

马应龙 (600993)

看好肛肠连锁医院和药妆业务

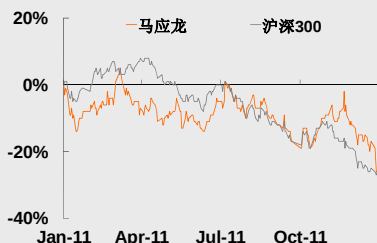
推荐 (首次)

现价: 14.86 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.mayinglong.cn
大股东/持股	宝安集团/29.27%
实际控制人/持股	富安控股/2.47%
总股本(百万股)	332
流通 A 股(百万股)	331
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	52.89
流通 A 股市值(亿元)	52.77
每股净资产(元)	3.47
资产负债率(%)	20.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌军 投资咨询资格编号
S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 治痔类用药龙头：

与其他类型的疾病不同，在痔疮治疗领域，西药疗效不如中药，口服剂和注射剂均没有效果特别良好的用药，唯有以去腐生肌、活血化瘀的外敷膏剂和栓剂效果最佳。公司治痔类产品在 OTC 的市场占有率保持在 30-40% 之间，是痔疮用药的第一品牌，主要品种为马应龙麝香痔疮膏和马应龙麝香痔疮栓。其中麝香痔疮膏为国家基本药物独家品种，基本垄断了这一剂型的市场。

■ 基药市场和新剂型是治痔药物主要增长点：

和众多的 OTC 龙头品种一样，马应龙痔疮膏在 OTC 市场的增长已经进入成熟期，预计 10% 左右。目前主要增长点来自于两个方面：一是痔疮膏为基本药物当中治痔类药物的独家品种，可以借助基药扩容提高增长，预计医院市场为 25-30% 的增速；二是马应龙麝香痔疮栓为新的升级剂型，目前仍能有 10% 以上的增长。

■ 肛肠医院——具有独特竞争优势：

作为公司新业务之一，肛肠连锁医院保持较快增长势头。目前公司分别在北京、西安、沈阳、武汉和南京开设 5 家肛肠医院，其中，北京、西安和沈阳是直接收购，武汉和南京为新建。马应龙公司由于痔疮用药生产的渊源，与众多肛肠医疗专家接触深厚，具有开展全国连锁医院的特殊优势和扩张的持续竞争力。

■ 药妆业务——开始进入商超通路：

药妆业务是基于马应龙眼膏悠久历史和特有疗效开展的又一新业务。目前公司已经先后推出融瑕透皙、释袋焕颜、舒纹臻养三款眼贴膜及清眸代用茶等产品，已在武汉、长沙、昆明和北京等城市试点销售，主要通过药店渠道。2011 年底，公司公告成立湖北马应龙八宝生物科技有限公司，这意味着公司药妆将开始拓展至商超渠道，有望形成较大的规模效应。

■ 首次给予“推荐”评级：

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.54、0.78、0.98 元，对应 2012 年 1 月 17 日收盘价 14.86 元，PE 分别为 27.5、19.1、15.2 倍。我们看好公司在肛肠医院及药妆领域的发展，首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,022	1,178	1,443	1,732	2,059
YoY(%)	26.2	15.3	22.4	20.0	18.9
净利润(百万元)	180	123	180	257	325
YoY(%)	123.9	-32.0	46.9	42.8	26.5
毛利率(%)	g	37.7	41.5	43.0	44.5
净利率(%)	17.6	10.4	12.5	14.8	15.8
ROE(%)	18.9	12.0	15.1	18.0	19.0
EPS(摊薄/元)	0.54	0.37	0.54	0.78	0.98
P/E(倍)	27.5	40.2	27.5	19.1	15.2
P/B(倍)	5.6	5.4	4.7	3.9	3.3

正文目录

一、公司简介	4
1.1 治痔用药龙头	4
1.2 大股东为中国宝安集团	4
二、主营业务分析	5
2.1 传统治痔类药品为公司主要利润来源——预计增长 15-20%	5
2.2 肛肠专科连锁医院——符合新医改模式	7
2.3 药妆系列分析——再现马应龙眼药的辉煌	9
三、盈利预测与评级	10
3.1 盈利预测总表	10
3.2 分产品收入增长预测	10
3.3 首次给予“推荐”评级	11

图表目录

图表 1	痔疮类用药市场排名	4
图表 2	痔疮类用药主要剂型	4
图表 3	马应龙股权结构图	5
图表 4	中国宝安核心业务构架图	5
图表 5	2011 年上半年分产品收入构成	6
图表 6	2011 年上半年分产品毛利构成	6
图表 7	治痔系列产品表	6
图表 8	治痔类收入增长示意图表（单位：百万元）	7
图表 9	公司连锁医院拓展区域	7
图表 10	马应龙连锁医院情况	8
图表 11	医院诊疗产品收入增长示意图（单位：百万元）	8
图表 12	中药上市公司涉及药妆领域情况	9
图表 13	公司药妆系列产品	9
图表 14	盈利预测总表（单位：百万元）	10
图表 15	分产品预测（单位：百万元）	10

一、公司简介

1.1 治痔用药龙头

马应龙是一家经商务部首批认定的中华老字号企业，创始于公元 1582 年。马应龙致力于医药产业的专业化发展。20 世纪 80 年代以来，公司坚持以肛肠治痔领域为核心定位，经过多年持续快速健康发展，如今已成长作为一家涉足于药品制造、药品研发、药品批发零售、连锁医院等多个领域的专业化多功能国际化的上市公司。

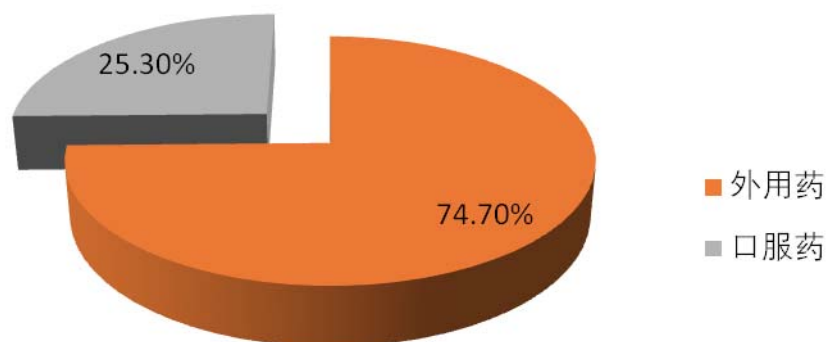
图表1 痔疮类用药市场排名（2011年1-9月）

排序	药品名称	市场占有率	排序	药品名称	市场占有率
1	马应龙麝香痔疮膏	19.94%	6	复方角菜酸酯栓	5.79%
2	马应龙麝香痔疮栓	11.77%	7	肛泰栓	3.69%
3	肛泰贴膏	8.16%	8	痔速宁片	3.40%
4	痔疮栓	6.64%	9	草木犀流浸液片	2.69%
5	云南白药痔疮膏	5.97%	10	复方片仔癀痔疮软膏	2.64%

资料来源：健康网、平安证券研究所

公司系痔疮用药龙头，公司治痔类产品在 OTC 的市场占有率约为 30-40%之间。与其他类型的疾病不同，在痔疮治疗领域，西药疗效不如中药，口服剂和注射剂均没有效果特别良好的用药，唯有以去腐生肌、活血化瘀的外敷膏剂和栓剂效果最佳。

图表2 痔疮类用药主要分类



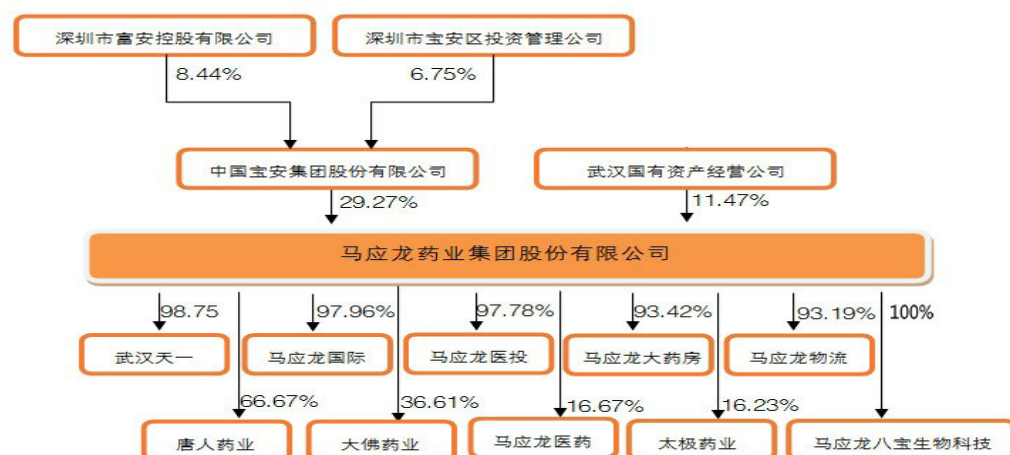
资料来源：健康网、平安证券研究所

公司主打产品为马应龙麝香痔疮膏和马应龙麝香痔疮栓，其中麝香痔疮膏为国家基本药物独家品种，基本垄断了这一剂型的市场。

1.2 大股东为中国宝安集团

公司控股股东为中国宝安集团股份有限公司，持有公司 29.27%的股权，深圳市富安控股有限公司持有中国宝安集团股份有限公司 8.44%的股权，为公司实际控制人。

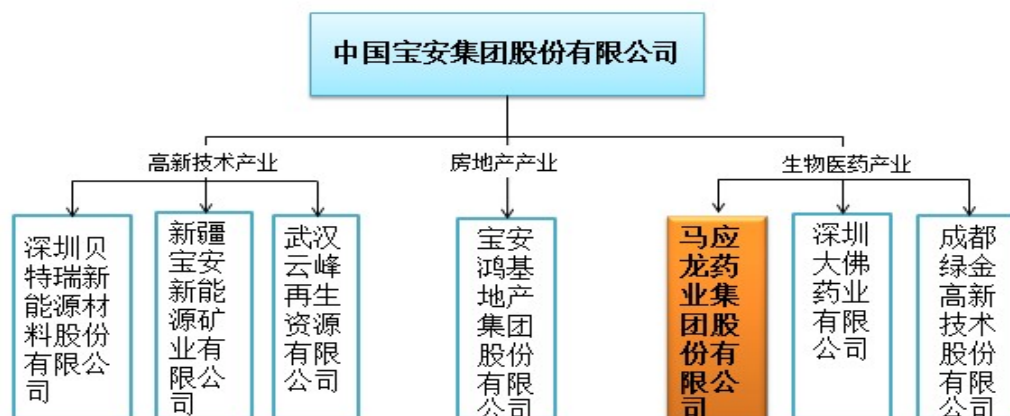
图表3 马应龙股权结构图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

中国宝安集团股份有限公司成立于 1983 年 7 月，曾连创成立新中国第一家股份制企业；公司总资产 100 亿元，为广东省和深圳市确定为重点发展的 70 家、30 家大型企业集团之一，被深圳市政府评定的深圳市最高企业类别：一类一级企业。在世界品牌实验室发布的“2011 中国 500 最具价值品牌”排行榜中，中国宝安集团名列第 74 位，品牌价值达到了 130.62 亿元。目前中国宝安集团拥有上市公司马应龙药业（股票代码 600993）、宝安地产（000040）和全资企业及控股企业二十多家。中国宝安集团核心业务包括高新技术产业、房地产业和生物医药业。

图表4 中国宝安核心业务构架图



资料来源：平安证券研究所

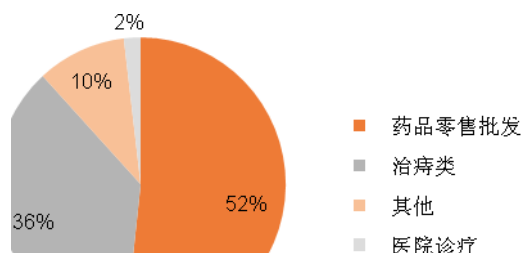
二、主营业务分析

2.1 传统治痔类药品为公司主要利润来源——预计增长 15-20%

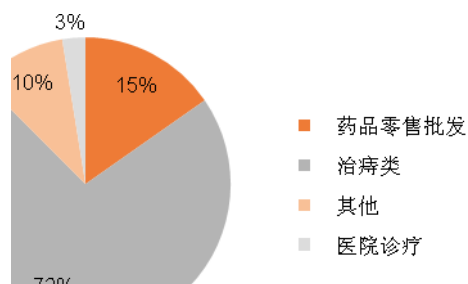
从 2011 年上半年的收入结构来看，公司收入的主要来源为药品零售业务和治痔类产品，其贡献了 89% 的收入，但由于药品零售业务 11.8% 的毛利率，远低于治痔类 78.97% 的毛利率，治

痔类产品是目前公司营业利润的最主要来源。

图表5 2011年上半年分产品收入构成



图表6 2011年上半年分产品毛利构成



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

公司的治痔产品已实现 7 个品种 10 种规格的产品梯队。其中，痔疮栓为痔疮膏剂型的升级产品。随着新品的上市，成功实现了治痔产品向肛肠乃至下消化道产品的延伸，全方位满足患者需求，进一步巩固了国内肛肠治痔第一品牌的市场地位。

图表7 治痔系列产品表

产品	功能主治	批准文号
麝香痔疮栓(6 粒/盒)	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于大肠热盛所致的大便出血、血色鲜红、肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。	国药准字 Z42021461
麝香痔疮栓(12 粒/盒)	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于大肠热盛所致的大便出血、血色鲜红、肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。	国药准字 Z42021461
马应龙麝香痔疮膏(10 克)	清热燥湿，活血消肿，去腐生肌。用于湿热瘀阻所致的痔疮、肛裂，症见大便出血，或疼痛、有下坠感；亦用于肛周湿疹。	国药准字 Z42021920
马应龙麝香痔疮膏(2.5 克×5)	清热燥湿，活血消肿，去腐生肌。用于湿热瘀阻所致的痔疮、肛裂，症见大便出血，或疼痛、有下坠感；亦用于肛周湿疹。	国药准字 Z42021920
金玄痔科熏洗散(4 袋)	消肿止痛、祛风燥湿。用于痔疮术后、炎性外痔所致的肛门肿胀、疼痛，中医辨证为湿热壅滞证。	国药准字 Z20080020
金玄痔科熏洗散(6 袋)	消肿止痛、祛风燥湿。用于痔疮术后、炎性外痔所致的肛门肿胀、疼痛，中医辨证为湿热壅滞证。	国药准字 Z20080020
痔炎消片	清热解毒，润肠通便。用于止血，止痛，消肿。用于痔疮发炎肿痛。	国药准字 Z20070013
地奥司明片	治疗与静脉淋巴功能不全相关的各种症状（腿部沉重，疼痛，晨起酸胀不适感）；治疗痔急性发作有关的各种症状。	国药准字 H20066737
聚乙二醇 4000 散	缓解成人便秘的症状。	国药准字 H20080092

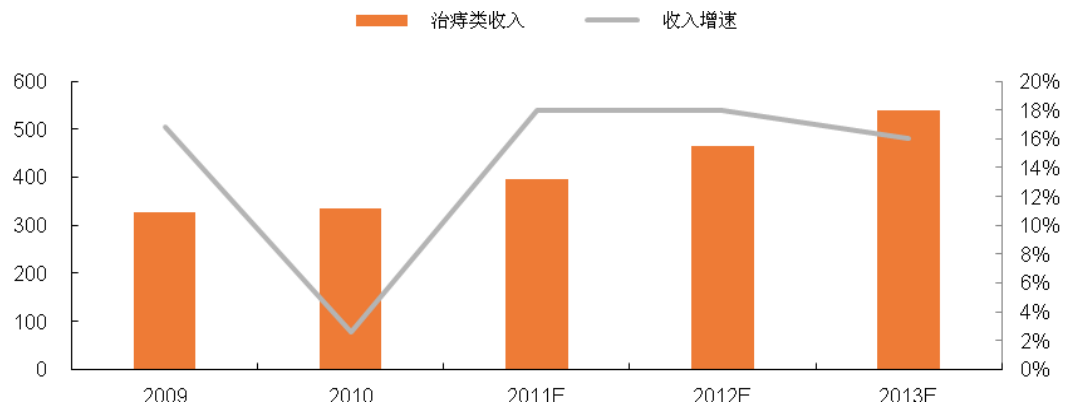
资料来源：公司网站、平安证券研究所

我们估计公司治痔类产品销售中，OTC 市场和医院市场的销售占比约为 7:3。总体我们预计公司未来增速保持在 10-15%。

OTC 市场销售是公司最主要的销售方式，由于公司产品为治痔类第一品牌，市场知名度较高，我们认为公司治痔类产品在 OTC 市场将继续保持优势地位，但由于目前发改委制定的医疗机构最高采购价为 8 元，最高零售价位 9.3 元，公司提价的空间受到挤压，因此未来的增长主要是靠量来带动，OTC 市场上的销售收入增速保持在 10% 左右。

公司肛肠医院现已增至 5 家，未来公司将会加大对医院诊疗方面的投入，随着肛肠医院和基本药物的扩容带来的对肛肠类药品需求的提高，将对医院市场销售有一定的带动作用，我们估计医药市场销售收入有望达到 25-30%。

图表8 治痔类收入增长示意图表（单位：百万元）

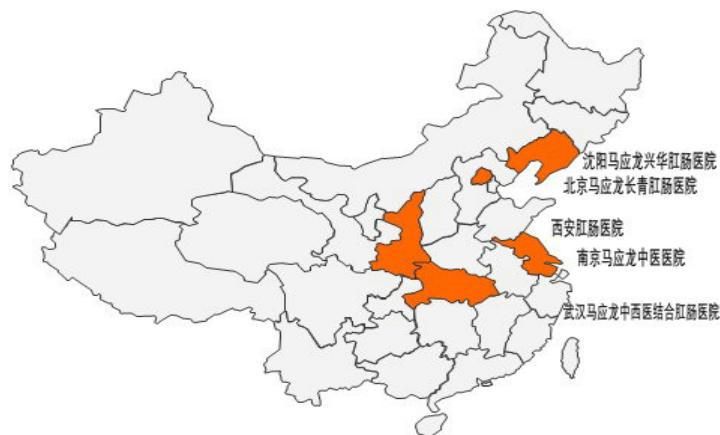


资料来源：平安证券研究所

2.2 肛肠专科连锁医院——符合新医改模式

公司 2011 年加快了医院诊疗方面的投入，主要用于马应龙肛肠专科医院的快速扩张，自 2008 年 12 月 28 日第一家肛肠专科连锁医院在武汉运营以来，公司旗下的肛肠医院已达 5 家，2011 年上半年武汉、北京、沈阳肛肠医院已实现盈利，主要为直接收购的公司。三家共实现销售收入 1244 万，同比增长 29.40%，医院毛利率为 55.32%，超过去年 45.01% 的毛利率。南京马应龙中医医院也于 11 年 12 月 28 日也已投入运营，至此马应龙连锁医院已经在华中（武汉）、华北（北京）、华南（南京）、西北（西安）、东北（沈阳）完成布点，连锁经营初具规模。

图表9 公司连锁医院拓展区域



资料来源：平安证券研究所

肛肠医院的开办，一方面形成公司新的增长点，更另一方面能帮助公司收集第一手的肛肠病患信息，促进新型药物、试剂和诊疗器械等衍生产品的研发和使用。而痔疮用药第一品牌的影响力有利于公司肛肠医院品牌知名度的确立。

马应龙肛肠连锁医院均有行业顶尖专家坐镇医院。由于马应龙痔疮膏的独特疗效以及长时间和中华医学会痔疮分会的紧密联系，因此公司拥有广泛的渠道接触资深专家资源，从而保证了马应龙连锁医院的医疗服务质量和扩张的持续性。

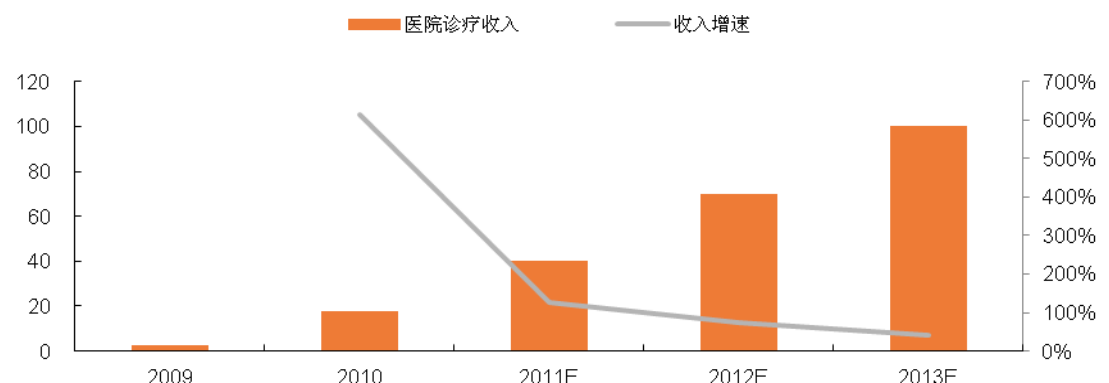
图表10 马应龙连锁医院情况

建立方式		所设科室
武汉马应龙中西医结合肛肠医院	自建	肛肠科：痔疮、肛瘘、肛裂、便秘、肛周脓肿、肛周皮肤病、息肉、结直肠肿瘤等
		内科：普通常见病，如感冒发烧、胃肠疾病、输液换药等 外科：外伤清创缝合、腋臭、体表良性肿瘤、阑尾炎、疝气、包皮手术、乳腺纤维腺瘤等
北京马应龙长青肛肠医院	收购	-
西安肛肠医院	收购	肛肠一科、肛肠二科、消化便秘科、检验科、手术麻醉科、内科、药剂科、放射科、B超室、胃肠镜室、肛肠动力室、妇科。
沈阳马应龙兴华肛肠医院	收购	-
南京马应龙中医医院	自建	中西医内科、中西医外科、中医康复医学科、骨伤科、肛肠科、中医消化科、针灸科、推拿科、口腔科、麻醉科、医学检验科、医学影像科等
		肛肠科：痔疮、肛瘘、肛裂、便秘、肛周脓肿、肛周皮肤病、结直肠息肉、结直肠肿瘤等 内科：普通常见病，如感冒发烧、胃肠疾病、输液换药等

资料来源：公司网站、平安证券研究所

2010年12月，国务院办公厅发布的《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境。加上公司有收购西安原公立医院西安肛肠医院的成功经验，在政策的支持和配合下公司将进一步加大投资力度，基于以上分析我们预计公司未来每年增加3-5家连锁医院，随着新增医院的运营，我们估计公司11-13年收入分别为4000万、7000万、10000万元。

图表11 医院诊疗产品收入增长示意图（单位：百万元）



资料来源：平安证券研究所

2.3 药妆系列分析——再现马应龙眼药的辉煌

虽然目前公司是治痔类用药龙头，以痔疮膏闻名，但痔疮膏的前身其实是拥有 400 年历史的马应龙眼药。马应龙眼药始创于 1582 年（明万历年间），创始人马金堂潜心研究大量祖国传统医学论著，历经数十载临床实践，将麝香、牛黄、珍珠等八味名贵中药精心配伍特制药膏，取名“定州眼药”。至清乾隆年间，马金堂的后人马应龙以制造和经营眼药为业，设店于定州北街并将“定州眼药”改名为“马应龙定州眼药”，四百多年来，马应龙眼药薪火相传，生生不息。“马应龙眼药制作技艺”也于 11 年 6 月 10 日成功入选国家非物质文化遗产名录。

随着人们对于健康消费理念的转变，化妆品领域目前正朝着自然回归，药妆已经成为目前一种潮流，中药经历几千年的人体临床验证，且源于自然，毒副作用小，更加安全可靠。基于中药品种具有进入药妆的天然优势，各大传统中药企业，如云南白药、片仔癀、同仁堂、天士力和康恩贝等，均开始涉足药妆产品的研发、生产与销售。根据 Synovate 估计，我国 2010 年化妆品市场销售总额可能达 1200 亿元，其中药妆细分市场将占大约 40% 的份额。

图表12 中药上市公司涉及药妆领域情况

中药公司	药妆领域产品
云南白药	云南白药牙膏、采之汲保湿面膜、千草堂止痒理肤沐浴素润养、养元青洗发乳
片仔癀	皇后系列护肤品（珍珠膏/霜系列、蓝彩系列、莹彩系列、祛痘系列、男士系列、保湿系列、防晒系列、护肤系列等）
同仁堂	同仁堂草本系列、伊妆系列、丽颜坊二代、丽颜坊彩妆精油、丽颜坊护肤品、佳宝乐系列、健康品系列
天士力	帝兰纳米银牙膏、金丽娇妍、舒爽清凉洗发露、帝兰丹参精粹洗护系列、帝兰商务旅行便携装、帝兰水润亲颜系列、帝兰凝时焕颜系列等
康恩贝	萃芙理孕产肌肤修复系列（产后疤痕按摩凝露、妊娠纹防护乳、妊娠纹按摩凝露、焕彩皙白精华露等）

资料来源：公司网站、平安证券研究所

公司通过研究和挖掘四百年马应龙八宝眼药制作技艺，不断丰富眼部护理产品系列，继 09 年第一个药妆产品马应龙八宝去黑圈眼霜上市以来，眼部系列新品陆续推出，融瑕透皙、释袋焕颜、舒纹臻养三款眼贴膜现开始销售，清眸代用茶也同步上市。目前公司有眼霜、眼贴、祛痘三个系列共 8 个品种 12 种规格的产品，另还有 14 个产品在研制阶段。

图表13 公司药妆系列产品



资料来源：公司网站、平安证券研究所

马应龙眼霜等系列药妆目前主要在武汉、长沙、昆明和北京销售，以药店渠道为主。2011 年 11 月 7 日公司董事会达成一致，成立子公司湖北马应龙八宝生物科技有限公司，专门负责经营马应龙八宝药妆。我们预计公司将逐步扩大药妆经营试点的区域和通路，立足大型连锁药店，在区域市场内介入商超、美容院线、个人护理用品店、日用商品店铺等，线上公司在淘宝商城上开立网上直销店。我们相信随着专业化团队的成立，市场销路的全面铺开及“非遗”带来的品牌文化宣传，公司药妆系类高增长可期。我们估计 2011-13 年收入分别为 3000 万、6000 万、10000 万元。

三、盈利预测与评级

3.1 盈利预测总表

图表14 盈利预测总表（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,022	1,178	1,443	1,732	2,059
营业收入	1,022	1,178	1,443	1,732	2,059
营业总成本	905	1,058	1,254	1,455	1,699
营业成本	635	734	844	988	1,143
营业税金及附加	9	11	13	15	18
销售费用	201	242	317	355	422
管理费用	62	69	83	100	119
财务费用	-3	-2	-5	-5	-5
资产减值损失	1	4	2	2	2
营业利润	215	136	212	300	383
利润总额	221	144	220	308	391
减：所得税	31	24	38	48	62
净利润	189	120	182	260	329
减：少数股东损益	9	-3	2	3	4
归属于母公司所有者的净利润	180	123	180	257	325
每股收益（元）	1.09	0.74	0.54	0.78	0.98

资料来源：平安证券研究所

3.2 分产品收入增长预测

图表15 分产品预测（单位：百万元）

分产品收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
药品零售批发	608	678	759	858	978
同比增速	35.83%	11.55%	12.00%	13.00%	14.00%
治痔类	326	335	452	533	618
同比增速	16.84%	2.59%	18.00%	18.00%	16.00%
除治痔、药妆外其他产品	76	135	183	237	297
同比增速	0.85%	78.13%	35.00%	30.00%	25.00%
医院诊疗	2	18	40	70	100
同比增速		612.50%	127.06%	75.00%	42.86%
药妆类	0	0	30	60	100
同比增速				100.00%	66.67%

分产品收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入合计	1012	1165	1407	1691	2015
同比增速		15.12%	20.74%	20.23%	19.16%

资料来源：平安证券研究所

3.3 首次给予“推荐”评级

我们预计公司 2011–13 年每股收益分别为 0.54、0.78、0.98 元，对应 2012 年 1 月 17 日收盘价 14.86 元，PE 分别为 27.5、19.1、15.2 倍。我们看好公司在肛肠医院及药妆领域的发展，首次给予“推荐”评级。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1042	1348	1638	1992
现金	579	785	1005	1254
应收账款	118	154	182	216
其他应收款	13	16	19	23
预付账款	34	41	47	54
存货	158	194	224	258
其他流动资产	139	157	162	187
非流动资产	407	350	333	311
长期投资	60	58	60	59
固定资产	213	206	193	175
无形资产	33	33	32	32
其他非流动资产	101	53	48	45
资产总计	1449	1699	1971	2304
流动负债	321	398	436	476
短期借款	51	53	54	53
应付账款	87	114	129	149
其他流动负债	183	230	253	274
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	322	398	436	476
少数股东权益	104	106	109	113
股本	166	332	332	332
资本公积	217	118	118	118
留存收益	642	747	978	1267
归属母公司股东权益	1023	1195	1426	1714
负债和股东权益	1449	1699	1971	2304

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-11	166	220	266
净利润	120	182	260	329
折旧摊销	26	24	25	25
财务费用	-2	-5	-5	-5
投资损失	-23	-23	-23	-23
营运资金变动	-150	-15	-41	-65
其他经营现金流	19	3	4	5
投资活动现金流	-95	45	20	14
资本支出	34	0	0	0
长期投资	-63	-26	5	2
其他投资现金流	-125	19	26	16
筹资活动现金流	-51	-5	-20	-31
短期借款	-10	2	0	-1
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	166	0	0
资本公积增加	-1	-99	0	0
其他筹资现金流	-39	-73	-21	-31
现金净增加额	-157	206	220	249

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1178	1443	1732	2059
营业成本	734	844	988	1143
营业税金及附加	11	13	15	18
营业费用	242	317	355	422
管理费用	69	83	100	119
财务费用	-2	-5	-5	-5
资产减值损失	4	2	2	2
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资净收益	23	23	23	23
营业利润	136	212	300	383
营业外收入	11	11	11	11
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	144	220	308	391
所得税	24	38	48	62
净利润	120	182	260	329
少数股东损益	-3	2	3	4
归属母公司净利润	123	180	257	325
EBITDA	160	231	320	403
EPS (元)	0.74	0.54	0.78	0.98

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	15.3%	22.4%	20.0%	18.9%
营业利润	-36.5%	55.6%	41.5%	27.7%
归属于母公司净利润	-32.0%	46.9%	42.8%	26.5%
获利能力				
毛利率(%)	37.7%	41.5%	43.0%	44.5%
净利率(%)	11.1%	10.4%	12.5%	14.8%
ROE(%)	12.0%	15.1%	18.0%	19.0%
ROIC(%)	11.6%	14.1%	17.8%	18.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	22.2%	23.4%	22.1%	20.7%
净负债比率(%)	15.80%	13.42%	12.34%	11.16%
流动比率	3.24	3.39	3.76	4.19
速动比率	2.75	2.90	3.24	3.64
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.92	0.94	0.96
应收账款周转率	9	10	9	9
应付账款周转率	8.32	8.37	8.12	8.22
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.54	0.78	0.98
每股经营现金流(摊薄)	-0.03	0.50	0.66	0.80
每股净资产(最新摊薄)	3.09	3.60	4.30	5.17
估值比率				
P/E	40.16	27.52	19.05	15.16
P/B	5.44	4.66	3.90	3.25
EV/EBITDA	-4	-2	-2	-1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257