亿元, 占抗生素市场份额 54%。近几年, 头孢类抗生素增速高于抗生素行业增速, 年复合增长 18%。预计国内抗生素市场将继续保持增长, 但估计整体增速低于医院整体用药增长水平

图 5：2006~2009 国内抗生素和头孢类抗生素销售收入（亿元）



资料来源：南方所，招股书，国信证券经济研究所

图 6：2009 年国内抽样医院抗感染药市场结构



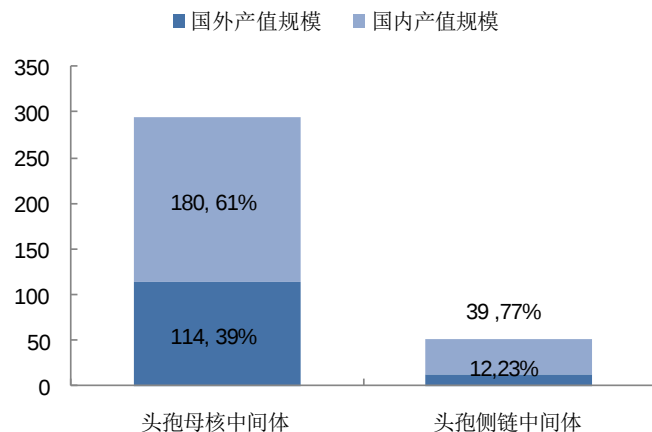
资料来源：招股书，国信证券经济研究所

头孢类中间体中国产值已是全球第一

头孢类医药中间体属于原料药的上游环节，不需要按照药品规则生产报批、申请批号，受益于下游抗生素行业的稳步发展。头孢类医药中间体分为头孢母核中间体和头孢侧链中间体。由不同的侧链中间体与母核中间体的 C3 位及 C7 位结合形成不同的头孢抗生素。其中母核中间体主要分为 7-ACA、7-ADCA、GCLE 等，侧链中间体主要包括 AE-活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯、呋喃铵盐等。

目前全球头孢类医药中间体的大部分生产已经转移到国内。2008 年，国内、国外头孢类医药中间体市场规模为 219 亿元、125.2 亿元，占比 64%和 36%。由于母核中间体投资规模大，部分国外抗生素企业仍控制头孢类母核中间体的生产。由于侧链中间体投资规模小，合成工艺复杂，主要由国内专业厂商生产。

图 7：2008 年全球头孢类医药中间体市场结构（亿元）



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

金城医药是国内最大的头孢侧链中间体生产厂家，主营的四个头孢中间体产品占据大约整个头孢侧链中间体市场规模的 35%。公司在 AE-活性酯、头孢他啶侧

链酸活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯 3 个细分市场占据份额第一，比重超过 50%。近几年由于市场总体规模快速增长，生产能力受限，市场份额有所下降，但仍保持行业领先的优势地位。

表 1: 2009 年头孢类医药中间体细分市场排名

产品	细分市场排名	企业名称	09 年市场占有率
AE-活性酯	1	金城医药	49%
	2	浙江普洛化学有限公司	19%
	3	石家庄合佳保健品有限公司	16%
头孢克肟侧链酸活性酯	1	金城医药	53%
	2	浙江普洛化学有限公司	20%
	3	江苏奥耐斯特医药化工有限公司	16%
头孢他啶侧链酸活性酯	1	金城医药	52%
	2	浙江普洛化学有限公司	17%
	3	华北制药集团嘉华化工有限公司	12%
呋喃铵盐	1	浙江台州清泉医药化工有限公司	36%
	2	金城医药	30%
	3	石家庄柏奇化工有限公司	15%

资料来源：招股书，国信证券经济研究所

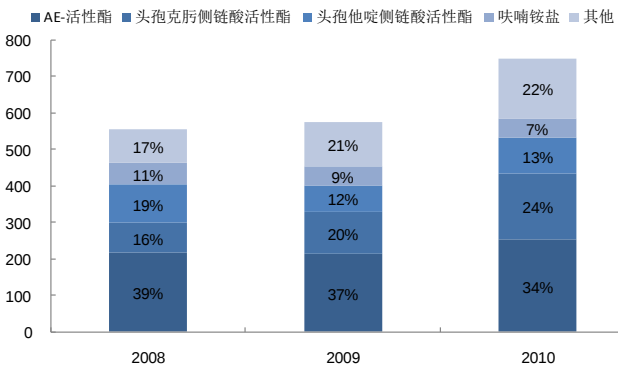
主营业务分析

公司经营概况

公司 10 年销售收入 7.6 亿元，08-10 年复合增长率为 15.4%，净利润 10 年为 1.05 亿元，08-10 年复合增长率达 38.9%。

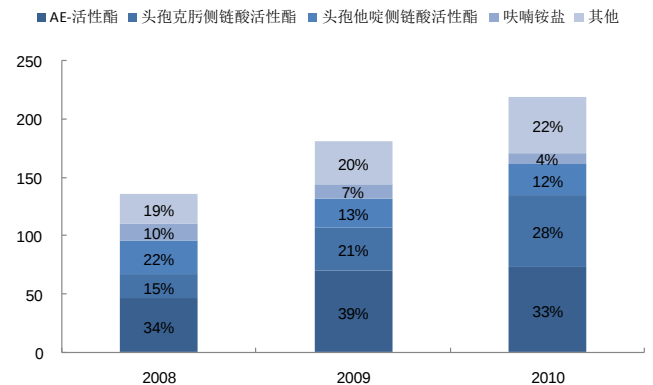
公司的主导产品包括 AE-活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯和呋喃铵盐 4 类中间体，合计占总收入和毛利的 75%以上，其中 AE-活性酯是公司第一大产品，10 年分别占收入和毛利的 34%、33%。

图 8: 2008~2010 金城医药销售收入构成（百万元）



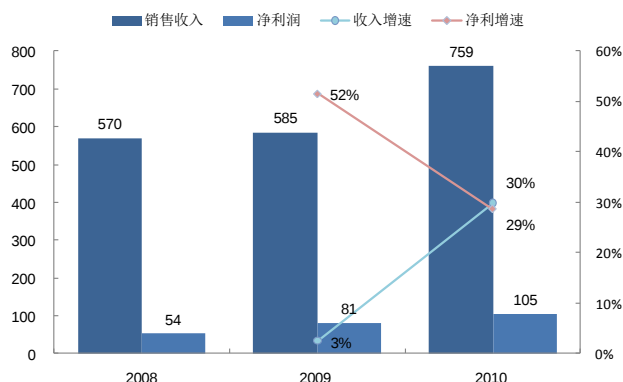
资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 9: 2008~2010 金城医药销售毛利润构成（百万元）



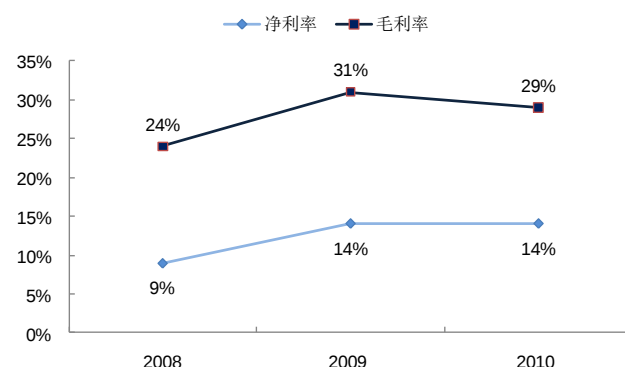
资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 10: 2008~2010 金城医药销售收入、净利润及增速 (百万元)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 11: 2008~2010 金城医药毛利率及净利率



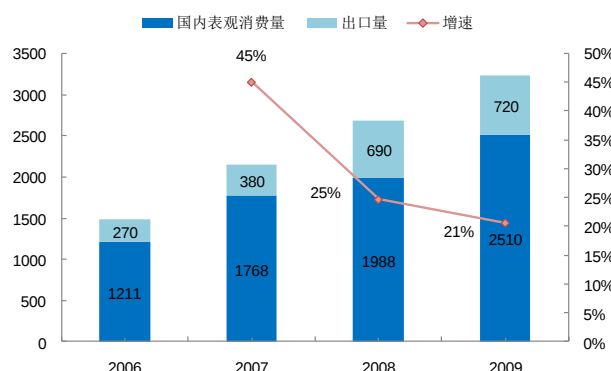
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

AE-活性酯

AE-活性酯是生产头孢曲松钠、头孢噻肟钠、头孢泊肟酯、头孢吡肟等抗生素的重要中间体, 其中 80% 的产量用于生产头孢曲松钠和头孢噻肟钠。AE-活性酯对应下游头孢类抗生素合计占头孢类抗生素全球总市场的 30%。目前, 由于中国是头孢类原料药的主要生产国, 全球 95% 的 AE-活性酯生产在国内。09 年我国 AE-活性酯产量达 3230 吨。

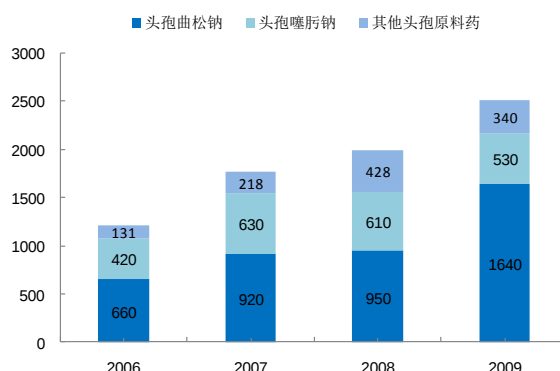
近几年, 头孢曲松钠和头孢噻肟钠已成为普药品种, 其中 09 年头孢曲松钠纳入基本药物目录。此外, 头孢曲松钠和头孢噻肟钠制剂价格下调, 加速了其替代产品的研发, 预计头孢泊肟酯、头孢吡肟、头孢他美酯等原料药的需求将持续增长。因此, 预计 AE-活性酯未来可跟随下游制剂持续增长, 但增速可能减缓, 同时随着产能供给增加, 价格可能会下降。

图 12: 2006~2009 年国内外 AE-活性酯消费 (吨)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 13: 2006~2009 年国内 AE-活性酯分用途消费 (吨)



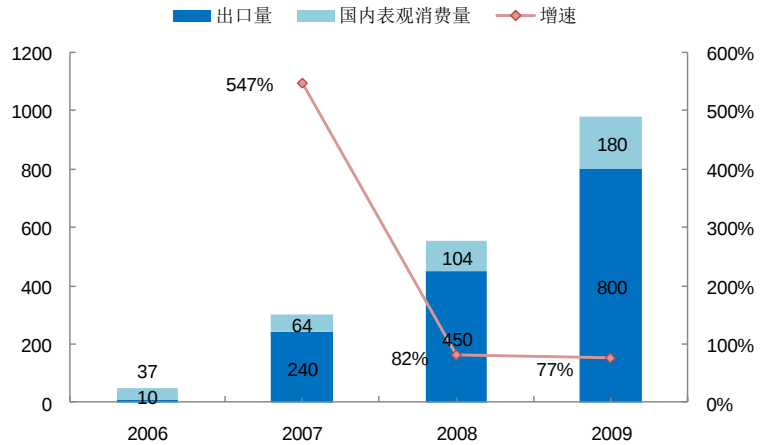
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

头孢克肟侧链酸活性酯

头孢克肟侧链酸活性酯主要用于生产头孢克肟。目前, 我国是头孢克肟侧链酸活性酯主要生产国, 80% 产量用于出口。头孢克肟由日本藤泽药品工业株式会社研发, 于 1987 年上市, 2001 年其专利在中国到期。受头孢克肟原料药近几年生产

规模迅猛扩张的拉动，09 年头孢克肟侧链酸活性酯产量达 980 吨，快速增长。作为第三代头孢产品，头孢克肟是头孢抗生素中少数可以制成口服剂的品种，其临床应用上疗效明显、副作用小、市场日趋成熟。因此，预计 AE-活性酯未来几年仍然维持快速增长，价格稳中有降。

图 14: 2006~2009 年国内外头孢克肟侧链酸活性酯消费 (吨)

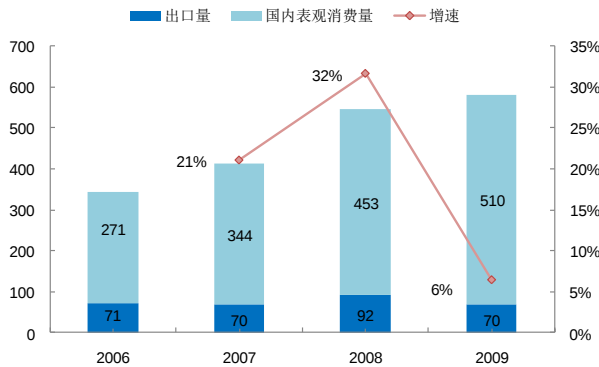


资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

头孢他啶侧链酸活性酯

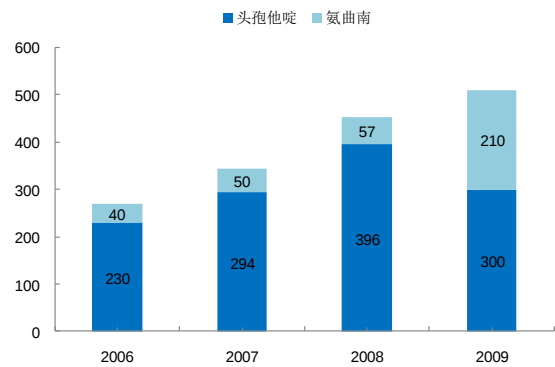
头孢他啶侧链酸活性酯主要用于生产头孢他啶和氨曲南。我国是头孢他啶侧链酸活性酯主要生产国，以国内消耗为主，占比在 85% 以上。09 年头孢克肟侧链酸活性酯产量达 580 吨，年均增长率约为 20%。头孢他啶治疗革氏阴性菌和绿脓杆菌引起的感染，抗菌谱较广，临床效果好。由于头孢他啶价格较高，造成消费总量相对较低。氨曲南为单环内酰胺类抗生素的重点品种，近几年市场规模增长较快，而生产每吨氨曲南所需的头孢他啶侧链酸活性酯的数量远高于生产头孢他啶。因此，预计未来头孢他啶侧链酸活性酯仍保持稳定增长。

图 15: 2006~2009 年国内外头孢他啶侧链酸活性酯消费 (吨)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 16: 2006~2009 年国内头孢他啶侧链酸活性酯分用途消费 (吨)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

募投项目分析

表 2: 金城医药募投项目

项目名称	投资额(万元)	建设期	说明
3,000 吨/年AE-活性酯新工艺产业化项目	7901	1年	2010年8月已投产，配套氨噻脞酸项目2011年5月底投产。达产后，年产能从1800吨达到3000吨
800吨/年头孢克肟侧链酸活性酯产业化项目	7742	1年	2010年先期投入资金。项目达产后，年产能从300吨达到1100吨
500吨/年呋喃铵盐产业化项目	4159	1年	预计2011年7月开工建设,2012年5月建成投产。项目达产后，年产能从500吨达到850吨
50吨/年 7-AVCA产业化项目	6479	1年	项目达产后，新增年产能至50吨
其他与主营业务相关的营运资金项目			

资料来源：招股书、国信证券经济研究所

表 3: 金城医药主要储备产品线

研发层次	头孢类医药中间体	特色原料药
中试生产品种	1、N,N'-二异丙基硫脞 2、氨基噻唑乙酸 3、头孢地嗪侧链 4、头孢地尼侧链酸活性酯 5、头孢替安侧链（1-(2-二甲基氨基乙基)-5-巯基-1,2,3,4-四氮唑） 6、头孢尼西侧链双钠盐（磺酸基巯基四氮唑双钠盐） 7、头孢匹胺 7 位侧链 8、对氯邻硝基乙酰乙酰苯胺 9、溴乙酰溴 10、头孢硫脞合成新工艺 11、7-AVCA 12、5-乙基-2 吡啶乙醇 13、比格列酮中间体	1、头孢吡肟原料药生产新技术 2、头孢地嗪原料药 3、头孢替胺 4、奥拉西坦 5、谷胱甘肽
已研发成功未中试技术储备品种	1、头孢布烯侧链 2、头孢卡品侧链 3、头孢匹罗侧链 4、头孢美唑侧链 5、HO-EPCP 6、氨噻脞酸酰氯盐酸盐 7、N-甲基吡咯烷 8、甲基巯基四氮唑 9、5,6-二氨基苯并咪唑酮 10、二氟乙酰乙酸乙酯	1、头孢地尼原料药 2、头孢匹罗原料药 3、比格列酮 4、伊马替尼 5、索拉菲尼

资料来源：招股书、国信证券经济研究所

盈利预测及估值

不考虑超募资金可能带来的外延式发展收益，我们预计 2011-2013 年公司收入同比增长 29%、18%、20%，归属于母公司股东的净利润增长 20%、19%、19%，实现 EPS1.04、1.24、1.48 元/股。

由于 A 股目前没有完全可比的医药中间体公司，而下游抗生素原料药+制剂类企业、以及各类原料药企业的估值(11PE)介于 11~38X，差异较大。其中，下游抗生素原料药+制剂类企业 11-12PE 均值为 20X、16X。综合考虑公司的产业链地位和成长性，给予公司合理价区间 19~23 元，相当于 11PE18~22X。

表 4: 金城医药细分产品收入预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
AE-活性酯						
销量 (吨)	1383	1570	2116	2600	3000	3100
价格 (万元/吨)	15.7	13.5	12.0	11.5	11.0	11.0
收入 (百万元)	217.2	212.7	253.5	299.0	330.0	341.0
收入同比增长		-2.07%	19.17%	17.96%	10.37%	3.33%
毛利率	21.43%	32.76%	28.80%	28.00%	27.00%	27.00%
头孢克肟侧链酸活性酯						
销量 (吨)	284	519	911	1000	1100	1200
价格 (万元/吨)	28.4	22.6	19.7	18.9	18.1	17.8
收入 (百万元)	80.7	117.2	179.4	188.9	199.5	213.3
收入同比增长		45.21%	53.08%	5.32%	5.60%	6.91%
毛利率	24.77%	31.89%	34.27%	33.00%	32.50%	32.50%
头孢他啶侧链酸活性酯						
销量 (吨)	331	284	441	480	550	630
价格 (万元/吨)	31.6	25.0	22.3	21.0	19.0	18.0
收入 (百万元)	104.8	71.1	98.4	101	105	113
收入同比增长		-32.15%	38.41%	2.43%	3.67%	8.52%
毛利率	28.29%	34.00%	27.37%	27.00%	26.50%	26.50%
呋喃铵盐						
销量 (吨)	294	327	347	350	480	700
价格 (万元/吨)	19.9	16.3	15.4	15.0	14.5	14.0
收入 (百万元)	58.5	53.4	53.5	53	70	98
收入同比增长		-8.67%	0.22%	-1.90%	32.57%	40.80%
毛利率	24.32%	24.70%	18.13%	18.00%	17.00%	16.00%
7-ACT						
销量 (吨)			2	150	200	250
价格 (万元/吨)			88.6	75.0	70.0	70.0
收入 (百万元)			1.9	112.5	140.0	175.0
收入同比增长				5821%	24%	25%
毛利率			-3.80%	7.00%	7.00%	7.00%
7-AVCA						
销量 (吨)					10	35
价格 (万元/吨)					183.8	183.8
收入 (百万元)					18.4	64.3
收入同比增长						250%
毛利率					25.00%	25.00%
其他医药中间体						
收入	93.6	118.8	159.3	215	286	372
收入同比增长		27%	34%	35%	33%	30%
毛利率	26.58%	30.05%	29.24%	33.00%	34.00%	34.00%

其他业务						
收入	15.1	11.4	12.6	12.6	12.6	12.6
收入同比增长		-25%	11%	0%	0%	0%
毛利率	6.50%	5.80%	3.00%	4.00%	4.00%	4.00%
合计						
收入	570	585	759	981	1161	1389
同比增长		3%	30%	29%	18%	20%
毛利率	23.91%	30.92%	28.74%	26.71%	26.33%	26.08%

数据来源：wind、国信证券经济研究所

表 5: A 股主要原料药上市公司估值和盈利水平比较

股票代码	公司简称	股价	总市值	EPS (元)				P/E				PB	EV/EB	ROE	10 年	10 年
		11-6-21	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E		ITDA	10A	毛利率	净利率
下游抗生素原料药+制剂																
000522	白云山	14.19	67	0.44	0.58	0.75	0.97	33	24	19	15	6	19	19%	35%	7%
600664	哈药股份	14.92	185	0.91	1.10	1.28	1.47	16	14	12	10	3	11	17%	30%	9%
300194	福安药业	29.80	40	0.92	1.27	1.64	2.00	32	23	18	15	2	17	0%	46%	27%
平均值								27	20	16	13					
特色化学原料药																
600267	海正药业	35.96	189	0.70	0.94	1.27	1.65	52	38	28	22	5	26	14%	29%	8%
600521	华海药业	12.98	70	0.17	0.40	0.50	0.63	75	32	26	21	5	35	7%	42%	9%
大宗维生素原料药																
600216	浙江医药	30.04	135	2.54	2.86	3.23	3.42	12	11	9	9	4	8	30%	41%	25%
002001	新和成	26.75	194	1.52	1.71	2.00	2.14	18	16	13	13	4	12	23%	52%	34%
生物原料药																
002399	海普瑞	37.40	299	1.51	1.21	1.21	1.55	25	31	31	24	4	17	15%	42%	31%
平均值			136					33	24	20	16	4	18	16%	40%	19%

数据来源：Wind、国信证券研究所。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	156	672	687	747	营业收入	759	982	1162	1391
应收款项	226	283	334	400	营业成本	541	720	856	1028
存货净额	80	96	113	136	营业税金及附加	4	5	6	8
其他流动资产	33	43	51	61	销售费用	16	20	23	28
流动资产合计	494	1093	1185	1344	管理费用	62	79	93	110
固定资产	380	508	590	645	财务费用	21	16	13	12
无形资产及其他	80	77	75	72	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	958	1682	1854	2064	营业利润	115	141	170	203
短期借款及交易性金融负债	325	300	300	300	营业外净收支	6	5	5	5
应付款项	188	253	299	359	利润总额	122	146	175	208
其他流动负债	22	30	35	42	所得税费用	17	20	24	29
流动负债合计	536	582	634	701	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	47	47	47	47	归属于母公司净利润	105	126	150	179
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	47	47	47	47	现金流量表 (百万元)				
负债合计	583	629	681	748		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	105	126	150	179
股东权益	375	1053	1173	1316	资产减值准备	(2)	(1)	0	0
负债和股东权益总计	958	1682	1854	2064	折旧摊销	27	30	39	47
					公允价值变动损失	1	1	1	1
					财务费用	21	16	13	12
					营运资本变动	6	(12)	(25)	(32)
					其它	2	1	0	0
					经营活动现金流	139	145	165	196
					资本开支	(147)	(155)	(120)	(100)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(147)	(155)	(120)	(100)
					权益性融资	0	577	0	0
					负债净变化	7	0	0	0
					支付股利、利息	(29)	(25)	(30)	(36)
					其它融资现金流	97	(25)	0	0
					融资活动现金流	53	526	(30)	(36)
					现金净变动	45	516	15	60
					货币资金的期初余额	111	156	672	687
					货币资金的期末余额	156	672	687	747
					企业自由现金流	4	(1)	52	102
					权益自由现金流	108	(40)	41	91

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
		邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
欧阳仕华		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	