

日期: 2012年3月8日

行业: 中药



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

“大健康”战略初步形成

主要观点:

收购兼并完成“大健康”布局

公司主要从事以抗病毒口服液和板蓝根颗粒为主导产品的中成药生产和销售。2011年,公司通过一系列的战略合作和收购兼并,新增品种62个,新增剂型3个,新增原料药12种,新增保健食品8种,为公司丰富了产品结构和提升了生产力。初步形成了以抗病毒口服液为一线产品,以化州橘红系列、白云医用胶、九极保健品为二线支撑产品的“大健康”雏形。

抗病毒口服液市场知名度高

抗病毒口服液是公司第一大产品,历年来在收入中占比超过60%。抗病毒口服液的成份主要是板蓝根、石膏、芦根、生地黄等,其功能主要是清热祛湿,凉血解毒,用于风热感冒,流感。抗病毒口服液由于其主治功能包括国家药监局核准的抗流感功效,受到广大消费者的青睐和认同,其市场排名始终居于全国前三名。

板蓝根颗粒市场竞争激烈

根据公司2011年年报显示,板蓝根颗粒的销售收入达到7700万元,同比下降10%,占公司销售收入比重为12.54%。由于甲流疫情等因素,公司板蓝根颗粒的销售收入在2008-2010年的增长率分别达到59.62%和11.80%。然而,由于生产厂家众多,公司板蓝根颗粒的毛利率历年来均在10%以下。

感冒中成药发展空间大

在各种类型的感冒药中,人们对于中药抗病毒、抗菌功效的认识将逐步加深,纯天然的感冒中成药将会逐渐替代有一定副作用的西药制剂。2005-2009年,感冒中成药的年均复合增长率达到15.22%,明显高于感冒西药五年10.26%的复合年平均增长率。

股权激励利好公司长期发展

11年12月,公司公告,拟对高管及核心技术和业务人员实施限制性股票激励,合计542万股,授予对象为高管7人及核心人员102人,授予价格为5.59元。根据公告,本次股权激励的解锁期分为2个阶段,第一次解锁条件,与2010年相比较,2012年净利润增长率不低于35%;第二次解锁条件,与2010年相比较,2013年净利润增长率不低于57%。

投资建议:

未来六个月内,给予“跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益为0.34元,预计公司12年实现每股收益为0.40元,以3月7日收盘价10.69元计算,静态、动态市盈率分别为31.50倍和26.66倍。中药行业上市公司11年、12年平均市盈率分别为28.23倍、

基本数据 (Y2011)

报告日股价 (元)	10.69
12mth A 股价格区间 (元)	8.72/19.30
总股本 (百万股)	246
无限售 A 股/总股本	53.34%
流通市值 (亿元)	14.03
每股净资产 (元)	5.67
PBR (X)	1.89
DPS (Y11, 元)	10 送 2 派 2(预案)

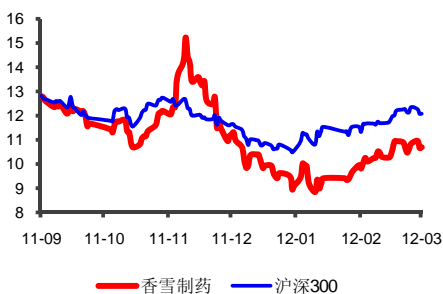
主要股东 (Y2011)

广州市昆仑投资有限公司	34.79%
广州市有达投资有限公司	16.46%
广东中科招商创投有限公司	5.69%

收入结构 (Y2011)

医药制造	48.15%
饮料(含凉茶)	16.89%
医疗器械	59.21%
其它	56.25%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB12-CI02

首次报告日期: 2012年3月8日

21.72倍。随着募投项目的陆续投产以及公司在省外市场的努力拓展，公司有望打破发展上的地域瓶颈。同时，公司通过一系列的战略合作和收购兼并，丰富了产品结构、提升了生产力。目前，公司“大健康”布局的雏形初步形成，我们看好公司长期的发展前景，给予公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	513.38	616.09	804.04	983.27
年增长率	35.59%	20.01%	30.51%	22.29%
归属于母公司的净利润	74.20	83.50	98.64	132.63
年增长率	45.73%	12.53%	18.13%	34.46%
每股收益(元)	0.30	0.34	0.40	0.54
PER(X)	35.44	31.50	26.66	19.83

注：有关指标按当年股本 246 百万股摊薄

一、区域性的抗感冒中成药制造企业

公司是一家以中成药制药和研发为主业，集西药制药、生物医学工程和药材规范种植于一体的现代化高新技术医药企业。公司目前主要从事以抗病毒口服液和板蓝根颗粒为主导产品的中成药生产和销售。香雪抗病毒口服液作为公司主导产品，是由公司原创的新药，是全国率先应用“中药指纹图谱技术”进行质量控制的纯天然中药配方的口服制剂。“香雪”商标获评中国驰名商标，“香雪抗病毒口服液”获评广东省名牌和广州市名牌产品，公司获评“《福布斯》中国成长企业潜力榜 100 强”前五位，公司获评“广东省医药产业 50 强企业”和“广州 2010 年亚运会药品供应商”等。

1.1 收购兼并完成“大健康”布局

2011 年，公司实现营业收入 6.16 亿元，同比增长 20.01%；实现利润总额 1 亿元，同比增长 14.42%；实现净利润 8,487.93 万元，同比增长 12.55%。2011 年，公司收购了广东九极生物科技有限公司、广东化州中药厂制药有限公司、广东清平制药有限公司部分资产、中山优诺生物科技发展有限公司 90% 股权。公司通过一系列的战略合作和收购兼并，新增品种 62 个，新增剂型 3 个，新增原料药 12 种，新增保健食品 8 种，为公司丰富了产品结构和提升了生产力。通过对兼并收购公司的产品、市场、品牌等多方面的整合，初步形成了以抗病毒口服液为一线产品，以化州橘红系列、白云医用胶、九极保健品为二线支撑产品的“大健康”雏形。2011 年，公司主导产品抗病毒口服液和板蓝根颗粒的收入增速均在 10% 以下，而由其他药品收入增速达到了 143%。其中，化州中药厂 2011 年贡献净利润 300 多万元。

1.2 加强营销、强化内部管理

公司近年来营业收入快速增长，近年来收入增幅在 20% 以上，净利润增幅在 10% 以上。公司加大市场营销渠道整合推广力度，致使公司主营业务收入保持稳步增长；同时，公司通过强化内部管理及提升管理效率，确保归属于上市公司股东的净利润与主营业务收入同步增长。2011 年，公司在广东省内的销售收入占比为 81%，其增速为 17.88%；而同期，广东省外的收入增速达到了 80.65%。2008-2010 年，公司的净利率与费用率保持稳定。2011 年，公司的销售费用较上年度增加 32.30%，主要是公司加大市场推广及推广人员的投入；管理

费用较上年度增长 36.49%，主要是公司经营规模扩张而增加管理人员成本，以及加大研发的投入力度；同期，财务费用较上年度减少 64.83%，主要是募集资金存款利息的增加所致。

根据公司 2012 年一季报业绩预告，公司净利润比上年同期增长 10%-20%；我们预计全年利润增速为 18% 左右。

图 1 公司近年来的收入、利润变化

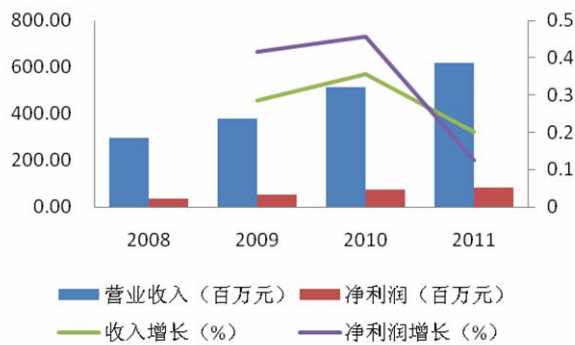
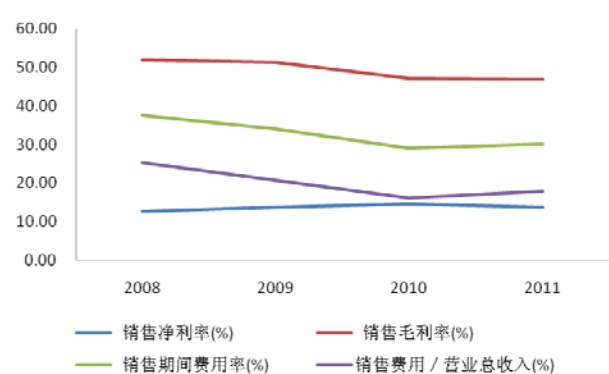


图 2 公司近年来盈利能力变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入构成变化 (%)

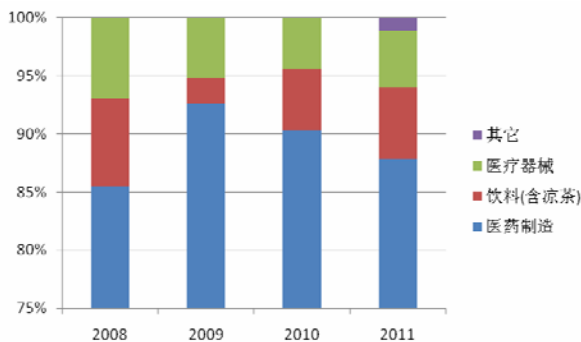
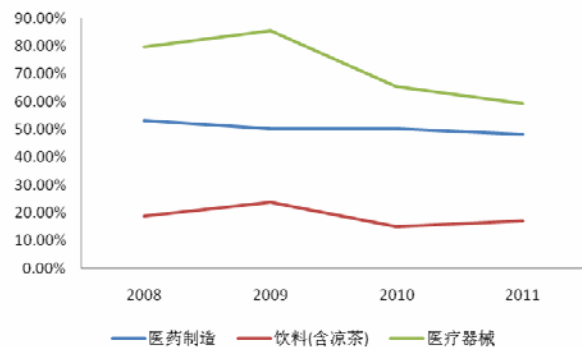


图 4 公司近年来主要业务板块毛利率变化 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、所属行业及市场分析

2.1 抗病毒口服液

抗病毒口服液是公司第一大产品，历年来在收入中占比超过 60%。根据公司 2011 年年报显示，抗病毒口服液的销售收入达到 3.57 亿元，同比增长 8.93%，占收入比重为 58%。公司抗病毒口服液的销售收入在 2009-2010 年的增长率分别达到 38.21% 和 30.63%，整体呈现良好的增长态势。然而，由于中药材涨价等因素，抗病毒口服液的毛利率逐年下滑，2011 年毛利率为 60.65%，比 2010 年下降 2.47 个百分点。

抗病毒口服液的成份主要是板蓝根、石膏、芦根、生地黄、郁金、知母、石菖蒲、广藿香、连翘；辅料为蔗糖、蜂蜜、环拉酸钠、桔子香精。其功能主要是清热祛湿，凉血解毒，用于风热感冒，流感。抗病毒口服液由于其主治功能包括国家药监局核准的抗流感功效，并且经过市场消费者多年来的实际使用，确认其在预防和治疗流感方面的功效显著，受到广大消费者的青睐和认同。因此，在我国各种流行性疾病，尤其是在流感、非典等疫情爆发的高峰期间，抗病毒口服液销量快速上升，产品供不应求。2009年甲型H1N1流感的爆发促使抗病毒口服液的市场容量进一步扩大，由2007年的2.56亿元增长至2009年的4.70亿元，复合年平均增长率为35.36%。公司在口服抗病毒领域面临的竞争对手主要包括杭州洁康药业、浙江大德药业集团、湖北安陆午时药业、湖北黄石飞云制药等公司。

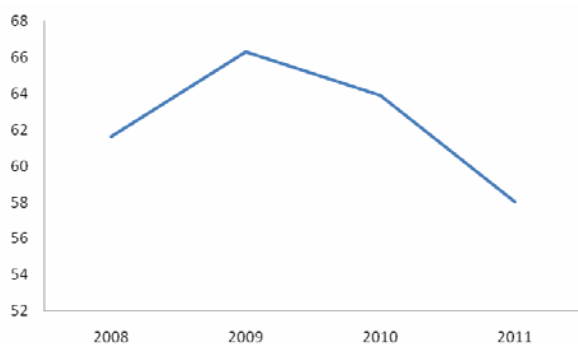
在快速成长的感冒中成药子行业中，公司主导产品香雪抗病毒口服液凭借其品牌及药效加快扩张步伐，进一步巩固了市场地位，从2007年全国感冒中成药市场的3.98%份额上升到2009年的5.92%，公司排名在该细分领域始终居于全国前三名。在感冒药品牌企业中，公司的产品份额从2007年的1.35%增加到2009年的2.16%，市场排名全国第9位。

表 1 2007-2009 年我国感冒药品牌主要企业市场份额情况

名次	厂家	商品名	市场份额		
			2009年	2008年	2007年
1	三九集团	999感冒灵颗粒	6.52%	6.55%	6.50%
2	中美史克	新康泰克	4.36%	5.20%	5.24%
3	吉林吴太集团	感康片	4.22%	4.95%	5.87%
4	哈药集团三精制药厂	双黄连口服液	3.41%	2.81%	2.53%
5	贵州百灵制药	维C银翘片	2.94%	2.56%	2.35%
6	东盛科技盖天力制药	白加黑感冒片	2.89%	3.52%	4.06%
7	广州白云山制药	板蓝根颗粒	2.62%	1.54%	1.34%
8	海南亚洲制药	快克胶囊	2.34%	2.58%	2.96%
9	香雪制药	抗病毒口服液	2.16%	1.85%	1.35%
10	上海强生制药	泰诺感冒片	1.83%	1.65%	2.08%
前十大品牌合计			33.29%	33.21%	34.28%

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

图 5 历年来抗病毒口服液占公司销售收入比重



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 6 近期抗病毒口服液毛利率变化



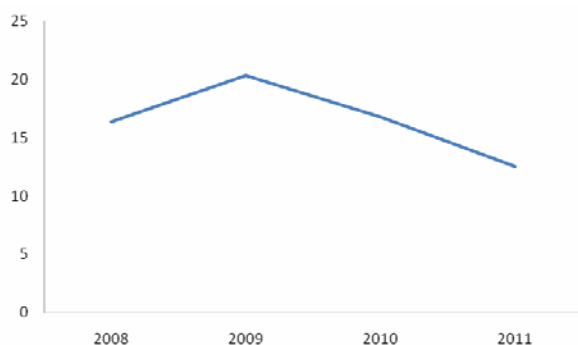
数据来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 板蓝根颗粒市场竞争激烈

板蓝根颗粒是公司另一个主要产品, 根据公司 2011 年年报显示, 板蓝根颗粒的销售收入为 7700 万元, 同比下降 10%, 占公司销售收入比重为 12.54%。公司板蓝根颗粒的销售收入在 2008-2010 年的增长率分别达到 59.62% 和 11.80%。然而, 由于生产厂家众多, 公司板蓝根颗粒的毛利率历年来均在 10% 以下。

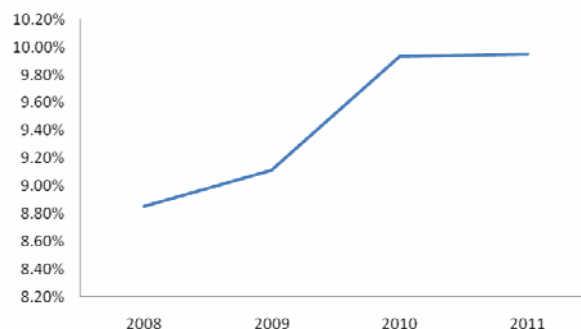
2003 年“非典”的突然爆发, 使得板蓝根制剂成为市场热销产品, 随后引发了国内板蓝根制剂的仿制高潮, 其中板蓝根颗粒就有 1,000 多个批准文号。2005-2009 年我国板蓝根制剂的市场销售规模不断增长, 2009 年甲型 H1N1 流感的爆发进一步推动了市场的发展, 由 2005 年的 4.71 亿元增长至 2009 年的 10.83 亿元, 五年来我国板蓝根制剂市场规模复合年平均增长率为 23.14%。从全国板蓝根制剂销售市场看, 2009 年公司板蓝根颗粒销售量达 4,771.50 吨, 占全国销售量的比例超过 10%, 排名全国第四。公司在板蓝根颗粒市场面临的竞争对手主要包括广州白云山和记黄埔中药有限公司、四川蜀中药业有限公司、北京同仁堂药业等公司。

图 7 历年来板蓝根颗粒占公司销售收入比重



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 8 近期板蓝根颗粒毛利率变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 流感疫情导致感冒中成药销售规模扩大

2.3.1 12 年流感有局部爆发的可能

2月8日，中国疾控中心国家流感中心主任舒跃龙在卫生部例行新闻发布会上表示，通过覆盖全国所有地市级和部分县级的流感监测网络发现，今年1月份以后流感开始处于上升期，目前处于流行高峰期。今年的流感流行水平总体来说在比较正常的范围之内。从病原学来看，今年全球仍然有甲型 H3N2、甲型 H1N1 和乙型流感病毒流行，但是不同地区差别很大，美国和日本等国家是延续甲型 H3N2 病毒；墨西哥流行甲型 H1N1；在亚洲包括中国在内一些国家和地区以乙型流感病毒为主。舒跃龙表示，目前流行的病毒未发生太大的变异，今年接种流感疫苗保护效果比较匹配。专家分析认为，综合全球流感活动增强、气候变化和国内春节过后返程高峰以及学校开学等因素，全国个别地方存在出现聚集性疫情或局部暴发的风险。

2.3.2 感冒中成药发展空间大

据了解，在国外的大多数国家，非处方药市场一直是止痛药占居首位，而在我国，感冒药成为消费者使用率最高的药品。根据中国非处方药协会的统计，目前在中国常见病症的自我诊疗比例中最高的是感冒，占常见病症的 89.6%，高出第二位 30 个百分点。据调查，目前在零售药店中，抗感冒药销售额约占药品零售总额的 15.0%，是继保健品类（31.3%）之后销售额最大的一类药品。随着人们的交流变得频繁和快捷，导致各种变异的流行性感冒病毒传播加剧，从而促使预防、抵抗流行性感冒病毒和增强身体免疫能力药物的需求不断增长，市场容量正不断扩大。我国感冒药品市场销售规模由 2005 年的 94.37 亿元增长至 2009 年的 148.16 亿元，年均复合增长率为 11.94%。据南方所预测，未来我国感冒用药市场仍将保持增长之势，销售规模年增长率将在 9% 以上，预计 2011 年我国感冒用药市场规模将接近 180 亿元。

在各种类型的感冒药中，人们对于中药抗病毒、抗菌功效的认识将逐步加深，纯天然的感冒中成药将会逐渐替代有一定副作用的西药制剂。2005-2009 年，感冒中成药的年均复合增长率达到 15.22%，明显高于感冒西药五年 10.26% 的复合年平均增长率。说明我国感冒中成药市场发展前景可观。预计未来两年我国感冒中成药市场仍将以高于行业平均增长率的速度发展，至 2011 年我国感冒中成药销售规模可达 68.21 亿元，占据整个感冒药市场 36% 的份额。作为知名的抗感冒药生产企业，预计公司今年主导产品的收入增速有望达到 15-20%。

2.4 中药材价格逐步趋于理性

2.4.1 药材市场将更多体现品种波动

2011年起，随着中药材价格上涨，中药材及中成药 CPI 涨势迅猛，给中成药企业正常生产带来极大的困难。为了遏制快速上涨的中药材价格，7月，国家发改委对2010年12月前囤积党参的浙江南方药材有限公司等10户经营者，下达了价格行政执法告诫书，责令限期、限价、限对象销售囤积药材。发改委的行动被视作国家对药材价格飙涨现状的重视并开始干预的信号，2011年8月份以来，中药材价格指数持续走低。根据药通网数据显示，中药材指数在年初达到最高位7000点，目前在5900点左右。与之对应，该指数在2009年5月时仅为2500点左右。2012年春节过后，药市恢复正常经营。多数药材经历了去年的大跌行情后，受生产成本及劳动价值提高支撑，短期内价格进一步下滑的几率已小，甚至会出现一波“触底”反弹的行情。预计，2012年中药材价格将逐步趋于理性，药材价格整体单边上涨或回落的时期已经过去，大环境所造成的不利因素已得到完全释放，各品种将根据自己品种的内在规律走出特有的价格变化规律，有的品种反弹后继续走高，有的品种反弹后转而继续震荡走低，有的品种仍无反弹能力继续回落，有的品种蓄势等待回升，市场行情的变化将逐渐恢复其应有的秩序。

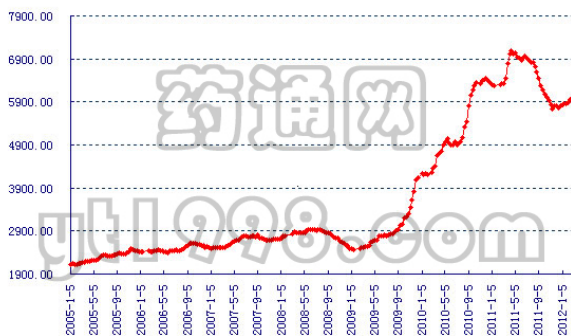
2.4.2 近期板蓝根价格稳中有跌

由于板蓝根在抗病毒上独特的效果，每当有疫情爆发时，板蓝根价格最先收到冲击。在2006年的禽流感中，板蓝根价格冲上高峰；2008年最低时产地3.5元；2009年受甲型流感疫情影响，直冲32元的历史高位；而2011年板蓝根再度滑落到7-7.5元的相对低谷。目前甘肃、大庆等地的板蓝根的收购价大约在6-7元/公斤左右。

据估计，河西主产地民乐县的杨坊、新天、六坝、三堡等乡镇由于受干旱影响，较去年减产明显。粗略估计今年河西种植面积在5万亩以上，预计产量1.3万吨以上，加上其他地区也有零星分布，总量在1.5万吨上下。大庆地区种植面积据说不下10万亩，产量超过3万吨。尚有安徽、河南、陕西、山西等传统产区，根据今年种子走向估计面积在5万亩以上，产量在万吨以上。因此，干旱虽然影响部分产区单产，但考虑到2011年板蓝根农户有增种现象，总产量仍有增加，且陈货尚有一定库存，预计板蓝根价格后市上涨动力不足，存在下滑的可能性。

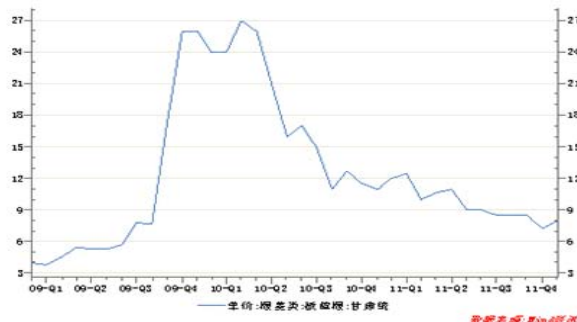
有文献资料报道,5元/公斤应该是板蓝根价格的底部,因为种子、化肥、人工等费用都提高了,即使按河西亩产量250千克的高产计算,药农的收入也只有1250元,而此收入药农仅够收回成本。依据最近几年疫情暴发规律,2011年到2012年疫情爆发可能性较大,这也必然会刺激一些有头脑的商贩积极囤货,预计板蓝根价格将维持低位波动态势,而以板蓝根为主要原材料的公司产品的毛利率将稳中有升。

图9 中药材价格指数走势



数据来源:药通网,上海证券研究所

图10 近期板蓝根价格走势



数据来源:Wind,上海证券研究所

三、股权激励利好公司长期发展

11年12月,公司公告,拟对高管及核心技术和业务人员实施限制性股票激励,合计542万股,授予对象为高管7人及核心人员102人,授予价格为5.59元。从激励人员名单看,除高管外,中层管理干部、核心技术人员、销售管理人员、子公司高级管理人员以及其他人员都被涉及,范围十分广泛。公司所提出的利润考核指标较为合理,体现了董事会对于企业的长期可持续发展的注重。根据公告,本次股权激励的解锁期分为2个阶段,第一次解锁条件,与2010年相比较,2012年净利润增长率不低于35%;第二次解锁条件,与2010年相比较,2013年净利润增长率不低于57%。

根据公告,假设以2012年1月1日为授予日,并假设授予日股票收盘价为11.18元,限制性股票全部按期解锁,《激励计划》股权激励成本约为2,731万元,在激励计划各禁售期内计入非经常性损益,预计未来两年每年摊销额分别为2000万元和700万元左右。

四、盈利预测及主要假设

1) 公司募投项目于2012年年中左右释放出部分产能。

- 2) 公司主要原材料板蓝根等中药材 2012 年价格平稳;
- 3) 股权激励成本 12 年摊销 2000 万元, 13 年摊销 700 万元左右。

五、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

公司 11 年实现每股收益为 0.34 元, 预计公司 12 年实现每股收益为 0.40 元, 以 3 月 7 日收盘价 10.69 元计算, 静态、动态市盈率分别为 31.50 倍和 26.66 倍。中药行业上市公司 11 年、12 年平均市盈率分别为 28.23 倍、21.72 倍。随着募投项目的陆续投产, 以及公司在省外市场的努力拓展, 公司有望打破发展上的地域瓶颈。同时, 公司通过一系列的战略合作和收购兼并, 丰富了产品结构、提升了生产力。目前, 公司“大健康”布局的雏形初步形成, 我们看好公司长期的发展前景, 给予公司“跑赢大市”评级。

六、风险提示

- 1) 产品结构相对集中的风险;
- 2) 原料药材采购的风险;
- 3) 产品销售区域集中的风险。

七、附表

附表1 香雪制药损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E
一、营业总收入	513.38	616.09	804.04	983.27
二、营业总成本	426.54	518.90	665.86	817.56
营业成本	271.37	327.17	433.86	524.00
营业税金及附加	4.34	5.33	6.87	8.41
销售费用	82.77	109.50	136.69	172.07
管理费用	51.85	70.77	88.44	113.08
财务费用	14.60	5.14	0.00	0.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	86.84	97.19	138.18	165.71
加: 营业外收入	2.71	7.26	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.50	3.71	20.00	7.00
五、利润总额	88.05	100.75	118.18	158.71
减: 所得税	12.64	15.87	17.73	23.81
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	75.42	84.88	100.46	134.90
减: 少数股东损益	1.22	1.38	1.82	2.27
归属于母公司所有者 的净利润	74.20	83.50	98.64	132.63
七、摊薄每股收益(元)	0.30	0.34	0.40	0.54

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
医药制造业	44060.12	53910.44	65351.21	76747.38
抗病毒口服液	32804.36	35734.32	42881.18	49313.36
板蓝根	8620.73	7726.17	8885.10	9773.61
其它药品	2,635.03	10,449.95	13584.94	17660.42
饮料(含凉茶)	2603.31	3797.38	5696.07	8544.11
医疗器械	2137.52	3004.78	4356.93	6535.40
中药饮片			5000.00	6500.00
合计	51,338.36	61,609.02	80,404.22	98,326.88
分业务主营成本测算 (万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
医药制造业	21899.43	27953.45	33801.57	38623.65
抗病毒口服液	12097.42	14059.78	17152.47	18739.08

板蓝根	7941.05	7070.84	7818.88	8405.30
其它药品	1860.96	6822.83	8830.21	11479.27
饮料(含凉茶)	2213.50	3155.91	4841.66	7262.49
医疗器械	737.65	1225.72	1742.77	2614.16
中药饮片			3000.00	3900.00
合计	27136.78	32716.93	43386.00	52400.30
分业务增速	2010A	2011A	2012E	2013E
医药制造业	26.21%	22.36%	21.22%	17.44%
抗病毒口服液	30.63%	8.93%	20.00%	15.00%
板蓝根	11.80%	-10.38%	15.00%	10.00%
其它药品	26.36%	296.58%	30.00%	30.00%
饮料(含凉茶)	204.94%	45.87%	50.00%	50.00%
医疗器械	10.23%	40.57%	45.00%	50.00%
中药饮片				30.00%
毛利率	2010A	2011A	2012E	2013E
医药制造业	50.30%	48.15%	48.28%	49.67%
抗病毒口服液	63.12%	60.65%	60.00%	62.00%
板蓝根	9.93%	9.95%	12.00%	14.00%
其它药品	34.76%	35.86%	35.00%	35.00%
饮料(含凉茶)	14.97%	16.89%	15.00%	15.00%
医疗器械	65.49%	59.21%	60.00%	60.00%
中药饮片			40.00%	40.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表3 香雪制药历年财务指标

指标名称	2008年	2009年	2010年	2011年
销售毛利率(%)	51.92	51.30	47.14	46.90
EBIT/主营业务收入(%)	15.85	18.99	19.98	17.16
销售净利率(%)	12.64	13.75	14.69	13.78
净资产收益率(全面摊薄)(%)	19.92	20.26	8.90	6.09
流动比率	0.43	0.75	3.31	3.56
速动比率	0.35	0.65	3.17	3.26
资产负债率(%)	64.36	51.65	25.78	26.14
存货周转率	6.53	6.85	6.43	4.56
应收账款周转率	20.72	14.55	11.35	10.47
总资产周转率	0.53	0.61	0.40	0.33
净利润同比增长率(%)	16.80	41.63	45.45	12.53
每股收益(全面摊薄)	0.44	0.55	0.60	0.34
每股经营性现金流量	0.69	0.50	0.37	0.12
每股未分配利润	0.90	1.29	1.10	0.71
每股资本公积金	0.09	0.91	8.59	3.79

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。