

## 山东药玻 (600529.SH)

### 产品新格局，盈利新亮点

 评级: **增持**

前次:

目标价(元):

**15.38-17.30**

分析师

分析师

胡德军

谢刚

S0740511070005

S0740510120005

021-20315083

021-20315178

hudj@r.qlzq.com.cn

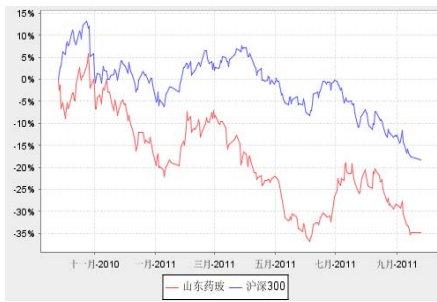
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011年10月11日

#### 基本状况

总股本(百万股)	257.38
流通股本(百万股)	257.38
市价(元)	12.57
市值(百万元)	3235.27
流通市值(百万元)	3235.27

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,242.16	1,513.42	1,458.03	1,642.82	1,847.73
营业收入增速	7.24%	21.84%	-3.66%	12.67%	12.47%
净利润增长率	6.81%	18.68%	-15.19%	21.05%	25.26%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.67	0.56	0.68	0.86
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	26.64	25.49	24.27	20.05	16.00
PEG	3.91	1.36	—	0.95	0.63
每股净资产(元)	6.10	6.66	7.13	7.71	8.47
每股现金流量	0.97	0.84	1.01	0.81	0.90
净资产收益率	9.20%	9.99%	7.92%	8.86%	10.11%
市净率	2.45	2.55	1.92	1.78	1.62
总股本(百万股)	257.38	257.38	257.38	257.38	257.38

备注: 市场预测取聚源一致预期

#### 投资要点

- 现有产品结构将被打破:** 作为老牌的医药玻璃专业制造商和国内仅有的两家药用 I 类中性硼硅玻璃生产企业(另一家是四川阆中光明)之一,公司产品线已从原先的模制瓶、安瓿等传统玻璃包装扩展到了丁基胶塞和棕色瓶等产品,但近三年 CAGR 只有 16%,核心因素在于产品的壁垒较低,附加值不高,新产品很快被迫从盈利高点转为盈利低点;但随着预灌封注射器全部产品批件的审批完成,公司向高端和高附加值产品跨出了坚实一步,未来模制瓶一支独大的格局将被棕色瓶和预灌封注射器打破,同时随着转让山东欣欣园置业后公司重新聚焦主业,核心竞争力更加突出;
- 2011 年将是公司盈利低点:** 抗生素管制带来直接影响是公司模制瓶下游订单缩减,2011 年上半年模制瓶收入下降 7%,但利润占比仍达到 65%,考虑政策因素 2011 年全年销量下降预计 10%左右;但必须指出的是模制瓶下游大部分为青霉素类产品,属于非限制类产品,保守预计未来依然有个位数增长;
- 新产品带动下未来三年盈利能力加速上行:** 尽管模制瓶需求短期受到抑制,但公司新利润增长点已经呈现,一方面棕色瓶国内外需求旺盛,2011 年上半年增速达到 30%,预计未来两年将保持 20%增速,而随着纯碱价格下降产品毛利率有望止跌上扬;另一方面公司的预灌封注射器今年开始全面销售,公司作为新进入者,客户前期 3-6 个月药品的相容性试验后一般能够确定订单,因此 2011 年将全面贡献利润;受益于 50%的行业增速,公司未来 3-4 年内有望消耗目前的 5000 万支产能,届时利润占比有望接近 10%;
- 盈利预测:** 我们预测公司 2011-13 年的归属母公司净利润分别为 1.45 亿元、1.76 亿元和 2.20 亿元,同比分别增长-15.19%、21.05%和 25.26%,实现每股收益分别为 0.57 元、0.68 元和 0.86 元;综合绝对估值和相对估值认为公司合理价值区间应该为 15.38—17.30 元/股;
- 风险提示:** 抗生素管制趋严;海外市场需求不足导致棕色瓶销售不达标,预灌封注射器市场开拓不力;

## 内容目录

<b>我们对公司的判断</b> .....	<b>- 4 -</b>
目前经营状况：海外市场快速增长，模制瓶利润占比超过半数.....	- 4 -
未来业绩驱动力：棕色瓶和预灌封注射器将打破模制瓶一支独秀格局.....	- 4 -
公司业绩判断：新产品带动下，未来三年利润增长将进入加速期.....	- 5 -
<b>原有产品格局即将打破：长远看好预灌封注射器</b> .....	<b>- 5 -</b>
看好预灌封注射器未来三年高速增长，3-4 年内年将消耗目前 5000 多万支产能.....	- 5 -
产品潜质突出，公司将受益行业高成长：.....	- 6 -
1、产品本身优势突出.....	- 6 -
2、未来生物工程药物包装的主流方式，下游需求有望不断扩容.....	- 7 -
3、行业高成长，全球增速 12.8%，远高于医药行业平均增速.....	- 8 -
4、国内市场刚刚起步，增速超过 50%，公司产品将受益于行业高景气.....	- 8 -
<b>短期棕色瓶将成为公司未来两年增长的新引擎</b> .....	<b>- 9 -</b>
保健品行业高景气带动棕色瓶业务快速增长.....	- 9 -
海外市场是拉动棕色瓶的主要引擎.....	- 10 -
我们判断公司棕色瓶未来有望保持 20%增速，毛利率有望触底反弹：.....	- 11 -
<b>模制瓶短期将受制于抗生素政策，长期依然向好</b> .....	<b>- 12 -</b>
抗生素政策不确定较大，模制瓶短期受影响.....	- 12 -
影响应该是短期行为，大环境决定下游需求长期依然向上.....	- 13 -
<b>核心竞争力再审视，龙头地位不可动摇</b> .....	<b>- 14 -</b>
医药玻璃龙头地位不可撼动.....	- 14 -
产品和工艺技术国内领先：.....	- 14 -
药品玻璃包装产品种类最全.....	- 15 -
<b>其他业务不会对公司利润构成大的影响</b> .....	<b>- 16 -</b>
丁基胶塞行业行业过剩，短期难有起色.....	- 16 -
地产业务已经剥离，未来继续聚焦主业.....	- 16 -
<b>盈利预测、估值与投资建议</b> .....	<b>- 17 -</b>
假设前提与盈利预测.....	- 17 -
绝对估值：估值为 15.38 元/股.....	- 18 -
PE 相对估值法：16.10—17.30 元/股.....	- 18 -
公司合理估值区间：15.38—17.30 元/股.....	- 19 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 19 -</b>

## 图表目录

<b>图表 1：公司 2011 年 H1 收入构成</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 2：公司 2011 年 H1 年利润构成</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 3：公司 2013 年收入构成预测图</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 4：公司 2013 年利润构成预测图</b> .....	<b>- 4 -</b>

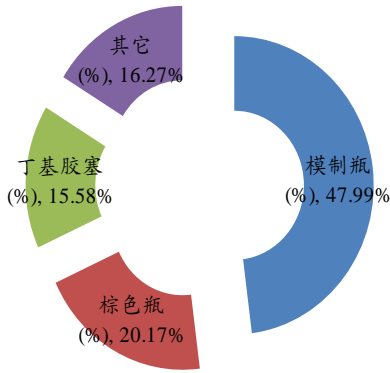
图表 5: 公司未来三年销售收入及增速预测 .....	- 5 -
图表 6: 公司未来三年净利润及增速预测 .....	- 5 -
图表 7: 公司预灌封注射器销售收入预测图 .....	- 5 -
图表 8: 公司产品竞争力分析 .....	- 6 -
图表 9: 预灌封注射器主要部件及材质 .....	- 6 -
图表 10: 预灌封注射器不带针产品示意图 .....	- 7 -
图表 11: 预灌封注射器带针产品示意图 .....	- 7 -
图表 12: 全球疫苗市场规模增长趋势 .....	- 8 -
图表 13: 全球预灌封注射器销售量 CAGR=12.8% .....	- 8 -
图表 14: 全球自助式注射器销售 CAGR=15% .....	- 8 -
图表 15: 威高股份预灌封注射器销售 CAGR=64% .....	- 9 -
图表 16: 威高预灌封注射器销售量 CAGR=60% .....	- 9 -
图表 17: 国内共有 5 家企业拿到预灌封注射剂批件 .....	- 9 -
图表 18: 保健品行业未来复合增长率有望保持在 10%以上 .....	- 10 -
图表 19: 海外对国内玻璃器皿需求年复合增长在 20%以上 .....	- 11 -
图表 20: 国内重质纯碱价格变动表 .....	- 11 -
图表 21: 公司棕色瓶毛利率变化图 .....	- 11 -
图表 22: 2010 年临床用药格局 .....	- 12 -
图表 23: 抗生素市场规模预测表 .....	- 12 -
图表 24: 公司模制瓶销售增长情况 .....	- 13 -
图表 25: 公司模制瓶销售利润占比变化情况 .....	- 13 -
图表 26: 国内抗生素主要制剂生产状况 (kg) .....	- 13 -
图表 27: 国内抗生素主要制剂出口金额变化情况 .....	- 13 -
图表 28: 2001-2009 年中国药品医院终端规模 .....	- 14 -
图表 29: 公司核心竞争力分析 .....	- 14 -
图表 30: 目前主要新型玻璃包装产品情况 .....	- 15 -
图表 31: 我国医药包装材料产品分类 .....	- 15 -
图表 32: 公司主要产品系列中包括了所有最新玻璃新型包装产品 .....	- 15 -
图表 33: 公司近些年丁基胶塞增长状况 .....	- 16 -
图表 34: 公司剥离建安工程, 继续聚焦主业 .....	- 17 -
图表 35: 公司期间费用率和所得税预测表 .....	- 17 -
图表 36: 绝对估值的主要假设条件 .....	- 18 -
图表 37: 公司 FCFF 估值结果 .....	- 18 -
图表 38: 公司可比公司估值 .....	- 18 -

## 我们对公司的判断

目前经营状况：海外市场快速增长，模制瓶利润占比超过半数

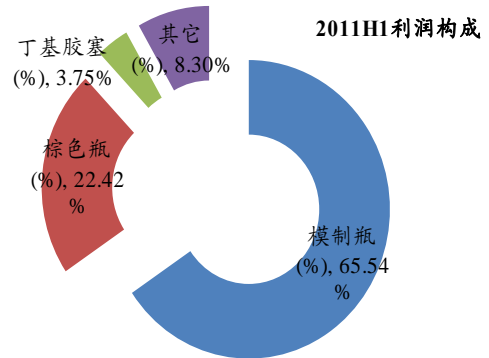
- 公司目前利润来源主要为模制瓶和棕色瓶，占比接近 90%，其中：
  - 模制瓶以其优良的化学稳定性被大量、广泛地用于抗生素类粉针剂的包装，用量约为抗生素粉针总量的 70%，受目前即将出台的抗生素管理目录影响，短期下游需求受到抑制，2011 年上半年增速下降 7.4%；
  - 棕色瓶主要用于保健品包装，70% 以上业务来自于海外市场，2010 年下半年开始海外需求开始回暖，2011 年上半年增速达到 30.5%；
  - 从销售区域来看，公司目前逐渐加大海外销售能力，2011 年上半年销售增速达到 42.2%，占比达到 24%，处于公司历史最高值；

图表 1: 公司 2011 年 H1 收入构成



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 公司 2011 年 H1 年利润构成

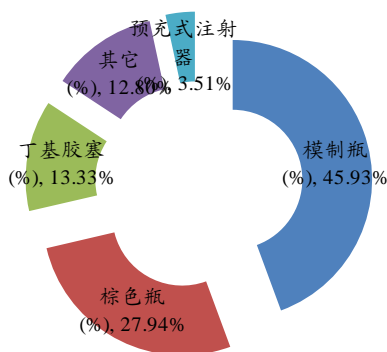


来源：齐鲁证券研究所

未来业绩驱动力：棕色瓶和预灌封注射器将打破模制瓶一支独秀格局

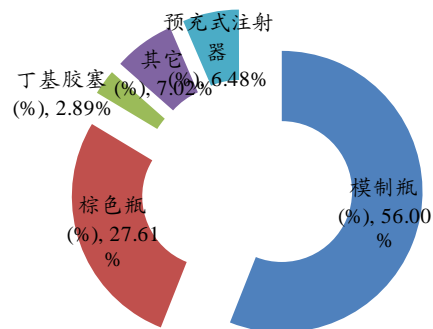
- 我们认为公司未来影响业绩的主要关键点为：
  - 在政策控制抗生素滥用背景下模制瓶未来需求下降的趋势短期不可避免，长期还有待政策执行力度；
  - 在需求旺盛条件下公司对棕色瓶毛利率控制能力；
  - 多长时间内可以消化 4500 万支预充式注射剂产能；

图表 3: 公司 2013 年收入构成预测图



来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 公司 2013 年利润构成预测图

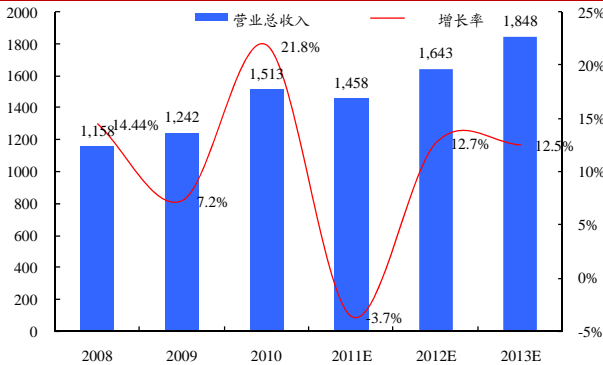


来源：齐鲁证券研究所

公司业绩判断：新产品带动下，未来三年利润增长将进入加速期

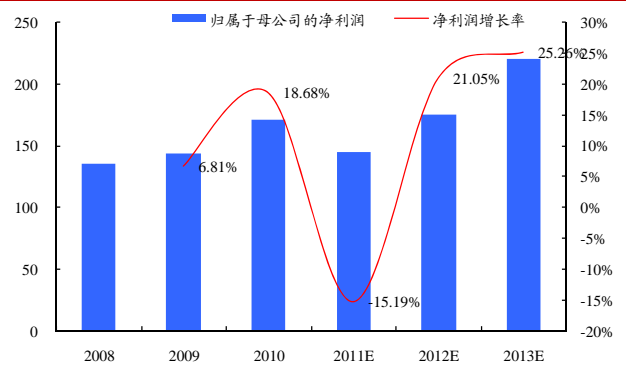
- 产业结构调整带来制剂产业快速增长，未来模制瓶需求短期将进入停滞期；
- 棕色瓶受益海外市场需求将保持高速增长态势，原材料价格下降将有助于公司产品毛利率水平回升；
- 预充式注射剂行业处于高速增长期，公司产品 2011 年有望贡献利润，未来三年随着体量增加业绩贡献将逐步显著，整体带动公司利润增速加速上行；

图表 5：公司未来三年销售收入及增速预测



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：公司未来三年净利润及增速预测



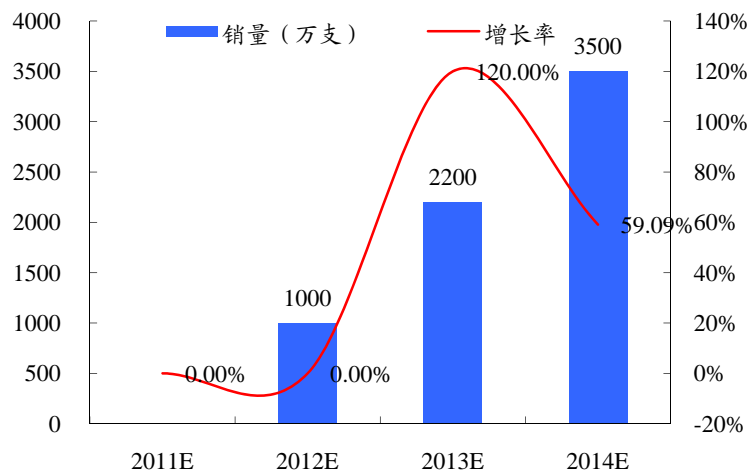
来源：齐鲁证券研究所

原有产品格局即将打破：长远看好预灌封注射器

看好预灌封注射器未来三年高速增长，3-4 年内将消耗目前 5000 多万支产能

- 我们根据目前威高每年的销量增量推算，公司未来每年销售增量约在 1000-1500 万支，到 2014 年有望销售超过 4500 万支，届时销售收入贡献将超过亿元，利润占比有望接近 10%；

图表 7：公司预灌封注射器销售收入预测图



来源：齐鲁证券研究所

- 我们对比了目前国内生产预灌封注射器的三家企业，虽然在产品上会有细微差别，但整体上并无二异，看好该产品的主要原因还是在于下游需求带动的行业高景气；

**图表 8: 公司产品竞争力分析**

公司名称	竞争优势	产能状况	产品上市时间
威高股份	产品组件均采购自国外，属于组合类产品； 先发优势，是国内最早的预灌封注射器生产商； 销售网络发达，几乎遍布全国； 公司资金雄厚，运营机制灵活；	6000	2006 年
民康药业	产品组件基本采购自国外； 运营机制灵活；第一条亚洲最为完整的生产流水线；第一家引进德国装针机；第一台自主研发预灌封注射针筒成型机(已获专利证书)；	3000	2007 年
山东药玻	专业的药用玻璃生产商，采用平臂技术最大限度的提高药品利用率； 工艺上，产品成型和灭菌上实现了一体化操作，无需分开，减少了感染几率； 成型机采购自德国，在国内处于领先水平，特别是在硅化处理上；	5000	2011 年

来源：齐鲁证券研究所

- 但必须指出的是，药玻作为老牌药用包材生产企业，对产品生产工艺的控制和多年积累下来的销售网络无法比拟，特别公司一类玻璃管加工能力国内第一；

**图表 9: 预灌封注射器主要部件及材质**

部件名称		材料
玻璃针管	带注射针	I 类中型玻璃/314 不锈钢
	不带针注射器	I 类中型玻璃
推杆	无色	PS
	有色	PS/PE/色母料
护帽	针头护帽	PP/聚异戊二烯橡胶
	锥头护帽、螺旋头护帽	丁基橡胶
活塞	-----	氯化丁基橡胶

来源：齐鲁证券研究所

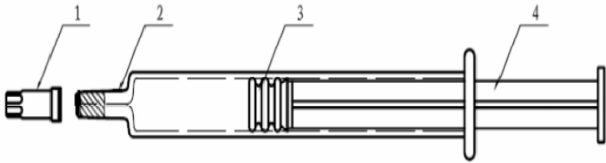
- 尽管公司目前也具备拉管技术，但为成品率上依然有待提高，因此公司的一类玻璃管还是进口德国肖特公司产品进行加工生产，但从长远角度来看，我们认为未来肯定会逐步尝试换用自产玻璃管，届时成本控制能力将更强；

**产品潜质突出，公司将受益行业高成长：**

### 1、产品本身优势突出

- **产品定义：**所谓预灌封注射器（也称预灌封注射器）指一种“药械合一”的新型注射器类产品。由于它们是使用一次就可丢弃的注射器产品（胰岛素笔例外，它可被多次使用），对患者不会造成感染等风险，且患者可在家中自行注射，从而省去上医院注射的麻烦；

**图表 10: 预灌封注射器不带针产品示意图**

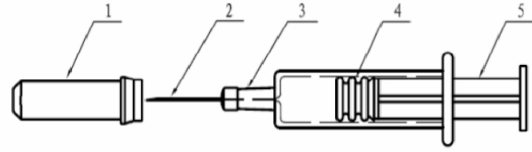


预灌封注射器(不带针)结构示意图1— 锥头式  
The Structure Of Prefilled Syringe(Without Needle)1-- luer

- |                         |                        |
|-------------------------|------------------------|
| 1. 护帽 (Tip Cap)         | 2. 玻璃针管 (Glass Barrel) |
| 3. 活塞 (Plunger Stopper) | 4. 推杆 (Plunger Rod)    |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 11: 预灌封注射器带针产品示意图**



预灌封注射器(带针)结构示意图  
The Structure Of Prefilled Syringe(With Needle)

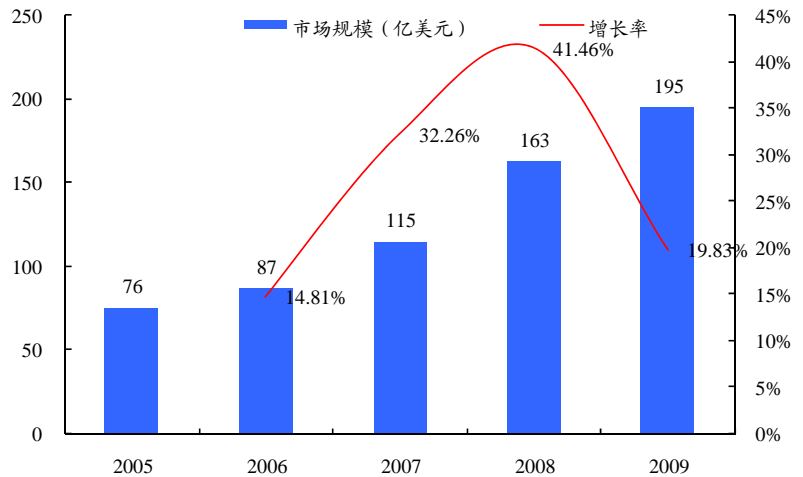
- |                         |                     |                        |
|-------------------------|---------------------|------------------------|
| 1. 针帽 (Needle Shield)   | 2. 注射针 (Needle)     | 3. 玻璃针管 (Glass Barrel) |
| 3. 活塞 (Plunger Stopper) | 4. 推杆 (Plunger Rod) | 5. 推杆 (Plunger Rod)    |

来源: 齐鲁证券研究所

- 预灌封注射器有几个非常突出的优点:
  - 使用时无交叉感染, 医护人员使用方便;
  - 一些高档药品充分利用, 无残留液;
  - 显著减少产品过度充填量。使用预灌封注射器, 可以节省 10%、15%, 有时甚至是 20% 的原料药。有些将小瓶改为预灌封注射器的厂家还降低了原料药产量;
  - 野外场合适合自我注射等。
- 预灌封注射器治疗领域非常广泛, 如多发性硬化、不孕、骨质疏松、肝炎、类风湿性关节炎、癌症、贫血及血友病等。

## 2、未来生物工程药物包装的主流方式, 下游需求有望不断扩容

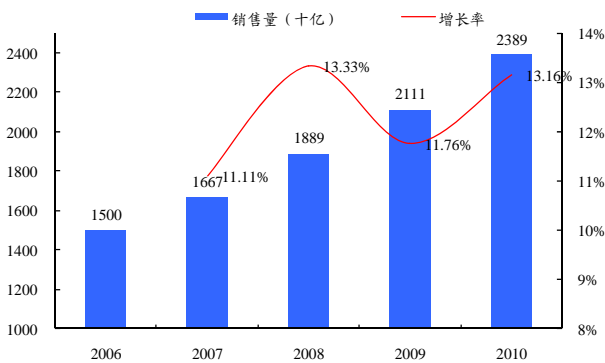
- 我们认为, 患者的需要是推动预灌封注射器发展的真正动力。从小瓶中量出药品装入注射器中是一件费时的工作, 缺乏充分训练的人很容易出错。此外, 一些疾病如类风湿性关节炎患者常常难以, 甚至不能拿稳小瓶并量出准确剂量;
- 目前预灌封注射器的代表产品是享誉世界的胰岛素笔。目前, 胰岛素笔年销量高达十几亿支;
- 除胰岛素笔外, 其他预灌封注射器产品主要用于疫苗以及生物工程药品 (如干扰素、人生长激素、集落细胞激活因子等) 注射器。这些蛋白质类药物剂量极小、售价较贵, 故非常适合被加工成预灌封注射器;
- 其中目前主要下游需求疫苗产业发展迅速, 2009 年, 全球预防疫苗市场销售额 221 亿美元, 较 2008 年 190 亿美元上涨 16%;
- 预计随着新产品的不断上市, 以及现有产品市场规模的扩大, 2009-14 年间, 预计全球预防疫苗市场将保持 9.7% 以上的年均复合增长率, 2014 年市场规模将达到 350 亿美元以上;

**图表 12: 全球疫苗市场规模增长趋势**


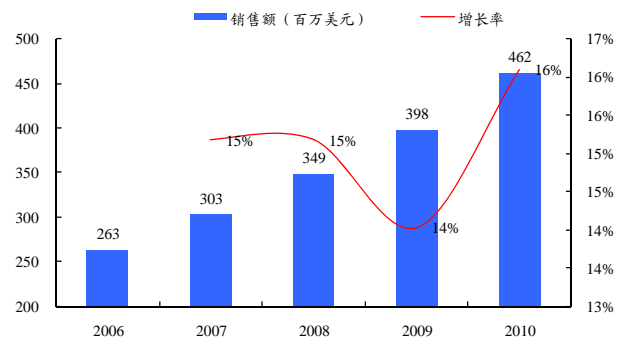
来源: 齐鲁证券研究所

### 3、行业高成长，全球增速 12.8%，远高于医药行业平均增速

- 据美国医疗设备与医疗技术公司 Becton Dickinson 与某咨询公司的一项研究表明，预计预灌封注射器市场将以每年 12.8% 的速度增长，2006 年，预灌封注射器销量约为 14 亿支，2010 年，销量超过 24 亿支；

**图表 13: 全球预灌封注射器销售量 CAGR=12.8%**


来源: 齐鲁证券研究所

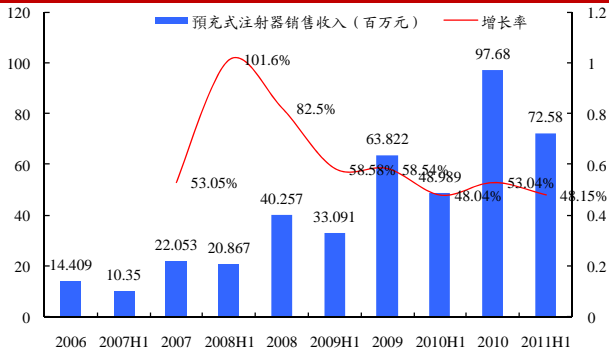
**图表 14: 全球自助式注射器销售 CAGR=15%**


来源: 齐鲁证券研究所

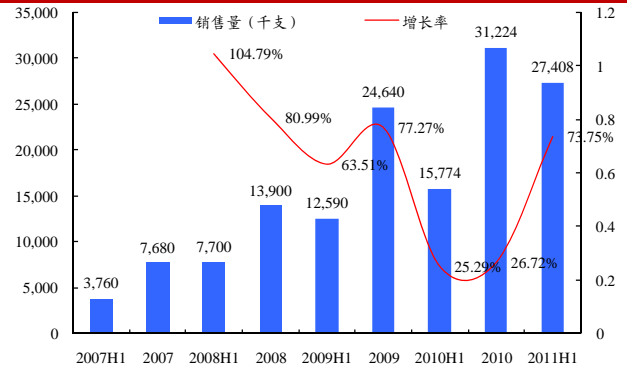
### 4、国内市场刚刚起步，增速超过 50%，公司产品将受益于行业高景气

- 从需求来看，中国疫苗市场更是全球增长最快的市场之一，I 类与 II 类疫苗市场分别保持 15% 与 20% 左右的增速，至 2014 年将分别达到 100 亿与 230 亿左右的市场规模；
- 目前国内预灌封注射剂 60-70% 市场由威高集团掌控，国外企业占到 20% 左右，威高从 2006 年推出预灌封注射器后其复合增长率达到 60% 以上，在 2010 年扩产后目前产能达到 6000 万支，2011 年销售有望超过 5000 万支；



**图表 15: 威高股份预灌封注射器销售 CAGR=64%**


来源: 公司网站, 齐鲁证券研究所

**图表 16: 威高预灌封注射器销售量 CAGR=60%**


来源: 公司网站, 齐鲁证券研究所

- 目前国内拿到预灌封注射器组合件只有五家, 由于拿到全部生产批件的难度较大, 短期难有新进入者;
- 山东药玻是国内第三家进入该领域的生产企业, 无疑将受益于行业高景气, 我们判断未来两年销售将主要集中于争夺空白市场;

**图表 17: 国内共有 5 家企业拿到预灌封注射剂批件**

序号	公司名称	预灌封注射剂批件种类
1	山东威高	预灌封注射器组合件(不带注射针)、预灌封注射器组合件(带注射针)
2	BectonDickinsonFranceSAS	预灌封注射器组合件(带注射针)
3	山东淄博民康药业	预灌封注射器组合件(不带注射针)、预灌封注射器组合件(带注射针)
4	GerresheimerBündeGmbH	预灌封注射器组合件(带注射针)、预灌封注射器组合件(带鲁尔锥头)、预灌封注射器组合件(带鲁尔锁扣)
5	山东药玻	预灌封注射器组合件(带注射针)

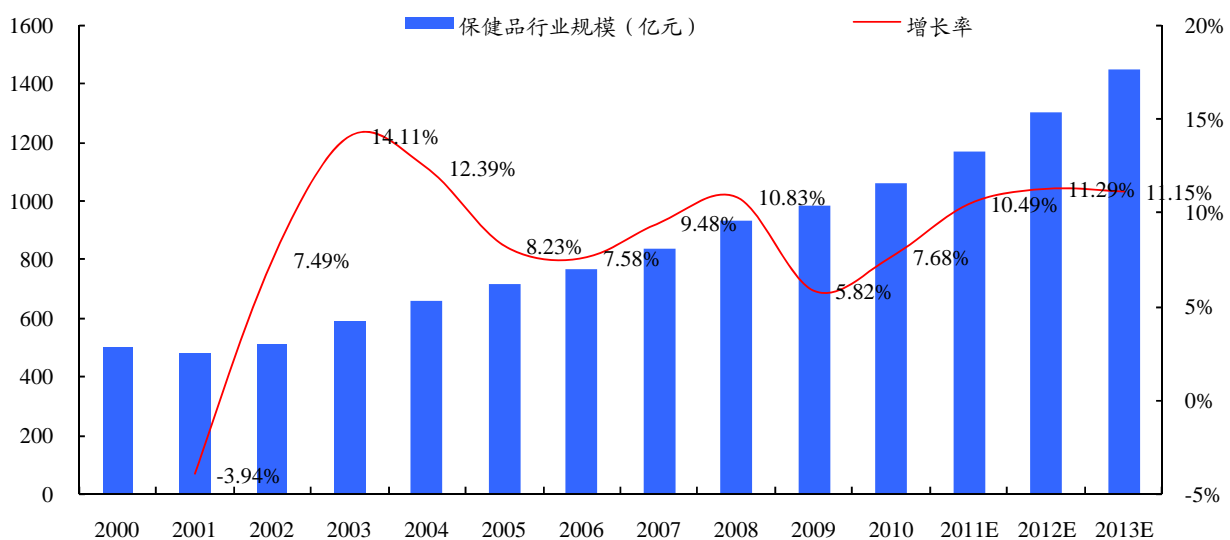
来源: SFDA, 齐鲁证券研究所

## 短期棕色瓶将成为公司未来两年增长的新引擎

### 保健品行业高景气带动棕色瓶业务快速增长

- **目前棕色瓶主要用于保健品的口服液包装:** 口服液制剂以保健品居多, 大部分采用药用玻璃包装, 主要是管制的白色、棕色口服液瓶以及模制的棕色玻璃药瓶;
  - 口服液的包装经历了从最初易碎的安瓿转向管制口服液玻璃瓶, 又逐步演变到撕拉盖棕色玻璃瓶。近几年, 棕色玻璃瓶的盖子演变成了以铝塑盖、铝盖易插管型为主, 以棕色瓶为主流包装形式已经在业内得到认可;
  - 目前, 在众多的治疗性药物、保健品中, **口服液所占的比重在不断提高**。棕色瓶具有良好的避光性与稳定性, 是各类口服液和保健品行业的主要包装材料;

- 国内外保健品行业的持续发展将创造巨大的棕色瓶需求量，棕色瓶行业在未来仍有望保持稳定增长。据医药包装协会统计，早在 2006 年国内棕色药用玻璃瓶需求量就在 8 亿只以上，国外需求量则在 20 亿只以上，我们预计目前国内需求已经在 15 亿只，国外需求超过 30 亿只；
- 从国内来看我国保健产业发展迅速，如果 2011-2013 年中国 GDP 仍保持 6-8% 的增速，行业渗透率有望从目前的 14% 提升到 25%（美国达到 70% 以上）；未来我国保健品行业规模将从 2010 年的 1000 亿元增长到 2013 年的 1500 亿元，年均复合增长超过 10%；我国保健品市场高速增长的原因有两方面：
  - 一方面是由于新医改国家倡导把国民健康的重点放在病前的控制而非病后的治疗，而保健品在治疗一些慢性病、养生保健方面都有自身独特的优势；
  - 另一方面也是由于近年来一连串发生的如 SARS、甲流疫情的影响人们为了抵御免疫力的下降开始加大了保健品的使用；
  - 同时，人们观念的变化对生命健康、养生保健方面的需求不断加大，都促使我国保健品产业近年来飞速发展。

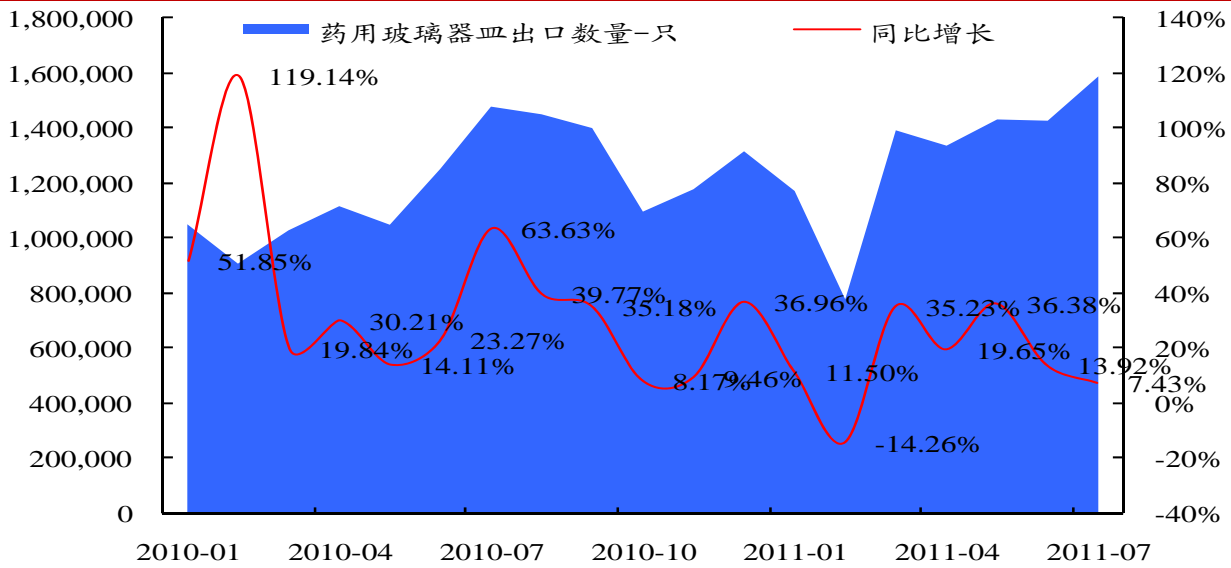
**图表 18：保健品行业未来复合增长率有望保持在 10% 以上**


来源：齐鲁证券研究所

### 海外市场是拉动棕色瓶的主要引擎

- 除此以外，我国保健品产业还面临着不断加大的出口机遇：目前国际医药市场对我国保健品需求的不断增长；
- 公司目前有 2/3 的棕色瓶用于出口，出口平均增速在 20% 以上，我们预计随着全球保健品行业的快速增长，未来两年出口有望保持目前 20% 的平均增速；

■  
**图表 19: 海外对国内玻璃器皿需求年复合增长在 20%以上**

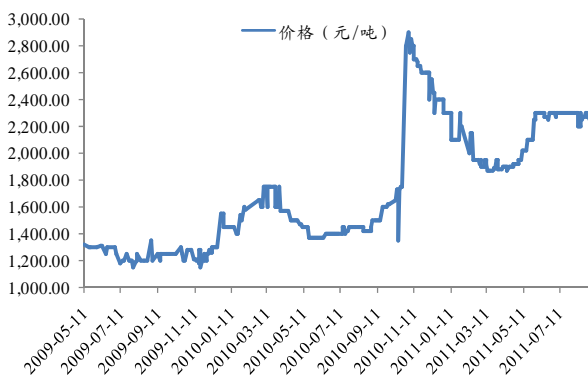


来源: 齐鲁证券研究所

我们判断公司棕色瓶未来有望保持 20%增速, 毛利率有望触底反弹:

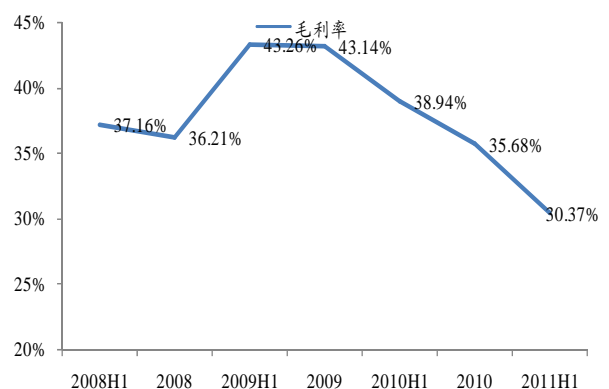
- 在内外市场良好的催化作用, 公司棕色瓶业务未来两年高成长无忧, 但是同时我们必须注意的是公司棕色瓶近年来毛利率有下滑之势, 其中主要原因为:
  - **行业竞争日趋激烈:** 随着棕色瓶高毛利和行业高景气到来, 新的小型竞争者不断进入, 造成整个产业产品价格开始下降, 特别是在 2010 年行业景气度高, 造成产业新进入者大幅增加, 间接拉低了产品价格;
  - **成本大幅上升:** 除了价格下降, 目前造成毛利率下滑的最主要因素还包括由于人工和原材料价格上涨带来的成本压力, 特别是纯碱价格一直处于;

**图表 20: 国内重质纯碱价格变动表**



来源: 齐鲁证券研究所

**图表 21: 公司棕色瓶毛利率变化图**



来源: 齐鲁证券研究所

- 虽然如此, 但公司目前在轻量薄壁棕色药上技术处于依然绝对领先, 相对很多同行业在瓶壁均匀度控制能力更强, 在成本控制能力上具有绝对优势;

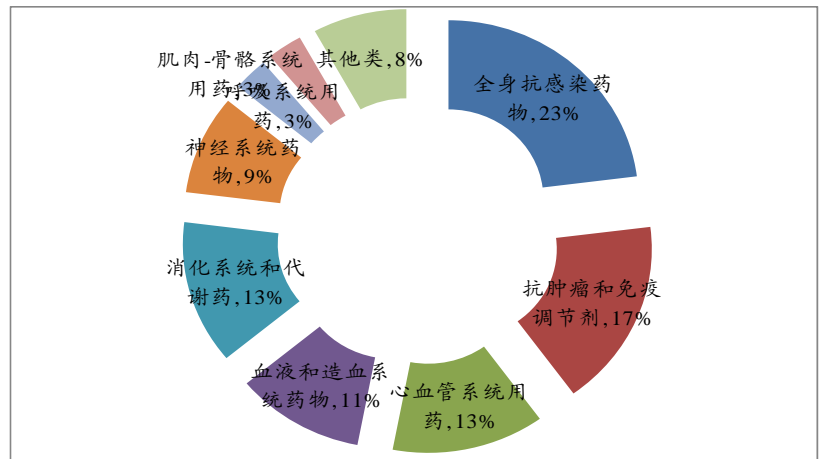
- 而正是公司这种技术能力造就了虽然目前棕色瓶价格较低，但公司毛利率一直保持在 30% 以上，相对同行业处于高水平，如果价格继续下滑将会有很多小型竞争者退出，因此我们预计目前的价格战已经接近尾声，未来有望触底反弹；

## 模制瓶短期将受制于抗生素政策，长期依然向好

### 抗生素政策不确定较大，模制瓶短期受影响

- 模制瓶的优势在于价格低廉、强度高，管制瓶外型美观，并以其优良的化学稳定性被大量、广泛地用于抗生素类粉针剂的包装，用量约为抗生素粉针总量的 70—80%。从国内外抗生素粉针包装的发展趋势看，模制瓶仍占据主导地位；
- 作为模制瓶的主要载体，2010 年抽样医院中全身抗感染类药物占用药金额 23%，全国抗生素市场规模超过 900 亿元，平均增长幅度超过 10%；

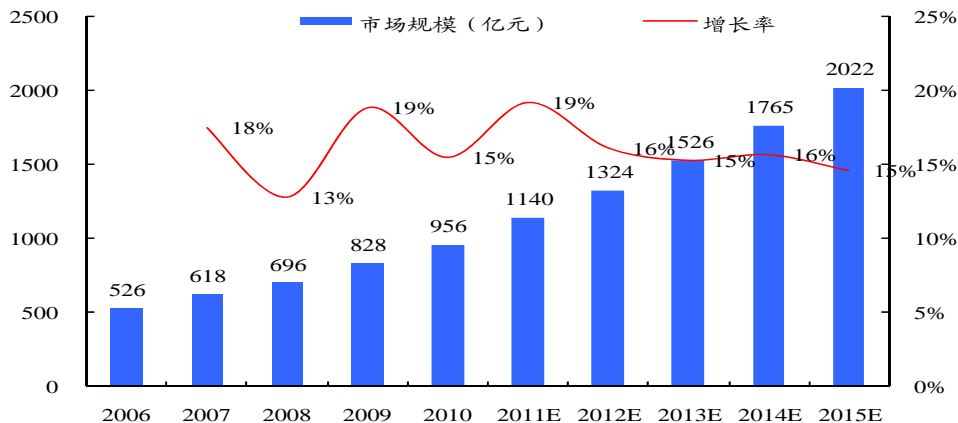
图表 22：2010 年临床用药格局



来源：齐鲁证券研究所

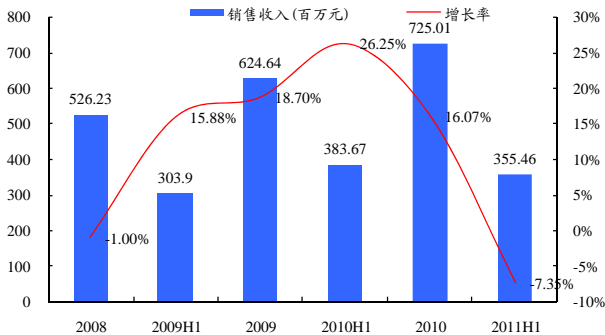
- 虽然目前很多机构对抗生素未来的使用上依然比较乐观，但是短期的制约因素将对行业造成冲击，我们判断未来抗生素将面临新一轮低潮；

图表 23：抗生素市场规模预测表

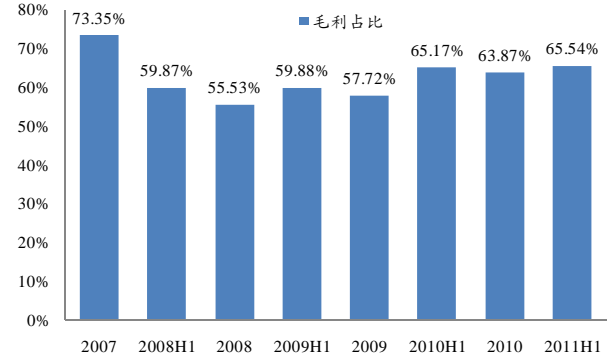


来源：MENET，齐鲁证券研究所

- 公司目前的经营情况也体现了国家政策对抗生素滥用带来的影响，2011年上半年公司模制瓶销售下降了7.35%，预计全年销量下降约在10%左右；

**图表 24: 公司模制瓶销售增长情况**


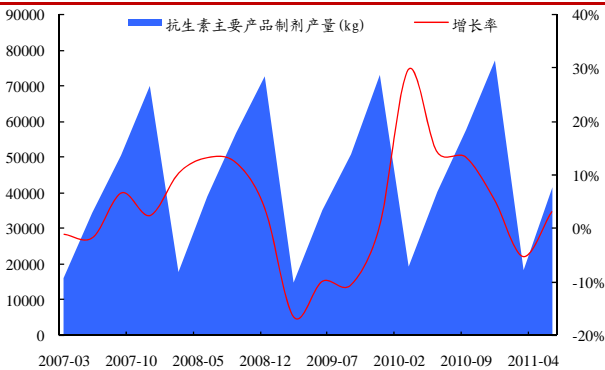
来源：齐鲁证券研究所

**图表 25: 公司模制瓶销售利润占比变化情况**


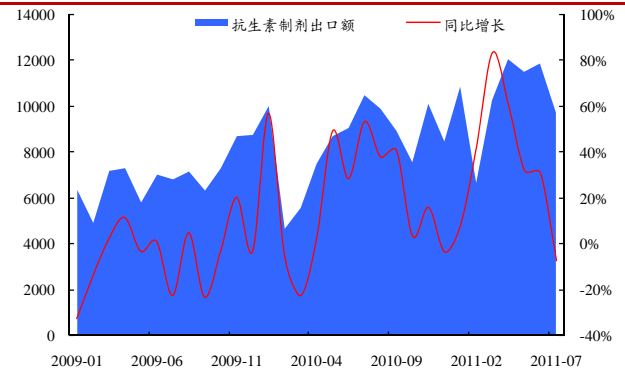
来源：齐鲁证券研究所

影响应该是短期行为，大环境决定下游需求长期依然向上

- 从目前抗生素生产状况来看，进入二季度后整个产业生产状况有所好转，到6月份呈现个位数的增长；虽然出口有所下滑，但考虑到下游需求主要来自于国内需求，因此整个产业需求量上没有想象那么大，影响主要集中于一些高端产品；

**图表 26: 国内抗生素主要制剂生产状况 (kg)**


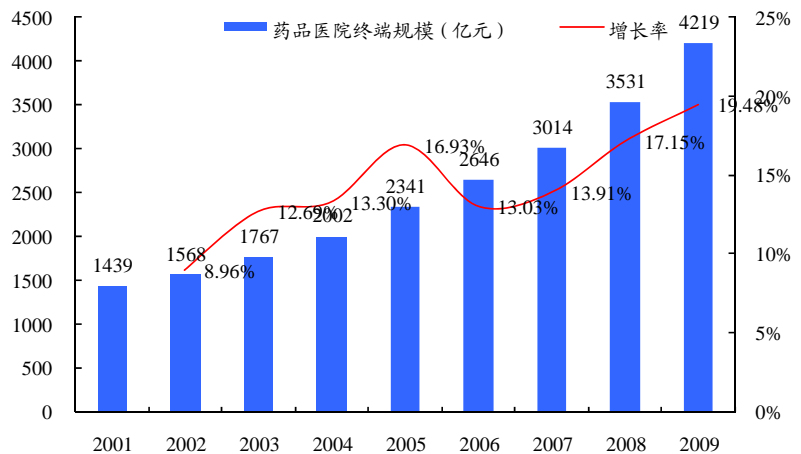
来源：统计产量主要包括青霉素类和头孢类制剂，CEIC, 齐鲁证券研究所

**图表 27: 国内抗生素主要制剂出口金额变化情况**


来源：齐鲁证券研究所

- 但我们必须看到的是目前国内产品结构正在发生转变，国际上冻干粉针剂占无菌注射剂比例一般为25%，美国和欧洲分别也达到15%和12%，国内目前只有9%，未来无菌冻干依然是产品的主要趋势之一；
- 从大的环境来看，未来整个医药产业依然处于上升阶段，特别是随着医疗保障水平的不断提高，未来覆盖人群将不断扩大，总体依然处于增长状态；
- 因此我们综合目前整个医药产业以及抗生素产业的增长状况认为，公司短期将受制于下游抗生素需求量的减少，但长期需求不会受到压制，整体销量增速预计在10%左右；

图表 28: 2001-2009 年中国药品医院终端规模



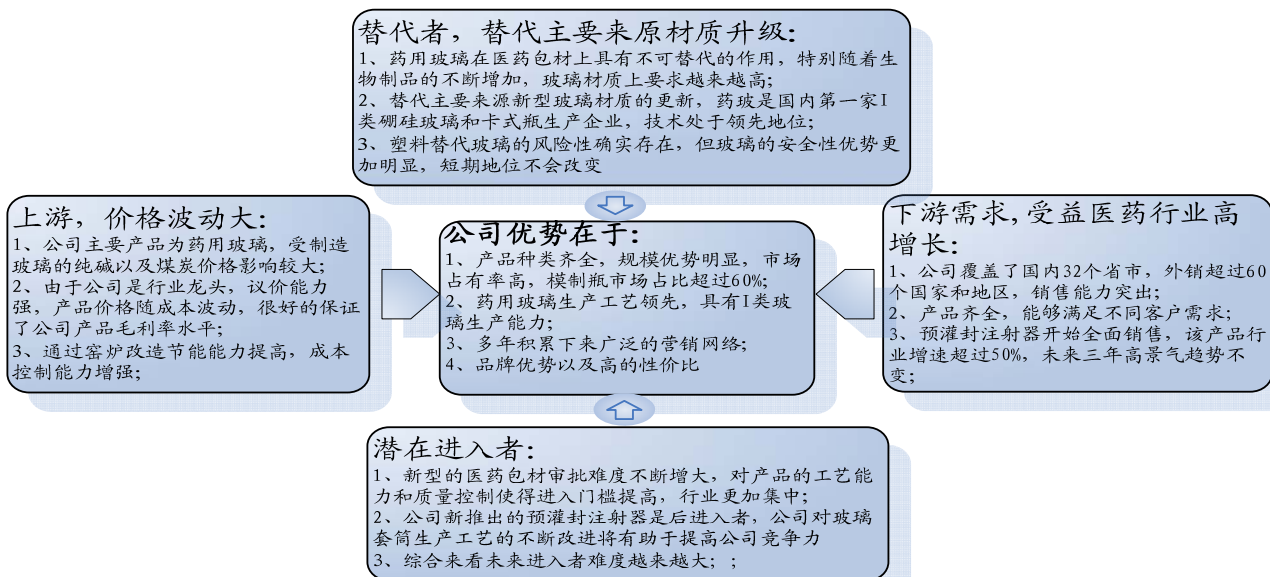
来源: 齐鲁证券研究所

## 核心竞争力再审视, 龙头地位不可动摇

### 医药玻璃龙头地位不可撼动

- 山东药玻是国内药用包装行业的龙头企业, 也是中国最大的医药玻璃专业制造商, 生产规模位居亚洲前列, 产品市场覆盖 32 个省、市、自治区, 并远销欧、美、俄、日、韩、东南亚等 60 多个国家和地区;

图表 29: 公司核心竞争力分析



来源: 齐鲁证券研究所

### 产品和工艺技术国内领先:

- 公司自主研发开发的高白料、轻量薄壁模制药用玻璃瓶获国家级新产品证书, 中性硼硅玻璃产品填补了国内空白 (另一家为四川省阆中光明玻璃制品有限公司), 国内第一家真正意义上的卡式瓶生产企业, 另外还有

科技成果 172 项，专利技术 49 项；

**图表 30：目前主要新型玻璃包装产品情况**

新型药用玻璃包装	用途
I 类玻璃模制瓶	主要用于包装血浆、白蛋白、球蛋白等产品，规格在 20ml-100ml
I 类玻璃管制瓶	主要用于包装冻干生物制剂、粉针、疫苗、基因工程药等产品，规格在 3ml-12ml，主要是 2ml-8ml，大的规格也有 32ml
卡式瓶	国外已部分取代针剂安瓿用于包装高档大容量液体剂型药物，国内主要用于胰岛素注射剂包装
预灌封注射器	主要用于包装疫苗、干扰素等生物药品，是一次性含药注射剂

来源：齐鲁证券研究所

**图表 31：我国医药包装材料产品分类**

类型	材质	热膨胀系数 $\alpha$	三氧化二硼含量	主要应用领域
一类	3.3 硼硅玻璃	$(3.3 \pm 0.1) \times 10^{-6} K^{-1}$	>8.0% (m/m)	血液制剂、疫苗等高档药品及对 PH 值敏感的抗生素
	5.0 中性玻璃	$(4 \sim 5) \times 10^{-6} K^{-1}$	>8.0% (m/m)	血液制剂、疫苗等高档药品及对 PH 值敏感的抗生素
二类	低硼硅玻璃	$(6.2 \sim 7.5) \times 10^{-6} K^{-1}$	5-8% (m/m)	用于注射剂型，特别是水针剂的包装
三类	钠钙玻璃	$(7.6 \sim 9.0) \times 10^{-6} K^{-1}$	N/A	用于大输液、一般抗生素的包装

来源：齐鲁证券研究所

### 药品玻璃包装产品种类最全

- 主要产品有模制抗生素瓶系列产品、管制瓶系列产品、棕色瓶系列产品、中性硼硅玻璃系列产品、输液瓶系列产品、日化瓶系列产品、食品瓶系列产品、丁基橡胶塞系列产品、预灌封注射器系列产品、铝塑盖系列产品、塑料瓶系列产品等，适用于制药工业粉针、水针、输液、口服液、冻干、生物制剂、片剂等不同药品制剂及食品、化妆品的包装需要，并有各种材质、瓶型及规格可供选择；

**图表 32：公司主要产品系列中包括了所有最新玻璃新型包装产品**


来源：公司网站，齐鲁证券研究所

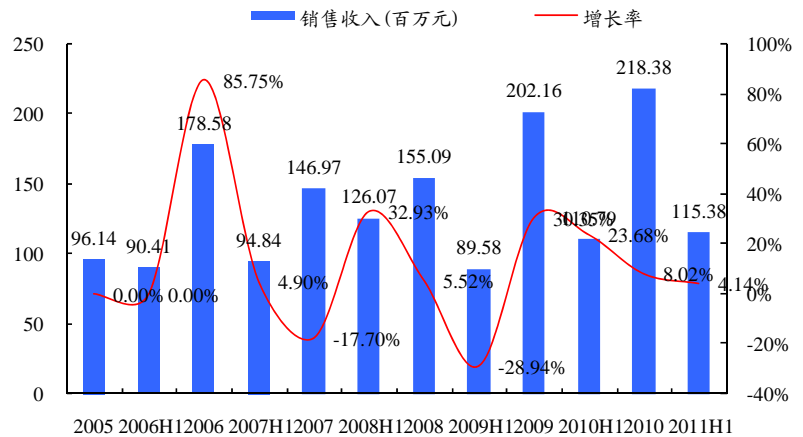
- **销售网络广阔：**公司目前与上药集团、广药集团、哈药集团、华北制药集团、东瑞制药、辉瑞制药、中美上海施贵宝等 1200 多家中外制药厂家建立了长期稳定的供货关系；

## 其他业务短期不会对公司利润构成重大的影响

### 丁基胶塞行业行业过剩，短期难有起色

- 目前丁基胶塞行业的产能过剩状况非常突出，在急剧增加的产能重压下，丁基胶塞的价格持续下降；
- 目前市场上直径 20 毫米规格丁基胶塞的市场报价最低到了每支四分多，而正常的生产成本在五分六到五分八之间；
- 国内丁基胶塞企业超过 30 家，总的生产能力达到 250 亿支左右，但现在的市场需求量还不到 50 亿支。而据中国医药包装协会的统计，丁基胶塞注册企业现有 24 家，另有很多建成企业等待注册；

**图表 33：公司近些年丁基胶塞增长状况**

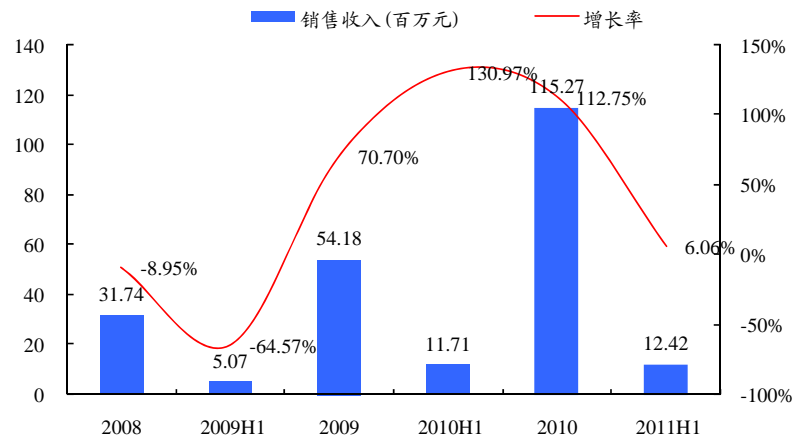


来源：齐鲁证券研究所

### 地产业务已经剥离，未来继续聚焦主业

- 山东欣欣园置业有限公司（简称“欣欣园公司”）为公司控股 95.5% 的子公司，注册资本 5,000 万元，其主营业务为建筑施工和房地产开发，2010 实现毛利润 1315 万元；
- 由于其主业偏离了公司医药包装材料行业，为专注公司医药包装材料产业的发展，公司 2011 年年初转让所持山东欣欣园置业有限公司 95.5%；
- 我们认为公司剥离地产有利于公司未来聚焦主业，同时为今后如果需要再融资等资本运作也创造了条件；



**图表 34: 公司剥离建安工程, 继续聚焦主业**


来源: 齐鲁证券研究所

## 盈利预测、估值与投资建议

### 假设前提与盈利预测

- 我们对公司的盈利建立在以下几个重要假设之上:
  - 预灌封注射器 2012 年开始贡献利润, 每年约增加销量 1000 万支以上;
  - 棕色瓶产品价格保持稳定水平, 上游原材料价格不出现大幅上涨;
  - 模制瓶产品未来保持稳定增长, 其他业务基本维持现有水平;
  - 公司期间费用率和税率假设如下表:

**图表 35: 公司期间费用率和所得税预测表**

项目 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业费用	-107.97	-114.10	-144.61	-134.14	-153.09	-171.45
%销售收入	9.32%	9.19%	9.56%	9.20%	9.32%	9.28%
管理费用	-57.17	-74.15	-74.91	-71.86	-81.08	-91.15
%销售收入	4.94%	5.97%	4.95%	4.93%	4.94%	4.93%
财务费用	-8.87	-8.63	-7.42	-7.43	-5.82	-5.06
%销售收入	0.77%	0.69%	0.49%	0.51%	0.35%	0.27%
所得税	-23.74	-28.01	-35.33	-35.74	-43.26	-54.19
所得税率	14.94%	16.21%	17.04%	19.67%	19.67%	19.67%

来源: 齐鲁证券研究所

- 我们预测公司 2011-13 年的营业收入分别为 14.58 亿元、16.43 亿元和 18.48 亿元, 同比分别增长-3.7%、12.7%和 12.5%; 归属母公司净利润分别为 1.45 亿元、1.76 亿元和 2.20 亿元, 同比分别增长-15.19%、21.05%和 25.26%, 实现每股收益分别为 0.57 元、0.68 元和 0.86 元。

**绝对估值：估值为 15.38 元/股**

- 我们采用三阶段模型对公司价值进行现金流贴现：1、按照我们盈利估值预测未来 2011-2013 年收入增速分别达到-3.7%、12.7%和 12.5%；2、公司主营业务不会发生大的变化，未来费用率保持稳定；3、不考虑公司可能发生的并购以及融资带来的其他扩张；

**图表 36：绝对估值的主要假设条件**

永续增长率	0.02	所得税率	0.15
无风险利率	2.80%	风险溢价	10.00%
行业平均 Beta	0.7	股权比重	96.84%
Kd	6.50%	债务比重	3.16%
Ke	10.60%	WACC	10.43%

来源：齐鲁证券研究所

基于以上假设下的 FCFF 法公司估值为 15.38 元；

**图表 37：公司 FCFF 估值结果**

每股价值	15.38	TV 增长率	2.0%
隐含 P/E	27.25	WACC	10.43%
企业值	4,078.34	债务	114.93
		投资	253.49
股票价值	3,959.75	少数股东权益	3.67

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

**PE 相对估值法：16.10—17.30 元/股**

- 公司虽然是一家以玻璃制造为主营业务的上市公司，但其下游客户主要以医药公司为主，由于目前同类上市公司还没有，因此我们综合目前医疗器械企业作为可比公司，计算出平均估值水平 2012 年为 25x，2013 年为 18x，我们根据 2012-13 年业绩，对于公司合理估值区间为 17.30—16.10 元；

**图表 38：公司可比公司估值**

证券代码	公司名称	收盘价	10EPS	11EPS	12EPS	13EPS	10PE	11PE	12PE	13PE
002223.SZ	鱼跃医疗	25.48	0.57	0.61	0.88	1.23	44.70	41.83	28.92	20.65
300003.SZ	乐普医疗	17.01	0.51	0.66	0.85	1.08	33.63	25.77	20.05	15.82
300030.SZ	阳普医疗	11.23	0.19	0.31	0.43	0.56	59.67	36.56	26.37	19.96
600587.SH	新华医疗	28.90	0.45	0.77	1.12	1.54	63.68	37.56	25.89	18.81
	均值						50.42	35.43	25.31	18.81

来源：齐鲁证券研究所

公司合理估值区间：15.38—17.30 元/股

- 我们根据公司现金流贴现计算公司合理价值为 15.38 元，同时我们结合目前市场增提估值水平得出公司的价值区间应该在 16.10—17.30 元；我们综合两种方法，考虑到公司新产品对公司业绩的影响和目前在 A 股市场的唯一性综合两种估值方法，给予公司合理价值区间为 15.38—17.30 元/股，对应公司 2011 年预测 EPS 的 PE 区间为 27.24-30.64 ×，2012 年预测 EPS 的 PE 区间为 22.50-25.31 ×。

### 风险提示

- 抗生素政策趋严的风险：虽然目前国家对抗生素管制的具体政策尚未出台，但是对目前行业已造成冲击，如果国家出台新的更加严厉的政策将对公司下游需求造成重大影响；
- 药用玻璃原材料成本大幅上升带来的毛利率大幅下降的风险；
- 预灌封注射器市场竞争带来的价格大幅下滑以及公司对市场开拓不利导致销售不达标风险；

**图表 39: 公司销售收入盈利预测表**

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>蓝色瓶</b>						
销售收入	526.23	624.64	725.01	698.18	769.75	848.65
增长率 (YOY)	—	18.70%	16.07%	-3.70%	10.25%	10.25%
毛利率	35.32%	35.59%	39.67%	37.31%	36.81%	37.02%
销售成本	340.37	402.33	437.40	437.69	486.44	534.50
增长率 (YOY)	—	18.21%	8.72%	0.07%	11.14%	9.88%
毛利	185.86	222.31	287.61	260.49	283.31	314.15
增长率 (YOY)	—	19.61%	29.37%	-9.43%	8.76%	10.89%
占总销售额比重	46.52%	51.19%	48.78%	47.89%	46.86%	45.93%
占主营业务利润比重	55.53%	57.72%	63.87%	63.77%	59.44%	56.00%
<b>棕色瓶</b>						
销售收入	207.63	219.59	257.54	325.17	409.71	516.24
增长率 (YOY)	—	5.76%	17.28%	26.26%	26.00%	26.00%
毛利率	36.21%	43.14%	35.68%	30.37%	30.00%	30.00%
销售成本	132.45	124.86	165.65	226.42	286.80	361.37
增长率 (YOY)	—	-5.73%	32.67%	36.68%	26.67%	26.00%
毛利	75.18	94.73	91.89	98.75	122.91	154.87
增长率 (YOY)	—	26.00%	-3.00%	7.47%	24.46%	26.00%
占总销售额比重	18.35%	18.00%	17.33%	22.30%	24.94%	27.94%
占主营业务利润比重	22.46%	24.60%	20.41%	24.18%	25.79%	27.61%
<b>丁基胶塞</b>						
销售收入	155.09	202.16	218.38	228.53	239.56	246.33
增长率 (YOY)	—	30.35%	8.02%	4.65%	4.62%	2.83%
毛利率	16.38%	17.96%	13.19%	6.58%	6.58%	6.58%
销售成本	129.69	165.85	189.58	213.50	223.80	230.12
增长率 (YOY)	—	27.89%	14.30%	12.62%	4.82%	2.83%
毛利	25.40	36.31	28.80	15.04	15.76	16.21
增长率 (YOY)	—	42.92%	-20.67%	-47.79%	4.82%	2.83%
占总销售额比重	13.71%	16.57%	14.69%	15.67%	14.58%	13.33%
占主营业务利润比重	7.59%	9.43%	6.40%	3.68%	3.31%	2.89%
<b>预灌封注射器及卡式瓶</b>						
销售收入	0.00	0.00	0.00	0.00	30.00	64.90
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	116.33%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	60.00%	58.00%	56.00%
销售成本	0.00	0.00	0.00	0.00	12.60	28.56
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	126.63%
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	17.40	36.34
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	108.87%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.83%	3.51%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.65%	6.48%
<b>其它</b>						
销售收入	242.36	173.80	285.23	206.14	223.79	236.51
增长率 (YOY)	—	-28.29%	64.11%	-27.73%	8.56%	5.68%
毛利率	19.91%	18.30%	14.72%	16.59%	16.66%	16.66%
销售成本	194.11	141.99	243.25	171.94	186.51	197.12
增长率 (YOY)	—	-26.85%	71.32%	-29.32%	8.48%	5.68%
毛利	48.25	31.81	41.98	34.20	37.28	39.39
增长率 (YOY)	—	-34.08%	31.97%	-18.52%	8.99%	5.66%
占总销售额比重	21.42%	14.24%	19.19%	14.14%	13.62%	12.80%
占主营业务利润比重	14.42%	8.26%	9.32%	8.37%	7.82%	7.02%
<b>销售收入小计</b>	<b>1131.31</b>	<b>1220.19</b>	<b>1486.16</b>	<b>1458.03</b>	<b>1642.82</b>	<b>1847.73</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>796.60</b>	<b>835.03</b>	<b>1035.87</b>	<b>1049.55</b>	<b>1166.15</b>	<b>1286.76</b>
<b>毛利</b>	<b>334.71</b>	<b>385.16</b>	<b>450.29</b>	<b>408.49</b>	<b>476.67</b>	<b>560.97</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>29.59%</b>	<b>31.57%</b>	<b>30.30%</b>	<b>28.02%</b>	<b>29.02%</b>	<b>30.36%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

## 附录1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,158	1,242	1,513	1,458	1,643	1,848
增长率	14.44%	7.2%	21.8%	-3.7%	12.7%	12.5%
营业成本	-826	-854	-1,055	-1,050	-1,166	-1,287
% 销售成本	71.3%	68.8%	69.7%	72.0%	71.0%	69.6%
毛利	332	388	458	408	477	561
% 销售收入	28.7%	31.2%	30.3%	28.0%	29.0%	30.4%
营业税金及附加	-9	-12	-15	-14	-16	-18
% 销售收入	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-108	-114	-145	-134	-153	-171
% 销售收入	9.3%	9.2%	9.6%	9.2%	9.3%	9.3%
管理费用	-57	-74	-75	-72	-81	-91
% 销售收入	4.9%	6.0%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	158	188	224	189	227	281
% 销售收入	13.6%	15.1%	14.8%	12.9%	13.8%	15.2%
财务费用	-9	-9	-7	-7	-6	-5
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-8	-8	-15	-6	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	6	2	3	3	3
% 税前利润	0.4%	3.7%	0.9%	1.8%	1.3%	1.1%
营业利润	142	178	203	178	218	273
营业利润率	12.2%	14.3%	13.4%	12.2%	13.3%	14.8%
营业外收支	17	-5	4	3	2	3
税前利润	159	173	207	182	220	276
利润率	13.7%	13.9%	13.7%	12.5%	13.4%	14.9%
所得税	-24	-28	-35	-36	-43	-54
所得税率	14.9%	16.2%	17.0%	19.7%	19.7%	19.7%
净利润	135	145	172	146	177	221
少数股东损益	0	0	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	135	144	171	145	176	220
净利润率	11.7%	11.6%	11.3%	10.0%	10.7%	11.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	94	218	224	280	407	496
应收账款	538	621	671	655	727	822
存货	298	289	335	329	364	399
其他流动资产	133	142	242	195	216	247
流动资产	1,063	1,271	1,471	1,460	1,715	1,964
% 总资产	53.4%	57.3%	58.3%	57.6%	61.3%	64.6%
长期投资	44	31	30	30	30	30
固定资产	831	861	969	991	1,003	1,000
% 总资产	41.8%	38.9%	38.4%	39.2%	35.9%	32.9%
无形资产	42	41	40	37	35	33
非流动资产	927	946	1,053	1,073	1,082	1,077
% 总资产	46.6%	42.7%	41.7%	42.4%	38.7%	35.4%
资产总计	1,989	2,217	2,524	2,532	2,797	3,041
短期借款	137	134	115	25	25	25
应付账款	399	488	669	615	684	760
其他流动负债	-1	2	-15	18	12	10
流动负债	535	624	769	658	721	795
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	9	9	9	9
负债	535	624	778	667	730	804
普通股股东权益	1,440	1,569	1,715	1,834	1,985	2,179
少数股东权益	2	3	4	4	5	6
负债股东权益合计	1,977	2,196	2,497	2,505	2,720	2,989

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.525	0.561	0.666	0.565	0.683	0.856
每股净资产 (元)	5.596	6.097	6.663	7.127	7.711	8.467
每股经营现金净流 (元)	0.357	0.968	0.843	1.008	0.806	0.904
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	9.38%	9.20%	9.99%	7.92%	8.86%	10.11%
总资产收益率	6.84%	6.57%	6.86%	5.80%	6.47%	7.37%
投入资本收益率	9.32%	10.82%	11.77%	9.75%	11.55%	13.39%
增长率						
营业总收入增长率	14.44%	7.24%	21.84%	-3.66%	12.67%	12.47%
EBIT增长率	-6.24%	19.17%	19.12%	-15.85%	20.28%	23.77%
净利润增长率	17.80%	6.81%	18.68%	-15.19%	21.05%	25.26%
总资产增长率	5.82%	11.09%	13.71%	0.34%	10.44%	8.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.5	95.9	85.8	89.2	88.1	88.5
存货周转天数	112.7	125.4	107.8	114.5	114.1	113.2
应付账款周转天数	58.5	63.7	65.7	65.1	63.3	64.4
固定资产周转天数	226.2	219.3	182.0	187.1	154.5	124.3
偿债能力						
净负债/股东权益	2.95%	-5.37%	-6.33%	-13.89%	-19.22%	-21.57%
EBIT利息保障倍数	17.8	21.8	30.2	25.4	38.9	55.5
资产负债率	27.04%	28.40%	31.17%	26.61%	26.84%	26.89%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	135	145	172	146	177	221
少数股东损益	0	0	0	1	1	1
非现金支出	89	89	94	95	99	102
非经营收益	11	5	4	-3	-4	-5
营运资金变动	-143	10	-54	21	-65	-86
经营活动现金流	92	249	217	260	208	234
资本开支	157	118	200	112	106	95
投资	3	12	0	0	0	0
其他	0	7	0	3	3	3
投资活动现金净流	-154	-99	-200	-109	-103	-92
股权募资	0	1	0	0	0	0
债权募资	7	-3	21	-90	50	-25
其他	-10	-24	-32	-4	-27	-27
筹资活动现金净流	-4	-26	-11	-94	23	-52
现金净流量	-66	124	5	57	128	90

来源: 齐鲁证券研究所

## 投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308