

独立诊断，前景可期

事件：迪安诊断首次发行不超过 1,280 万股。

研究结论

● 合理价格区间为 22.63 - 27.16 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 0.91 元、1.23 元、1.70 元，以 2011 年的预测市盈率 25-30 倍计，对应合理价格区间为 22.63 - 27.16 元。

● 实际控制人为陈海斌先生

发行人的控股股东及实际控制人为陈海斌先生，持有发行人 1,945.44 万股股份，占发行人发行前总股本的 50.80%。

● 公司打造“服务+产品”的专业体系

公司从代理体外诊断产品业务起步，现已发展成为全面提供医学诊断技术服务的企业。在多年的发展中公司形成了“医疗诊断服务+体外诊断产品”的一体化商业模式，并已具备了较强的行业渗透能力与连锁化复制能力。医疗诊断服务收入占公司的比例已经从 2008 年的 47% 上升到 2010 年的 57%，而且未来这一比例预计会进一步提高，公司独立诊断业务的发展非常迅速。而且公司独立诊断业务的盈利能力已经接近国外先进水平，预计随着公司的进一步扩大，成本费用受规模效应而有所减少，公司的盈利能力有进一步上升的空间。

● 独立诊断第一股，业务发展迅速

公司在独立诊断行业的市场占有率在 15-20% 左右，但是在竞争激烈、市场空间巨大的长三角地区的市场占有率达到 35% 以上，而且近几年呈不断向上的趋势。凭借着一体化的商业模式、强大的研发能力和优秀的管理能力，加上上市形成的资金优势，公司将进一步夯实在此行业的龙头地位，我们预计其未来三年医疗诊断服务收入的复合增长率将达 45%。此外独立诊断行业在我国刚刚起步，随着医改的深入，基层医院和社区医院建设的加强，预计我国独立诊断业务将有长足发展，届时龙头企业将优先受益。

● 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 1,280 万股，募集资金全部用于公司主营业务相关的项目及其它与主营业务相关的营运资金。募投项目将进一步完善连锁网点布局，扩大公司的市场覆盖面和业务规模，为公司发展奠定基础。

● 风险提示

质量控制风险、对上海罗氏依赖的风险、竞争加剧的风险等。



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	22.63 - 27.16 元
发行后总股本（万股）	5,110
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 7 月 6 日

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	343	470	637	844
同比(%)	30%	37%	35%	33%
归属母公司净利润	32	46	63	87
同比(%)	89%	43%	36%	38%
毛利率(%)	36%	37%	38%	39%
ROE(%)	21%	22%	23%	24%
每股收益(元)	0.85	0.91	1.23	1.70

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 建议申购价为 22.63-27.16 元	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	6
3.1 公司打造“服务+产品”的专业体系.....	6
3.2 公司实际控制人为陈海斌先生	7
4 业务分析	7
4.1 公司主营业绩保持高速增长	7
4.2 独立诊断行业发展空间巨大	8
4.3 公司盈利能力突出.....	9
5 竞争力分析.....	10
5.1 “服务+产品”的一体化商业模式	10
5.2 强大的研发能力和技术优势	11
5.3 优秀的管理能力	11
6 募集资金项目分析.....	12
7 风险提示	13

图表目录

图 1：公司业务结构	6
图 2：公司 IPO 前股权结构图	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：美国独立医学诊断市场份额	9
图 6：我国独立医学诊断市场份额	9
图 7：公司近三年盈利水平与国外同行的对比	9
表 1：可比公司估值	4
表 2：公司销售收入分类别预测表	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：公司商业模式具体内容	10
表 7：公司主要研发项目	11
表 8：公司专利列表	11
表 9：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 22.63 - 27.16 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 0.91 元、1.23 元、1.70 元，以 2011 年的预测市盈率 25-30 倍计，对应合理价格区间为 22.63 - 27.16 元。

公司属于独立第三方诊断的第一股，所以无直接可比公司。我们看到医疗器械和医疗服务的上市公司市盈率普遍接近 40，而目前医药行业的平均市盈率在 26-27 倍左右。我们综合公司的行业性质，认为公司的市盈率设在 25-30 是比较合适的。

表 1：可比公司估值

简称	每股收益（元）				市盈率			
	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
达安基因	0.2000	0.2230	0.3065	0.3115	64.49	47.08	34.25	33.71
爱尔眼科	0.4500	0.6648	1.0003	1.5086	72.55	49.17	32.68	21.67
通策医疗	0.3100	0.4239	0.5823	0.9011	57.61	41.80	30.43	19.67
科华生物	0.4576	0.5638	0.6990	0.8243	30.07	24.40	19.69	16.69
平均					56.18	40.61	29.26	22.94

资料来源：WIND，东方证券研究所

2 盈利预测

主要假设：

- 预计公司医学诊断服务未来三年有较高增长；
- 预计公司体外诊断产品收入保持正常增速；
- 预计销售费用率保持稳定但管理费用率因近期扩张而略有上升；
- 公司未来三年无重大非经常性损益。

表 2：公司销售收入分类预测表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
医学诊断服务	销售收入	83.14	141.85	194.04	291.06	422.04	590.85
	增长率		71%	37%	50%	45%	40%
体外诊断产品	销售收入	95.15	121.41	149.23	179.08	214.89	253.57
	增长率		28%	23%	20%	20%	18%
销售收入合计	销售收入	178.29	263.26	343.27	470.14	636.93	844.42
	增长率		47.7%	30.4%	37.0%	35.5%	32.6%

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 0.46 亿元、0.63 亿元、0.87 亿元，同比增长 43%、36%、38%，实现摊薄后每股收益为 0.91 元、1.23 元、1.70 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	343	470	637	844
营业成本	220	296	395	517
营业税金及附加	1	2	3	3
营业费用	33	46	63	84
管理费用	53	73	99	131
财务费用	1	3	8	11
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-
营业利润	34	50	70	97
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	38	54	74	101
所得税	8	11	15	21
净利润	30	43	58	80
少数股东损益	-2	-4	-5	-7
归属于母公司净利润	32	46	63	87
EBITDA	45	64	90	123
EPS（元）	0.85	0.91	1.23	1.70

资料来源：东方证券研究所

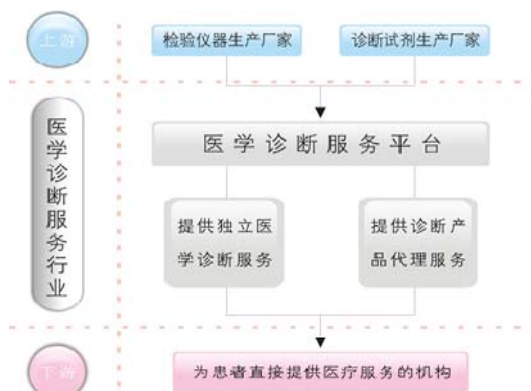
3 公司简介

3.1 公司打造“服务+产品”的专业体系

公司主要面向各种综合医院与专科医院、社区卫生服务中心（站）、乡（镇）卫生院、体检中心、疾病预防控制中心等各级医疗卫生机构，以提供医学诊断服务外包为核心业务的医学诊断服务整体解决方案，致力于先进的医学诊断技术的临床应用及技术创新，打造具有迪安特色的“服务+产品”一体化的专业服务体系。

经过多年的发展，公司不仅可以向各级医疗卫生机构提供医学诊断服务外包业务，还可以向其提供国内外知名的诊断产品。

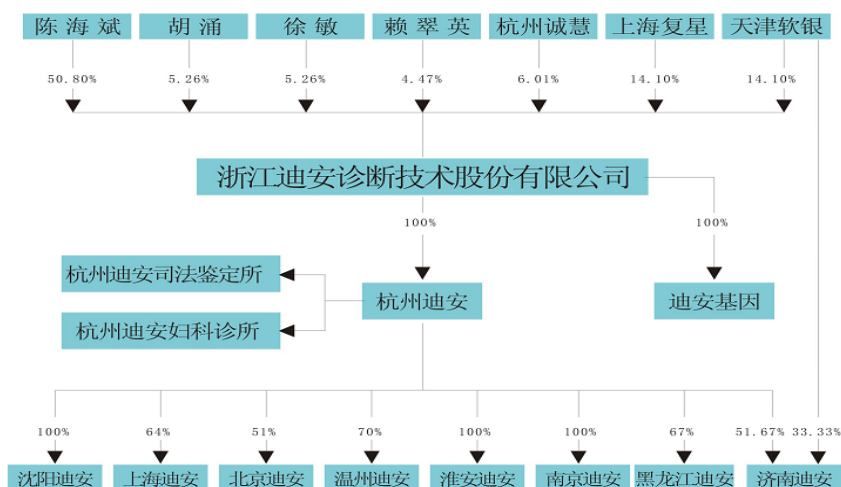
图 1：公司业务结构



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

公司发起人为陈海斌先生、上海复星、天津软银、胡涌先生、徐敏女士、赖翠英女士，其中陈海斌先生为主要发起人。

图 2：公司 IPO 前股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

3.2 公司实际控制人为陈海斌先生

自公司成立以来，实际控制人一直为陈海斌先生，持有公司 1,945.44 万股股份，占公司上市前股权比例的 50.80%、上市后股权比例的 38.07%。

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（%）
陈海斌	1,945.44	50.80%	1,945.44	38.07%
胡涌等人	574.56	14.99%	574.56	11.24%
杭州诚慧	230.00	6.01%	230.00	4.50%
上海复星	540.00	14.10%	540.00	10.57%
天津软银	540.00	14.10%	540.00	10.57%
社会公众股	-	-	1,280.00	25.05%
合计	3830.00	100.00%	5110.00	100.00%

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

4 业务分析

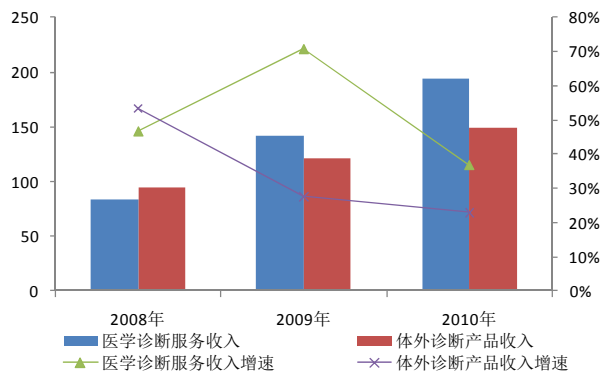
公司自设立以来，一直专业从事医学诊断领域的业务，主营业务未发生重大变化。在设立初期，公司主要从事体外诊断产品代理业务，并为此建立了较为完善的营销渠道，培育了一定规模的客户基础。后来随着行业发展和客户需求的变化，公司把以“体外诊断产品代理”为核心的传统商业模式，逐步转化为以“医学诊断服务外包”为核心的“服务+产品”一体化商业模式。

4.1 公司主营业务保持高速增长

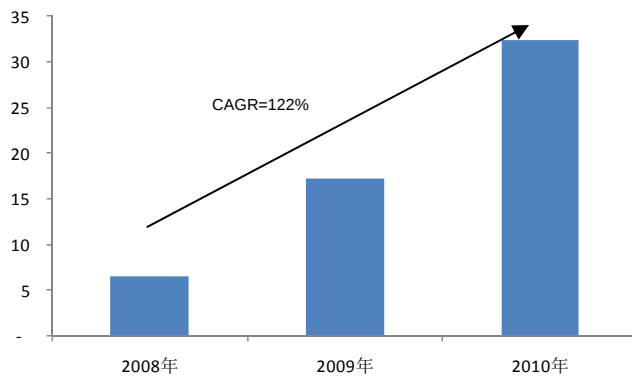
近年来，公司所开展的医学诊断服务外包业务发展情况较好，成长速度较快，目前已成为我国经营规模最大、诊断项目开展最齐全的优秀独立医学实验室之一。

公司在全国独立医学实验室的市场占有率大约在 15-20%，在长三角地区的市场占有率达到 35%以上。而且近几年呈不断向上的趋势。

公司 2008 到 2010 年医学诊断服务收入分别为 0.83 亿元、1.42 亿元和 1.94 亿元，年复合增长率为 53%；公司 2008 到 2010 年体外诊断产品收入分别为 0.95 亿元、1.21 亿元和 1.49 亿元，年复合增长率为 25%。三年里公司实现归属于母公司的净利润 659 万元、1717 万元和 3241 万元，年复合增长率为 122%。

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

公司主营业务收入中增长比较快的是医学诊断服务收入，主要来源于生化检验、免疫检验、病理诊断和 PCR 检验等，这四项收入占医学诊断服务收入的比例近三年分别为 87.76%，81.61%和 76.30%。

表 5：公司各业务模式近三年对业绩的贡献

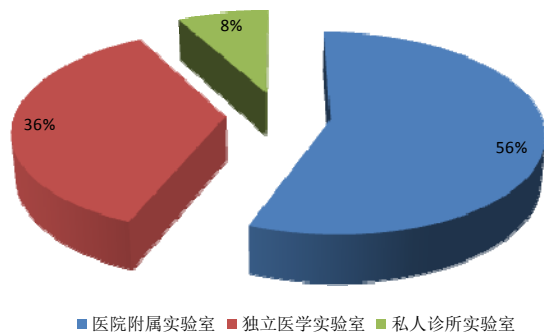
(单位：百万元)	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
生化检验	64.51	33	49.05	35	32.17	39
免疫检验	37.89	20	29.94	21	18.34	22
病理诊断	33.07	17	25.37	18	12.23	15
PCR 检验	12.59	6	11.40	8	10.23	12
综合检验	45.98	24	26.08	18	10.17	12
医疗诊断服务收入	194.04	100	141.85	100	83.14	100
单纯销售	32.19	22	31.29	26	24.49	26
联动销售	117.04	78	90.11	74	70.67	74
体外诊断产品收入	149.23	100	121.40	100	95.15	100

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

4.2 独立诊断行业发展空间巨大

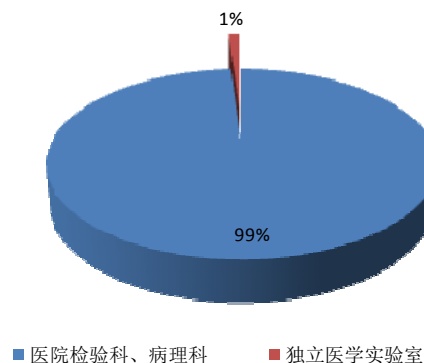
我国的独立医学诊断行业刚刚开始起步，与美国相对成熟的市场相比，无论金额还是占行业的比例都有很大的差距，随着未来我国医疗行业的进一步发展，我们认为独立医学诊断的发展空间非常巨大。

图 5：美国独立医学诊断市场份额



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图 6：我国独立医学诊断市场份额



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

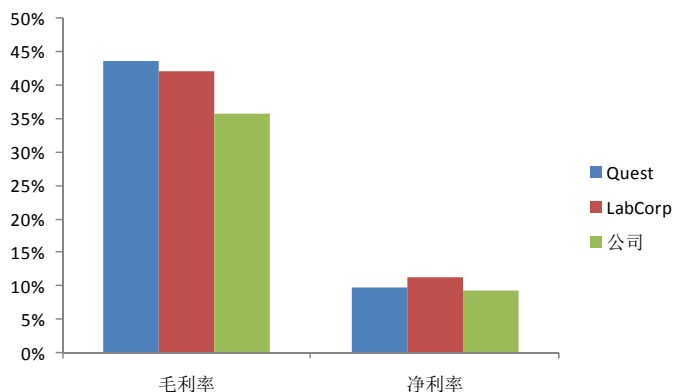
中国医药工业增长很快，过去十年的增速远超 GDP 增速。但我国的现状是，我国的医疗保健开支与世界相比仍很低，人均医疗费用更低，宏观上医疗开支占 GDP 的比例也很低，所以我国未来医药工业的发展预计仍有很大空间，将在过去发展的基础上可能有更高的增速。

随着我国医疗改革的深化，更多基层医院和社区医院的建立同样有利于独立医学诊断行业的发展。此类中小型医院将诊断外包，既能节约资金减少设备重复采购，又能方便快捷地获得诊断结果，而且还能享有一定比例的分成，我们认为诊断外包将是此类医院的发展方向。因此我们认为公司所处行业的发展空间很大。

4.3 公司盈利能力突出

公司几年来各财务比率较为稳定，盈利能力较为突出。我们将其毛利率和净利率与美国同行相比，发现其盈利能力与国外先进水平差距并不大。

图 7：公司近三年盈利水平与国外同行的对比



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

独立医学诊断行业是一个规模效应较高的行业，随着公司继续扩大规模，我们预计其盈利能力还有进一步提高的空间。

由于第三方医学诊断行业的进入壁垒较高，竞争激烈程度相对不高，利润水平较高，但不同区域、不同诊断项目因竞争程度不同，利润水平各有差异。公司凭借着优秀的管理、较早的布局和先进的研发等占领了行业的领先地位，预计随着募投资金到位公司将进一步充实业务体系，将行业内的优势进一步加强。

5 竞争力分析

5.1 “服务+产品”的一体化商业模式

公司从代理体外诊断产品业务起步，现已发展成为全面提供医学诊断技术服务的企业。在多年的发展中公司形成了“服务+产品”的一体化商业模式，已具备了较强的行业渗透能力与连锁化复制能力。

此模式的优势首先在于资源共享整合。多年的整合式业务发展，公司各种业务之间相互促进与发展，有较强的协同性，并形成了整合营销竞争策略。公司为客户设定不同的产品与服务组合营销方案，以满足客户持续提升临床诊疗水平的需求与共享优质诊断技术资源。

其次是方便营销网络渠道构建。公司已经总结出了成熟的扩张策略，为后续战略扩张的快速推进积蓄了持久的竞争优势。所以其推广复制会比较快。

表 6：公司商业模式具体内容

业务类别	主要服务及产品	具体内容
医学诊断服务外包	医学诊断服务	通过建设连锁化的独立医学实验室，为各级医疗卫生机构等提供精准、及时的医学诊断外包服务以及科研外包服务；并依托医学诊断服务平台，获取司法鉴定特许经营资质，接受个人的委托，提供公正、独立的司法鉴定服务。
体外诊断产品代理	检验仪器、体外诊断试剂、耗材等体外诊断产品及技术支持服务等	与上海罗氏等国内外领先医学诊断产品供应商建立战略合作关系，由本公司在部分区域内代理销售或租赁检验仪器，以及销售试剂耗材和提供技术支持服务。

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

虽然公司体外诊断产品代理业务的毛利率相对较低，但是体外诊断产品代理业务可以满足客户的不同需求，而且体外诊断产品代理业务由于其快速的市场渗透性、丰富的渠道资源以及良好的客户粘性，能为医学诊断服务外包业务带来良好的促进作用。

在客户处于发展初期、规模较小的时候公司可以提供诊断服务，而当客户发展到一定规模需要自己做诊断业务时公司又可对其进行产品代理。此外针对同一客户的不同部门，公司也可以分别进行诊断外包服务和产品代理服务，所以我们认为公司的“服务+产品”的一体化商业模式是目前中国国情下有效的发展途径。

5.2 强大的研发能力和技术优势

近三年公司用于技术研发的费用合计为 1,361.13 万元，占营业收入的比例分别为 1.93%，1.85% 和 1.54%。

表 7：公司主要研发项目

项目内容	近三年投入金额 (万元)	进展情况
人乳头状瘤病毒基因分型方法	780.95	已完成
焦磷酸测序技术检测幽门螺杆菌	145.82	已完成
菌种快速鉴定的试剂盒及方法	69.76	已完成
丙肝 RNA 测序分型试剂盒及测试方法	48.28	已完成
LIMS 新增功能开发	51.21	完成 50%

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

此外，公司分别与温州医学院检验医学院以及浙江大学医学院签署了《产学研合作协议书》，为未来进一步研发产出打好了良好的基础。

表 8：公司专利列表

序号	专利名称	专利申请号	专利申请日	专利类型	申请人
1	交联脲酶聚集体制备方法	200910050822.X	2009 年 5 月 8 日	发明	上海迪安
2	乙肝耐药突变测序试剂盒及测序方法	200910154197.3	2009 年 11 月 12 日	发明	温州迪安
3	细菌快速鉴定的试剂盒及其检测方法	201010101480.2	2010 年 1 月 27 日	发明	南京迪安
4	幽门螺杆菌诊断试剂盒及其检测方法	201010101506.3	2010 年 1 月 27 日	发明	南京迪安
5	丙肝测序分型试剂盒及其检测方法	201010101507.8	2010 年 1 月 27 日	发明	南京迪安
6	菌血症检测试剂盒及其检测方法	201010220996.9	2010 年 7 月 7 日	发明	杭州迪安
7	痰标本细菌快速鉴定的试剂盒及其检测方法	201010221270.7	2010 年 7 月 7 日	发明	杭州迪安
8	真菌快速检测试剂盒及其检测方法	201010547116.9	2010 年 11 月 16 日	发明	杭州迪安
9	尿液样本细菌性病原体检测试剂盒及其检测方法	201010558217.6	2010 年 11 月 25 日	发明	杭州迪安

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

5.3 优秀的管理能力

公司将“标准化、成本领先、管理创新”作为管理宗旨。体现在标准化的质量管理、整合式的成本策略和高效的信息化平台以及快速专业的物流服务。

标准化的质量管理让公司形成了“以客户满意为导向、以追求零缺陷为目标、全员参与、全过程控制、全要素覆盖”的全面质量管理，目前公司的差错率在万分之三左右，远低于千分之一的国家临检标准。公司目前是国内获得 ISO15189 认可资质数量最多的独立医学实验室之一，出具的检验结果被全球 40 多个国家所认可。

整合式的成本策略让公司在面对上、下游的时候有更大的议价能力，而且随着公司未来规模的进一步扩大，对成本的控制能力将更加强大。

信息化平台是公司总裁几年前亲自督阵设立的，使公司高效运营成为了可能。

而快速专业的物流服务则是其区别于医院检验的地方。独立医学实验室运作模式的核心是以“标本流动”代替“患者流动”。目前公司建立了成熟的物流平台，设计了成熟的样本采、送路径，并健全了快速的响应机制，使一级中心实验室的物流半径在 400 公里以内，提升了服务效率、频率与品质。

6 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行不超过 1280 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25.05 %。本次发行募集资金全部用于公司主营业务相关的项目及其它与主营业务相关的营运资金，具体项目如下：

表 9：公司募集资金项目情况

序号	项目名称	预计投资总额 (万元)	使用募集资金金额 (万元)
一	扩建医学检验所项目		
1	总部中心实验室迁建项目	7425	7425
2	南京迪安医学诊断实验室迁址扩建项目	5000	5000
二	新建医学检验所项目		
3	沈阳迪安医学检验所建设项目	2000	2000
4	新建迪安医学检验所建设项目	1760	1760
5	天津迪安医学检验所建设项目	1700	1700
三	信息化管理平台改进项目		
6	信息化管理平台改进项目	2800	2800
四	其他项目		
7	其它与主营业务相关的营运资金项目	-	-

资料来源：公司招股书

公司本次募集资金的绝大部分用于改建和新建医学检验所，以进一步完善连锁网点布局，扩大公司的市场覆盖面和业务规模，增强抗风险能力，从而全面提高公司的品牌知名度、影响力和市场渗透力

7 风险提示

质量控制风险

高质量的诊断服务是获取业务的重要因素，。独立医学实验室一旦出现诊断服务质量问题，其公信力将受到较大损害，会影响医疗卫生机构选择医学诊断服务外包的比例，进而影响独立医学实验室的业务开展和营业收入。

对上海罗氏依赖的风险

上海罗氏是公司第一大供应商，2008 年、2009 年和 2010 年，公司从上海罗氏采购的诊断产品占采购总金额的比例分别为 65.60%、71.23%和 60.81%；公司代理上海罗氏产品的收入占公司营业收入的比重分别为 43.12%、39.31%和 38.97%；公司在医学诊断服务外包业务中使用上海罗氏产品所产生的收入占公司营业收入的比重分别为 12.63%、13.04%和 13.16%。

市场竞争加剧的风险

公司所处的第三方医学诊断行业虽然存在一定的进入壁垒，目前国内的竞争对手不多，但随着行业发展的逐渐成熟及市场需求的快速增长，第三方医学诊断行业的潜在进入者将增多，加之现有竞争对手技术水平和服务能力的不断提高，第三方医学诊断行业将面临激烈的市场竞争。

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	192	367	491	651	营业收入	343	470	637	844
现金	84	212	287	380	营业成本	220	296	395	517
应收账款	76	105	142	188	营业税金及附加	1	2	3	3
其它应收款	3	7	8	11	营业费用	33	46	63	84
预付账款	4	8	9	12	管理费用	53	73	99	131
存货	25	35	46	61	财务费用	1	3	8	11
其他	-	-	-	-	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	42	48	53	57	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-
固定资产	26	33	39	45	营业利润	34	50	70	97
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	5	5	5	5
其他	15	14	13	11	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	234	414	544	708	利润总额	38	54	74	101
流动负债	72	196	268	352	所得税	8	11	15	21
短期借款	15	126	187	246	净利润	30	43	58	80
应付账款	38	47	57	82	少数股东损益	-2	-4	-5	-7
其他	19	23	23	24	归属于母公司净利润	32	46	63	87
非流动负债	2	3	2	3	EBITDA	45	64	90	123
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.85	0.91	1.23	1.70
其他	2	3	2	3	主要财务比率				
负债合计	74	199	270	355	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	8	5	-0	-7	成长能力				
股本	38	51	51	51	营业收入	30.4%	37.0%	35.5%	32.6%
资本公积	59	59	59	59	营业利润	75.7%	47.8%	39.2%	39.9%
留存收益	55	101	164	251	归属于母公司净利润	88.8%	42.7%	36.3%	37.7%
归属母公司股东权益合计	152	211	274	361	获利能力				
负债和股东权益	234	414	544	708	毛利率	35.8%	37.1%	38.0%	38.8%
现金流量表					净利率	43.3%	9.4%	9.8%	9.9%
单位:百万元					ROE	21.4%	22.0%	23.0%	24.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	15.7%	12.3%	13.3%	14.3%
经营活动现金流	41	25	41	66	偿债能力				
净利润	30	43	58	80	资产负债率	31.7%	48.0%	49.7%	50.1%
折旧摊销	10	11	13	14	净负债比率				
财务费用	1	3	8	11	流动比率	267.0%	187.0%	183.4%	185.0%
投资损失	-	-	-	-	速动比率	231.4%	168.5%	165.7%	167.2%
营运资金变动	2	-43	-44	-51	营运能力				
其它	-2	10	6	11	总资产周转率	1.7	1.4	1.3	1.3
投资活动现金流	-17	-18	-19	-20	应收账款周转率	4.4	4.5	4.5	4.4
资本支出	-18	-18	-19	-20	应付账款周转率	7.9	7.0	7.6	7.4
长期投资	-	-	-	-	每股指标 (元)				
其他	1	-	-	-	每股收益	0.6	0.9	1.2	1.7
筹资活动现金流	2	121	53	47	每股经营现金流	0.8	0.5	0.8	1.3
短期借款	-16	111	61	59	每股净资产	3.0	4.1	5.4	7.1
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	20	13	-	-	P/E				
资本公积增加	-0	-	-	-	P/B				
其他	-2	-3	-8	-11	EV/EBITDA				
现金净增加额	26	128	75	93					

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