

以岭药业 (002603)

中药/医药生物

发布时间: 2012-11-26

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次覆盖

新品和基层市场将推动业绩持续增长

报告摘要:

“毒胶囊”事件影响逐渐减轻。公司的主导产品均为胶囊剂型，而在“毒胶囊”事件中受到的影响较大。虽然公司的产品经过相关部门检验合格，但由于终端库存的消化以及消费心理的修复均需要时间，因此公司在第三季度的发货量仍然受到了较大的影响。不过，从营收看，同比降幅在大幅减小，环比还出现了1亿元的正增长。

主要产品系列均将实现较快增长。主导产品通心络胶囊和参松养心胶囊有望出现恢复性增长，莲花清瘟胶囊继续平稳较快增长。芪苈强心胶囊、莲花清瘟颗粒、养正消积胶囊、津力达颗粒和八子补肾胶囊等新品目前正处于推广初期，随着市场投入的增加，在未来三年有望出现爆发式增长。新品在推广期的销售费率会比较高，这将在一定程度上减弱公司在近两年的净利润增长。

基层市场的营销潜力巨大。公司的主导产品在二级以上医院具有较高的市场占有率，但在基层医疗机构的营销相对较为薄弱。从去年年初以来，公司设立了城乡部，开始加大基层市场的营销力度。随着渠道构建的完成，公司在基层市场领域的销售有望加速成长。

投资建议：公司的主要产品均为专利产品，且均针对市场空间广阔的慢性病领域，随着销售渠道的逐渐完善，新品将逐渐进入高速增长期。我们预计公司在2012年~2014年的EPS分别为0.54元、0.78元和1.05元，对应的估值分别为45倍、31倍和23倍，当前估值虽然偏高，但高壁垒的专利药有望在相当长时间内持续贡献现金流，且专利品种有望逐年持续增加，因此可享受一定的估值溢价，我们首次覆盖并给予“谨慎推荐”的评级。

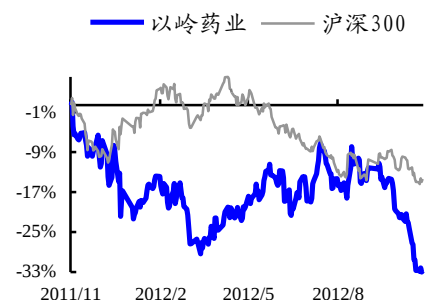
风险提示：药品降价；销售费率超预期；中药材价格上涨的风险。

股票数据

2012-11-23

收盘价(元)	21.18
12个月股价区间(元)	20.00~42.00
总市值(百万元)	11,702
总股本(百万股)	553
A股(百万股)	553
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	0

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-21%	-20%	-32%
相对收益	-16%	-15%	-17%

相关报告

证券分析师: 刘林

执业证书编号: S0550512090001
(021)20361137 liulin@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1649	1953	1702	2170	2820
(+/-)%	1.04%	18.43%	-12.86%	27.50%	29.95%
归属母公司净利润	316	454	298	430	579
(+/-)%	6.18%	43.89%	-34.32%	44.31%	34.55%
每股收益(元)	0.88	1.07	0.54	0.78	1.05
市盈率	42.46	29.51	44.93	31.13	23.14
市净率	12.28	3.62	3.40	3.10	2.78
净资产收益率(%)	28.92%	12.27%	7.56%	9.96%	12.02%
股息收益率(%)	—	0.26%	0.41%	0.41%	0.62%
总股本(百万股)	360	425	553	553	553

1. “毒胶囊”事件的影响逐渐减轻

公司的主导产品均为胶囊剂型，因而在“毒胶囊”事件中受到的影响较大。在“毒胶囊”事件发生之后，公司将产品积极送往河北药监局检验，但由于当时送检产品很多，导致产品检验周期较长，因而在药监局公布检验结果之前，部分地区出现产品下架、终端停止进药、商业公司退货、患者拒绝购买胶囊剂型产品的情形，给公司的产品销售造成很大影响。河北药监局在5月下旬公告称，经过现场检查，认为以岭药业质量保障和检验能力较强，药用胶囊采购渠道固定、明确，且购进后已进行批批检，能提供有效检验数据，并向药监部门做出了产品合格的承诺，可以不再对4月30日前已上市产品进行重复检验，公司的产品在6月份开始重新上架销售。

“毒胶囊”事件是在4月份爆发，因而对于第二季度的销售影响很大，考虑到终端库存的消化以及消费心理的修复均需要时间，因此在第三季度的发货量仍然受到了较大的影响。从单季度营收看，公司在Q2的营收为2.63亿元，同比下降了43.9%；在Q3的营收为3.6亿元，同比下降了28.07%。因此，从营收上看，“毒胶囊”事件的影响在逐渐减轻，营收同比降幅大幅减小，环比还出现了1亿元的增长。

公司在9月份的销售已经恢复到往年的正常水平，我们预计随着时间的推移，“毒胶囊”的不利影响将会逐渐消除，我们认为Q4的销售收入环比会继续大幅回升，明年有望完全消除影响。通过此次“毒胶囊”事件，公司也意识到了单一胶囊剂型的风险，因此在未来的新品开发中，将会有意识地更多开发颗粒剂、片剂等多种剂型。

2. 心脑血管类成熟药物将重归增长之路

公司在心脑血管药物领域拥有通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三个创新专利中药，分别主治冠心病、脑梗塞，心律失常和慢性心衰等疾病。其中，通心络胶囊和参松养心胶囊为公司的主导产品，二者在去年的销售收入合计约为15.4亿元，占到公司营业收入的比例接近80%。

通心络胶囊的主要成分为人参、水蛭、全蝎、土鳖虫、蜈蚣、蝉蜕、赤芍和冰片等，主要用于冠心病心绞痛、脑梗塞恢复期和心脑血管病的一、二级预防等。该品为国家基本药物，医保甲类品种，是我国第一个获得国家科技进步二等奖治疗心脑血管疾病的中成药，其虫类药超微粉碎工艺提升获得了2007年国家技术发明二等奖。通心络胶囊在2011年的销售收入约为9亿元，是公司的第一大主导产品。受到“毒胶囊”事件的影响，以及从今年前三季度的销量情况看，我们预计通心络胶囊今年的销量可能会下滑20%左右。

参松养心胶囊的主要成分为人参、麦冬、五味子、山茱萸、酸枣仁、桑寄生、丹参、赤芍、土鳖虫、甘松、黄连和龙骨等，主要用于快速心律失常、阵发性房颤、缓慢性心律失常的治疗。该品是医保甲类药物，同时进入了18个省（市）的基本药物目录，也有可能进入新版的国家基本药物目录中。该品是我国第一个完成循证医学研究的治疗心律失常的中成药，曾荣获2007年中华中医药学会科学技术一等奖，以及2009年国家科技进步奖等奖项。该品在2010年的销售收入为5.6亿元，2011年约为6亿元，我们预计今年可能会下降10%左右。

心脑血管中成药的市场竞争较为激烈，通心络胶囊的占有率仅次于天士力的复方丹参滴丸和步长的脑心通，参松养心胶囊的市场份额也位居前列。另外，金陵药

业的脉络宁注射液、扬子江药业的银杏叶片、地奥集团的心血康胶囊、神威药业的参麦注射液、中新药业的速效救心丸等均是市场占有率居前的心脑血管中成药。虽然这两款产品均已经比较成熟，且面临众多强敌的竞争，但我们认为未来仍会有较大的成长空间，原因主要有以下几点：

- 1) 这两款产品虽然在今年受到了“毒胶囊”事件的冲击而导致销售下滑，但产品的疗效、安全性、专利、药理等核心优势并未受到影响；
- 2) 这两款产品的专利保护均至少可以到 2030 年，在未来相当长的时间内仍可享受市场独占；
- 3) 这两款产品在二级以上医院的市场占有率居前，考虑到络病理论在一二线城市仍有较大的推广空间，以及心脑血管药物的市场规模年均 15% 以上的增长，我们认为这两款产品在二级以上医院仍能在较长时间内维持 15% 左右的增长；
- 4) 公司从去年以来加强了基层医疗市场的开发，随着渠道构建的完成，公司在基层市场领域的销售有望加速成长。

因此，我们认为公司的这两款主导产品在明年有望重新回归增长之路，若不考虑非正常事件的影响，理论上这两款产品在较长时间内仍有望维持 15% 以上的增长。

3. 二三线产品继续加速成长

除了成熟产品有望稳定增长之外，公司还加大了新品的销售投入力度，针对新品先后成立了肿瘤事业部、糖尿病事业部、呼吸事业部等，重点加强芪苈强心胶囊、莲花清瘟颗粒、养正消积胶囊、津力达颗粒和八子补肾胶囊等新品的销售。

芪苈强心胶囊的主要成分为黄芪、人参、附子、葶苈子、泽泻、玉竹、桂枝、红花、香加皮和陈皮等，主要用于冠心病、高血压病所致的轻、中度充血性心力衰竭。该品于 2004 年取得生产批号，2007 年开始进入市场，属国家医保目录乙类品种，目前已进入 2 省市基本药物目录、14 省市新农合药物目录。该品为国家科技部 863 计划项目、国家“十一五”科技支撑计划项目、国家发改委高技术产业化示范项目、国家科技部高新技术产品、国家重点新产品。目前市场上缺乏服用安全、疗效显著的心衰治疗药物，公司在今年 9 月下旬公布了该品的循证医学研究，为临床应用芪苈强心胶囊治疗慢性心衰提供了确切的医学证据。该品自上市以来，销售增长迅速，2010 年销售收入为 0.29 亿元，2011 年就达到了 0.6 亿元，今年前三季度就超过了 0.6 亿元，我们预计全年可能超过 1 亿元，明年有可能达到 2 亿元。

莲花清瘟胶囊的主要成分为连翘、金银花、炙麻黄、炒苦杏仁、石膏、板蓝根、绵马贯众、鱼腥草、广藿香、大黄、红景天、薄荷脑和甘草等，主要用于治疗流感。该品为国家医保乙类品种，OTC 甲类品种，目前已进入 16 省基本药物目录、24 省新农合药物目录。该品曾荣获中华医学会科学技术一等奖，并被卫生部推荐为甲流用药，具有广谱抗病毒、抑菌消炎的效果。除了 OTC 品类的莲花清瘟胶囊，公司还拥有在医院销售的处方药莲花清瘟颗粒。另外，还有应用于慢性支气管炎的莲花定喘片和应用于急性支气管炎的莲花急支片处于 2 期临床阶段。

莲花清瘟胶囊在 2010 年的销售收入为 0.75 亿元，2011 年就达到了 2.9 亿元，今年受到毒胶囊事件的影响，我们估计仍为 3 亿元左右。公司在 9 月份的公告中称，该品除了广谱抗病毒外，还可突破细菌生物膜，具有明确的抗菌作用，有助于解决细菌

耐药性的问题。在细菌耐药性愈演愈烈和抗生素限用的大背景下，该品的杀菌功效就显得特别有意义。我们认为随着更多循证医学研究的推进，该品的产品优势也将越来越突出，未来有可能成长为年销售10亿元的潜力大品种。

养正消积胶囊主要成分为黄芪、女贞子、人参、莪术、灵芝、白术、半枝莲、白花蛇舌草、茯苓、土鳖虫、鸡内金、蛇毒、白英、茵陈、徐长卿等，主要适用于不适宜于手术的脾肾两虚、瘀毒内阻型原发性肝癌辅助治疗等。该品为肿瘤辅助用药，与化疗药合用有助于提高化疗疗效，提高患者生存质量。该品为国家医保乙类品种，今年前三季度的的销售收入大约为800万元，尚处于推广初期阶段，随着市场推广的逐渐深入，该品销量有望迎来高速成长的阶段。

津力达颗粒是针对2型糖尿病的专利新药，可明显降低血糖，改善糖耐量，明显增加胰岛素受体数目。注射胰岛素以及口服降糖药的2型糖尿病患者可以联合使用津力达颗粒。该品也是处于上市初期，今年前三季度的销售收入为1500万元，我们认为糖尿病市场空间十分广阔，中药降糖药的发展潜力巨大。

八子补肾胶囊是公司重点推广的OTC产品，可补肾益精，具有明显改善头晕健忘、腰酸腿软、性功能减退等症状。我国补肾药市场空间潜力巨大，2009年全国补肾药物的市场规模达到28亿元，但市场竞争也相当剧烈，目前汇仁肾宝、六味地黄丸等是主要的补肾产品，同仁堂、宛西、汇仁、九芝堂等品牌的市场占有率较高。和已有的强势品牌不同，八子补肾胶囊不局限于阴补或者阳补，可以通补肾阴肾阳，且性温，可以长期服用，市场受众群体更为广阔。从定位上看，目前市场上多数品牌定位中低端，而八子补肾胶囊定位高端，其礼品装的终端零售价高达2680元，与市场中已有的强势品牌发生直接竞争的几率较小。

4. 研发优势正转化为强大的产品优势

公司研发实力雄厚，董事长吴以岭院士独创了中医络病理论，并以此理论为指导，创建了新药研发体系，在石家庄和北京构建了新药研发平台，具备复方中药、组分中药、单体中药等各类中药新药研发体系和化学仿制药研发能力。公司在集团层面还拥有一家大型医院——河北医科大学附属以岭医院，该院拥有 1000 多张床位，临床医技科室 32 个，为省市医疗保险定点医院，还承担着河北医科大学中西医结合专业学生的教学培养工作。该院可作为公司的人才培养基地和学术推广的基地，也可作为公司的临床研究基地，我们认为这是其他纯处方药研发企业所不具备的临床优势。

公司先后承担和完成了国家 973、863 等国家级重大项目，每年均能够获得大量的国家和地方的财政支持，有效地支持了公司的新品研发。例如，2011 年公司的科研费用为 8217 万元，政府补助为 5666 万元；2010 年的科研费用为 6725 万元，政府补助为 2215 万元。

截至 2011 年年底，公司已经获得四项国家大奖，取得国内发明专利及实用新型专利 51 项，国际发明专利 5 项。公司现有专利中药 9 个，另有 7 个处于临床研究阶段，20 多个处于临床前研究阶段。

公司所研发的药物主要集中于心脑血管系列、呼吸系统系列、糖尿病系列、神经系统系列、肿瘤系列以及补肾系列等六大慢性病药物领域，除了在心脑血管药物领域拥有较为成熟的产品之外，其余产品系列大多处于推广的前期或是临床研究阶

段。在处于临床研究阶段的 7 个药物中，周洛通胶囊和芪黄明目胶囊已经完成临床研究，其余 5 个产品均处于二期或者三期临床阶段，均可能在未来三年获得新药证书和生产批件。由于公司现有的 9 款药物均为专利药物，在研药物也均有可能获得专利保护，未来均可能获得一定的市场独占性，因而均有很大的发展潜力。

表 1: 公司已有和在研的主要产品系列

产品系列	产品名称	适应症	医保	处方药	当前状态
心脑血管系列	通心络胶囊	冠心病、脑梗阻	甲类，基药	是	较成熟
	参松养心胶囊	心律失常	甲类	是	较成熟
	芪苈强心胶囊	慢性心衰	乙类	是	高速发展期
呼吸系统系列	莲花清瘟胶囊	感冒	乙类	OTC	快速发展期
	莲花清瘟颗粒	感冒	乙类	是	推广期
	莲花定喘片	慢性支气管炎			二期临床
	莲花急支片	急性支气管炎			二期临床
抗肿瘤系列	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	乙类	是	推广期
	参灵蓝胶囊	肿瘤辅助用药			已获批
糖尿病系列	津力达颗粒	2 型糖尿病	乙类		推广期
	周洛通胶囊	糖尿病周围神经病变			已完成临床
	芪黄明目胶囊	糖尿病眼底病变			已完成临床
	津力糖平片	2 型糖尿病			获临床批件
神经系统系列	枣肾安神口服液	失眠	无	OTC	已获批
	解郁除烦胶囊	抑郁症			三期临床
	百灵安神片	失眠			三期临床
泌尿系统系列	夏荔芪胶囊	前列腺增生		是	已获批
	柴苓通淋片	泌尿系统感染			三期临床
	复方禅花片	间质性肾炎			待报临床
补肾系列	八子补肾胶囊	补肾	无	OTC	推广期

数据来源：公司公告，东北证券

5. 基层市场的营销潜力巨大

公司的主导产品在二级以上医院具有较高的市场占有率，但在基层医疗机构的营销相对较为薄弱。从品种上看，公司已经在十多个省份拥有多个基本药物独家品种，且品种主要是针对基层医疗机构常见的慢性病和呼吸系统疾病领域，具备了在基层医疗机构推广的品种基础。例如，通心络胶囊为国家基本药物目录独家品种，参松养心胶囊和莲花清瘟胶囊也已经进入了十多个省的基本药物目录中，未来若能进入新版的国家基本药物目录中，公司在基本药物方面的品种优势将会更加明显。为了弥补基层市场销售的不足，同时也是为了更好地发挥公司在基本药物方面的品种优势，公司在 2011 年年初设立了城乡部，开始加大在基层医疗机构的推广力度。

公司的营销部门按照渠道的不同划分为医院部、社区部、OTC 部和城乡部，以及商务部、市场部等商务支持部门，医院部又按照产品线划分为心脑血管事业部、肿瘤事业部、糖尿病事业部、呼吸事业部等。其中城乡部的销售队伍在持续扩大，目前城乡部营销人员已经接近 1600 人，高于医院部 900 多人的数量，由此也可见公司对于基层市场的重视。在开拓基层渠道之初，为了支持经销商，公司给予了回

款周期的优惠措施，因而在资产负债表上看，应收票据增长较快。随着渠道的日渐完善，公目前已将复回款期恢复至正常的 30 天左右，应收票据因而在今年二季度以来出现了较大幅度的下降。

6. 销售费用仍将偏高

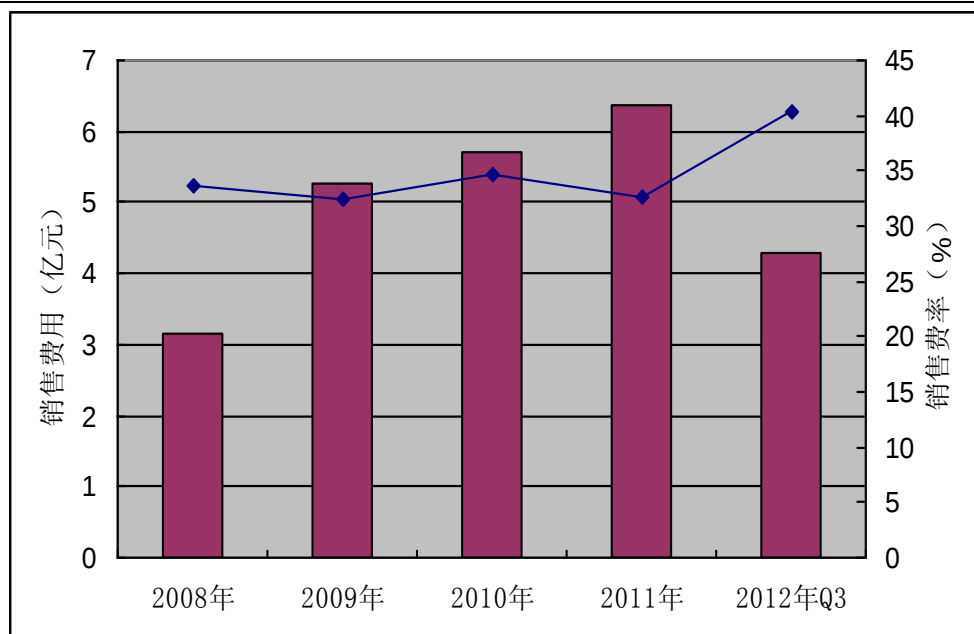
公司的销售费用主要由广告宣传费、工资薪金费、会务费、办公费、差旅费、运杂费、招待费等组成，其中前三者占了大部分的销售费用，例如，2011 年前三者的费用占销售费用的比例为 75%，而 2010 年则占到近 77%。

公司目前主要有莲花清瘟胶囊和八子补肾胶囊两个 OTC 产品，分别邀请了张国立和张铁林做产品代言人，因而广告宣传费用高于一般的纯处方药销售企业。明年公司还将新上市一个 OTC 品种——枣肾安神口服液，广告宣传费用或将有所增加，但增幅应该不会大。随着 OTC 品种的增多和销量的增加，公司可能会根据需要调整广告投放方式，未来可能会缩减平面广告和户外广告等的投放量，加大影响更大的电视广告的投入。不过，公司的广告宣传费一直相对较为稳定，2011 年为 1.71 亿元，仅比 2010 年增加了 0.28 亿元，预计未来也不会大幅增加。

公司的销售费用近年来一直在随着销售收入的增加而稳定增长，销售费用率基本稳定在 33% 左右的水平。不过，今年前三季度销售费率上升很快，达到 40.43%，其中增长主要来自于第三季度，第三季度的销售费率高达 54.38%，同比增长了 21%。

公司在第三季度的销售费率增长很快，主要是由于销售收入出现了下降，而芪蒯强心胶囊、养正消积胶囊、八子补肾胶囊和津力达颗粒等新品市场开拓费用却增长较快，新品的市场费用占到销售费用的比例大约为 30%~40%。新品在上市推广初期需要大量投入，因此未来两年公司的销售费用仍会持续增长，但随着公司销售收入的逐渐恢复，销售费率有望逐渐下降。

图 1: 公司的销售费率今年增长较快



数据来源：公司公告，东北证券

7. 投资建议

由于公司主导产品的剂型均为胶囊剂，因而在“毒胶囊”事件中受到了较大的影响，同时由于公司的新品正处于上市推广期，导致销售费用增长很快，因而公司的营业收入和净利润均出现了较大幅度的下滑。我们预计明年公司的主导产品有望出现修复性增长，新品也将快速成长，但销售费用率仍将偏高。

公司的主要产品均为专利产品，且均针对市场空间广阔的慢性病领域，随着销售渠道的逐渐完善，新品将逐渐进入高速成长期。我们预计公司在 2012 年~2014 年的 EPS 分别为 0.54 元、0.78 元和 1.05 元，对应的估值分别为 45 倍、31 倍和 23 倍，当前估值虽然偏高，但高壁垒的专利药有望在相当长时间内持续贡献现金流，且专利品种有望逐年持续增加，因此可享受一定的估值溢价，我们首次覆盖并给予“谨慎推荐”的评级。

8. 风险提示

- 1) 产品降价的风险;
- 2) 销售费率超预期的风险;
- 3) 中药材价格上涨的风险;

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1962	1870	2388	2664	净利润	454	298	430	579
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	5	10	10	10
应收款项	185	210	238	278	折旧及摊销	59	60	61	62
存货	327	426	333	367	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	13	0	0	0
流动资产合计	3183	3150	3503	4025	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-936	-54	212	-176
长期投资净额	1	1	1	1	其他	0	0	0	0
固定资产	540	547	555	562	经营活动净现金流量	-408	283	689	452
无形资产	264	272	279	287	投资活动净现金流量	-178	-251	-116	-121
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	2146	-124	-55	-55
非流动资产合计	1043	1266	1345	1427	企业自由现金流	-626	-4	529	285
资产总计	4225	4416	4848	5452					
短期借款	155	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	73	69	87	115		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	29	51	65	85	每股指标				
一年内到期的非流动负债	46	0	0	0	每股收益 (元)	1.07	0.54	0.78	1.05
流动负债合计	374	235	282	379	每股净资产 (元)	8.71	7.14	7.82	8.72
长期借款	47	47	47	47	每股经营性现金流量 (元)	-0.96	0.51	1.25	0.82
其他长期负债	103	180	180	180	成长性指标				
长期负债合计	150	227	227	227	营业收入增长率	18.43%	-12.86%	27.50%	29.95%
负债合计	524	462	509	606	净利润增长率	43.89%	-34.32%	44.31%	34.55%
归属于母公司股东权益合计	3702	3944	4320	4816	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	68.38%	68.51%	68.89%	68.30%
负债和股东权益总计	4225	4406	4828	5422	净利率	23.25%	17.52%	19.83%	20.54%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	32.92	45.00	40.00	36.00
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	158.62	290.00	180.00	150.00
营业收入	1953	1702	2170	2820	偿债能力指标				
营业成本	618	536	675	894	资产负债率	12.40%	10.48%	10.54%	11.18%
营业税金及附加	26	22	28	37	流动比率	8.51	13.43	12.43	10.61
资产减值损失	5	10	10	10	速动比率	6.90	9.67	10.17	8.58
销售费用	638	664	781	959	费用率指标				
管理费用	183	187	239	310	销售费用率	32.66%	39.00%	36.00%	34.00%
财务费用	-6	-44	-45	-46	管理费用率	9.38%	11.00%	11.00%	11.00%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-0.32%	-2.59%	-2.07%	-1.63%
投资净收益	0	0	0	0	分红指标				
营业利润	490	327	482	656	分红比例				
营业外收支净额	43	23	23	23	股息收益率	0.26%	0.41%	0.41%	0.62%
利润总额	533	350	505	679	估值指标				
所得税	78	52	74	100	P/E (倍)	29.51	44.93	31.13	23.14
净利润	454	298	430	579	P/B (倍)	3.62	3.40	3.10	2.78
归属于母公司净利润	454	298	430	579	P/S (倍)	5.28	7.87	6.17	4.75
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	12.27%	7.56%	9.96%	12.02%

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