

千金药业 (600479)

中药/医药生物

发布时间: 2012-05-24

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级:

千金药业调研报告

基药放量和新品驱动业绩高速增长

报告摘要:

公司已度过最困难时期。受营销改革的主动调整影响,主导产品的销售收入在 2010 年出现了上市以来的首次下降,但 2011 年重新出现增长。今年第一季度由于调整千金片的销售规格,千金片的销售收入再度下降,但规格调整大约影响 3 个月的库存,6 月份就能消除影响。随着营销改革的推进,以及更换规格正面影响的逐渐显现,我们预计千金片(胶囊)的营销已过低谷期,有望在 OTC 市场和基药市场同时发力,恢复到正常的增长水平。

补血益母颗粒(丸)等二线口服中药将高速增长。在妇科口服中成药领域,公司将加大八珍益母片、补血益母颗粒等产品的销售力度。补血益母颗粒将改进剂型,并由产后市场向术后市场延伸,由医院市场向零售市场延伸,今年有望高速增长。

椿乳凝胶助力公司进军空间更广的妇科炎症外用药市场。在妇科炎症用药领域,外用药的市场规模占了 70%以上,远大于口服药市场。公司今年起将大力推广椿乳凝胶,椿乳凝胶目前为公司独家生产,由于疗效确切、副作用小,有望成为公司又一个类似于妇科千金片的重磅品种。

投资建议:我们认为公司 2012~2014 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.56 元和 0.77 元,对应的 PE 分别 27.7 倍、18.8 倍和 13.7 倍,相对于业绩增速,估值偏低,我们看好公司在妇科炎症及其相关领域的拓展,首次覆盖并给予“推荐”评级。

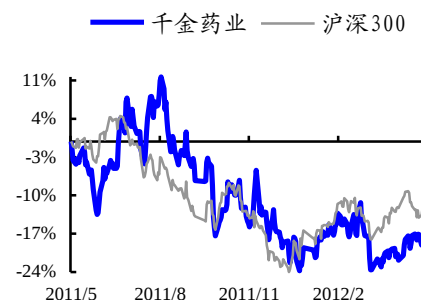
风险提示:产品价格下降的风险;新品销售不达预期的风险;中药材价格继续上涨的风险。

股票数据

2012-5-22

收盘价(元)	10.53
12 个月股价区间(元)	9.60 ~ 14.59
总市值(百万元)	3,210
总股本(百万股)	305
A 股(百万股)	305
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	1%	-4%	-22%
相对收益	1%	-5%	-6%

相关报告

证券分析师: 周思立 联系人: 刘林

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouisl@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	979	1,257	1,492	1,798	2,093
(+/-)%	8%	28%	19%	21%	16%
净利润	98	95	133	192	264
(+/-)%	-34%	-4%	41%	45%	39%
每股收益(元)	0.28	0.27	0.38	0.56	0.77
市盈率	37.2	38.8	27.5	18.9	13.6
市净率	3.56	3.53	3.33	2.99	2.57
净资产收益率(%)	9.6%	52.0%	51.2%	53.4%	55.8%
股息收益率(%)	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
总股本(百万股)	305	305	305	305	305

目 录

1. 妇科千金片（胶囊）受营销推动而恢复性增长.....	3
1.1. 千金片（胶囊）营销已经度过最困难时期.....	3
1.2. 千金片（胶囊）将在 OTC 零售和基药市场同时发力.....	4
2. 补血益母颗粒（丸）等二线口服中药品种将高速增长.....	4
3. 椿乳凝胶助力公司进军妇科炎症外用药市场.....	5
4. 营销改革初有成效.....	5
5. 今年中药材成本压力较大.....	6
6. 拉米夫定推动化药继续高成长.....	6
7. 多元化发展还处于播种阶段.....	7
8. 盈利假设.....	7
9. 投资建议.....	8
10.风险提示.....	8

1. 妇科千金片（胶囊）受营销推动而恢复性增长

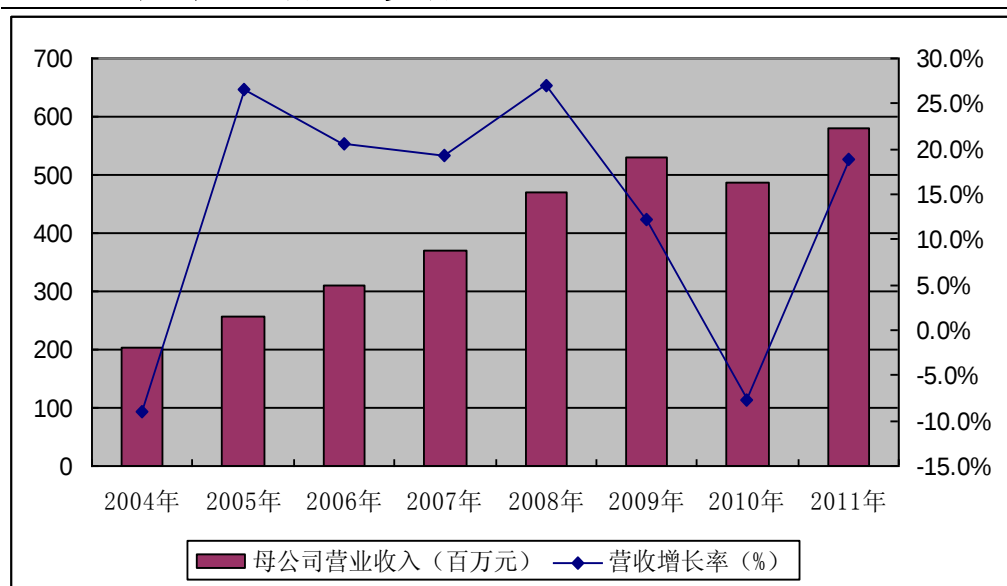
1.1. 千金片（胶囊）营销已经度过最困难时期

妇科千金片和妇科千金胶囊是公司的核心主导产品，也是公司营业利润的最主要来源。妇科千金片是公司独家研制生产的中成药，其配制方法在 2002 年获得国家发明专利，2006 年被国家科技部列入国家秘密技术产品。由于公司对于产品配方严格保密，即便专利保护到期后，竞争对手也很难仿制生产，因此在可以预见的数年内，公司都将维持独家生产的地位。

妇科千金片是国家基本药物中妇科清热除湿类唯一入选品种，具有清热除湿、益气化瘀的功效，常用于湿热瘀阻所致的带下病、腹痛，症见带下量多、色黄质稠、臭秽，小腹疼痛，腰骶酸痛，神疲乏力以及慢性盆腔炎、子宫内膜炎、慢性宫颈炎等妇科炎症疾病。妇科千金胶囊是在妇科千金片的基础上研制而成，2004 年被批准为国家中药保护品种，2009 年入选国家基本药物目录，其功能主治与妇科千金片相同，二者只是剂型的差别。

千金片和千金胶囊等中成药产品都放在母公司里面，二者的营收占了母公司营收的 90%以上，因此分析母公司的报表，就可知道这两个产品的销售状况。从母公司报表看，自 2004 年公司上市以来，营业收入从 2004 年的 2.04 亿元增长到 2011 年的 5.8 亿元，营收规模增长了 184%以上。上市 8 年，仅在 2010 年营收出现了下降，当年下降主要是由于公司进行营销改革主动调整造成的。2011 年母公司营收相比 2010 年有 19%左右的增长，公司正逐渐度过经营最困难的时期。

图 1：上市以来母公司营收稳步增长



数据来源：东北证券，Wind

今年以来，公司开始调整妇科千金片的销售规格，将 OTC 渠道的销售规格由 72 片转换成 108 片。由于规格调整需要消化存货，因此前 4 个月千金片的销售收入略有下降，从而导致今年第一季度母公司的营收同比仅增加 6%。规格调整可能仅影响 3 个月左右的发货，估计在 6 月份就能完全消除规格调整造成的影响。一般情况下，公司在第四季度的发货量最高，第二和第三季度的发货量要稍低些，因此，保守预计，Q2 仍可能增速较低，Q3 增速将回升，Q4 的环比增幅将最大。

1.2. 千金片（胶囊）将在 OTC 零售和基药市场同时发力

公司营销改革的重点之一，就是将渠道下沉，并将目标市场划分为两大市场，即政府主导的基药市场和市场竞争主导的 OTC 零售市场。

对于 OTC 药店零售市场，成长的动力主要来自于增强品牌影响力、提高覆盖面和千金片规格的更换。在国家发改委规定的基本药物最高零售价格表中，千金片 72 片（薄膜衣）的价格为 14.7 元，而千金片 108 片（薄膜衣）的价格为 21.7 元，每盒单价更高。因此，将 OTC 药店的销售规格由 72 片更换为 108 片，可能带来更高的单次销售收入，这更利于激发 OTC 零售终端的销售积极性。即便考虑规格更换造成的 3 个月的去库存影响，千金片在 OTC 终端的销售收入全年仍有望实现不错的增长。

表 2: 妇科千金片(胶囊)的最高零售限价

药品名称	剂型	规格	单位	零售指导价格(元)
妇科千金胶囊	胶囊剂	0.4g*24 粒	盒(瓶)	30.4
妇科千金胶囊	胶囊剂	0.4g*36 粒	盒(瓶)	44.9
妇科千金片	片剂	108 片(糖衣)	盒(瓶)	19.7
妇科千金片	片剂	24 片(糖衣)	盒(瓶)	4.6
妇科千金片	片剂	72 片(糖衣)	盒(瓶)	13.3
妇科千金片	片剂	100 片(糖衣)	盒(瓶)	18.3
妇科千金片	片剂	144 片(糖衣)	盒(瓶)	26.0
妇科千金片	片剂	24 片(薄膜衣)	盒(瓶)	5.1
妇科千金片	片剂	72 片(薄膜衣)	盒(瓶)	14.7
妇科千金片	片剂	108 片(薄膜衣)	盒(瓶)	21.7
妇科千金片	片剂	144 片(薄膜衣)	盒(瓶)	28.6

数据来源：东北证券、发改委

对于基药市场，随着国家基本药物制度的持续推进，千金片（胶囊）在基本药物市场开始逐渐放量。目前来看，湖南、四川、江西、江苏和湖北等省市增长较为明显，东北三省还有待推进。最近数月，千金片（胶囊）在基本药物市场的月发货量在 1000 万元（含税）以上，预计全年能做到 1 亿元（含税）以上。从各个省市的中标价来看，根据米内网的数据，妇科千金片折合成 144 片的中标均价大约为 24 元，妇科千金胶囊折合成 24 粒的中标均价大约为 24 元，均与国家发改委规定的 28.6 元与 30.4 元的最高零售限价相差不大，说明独家产品在定价权上还是具有一定的优势的。由于国家基本药物实行零差率政策，因此基层医疗机构比药店有价格优势，相比于竞争激烈的 OTC 市场，基药市场还有较大的潜力去挖掘，基药市场是千金片（胶囊）销售成长的主要增长点。

2. 补血益母颗粒（丸）等二线口服中药品种将高速增长

妇科千金片和妇科千金胶囊在妇科炎症的口服中成药市场份额排名第一，领先于妇炎康片、花红片和金鸡胶囊等产品。公司的战略目标是致力于在妇科领域拓展，但过于依赖两个核心主导产品，会导致品种单一、产品结构不合理，因此，公司今年加大了新品的拓展力度。

在妇科口服中成药领域，公司将加大八珍益母片、补血益母颗粒等产品的销售力度。其中，补血益母颗粒为公司独家研制的地标升国标品种，其配制方法和质量标准在 2001 年获得了国家发明专利，2009 年入选了国家基本药物乙类目录。补血

益母颗粒具有补益气血、祛瘀生新的功效，主要用于产后和术后的补血补气。该产品目前主要走基药市场，去年的销售收入将近 3000 万元，利润贡献较小。由于原材料涨价等因素，公司目前已经将湖南省的价格由 3.4 元/包提高到 3.8 元/包。由于消费者反映口感不太好，因此公司准备推出新补血益母丸，主要在 OTC 药店销售。之前主要专注于产后市场，公司目前发现术后市场的空间更加广阔，随着口感更好的补血益母丸的推出，公司也期望能够推出类似于礼品营销的销售模式。随着在医院市场和 OTC 市场的同时发力，预计今年该产品可能将高速增长，销售收入有望达到 5000 万元左右。

3. 椿乳凝胶助力公司进军妇科炎症外用药市场

公司虽然在妇科炎症口服中成药市场稳居第一，但妇科炎症的外用药市场规模更大，大约是口服中成药市场的 2 倍以上，因此公司未来将大力拓展妇科炎症的外用药市场。椿乳凝胶是公司进军妇科炎症外用药市场的主力品种，公司今年起将大力推广椿乳凝胶。椿乳凝胶目前为公司独家生产，由于疗效确切、副作用小，有望成为公司又一个类似于妇科千金片的重磅品种。

椿乳凝胶为阴道给药，主要用于治疗慢性宫颈炎、宫颈糜烂等。同类品种中，太阳石药业生产的康妇特栓的市场份额在妇科炎症外用药市场居于首位，市场中还有苦参软膏、康妇消炎栓、治糜灵栓等品种。阴道用凝胶剂为新剂型，相比于栓剂、软膏和泡腾片等剂型，具有作用时间长、异物感小和刺激小等优点。

椿乳凝胶的主要成分为椿皮、苦参、乳香、牡丹皮、冰片，每盒 3 支，每支 4g，7 盒为一个疗程。椿乳凝胶由于没有进入医保，因此公司拥有自主定价权，价格为 38 元/盒。目前主要在民营医院和厂矿医院销售，去年的销售收入是 300 多万元，湖北、湖南和广东等省市销售状况较好。公司正积极推进该产品进入各省的医保目录，计划至少进入 10 个省的医保目录，今年的销售目标是达到 2000 万元以上。

4. 营销改革初有成效

公司在 2010 年下半年聘任千金湘江药业的总经理王琼瑶为公司总经理，开始推进公司的营销改革。在王总的推动下，公司的营销出现了较大的变化。第一，营销组织架构实行“区域经理负责制”，强化了省区经理和地区经理的职责；第二，营销重心下移，重点开拓基层医疗市场和第三终端市场；第三，重点做大主导产品，同时筛选了八珍益母片、补血益母颗粒和椿乳凝胶等二线储备品种；第四，建立了以业绩为导向的考核机制，考核纯销和成本，带动了利润的增长；第五，加强渠道价格的维护，渠道合作加强；第六，举办品牌主题推广活动，加强网络宣传力度。

经过 1 年多的营销改革，公司主导产品在基层医疗市场的销售出现放量，营销改革初现成效，从营业收入和扣非后的净利润看，2011 年分别比 2010 年增长了 28% 和 51%，即便受到千金片更换规格的影响，今年一季度也分别增长了 21% 和 20%。

公司营销上最大的变化就是将产品负责制调整为地区负责制，区域经理负责区域内所有产品的销售，同时管理医院市场、基层医疗市场和 OTC 市场。由于公司产品结构较为单一，之前过多层级的设置会造成资源浪费，所以这一改革可以大大提高资源利用率，消除不必要的销售费用，从而提升销售效率。成本费用得到有效控制，母公司销售费用率 2011 年比 2010 年下降了 7.1%，管理费率也略有下降。

当然也应该考虑，公司目前正在推进二线产品的销售，在产品品种增多以及市场逐渐饱和之后，目前的营销架构也可能导致销售员选择性营销，这就不利于投

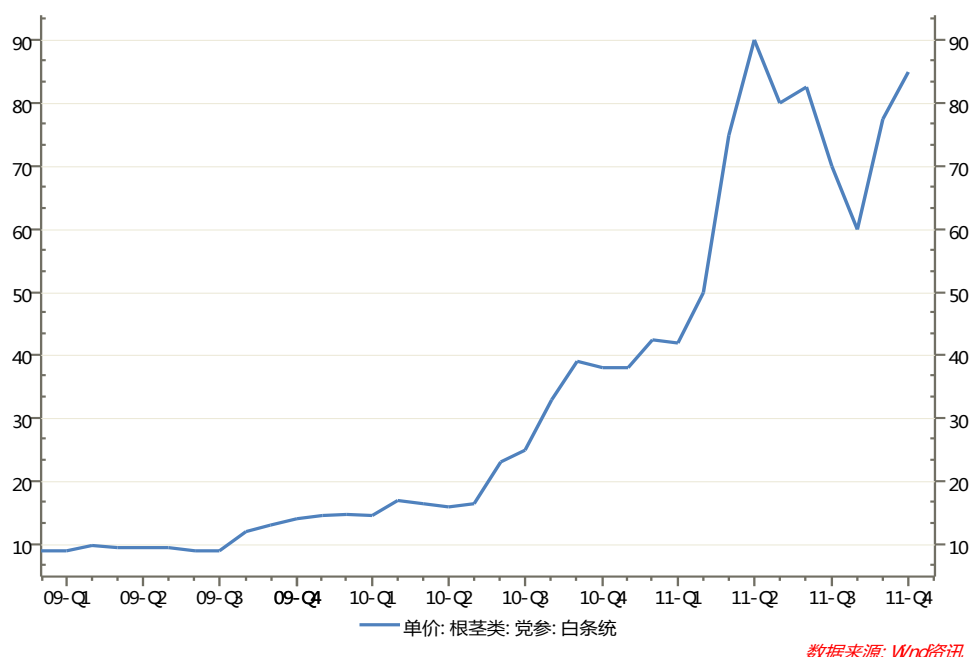
入力度不大的二线品种的销售。另外，公司目前大约有营销人员 1140 人，其中三分之一为新人，新人的培训若不能尽快顺利完成，可能会影响销售的增长；不过从中长期看，随着销售队伍的成熟，销售培训费率会下降。

5. 今年中药材成本压力较大

母公司产品的主要原材料是中药材，其中千金片（胶囊）的主要成分为千斤拔、金樱根、穿心莲、功劳木、单面针、当归、鸡血藤、党参，补血益母颗粒的主要成分为当归、黄芪、益母草、阿胶、陈皮。虽然公司建设了部分药材的 GAP 示范基地，但是其收购价格仍是主要受市场价的影响。公司在陇西设立了中药材贸易公司，目前经营规模较小，还不足以对冲中药材价格上涨所带来的成本压力。从母公司成本率来看，2011 年的成本率为 31.29%，比 2010 年上涨了 3.05%，中药材价格上涨的影响开始逐渐显现。

党参是公司用量较大的中药材，由于公司的中药材库存使用周期大致为一年，因此今年使用的党参为去年高价采购所得，今年党参的成本压力较大。

图 3: 党参价格近两年快速上涨（单位：元/千克）



数据来源: 东北证券, Wind

目前，党参价格有所回落，但仍处于历史高位。党参本轮价格上涨始于 2010 年，并于 2011 年年中达到价格最高峰，最高涨幅比 2009 年上涨了近 10 倍。党参为 2-3 年生药材，一般在秋季收获。这两年党参价格的暴涨，激发了参农的种植积极性，另外，国家在去年曾打击囤积党参抬高价格的行为，因此，预计如果不发生大的自然灾害，党参价格再创新高可能性较小。但由于人工费以及种植成本的提高，估计即便产新上市后，价格也很难回落到上涨前的 2009 年时的价格。

6. 拉米夫定推动化药继续高成长

公司的化药普药业务主要放在控股 51%的湖南千金湘江药业股份有限公司，该公司前任董事长为母公司现任总经理王琼瑶。湘江药业 2011 年实现营业收入 2.17 亿元，比 2010 年增长了近 38%；在化药普药大降价的背景下，湘江仍能维持较高的增长，2011 年实现净利润 2749 万元，比 2010 年增长近 33%。

千金湘江药业拥有吉非罗齐胶囊、地芬尼多片、舒胆通片、酒石酸唑吡坦片、奥宁片等多个国内首仿产品，目前的主导产品有罗红霉素胶囊、马来酸依那普利片、利巴韦林颗粒、蒙脱石散、阿魏酸哌嗪片等。

拉米夫定片是湘江药业的重磅首仿药，2010 年上半年，公司获得了拉米夫定片的生产批文，目前国内除了原研厂家葛兰素史克之外，只有山东潍坊制药厂、福建广生堂、安徽贝克以及千金湘江等四家公司能够生产，公司的竞争优势较为突出。

拉米夫定为核苷类似物，主要用于乙肝病毒的治疗，1999 年在我国上市，目前已有数百万人服用过，不良反应极少，是我国应用时间最久也是最安全的核苷抗病毒药物。拉米夫定片之前主要由原研厂家 GSK 销售，但价格偏高，每盒（1000mg*14 片）的价格大约为 200 元，这影响了在基层医疗机构的应用。国产拉米夫定片的价格大约为原研厂家的一半，价格优势较为明显。拉米夫定片生产厂家少、基层终端的需求大，竞争相对不激烈，湘江药业凭借着遍布基层终端的销售网络，迅速在市场中占有一席之地。今年是湘江药业销售拉米夫定片的第二个年度，今年前四月销售情况较为乐观。得益于拉米夫定以及其他品种的高速成长，我们预计千金湘江药业今年的销售增速至少在 30%以上。

7. 多元化发展还处于播种阶段

公司拥有多家子公司，分别涉及医药商业、文化产业、中药材贸易、百货零售和仓库出租等领域。另外，公司还在筹划发展药用卫生巾、洗液等卫生用品以及保健品（千金养生坊）等大健康产业，未来还可能进军医疗服务领域。公司的多元化发展目前都处于播种阶段，对于业绩影响较小。公司对于主业之外的业务拓展，是积极尝试而又谨慎推进的。不熟悉或者超出能力范围的业务，公司会极力避免或尽量控制风险，而已经有一定基础的业务，公司也会谨慎扩张。

例如，公司近年受党参等中药材价格上涨影响较大，期望能够通过中药材贸易来平滑中药材成本的波动，但中药材贸易并不是公司所熟悉的业务领域，在人才培养尚未到位的情况下，公司没有盲目扩大中药材贸易额，而是在稳步推进药材贸易业务，去年中药材贸易收入仅为 2749 万元，实现净利润 38 万元。

株洲千金文化广场有限公司，主营影城院线等业务，去年实现营收 4679 万元，净利润达 575 万元，分别比 2010 年增长了 448%和 666%，给公司带来了稳定的现金流。万达院线的入驻，导致株洲的院线竞争趋于激烈，不过也激发了公司走出去的扩张动力。公司计划今年在株洲市的下属各县来开拓影城院线业务，不过不会盲目扩张，预计这块业务未来仍将有较快的增长。

8. 盈利假设

- 假设妇科千金片（胶囊）在 2012~2014 年的收入增速分别为 22%、20%和 15%；
- 假设补血益母颗粒（丸）在 2012~2014 年的收入增速分别为 60%、40%和 30%；
- 假设椿乳凝胶在 2012~2014 年的收入分别为 0.2 亿元、0.5 亿元和 0.8 亿元；
- 假设湘江药业 2012~2014 年的营收增速分别为 30%、30%和 25%；
- 假设医药商业 2012~2014 年的收入增速分别为 8%、8%和 6%；

- 假设其他业务 2012~2014 年的营收增速分别为 10%、30%和 30%;
- 假设药品生产的毛利率在 2012~2014 年分别为 64%、66%和 68%;
- 假设医药商业和其他业务的毛利率在未来三年分别维持 19%和 44%不变。

9. 投资建议

从公司的经营模式和发展方向看,公司与十几年前的云南白药有诸多相似之处。公司的主导独家产品妇科千金片(胶囊)在妇科炎症口服中成药领域稳居第一,公司计划进入妇科炎症外用药市场与当年的白药创可贴有异曲同工之妙,公司的化药业务同样发展迅速,甚至公司同样计划在大健康产业布局。公司战略发展思路日益清晰,那就是立足于妇科炎症治疗领域,向相关产业延伸。目标明确了,关键在于团队与执行,突破点在于营销。公司的营销改革已经有一年多,从主营收入与扣非后净利润看,改革成效已经初步显现。

我们认为公司 2012~2014 年的 EPS 分别为 0.38 元、0.56 元和 0.77 元,对应的 PE 分别 27.7 倍、18.8 倍和 13.7 倍,相对于业绩增速,估值明显偏低,我们看好公司在妇科炎症领域的拓展,首次覆盖并给予“推荐”评级。

10. 风险提示

- 产品价格下降的风险;
- 新品推广不达预期的风险;
- 中药材价格继续上涨的风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	119	179	217	341
交易性金融资产	99	99	104	109
应收款项	37	44	53	60
存货	117	178	161	214
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	863	1,060	1,233	1,508
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	42	42	42	42
固定资产	261	249	237	225
无形资产	45	44	43	42
商誉	9	9	9	9
非流动资产合计	419	460	503	546
资产总计	1,282	1,519	1,736	2,054
短期借款	0	0	0	0
应付款项	80	107	104	129
预收款项	57	67	81	94
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	262	382	419	482
长期借款	0	1	3	6
其他长期负债	26	26	26	28
长期负债合计	53	53	53	56
负债合计	288	409	448	516
归属于母公司股东权益合计	908	964	1,073	1,248
少数股东权益	85	101	123	151
负债和股东权益总计	1,282	1,475	1,645	1,915

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,257	1,492	1,798	2,093
营业成本	604	728	837	925
营业税金及附加	17	20	24	28
资产减值损失	1.72	0.00	0.00	0.00
销售费用	429	495	603	704
管理费用	91	104	125	145
财务费用	-4	-6	-7	-8
公允价值变动净收益	-11	0	0	0
投资净收益	0	1	5	5
营业利润	108	152	221	304
营业外收支净额	1.57	1.00	1.00	1.00
利润总额	110	153	222	305
所得税	15	21	30	41
净利润	95	133	192	264
归属于母公司净利润	83	117	170	236
少数股东损益	12	16	22	28

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	95	133	192	264
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	42	44	46	47
公允价值变动损失	11	0	0	0
财务费用	-4	-6	-7	-8
投资损失	0	-1	-5	-5
运营资本变动	-122	-76	-93	-83
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	23	101	140	222
投资活动净现金流量	-137	-41	-42	-42
融资活动净现金流量	-41	0	-59	-57
企业自由现金流	-44	51	91	173

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.27	0.38	0.56	0.77
每股净资产 (元)	2.98	3.16	3.52	4.09
每股经营性现金流量 (元)	0.07	0.33	0.46	0.73
成长性指标				
营业收入增长率	28.3%	18.7%	20.5%	16.4%
净利润增长率	-4.1%	41.1%	45.4%	38.7%
盈利能力指标				
毛利率	52.0%	51.2%	53.4%	55.8%
净利率	6.6%	7.8%	9.5%	11.3%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	10	10	10	10
存货周转率 (次)	74	74	74	74
偿债能力指标				
资产负债率	22.5%	26.9%	25.8%	25.1%
流动比率	3.30	2.77	2.94	3.13
速动比率	2.85	2.31	2.56	2.69
费用率指标				
销售费用率	34.1%	33.2%	33.5%	33.6%
管理费用率	7.3%	6.9%	7.0%	6.9%
财务费用率	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
估值指标				
P/E (倍)	38.76	27.46	18.88	13.61
P/B (倍)	3.53	3.33	2.99	2.57
P/S (倍)	2.55	2.15	1.79	1.53
净资产收益率	9.1%	12.1%	15.8%	18.9%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760