

“中药西制”鼻祖, 资本助力发展

事件：佛慈制药首次发行 2,020 万股。

研究结论

● 合理价格区间为 15.86-17.69 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 0.45 元、0.61 元、0.76 元, 以 2012 年的预测市盈率 26-29 倍计, 对应合理价格区间为 15.86-17.69 元。

● 实际控制人为兰州市国资委

发行人的控股股东为兰州佛慈制药厂, 占有公司发行前股份总数的 97.52%、发行后股份总数的 70.64%, 而兰州市国资委控股兰州佛慈制药厂 100% 的股份, 是公司实际控制人。

● 公司浓缩丸增长迅速, 储备品种有较大空间

公司主要生产和销售浓缩丸系列产品, 2008-2010 年收入复合增长率为 9.46%, 我们预计在募投项目解决产能问题后公司收入增速将跃升至 15% 以上。公司业务中六味地黄丸占比在 30% 以上, 2010 年收入已超 1 亿, 过去三年复合增长率约为 18%, 我们预计未来仍将保持近 20% 的增速; 二线品种中预计参茸固本还少丸有望成为下一个六味地黄丸, 前十个月在很少做营销推广的情况下已经实现了 1300 万收入; 而在募投达产后公司也将有能力充分挖掘其余小品种的市场价值。此外我们预计公司将于明年推出面向处方药市场的创新中药“益气通痹胶囊”, 分享冠心病这一大病种的巨大市场。

● 公司具备丰富的生产批文和药材资源, 以及领先行业的国际化水平

公司拥有 462 个中药生产批文, 其中 OTC 类 191 个、处方药类 271 个, 目前常年生产的有 152 种, 丰富的生产批文使公司在应对不同区域、不同竞争对手时选择主推品种游刃有余。而公司身处甘肃具备得天独厚的药材资源优势, 一方面支持公司产能扩张后的原材料供应、另一方面也有力地抵御了中药材价格波动对公司的影响。此外值得关注的是, 公司是目前国内第一家中药产品通过欧盟药品预评估并正式受理的企业, 很可能明年能够通过, 届时相关产品将在欧盟获得“药物”的合法身份, 预计会对国内中药出口业务带来积极影响。

● 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行 2,020 万股普通股, 占发行后总股本的比例为 25.00%。本次发行募集资金主要用于扩大浓缩丸生产规模技术改造一期项目。

● 风险提示

中药材价格波动的风险、开发处方药市场的营销风险等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

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	15.86-17.69 元
发行后总股本 (万股)	8,078
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 12 月 8 日

财务预测	单位: 百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	262	303	352	416
同比(%)	13%	15%	16%	18%
归属母公司净利润	51	37	49	61
同比(%)	42%	-28%	34%	24%
毛利率(%)	36.2%	38.2%	38.9%	39.8%
ROE(%)	15.7%	5.5%	6.9%	7.9%
每股收益(元)	0.63	0.45	0.61	0.76

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 合理价格区间为 15.86-17.69 元.....	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	6
3.1 “中药西制”鼻祖.....	6
3.2 公司实际控制人为兰州市国资委	7
4 业务和 product 分析	8
5 公司的竞争力	11
6 募集资金项目分析.....	11
7 风险提示	12

图表目录

图 1: 公司股权结构图	7
图 2: 2010 年收入构成	8
图 3: 2010 年毛利构成	8
图 4: 公司近年分业务收入	8
图 5: 公司近年利润增速	8
图 6: 报告期内六味地黄丸销量与单价	9
图 7: 报告期内参茸固本还少丸销量与单价	10
图 8: 公司主要产品销量增长率对比	10
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	6
表 4: 公司 IPO 前后股本变化	7
表 5: 报告期内代表浓缩丸剂型产品产销率	9
表 6: 公司主要在研产品和技术	11
表 7: 公司募集资金项目情况	11
附表: 财务报表预测与比率分析	13

1 合理价格区间为 15.86-17.69 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 0.45 元、0.61 元、0.76 元,以 2012 年的预测市盈率 26-29 倍计,对应合理价格区间为 15.86-17.69 元。

表 1: 可比公司估值

简称	股价 (10/14)	每股收益 (元)				市盈率			
		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
同仁堂	15.69	0.66	0.33	0.41	0.51	23.81	46.99	37.95	31.00
太安堂	23.32	0.65	0.70	0.85	1.06	35.88	33.31	27.47	22.03
广州药业	13.14	0.33	0.40	0.50	0.62	39.94	32.78	26.24	21.19
千金药业	11.40	0.28	0.36	0.48	0.60	40.23	31.34	23.61	19.00
江中药业	28.69	0.88	0.79	1.11	1.41	32.50	36.55	25.93	20.36
以岭药业	38.65	0.94	1.04	1.34	1.72	41.12	37.29	28.89	22.43
行业平均							36.38	28.35	22.67
中值							34.93	26.85	21.61

资料来源: WIND, 东方证券研究所

2 盈利预测

主要假设:

- 预计浓缩丸产能逐步释放;
- 预计随着中药材降价,毛利率逐步上升;
- 我们的盈利预测中不包括营业外收支;
- 预计所得税费用维持 15%。

表 2: 公司销售收入分类别预测表

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
六味地黄丸	收入	74.88	100.01	120.01	144.02	172.82
	增速		33.56%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	55.81%	53.19%	53.39%	53.39%	53.39%
逍遥丸	收入	16.83	13.72	16.46	19.75	23.70
	增速		-18.50%	20.00%	20.00%	20.00%

	毛利率	32.56%	31.80%	32.00%	32.00%	32.00%
桂附地黄丸	收入	6.27	10.11	12.13	14.56	17.47
	增速		61.22%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	55.06%	52.62%	52.40%	52.40%	52.40%
知柏地黄丸	收入	7.01	9.94	11.93	14.32	17.18
	增速		41.87%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	54.83%	51.42%	52.00%	52.00%	52.00%
参茸固本还少丸	收入	8.76	9.89	11.86	14.23	17.08
	增速		12.84%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	53.67%	60.67%	64.93%	64.93%	64.93%
益气通痹胶囊	收入				1.00	10.00
	增速					900.00%
	毛利率				50.00%	50.00%
其他	收入	118.46	118.74	130.62	143.68	158.05
	增速		0.24%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	24.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	232.21	262.41	303.01	351.55	416.30
	增速		13.00%	15.47%	16.02%	18.42%
	毛利率	37.91%	36.17%	38.19%	38.90%	39.79%

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 0.37 亿元、0.49 亿元、0.61 亿元,同比增长-28.3%、33.6%、24.4%,实现每股收益 0.45 元、0.61 元、0.76 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	262	303	352	416
营业成本	167	187	215	251
营业税金及附加	3	4	4	5
营业费用	35	41	49	58
管理费用	19	26	26	31
财务费用	4	0	-3	-3
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	32	43	58	72
营业外收入	24	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	56	43	58	72
所得税	4	6	9	11
净利润	51	37	49	61
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	51	37	49	61
EBITDA	35	55	73	90
EPS (元)	0.63	0.45	0.61	0.76

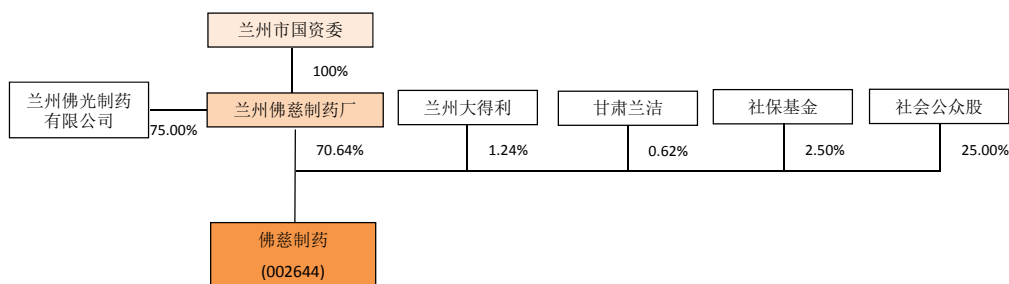
资料来源:东方证券研究所

3 公司简介

3.1 “中药西制”鼻祖

1929 年公司成立于上海,1956 年西迁至甘肃兰州,主业为中成药的研发、制造和销售,拥有 10 种剂型、462 个药品生产批号。目前常年生产 152 种产品,以浓缩丸剂型为主,主要包括六味地黄丸、参茸固本还少丸、逍遥丸、桂附地黄丸等近 20 个产品,这些产品占公司收入比例在 70%以上。公司产品还远销 20 多个国家和地区,目前公司是国内第一家中药产品通过欧盟药品预评估并正式受理的企业,很可能明年能够通过,届时相关产品将在欧盟获得“药物”的合法身份,预计会对国内中药出口业务带来积极影响。经过 80 多年发展,公司积累了丰富的中成药研发和生产经验,在中药现代化和国际化领域走在行业前列。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所（注：兰州佛光制药有限公司资产已被公司收购，正在办理注销手续）

公司近三年主营业务未发生变化，由于产能限制，公司收入的复合增长率仅为 9.46%。浓缩丸产能尽量用于满足六味地黄丸等明星产品，所以六味地黄丸过去三年的复合增长率仍能保持 18.11%，尤其是 2010 年同比增长率攀升到 33.56%。我们认为随着募投项目对产能的补充，公司将继续保持六味地黄丸，包括参茸固本还少丸等二线产品的产能，并且有余力挖掘其他小产品的市场价值，届时公司总体增长将上升至 20%左右。

3.2 公司实际控制人为兰州市国资委

发行人的控股股东为兰州佛慈制药厂，占有公司发行前股份总数的 97.52%、发行后股份总数的 25.00%，兰州市国资委控股兰州佛慈制药厂 100%的股份，是公司实际控制人。

表 4：公司 IPO 前后股本变化

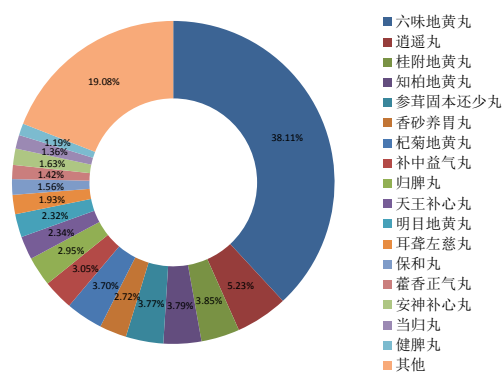
股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
兰州佛慈制药厂	5,908	97.52	5,706	70.64
兰州大得利	100	1.65	100	1.24
甘肃兰洁	50	0.83	50	0.62
社保基金	0	0	202	2.50
社会公众股	0	0	2,020	25.00
合计	6,058	100.00	8,078	100.00

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

4 业务和-product 分析

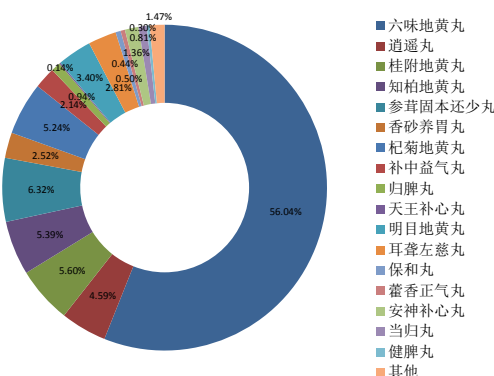
公司主要生产和销售中成药, 包括六味地黄丸、逍遥丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、补中益气丸、参茸固本还少丸、归脾丸、天王补心丸、明目地黄丸、耳聋左慈丸、保和丸、藿香正气丸、安神补心丸、当归丸、健脾丸等系列。

图 2: 2010 年收入构成



资料来源: 公司招股书、东方证券研究所

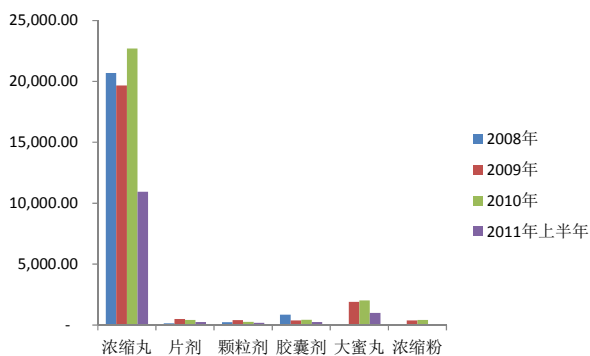
图 3: 2010 年毛利构成



资料来源: 公司招股书、东方证券研究所

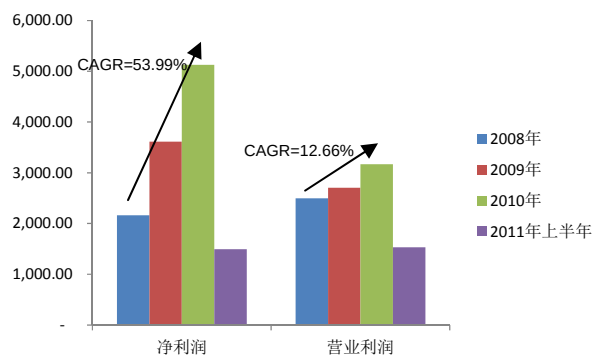
公司主业集中于中成药的生产和销售, 按照剂型主要包括浓缩丸、片剂、颗粒剂、胶囊剂、大蜜丸和浓缩粉。凭借六味地黄丸等产品, 浓缩丸剂型的占比一直在 80% 以上。

图 4: 公司近年分业务收入



资料来源: 公司招股书、东方证券研究所

图 5: 公司近年利润增速



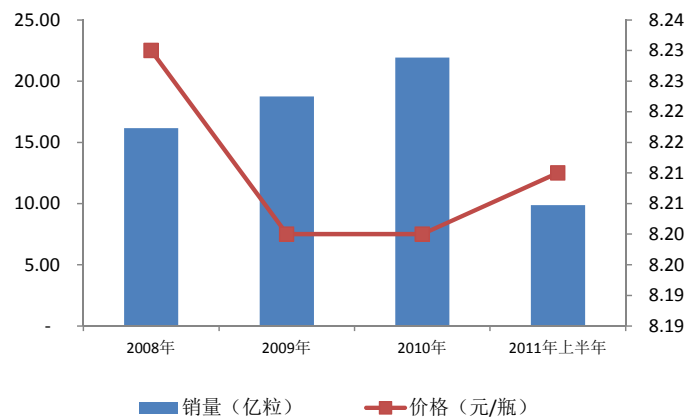
资料来源: 公司招股书、东方证券研究所

公司近三年净利润增速很快, 但由于 2009 年有 1422 万营业外收入、2010 年有 2421 万营业外收入, 造成数据变动较大。如果剔除此因素影响, 公司营业利润的复合增长率为 12.66%, 略高于收入复合增长。虽然这几年公司产品价格略有下降, 但是公司通过良好的费用管理, 提升了运营效率, 使得营业利润增速超过收入增速。

● 六味地黄丸

佛慈六味地黄丸于 1996 年被国家中医药管理局评为“中国中药名牌产品”，2003 年被世界中医药学会确定为“重点推广产品”。功能主治为滋阴补肾，功效良好，在多地 OTC 市场的排名中位居前列。在报告期内价格略有下降但销量上升，公司将浓缩丸有限的产能有限供应此明星产品，所以收入从 2008 年的 7,169.53 万元增加到 2010 年的 10,001.18 万元，复合增长率达到 18.11%。我们预计 2011 年六味地黄丸收入很可能达到 1.2 亿元，同比增速在 20%左右。

图 6：报告期内六味地黄丸销量与单价



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

公司主导剂型浓缩丸的现有年生产能力为 65 亿粒，虽然公司将产能优先供应六味地黄丸，但是过去几年六味地黄丸的产销率依然接近 100%。所以我们认为在募投项目达产、将产能扩大到 120 亿粒后，公司将有能力进一步提高六味地黄丸的生产能力，我们预计未来几年六味地黄丸的收入增速在 20%左右。

表 5：报告期内代表浓缩丸剂型产品产销率

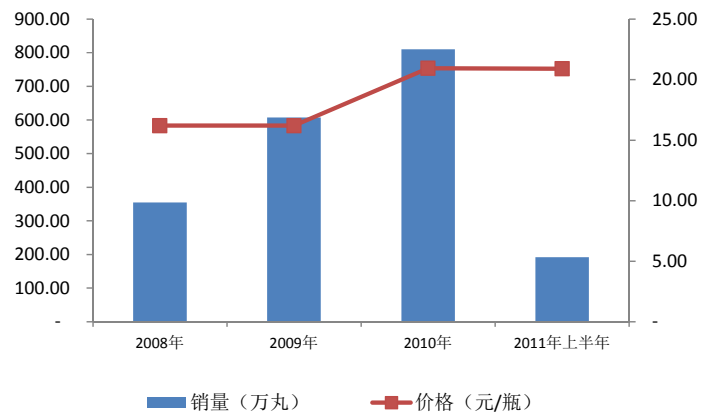
产品	项目	2008 年度	2009 年度	2010 年度	2011 年 1-6 月
六味地黄丸	产量 (亿粒)	16.37	19.42	21.87	10.25
	销量 (亿粒)	16.17	18.74	21.92	9.87
	产销率 (%)	98.78	96.50	100.23	96.29
逍遥丸	产量 (亿粒)	5.19	5.14	4.94	2.99
	销量 (亿粒)	5.10	5.58	4.98	2.98
	产销率 (%)	98.27	108.56	100.81	99.67
桂附地黄丸	产量 (亿粒)	1.80	1.63	2.42	1.20
	销量 (亿粒)	1.68	1.55	2.18	1.09
	产销率 (%)	93.33	95.10	90.08	90.83

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

● 参茸固本还少丸——下一个“六味地黄丸”

公司近年在甘肃和陕西市场推出参茸固本还少丸，在未做较大营销推广的情况下，销量大幅上升，已经进入一线品种。参茸固本还少丸在公司产品中价格相对最高，毛利率也最高，我们预计公司会进一步推向其他市场、并做适当营销，预计将成为下一个“六味地黄丸”。

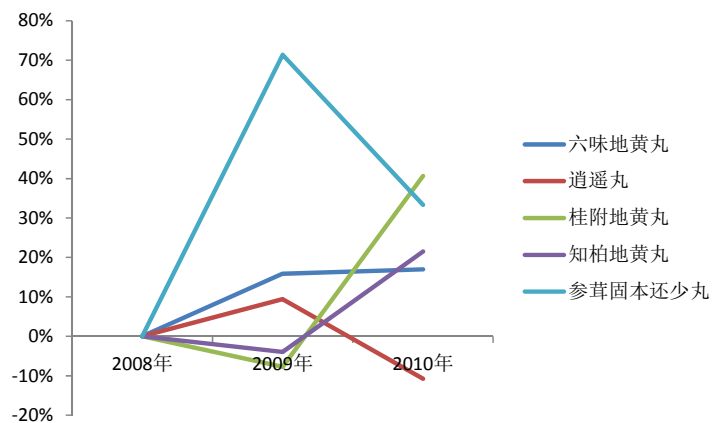
图 7：报告期内参茸固本还少丸销量与单价



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

与公司其他产品相比，参茸固本还少丸销量增幅惊人。（2008 年因无同比数据，假设为 0）

图 8：公司主要产品销量增长率对比



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

● 益气通痹胶囊——未来的重磅药

公司目前约 95%以上的收入来自 OTC，而面对处方药这一巨大的市场，公司预计将于明年推出益气通痹胶囊。该产品主要用于气虚血瘀型胸痹心痛（冠心病心绞痛），将成为心血管中成药中又一新力量。根据目前的临床试验结果，益气通痹胶囊与对照品种相比有明显的优势，由于中药治疗冠心病市场广阔，我们相信这一产品将有很好的发展。

表 6：公司主要在研产品和技术

项目	进展	备注
益气通痹胶囊	进行Ⅲ临床试验	临床结果良好
慈菇消脂丸	完成基础研究	治疗脂肪肝的中药新药
苁黄补肾片（薄膜衣片）	申请注册	安全性获认可
无糖型“小儿感冒颗粒剂”	申请注册	
浓缩当归丸欧盟国际合作研究与开发	实施中	
甘麦大枣茶	中试	

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

5 公司的竞争力

● 数量众多的生产批文

公司拥有 462 个中药生产批文，其中 OTC 类 191 个、处方药类 271 个，目前常年生产的有 152 种，对于各省的药品招标，发行人可以根据各地基本药物和医保药物招标的具体情况，有选择地进行投标。主要选择独家品种和优质优价产品参与投标，以此来保证参与招标的产品也具有较好的效益。

● 丰富的药材资源

公司身处甘肃，具备得天独厚的药材资源优势，中药材、尤其是当归、党参、黄（红）芪、大黄、柴胡、板蓝根等道地大宗中药材的资源非常丰富，均占据全国产量的 50% 以上。公司预计将在漳县药园区大草滩乡建立 500 亩优质当归种苗繁育基地以及 1 万亩符合 GAP 标准的当归标准化生产基地，预计未来交易当归将成为公司的一项新业务。药材资源一方面支持公司产能扩张后原材料的投入、另一方面也有力地抵御了中药材价格波动对公司的影响。

● 领先行业的国际化水平

此外值得关注的是，公司是目前国内第一家中药产品通过欧盟药品预评估并正式受理的企业，很可能明年能够通过，届时相关产品将在欧盟获得“药物”的合法身份，预计会对国内中药出口业务带来积极影响。

6 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行 2,020 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25.00 %。本次发行募集资金全部用于公司主营业务相关的项目，具体项目如下：

表 7：公司募集资金项目情况

项目名称	预计投资总额 (万元)	固定资产投资 (万元)	固定资产投入第一年	固定资产投入第二年
扩大浓缩丸生产规模技术改造一期项目	24,540.62	23,637.62	13,532.54	10,105.08

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

募投项目将增加公司浓缩丸的生产能力，产能从目前的 65 亿粒扩大到 120 亿粒，其中：六味地黄丸约 45 亿粒（37.50%），逍遥丸 12 亿粒（10%），杞菊地黄丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸各 7 亿粒（17.5%），明目地黄丸 5 亿粒（4%），香砂养胃丸、补中益气丸、保和丸各 4 亿粒（10%），归脾丸、藿香正气丸、浓缩当归丸、安神补心丸、耳聋左慈丸各 3 亿粒（12.5%），天王补心丸、健脾丸、柏子滋心丸、香砂六君丸各 2 亿粒（7%），附子理中丸、金锁固精丸各 1 亿粒（1.5%）。

7 风险提示

中药材价格波动的风险

公司产品原材料大多为中药材，若药材价格波动将导致公司毛利率水平波动，影响盈利能力。预计公司将通过自己的中药材基地，结合多年经营而对中药材价格产生的认识，尽量避免此类风险。

开发处方药市场的营销风险

公司原有优势和经验都在 OTC 市场，但是预计明年将推出处方药益气通痹胶囊，虽然中药治疗冠心病药物市场的前景广阔，但是公司此前并没有证明其有能力做好处方药市场，所以存在一定的营销风险。预计公司将通过营销模式的转变、专业人士的介入等方法降低此类风险。

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	227	400	348	412	营业收入	262	303	352	416
现金	68	217	137	163	营业成本	167	187	215	251
应收账款	62	76	88	104	营业税金及附加	3	4	4	5
其它应收款	4	5	6	7	营业费用	35	41	49	58
预付账款	5	6	6	8	管理费用	19	26	26	31
存货	86	94	107	125	财务费用	4	0	-3	-3
其他	2	3	4	4	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	229	352	435	434	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	140	270	357	358	营业利润	32	43	58	72
无形资产	72	72	71	71	营业外收入	24	0	0	0
其他	17	10	7	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	456	752	783	846	利润总额	56	43	58	72
流动负债	116	84	66	76	所得税	4	6	9	11
短期借款	46	25	0	0	净利润	51	37	49	61
应付账款	30	34	39	45	少数股东损益	0	0	0	0
其他	41	26	27	31	归属于母公司净利润	51	37	49	61
非流动负债	13	2	2	2	EBITDA	35	55	73	90
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	0.63	0.45	0.61	0.76
其他	11	0	-0	-0	主要财务比率				
负债合计	130	86	68	78	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	61	81	81	81	营业收入	13.0%	15.5%	16.0%	18.4%
资本公积	22	305	305	305	营业利润	17.0%	36.5%	33.6%	24.4%
留存收益	244	280	329	382	归属于母公司净利润	41.8%	-28.3%	33.6%	24.4%
归属母公司股东权益合计	326	666	715	768	获利能力				
负债和股东权益	456	752	783	846	毛利率	36.2%	38.2%	38.9%	39.8%
现金流量表					净利率	43.3%	19.5%	12.1%	14.0%
单位:百万元					ROE	15.7%	5.5%	6.9%	7.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.3%	9.0%	9.4%	11.3%
经营活动现金流	56	3	43	53	偿债能力				
净利润	51	37	49	61	资产负债率	28.4%	11.5%	8.6%	9.2%
折旧摊销	0	12	18	21	净负债比率				
财务费用	4	0	-3	-3	流动比率	1.95	4.75	5.31	5.44
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.21	3.64	3.67	3.79
营运资金变动	0	-43	-21	-26	营运能力				
其它	1	-3	0	0	总资产周转率	0.60	0.50	0.46	0.51
投资活动现金流	-6	-136	-101	-21	应收账款周转率	3	4	4	4
资本支出	22	135	100	20	应付账款周转率	4.92	5.92	5.94	5.98
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	16	-1	-1	-1	每股收益	0.63	0.45	0.61	0.76
筹资活动现金流	-1	282	-22	-5	每股经营现金流	0.70	0.03	0.53	0.66
短期借款	0	-21	-25	0	每股净资产	4.04	8.25	8.85	9.51
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	20	0	0	P/E				
资本公积增加	22	283	0	0	P/B				
其他	-23	-0	3	-5	EV/EBITDA				
现金净增加额	49	149	-80	27					

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