日期: 2014年4月29日

行业: 医药、化工



首次

张凤展

021-53519888-1932

▼ zhangfengzhan@shzq.com

执业证书编号: S0870511030001

基本数据(2013A)

15.61
11.9/19.74
167.06
81.6%
136.36
6.99
2.47

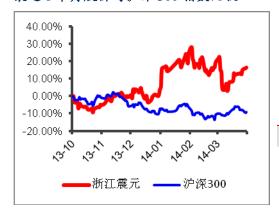
主要股东(2013A)

绍兴市旅游集团有限公司	19.94%
上海浦东科技投资有限公司	2.48%
中广核财务有限责任公司	2.38%

收入结构(2013A)

医药工业	27%
医药商业	83%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: ZFZ14- CI01

首次报告日期: 2014年4月29日

相关报告:

业务结构进一步优化,涉足大健康产业

■ 投资摘要

估值与投资建议

公司收入增长稳定,制剂业务发展良好,2014年后发展更为期 待, 商业部分定位于区域龙头, 外部发展空间不足, 但是能够保持平 稳增长, 另涉足大健康领域, 开拓新的发展方向, 我们给予"谨慎增 持"建议。

核心假设或逻辑

根据我们的分析, 公司未来销售收入的增长主要来自于以下几个 方面:

医药工业: 医药工业增长主要来自于制剂, 原料药部分 2014 继续 负增长,之后预计略有回升后保持稳定;制剂由于2014年受制于产 能影响, 增长平稳, 2015 年后收益于产能扩张以及新产品等因素增 长加快。

医药商业: 医药商业部分增长略高于行业平均水平, 大健康事业 由于还处于初级阶段, 暂不列入盈利预测范围。

预测 2014 年-2016 年公司的销售收入增长 14.51%、15.07%、 15.63%。EPS 为: 0.42、0.56、0.73 元, 净利润同比增长分别为: 9.22%、 32.59%、31.18%。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、腺苷蛋氨酸获批时间低于预期,产品推广不力
- 2、原料药价格下跌高于预期

数据预测与估值

至 12 月 31 日(Y.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2018.15	2288.36	2634.22	3050.30
年增长率	11.36%	13.39%	15.11%	15.80%
归属于母公司的净利润	64.44	70.38	93.32	122.41
年增长率	35.17%	9.22%	32.59%	31.18%
每股收益 (元)	0.386	0.421	0.559	0.733
PER (X)	40.44	37.07	27.92	21.29

1

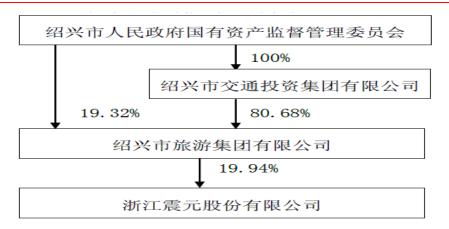
注: 按照最新股本计算, 合计16706 万股



一、公司简介

公司地处中医药历史文化发达的浙江绍兴,主营业务包括原料药与制剂生产销售的医药工业和以绍兴震元堂为核心的医药商业连锁店和绍兴及周边地区的医院批发配送,也兼营少部分医疗器械、化学试剂、玻璃仪器等。公司是绍兴地区的医药龙头企业,公司的第一大股东为绍兴市国资委实际控股的绍兴市旅游集团有限公司,公司控股的子公司的生产经营都集中在绍兴及周边地区,其中规模较大的两家子公司,一家是震元制药,主营原料药和制剂生产销售,另一家是震元医药连锁,主营连锁药店零售。

图 1公司股权结构



数据来源: 公司公告 上海证券研究所



表 1: 子公司情况

公司名称	持股比例	产品或服务	2013			2012	2012			
公司石孙	1月及10円	广码以限分	营业收入	营业利润	净利润	营业收入	营业利润	净利润		
		主要产品有								
		制霉素、罗红								
浙江震元制	100%	霉素、氯诺昔	35,234	3,178	2,894	36661	3150	2874		
药有限公司	10070	康、伏格列波	35,231	3,170	2,00	30001	3130	207.		
		糖、美他多辛								
		等								
浙江震元医		主要从事医								
药连锁有限	88.38%	药零售连锁	32,753	1,374	1,100	27780	1071	814		
公司		274日之次								
绍兴震元医		主要从事中								
药经营有限	51.94%	药材、医疗器	17,156	37	-13	14904	-334	-300		
责任公司	31.7170	械等的批发	17,130	31	13	11001	331	300		
火压器 9		和零售								
绍兴震欣医		主要从事中								
药有限公司	100%	药材、医疗器	4,446	22	16	2705	12	16		
SHIKA S		械等销售								
绍兴震元医		主要从事医								
疗器材化学	56%	产器械、等的	3 453	64	42	3316	26	8		
试剂有限公	3070	批发和零售	3,433	04	72	3310	20	O		
司		小人人们不管								
绍兴震元商		主要从事经								
务咨询有限	100%	济信息咨询	227	189	146	360	268	214		
公司		仓储服务等								

数据来源:公司公告,上海证券

2014年4月29日

二、主营分析

2.1 医药工业的发展主要看制剂

公司医药工业产品由控股子公司浙江震元制药有限公司生产 (以下简称震元制药),主要经营品种有罗红霉素、制霉素、硫酸西 索米星、硫酸奈替米星、氯诺昔康、美他多辛等原料药及制剂等。 公司医药工业的增长主要来自于制剂业务的发展。

2.1.1 原料药 2014 预计继续下滑

公司的原料药业务从已从 2011 年的 2.5 亿元下降到 2013 年的 1.6 亿元, 2013 年,上游的硫氰酸红霉素受国内新增产能(科伦药

3

1.0 亿元, 2013 干,工树的侧面的红母东又四门别相广肥(有肥药

4



业)影响价格有较大下滑,虽然公司罗红霉素的销量同比没有下降,但价格下滑导致销售收入有较大下降,2013年公司原料药业务收入同比下降3.05%,从趋势来看2013下半年原料药的下降趋势有所缓解。

未来公司在原料药领域不再增加新的投资,主要利用好现有产能,未来主要关注制剂和生命健康产业。目前原料药设备折旧已经 折完,这属于公司原料药的一个相对优势。

预计 2014 年原料药销售量预计增长 10-20%, 但由于价格下跌, 销售额预计还是下降, 2014 年估计收入还要下降 1000-2000 万左右。 原料药毛利率不会有多大变化。

表 2 医药工业经营状况

•		<u> </u>								
报台	告期	2013 A	2013Н2	2013H1	2012 年报	2012H2	2012H1	2011 年报	2011H2	2011 中报
工	业-医药制造									
	收入	34,370	15,696	18,675	35,452	15,100	20,352	37,661	16,155	21,506
g		-3.05%	3.94%	-8.24%	-5.87%	-6.53%	-5.37%			
	毛利	9,986	4,745	5,242	9,226	4,455	4,771	8,705	4,580	4,125
	毛利率(%)	29.05%	30.23%	28.07%	26.02%	29.50%	23.44%	23.11%	28.35%	19.18%
原	料药销售									
	收入	16,469	6,873	9,596	20,933	7,691	13,242	25,027	9,999	15,028
g		-21.33%	-10.63%	-27.54%	-16.36%	-23.08%	-11.88%		0.00%	
	毛利	894	308	586	2,634	922	1,712	4,151	2,219	1,933
	毛利率(%)	5.43%	4.48%	6.10%	12.58%	11.99%	12.93%	16.59%	22.19%	12.86%
制	剂销售									
	收入	17,901	8,822	9,079	14,518	7,409	7,109	12,634	6,156	6,478
g		23.30%	19.07%	27.71%	14.92%	20.36%	9.75%		0.00%	
	毛利	9,093	4,437	4,656	6,592	3,533	3,059	4,553	2,361	2,192
	毛利率(%)	50.79%	50.29%	51.28%	45.40%	47.69%	43.20%	36.04%	38.35%	33.80%

数据来源:公司公告,上海证券

2.1.2 产能到位及腺苷蛋氨酸获批后将迎来新发展

公司的制剂分为两类:一是普药品种如罗红霉素、制霉素、阿奇霉素、克拉霉素等;另一类为特色专科制剂如氯诺昔康、醋酸奥曲肽、泮托拉唑钠、伏格列波糖等,2012年,震元制药逐步淡出缺乏亮点的普药市场,重点发展新药,以盐酸托烷司琼注射液、伏格列波糖胶囊、注射用氯诺昔康等新药快速增长。2013年公司制剂业务同比达到1.7亿,同比增长23.3%,毛利率达到50.79%。预计2013年公司制剂业务还是将保持2位数增长,增长主要看两个方面:1、国内招投标情况,预计4月底浙江招投标公布,如果中的品种较高的话,会对未来几年增长有较大促进。2、新产品带来的增长,2014年销售增长还受制于产能,公司新版 GMP 证书下来估计在7月左



右, 因此新产能下来预计下半年。

主要产品情况介绍:

氯诺昔康

氯诺昔康具有较强的镇痛和抗炎作用,无成瘾性,主要在手术和麻醉科应用,代替曲马多。根据南方所数据:2012年,震元市场占有率60%位居国内第一。公司该产品的生产受冻干制剂产能瓶颈影响,产能受限,需要委托企业代工解决差能问题,公司新版 GMP证书下来估计在7月左右,因此新产能下来预计在2014下半年。该产品2013年销售5000万左右,增长30%左右,2014年由于受制于产能,大概增长20%-30%。

美他多辛

美他多辛用于急慢性酒精中毒、酒精性肝炎、酒精性脂肪肝及肝硬化的治疗,临床疗效好,长期使用安全性高,不良反应少。2006年、2010年修订版《酒精性肝病诊疗指南》把美他多辛列为酒精性肝病治疗的一线药物。政府禁酒以后,对该产品的销售有一定影响,目前对该产品的推广方式主要是专家推广,推广领域在保肝、护肝。对于该产品,公司医生的教育宣传上还需要投入大量精力,因此量不会太大。此产品进基药难度较大,因此未来该产品销售主要将瞄准OTC市场。

腺苷蛋氨酸

腺苷蛋氨酸(Ademetionine)是一种人体中的生理活性分子,参与体内重要的生化反应。腺苷蛋氨酸的化合物丁二磺酸腺苷蛋氨酸是广泛应用的保肝护肝药,主要适应症为胆汁淤积型肝损伤,也是利胆药中唯一一个注射用药。2009年注射剂型首次列入国家医保乙类药物目录,使用范围为重症肝硬化和工伤保险。

腺苷蛋氨酸的原研药是意大利基诺药厂研制的,2000年在我国获准上市,商品名为思美泰,2001年,雅培收购了基诺药厂,目前国内市场份额占优的是雅培的思美泰(丁二磺酸腺苷蛋氨酸肠溶片和注射剂)。2010年3月15日,海正药业拿到了丁二磺酸腺苷蛋氨酸注射剂型的批文。目前正在申报药监局批文的国内厂商还有双鹭药业(002038)和北京凯因等。

目前由于通用名规范问题公司的批文需要重新审批,重新审批 一般需要3个月左右,延迟会对该产品今年的招投标有一定影响。 预计产品上市后,有望成为过亿品种。该产品的市场推广将主要采 取招商模式,浙江地区公司自己做,目前商定的代理商实力较强。 该产品进全国基药可能性不大,但有可能进入浙江基药。

伏格列波糖

伏格列波糖用于改善糖尿病饭后高血糖,本品只适用于患者接 受饮食疗法、运动疗法没有得到明显效果时,或者患者除饮食疗法、



运动疗法外还用口服降血糖药物或胰岛素制剂而没有得到明显效果时。有望快速增长的品种,是公司重点品种,填补阿卡波糖的空缺。

2.2 医药商业巩固区域龙头地位

公司的医药商业定位于绍兴及周边地区的区域龙头,从产品类型上看,包括了中成药、中药饮片、西药、医疗器械、化学试剂所有医药产品。从业务类型上来看,以中药为特色,形成了中药收购调拨、医药产品订货会服务、医院渠道批发配送、中药代煎、连锁药店零售、中医馆坐诊等完整的商业服务体系。2013年,公司医药商业实现营业收入 16 亿元,比上年同期增加 15%,医院渠道的批发业务销售达到 13.3 亿元,同比增长 14%。零售业务 3.2 亿,同比增长 18%。

表 3 医药商业经营状况

医药商业	2013 A	2013Н2	2013H1	2012 年报	2012H2	2012H1	2011 年报	2011H2	2011 中报
收入	165,677	85,049	80,629	144,198	72,581	71,617	132,748	68,307	64,441
g	15%	17%	13%	9%	6%	11%		0%	
毛利	18,477	9,818	8,658	15,373	8,217	7,156	12,009	6,096	5,913
毛利率(%)	11.15	12%	10.74	10.66	11%	9.99	9.05	9%	9.18
医药批发									
收入	133,240	68,320	64,920	116,727	58,193	58,534	110,567	57,079	53,488
g	14%	17%	11%	6%	2%	9%		0.00	
毛利	8,755	4,706	4,049	7,658	3,999	3,659	6,522	3,204	3,317
毛利率(%)	6.57	7%	6.24	6.56	7%	6.25	5.90	6%	6.20
医药零售									
收入	32,437	16,729	15,709	27,471	14,388	13,083	22,182	11,228	10,953
g	18%	16%	20%	24%	28%	19%		0.00	
毛利	9,722	5,112	4,610	7,715	4,218	3,497	5,487	2,891	2,596
毛利率(%)	29.97	31%	29.35	28.08	29%	26.73	24.74	26%	23.70

数据来源:公司公告,上海证券

2.2.1 批发业务

公司批发业务定位于绍兴的区域供应商,把当地市场做好,主要服务药房和药店的精耕细作。业务收入增长主要得益于每年都有小收购,地盘有所扩大,公司前年和去年收购两家小公司,一家跟医院关系较好,一家主要是做农村基层医疗机构。主要是通过渠道下沉和增加医院服务来实现增长;另一方面在于客户结构的调整。今年医药商业政策不是很明朗,预计增长和过去差不多,整体增长不是很容易。

2014年4月1日起,浙江开始施行以取消"以药补医"机制为



切入口的省级公立医院综合改革,实现公立医院全部药品(中药饮片除外)按实际进价零差率销售,同时上调部分医疗服务价格。浙江省政策出来对每家公司都有冲击,但由于绍兴提前1年多已经实施,效应已经体现,因此对公司该业务的影响不大,主要是对应收账款的账期有一定影响,并不能达到招投标要求的2个月回款,目前要6个月左右,公司整体情况好于平均水平。

2.2.2 零售业务情况

公司目前下辖 70 家连锁门店,绝大多数在绍兴地区,杭州、宁波也有,统一商号为"浙江震元"。公司是浙江省绍兴市规模最大的医药连锁企业。公司业务很有特色,秉承中医特色,采用中医药"名店-名医-名药"的经销模式。以中医坐诊拉动门店销售,现有 70 多家药店中,其中 10 家左右有中医坐诊,目前有 40-50 多位坐诊医生,绝大部分是外聘医生,自己培养医生比较难,坐诊医生的收入主要来自于挂号费。

2013 年度药店新开几家也关闭几家店,整体门点数量没有增长。增长主要来自于中医中药的收入增长,西药基本没有增长,稍有下降。杭州店、国药馆增长较快,杭州去年进入医保后,增长较可观。整体来看,门店较大的药店、能够提供中医中药服务的店收入增长较快。

零售业务规划: 未来主要新开中医中药大门店, 保持每年新开 几家的速度。新开门店的关键还在于是否有医生资源。今年绍兴出 台允许医生多点执业的政策, 会有所促进。

公司中药饮片 2000 吨产能,还没有完全达产,该领域公司还有预留土地,如果量增加较快的话,会有新增产能。国家对中药饮片的质量要求不断提高,公司一直在建设中药饮片的质量控制实验室。目前公司中药饮片,供应能力还是受限。受限原因主要在于出产检测时间比较长,要求批批监测。

2.3 大健康业务将成为发展重点之一

从2013年3月开始,绍兴市政府将生命健康产业作为重点发展,公司在前期也做了调研。从国内情况来看,医院只能满足民众的基本健康医疗,在休养、调养、养老领域缺少专业化的服务,因此公司正式启动实施生命健康产业项目,设立子公司绍兴震元堂健康管理有限公司,充分利用震元堂的品牌优势,中医中药优势,药品制造的优势,开展医疗服务、健康保健品开发、健康管理与促进、以及健康相关的服务等,重点发展母婴护理服务、中医养生保健服务、开设口腔医院、保健养生产品的开发等。此业务的目标是将其打造成为品牌化、高端连锁机构。



母婴护理业务:主要做产前护理咨询、产后调理、月嫂等。目前选好了地址,希望今年年底能开出一家。

口腔修复: 绍兴地区目前没有专业的机构, 未来会找相关合作方, 具体的方式还没有落定。

绍兴市对健康产业非常重视,政府已经投资 7500 万元作为大健康产业投资资金作为产业引导。政府给与公司土地、人才资源支持,公司则作为主要运营实体,负责落地实施。目前公司绍兴震元堂健康管理有限公司注册资金 500 万元。第一家母婴护理公司的规模:面积 3000 多平,具体还没定,房子已经建完。绍兴目前有一家月子中心,公司规模不大,月子中心收费单月差不多 5W 左右。

2.4 其他

在研产品情况

公司研发方向主要在消炎镇痛、消化系统、心血管。目前有 20 个品种的研发,只有一个是抗生素,研发主要是和他方合作,如上 海医工院、浙江大学等。

股权激励

绍兴国资企业主要有绍兴黄酒和公司两家,国有企业激励要等 黄酒企业先批。政府要做,具体方案还没有出台。

医药电子商务与物流

公司对医药物流行业进行调研,拟投资设立子公司从事医药第三方物流",目前震元零售已申领了《互联网药品信息服务资格证》,并开展了与'药房网'合作事宜,为下一步全面实施网店工作进行积极准备"。与药房网的合作主要是以浙江地区的网络配送为主。

第三方物流能够在7月左右完成, 申领证照, 之后就可以正式运作。

三、盈利预测及估值定价分析

盈利预测主要假设:

根据我们的分析,公司未来销售收入的增长主要来自于以下几个方面:

医药工业: 医药工业增长主要来自于制剂,原料药部分 2014 继续负增长,之后预计略有回升后保持稳定;制剂由于 2014 年受制于产能影响,增长平稳,2015 年后收益于产能扩张以及新产品等因素增长加快。

医药商业: 医药商业部分增长略高于行业平均水平, 大健康事业由于还处于初级阶段, 暂不列入盈利预测范围。

预测 2014 年-2016 年公司的销售收入增长 14.51%、15.07%、15.63%。EPS 为: 0.42、0.56、0.73 元, 净利润同比增长分别为:

9



9.22%, 32.59%, 31.18%。

表 4 收入及毛利预测

表 4 收入及毛利预测			<u> </u>
报告期	2016E	2015E	2014E
工业-医药制造			
收入	50385	42007	36304
g	20%	16%	6%
毛利	19289	15017	11756
毛利率(%)	38%	36%	32%
医药制造-原料药销售			
收入	14081	14081	14822
g	0	-5%	-10%
毛利	774	774	800
毛利率(%)	5.50%	5.50%	5.40%
医药制造-制剂销售			
收入	36303	27926	21481
g	30%	30%	20%
毛利	18515	14242	10955
毛利率(%)	51%	51%	51%
医药商业			
收入	251974	219108	190529
g	15%	15%	15%
毛利	27972	24323	21151
毛利率(%)	11%	11%	11%
医药批发			
收入	202641	176210	153226
g	15%	15%	15%
毛利	13172	11454	9960
毛利率(%)	7%	7%	7%
医药零售			
收入	49333	42898	37303
g	15%	15%	15%
毛利	14800	12870	11191
毛利率(%)	30%	30%	30%
合计			
收入	302359	261115	226833
g	16%	15%	13%
毛利	47261	39340	32906
毛利率(%)	15.63%	15.07%	14.51%

数据来源:上海证券



四、投资建议

公司收入增长稳定,制剂业务发展良好,2014年后发展更为期待,商业部分定位于区域龙头,外部发展空间不足,但是能够保持平稳增长,另涉足大健康领域,开拓新的发展方向,我们给予"谨慎增持"建议。

表1数据预测与估值

至12月31日(Y.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2018.15	2288.36	2634.22	3050.30
年增长率	11.36%	13.39%	15.11%	15.80%
归属于母公司的净利润	64.44	70.38	93.32	122.41
年增长率	35.17%	9.22%	32.59%	31.18%
每股收益 (元)	0.386	0.421	0.559	0.733
PER (X)	40.44	37.07	27.92	21.29

注: 按最新股本计算, 合计16706 万股



表 2 财务和估值数据

单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1719.50	1812.21	2018.15	2288.36	2634.22	3050.30
增长率(%)	14.38%	5.39%	11.36%	13.39%	15.11%	15.80%
归属母公司股东净利润	31.54	47.67	64.44	70.38	93.32	122.41
增长率(%)	49.66%	51.17%	35.17%	9.22%	32.59%	31.18%
每股收益(EPS)	0.189	0.285	0.386	0.421	0.559	0.733
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.050	0.018	0.024	0.032
每股经营现金流	-0.018	0.761	0.110	0.932	0.469	1.235
销售毛利率	12.76%	14.27%	14.72%	14.51%	15.07%	15.63%
销售净利率	1.95%	2.61%	3.26%	3.14%	3.62%	4.10%
净资产收益率(ROE)	5.84%	4.32%	5.51%	5.69%	7.04%	8.49%
投入资本回报率(ROIC)	7.16%	8.07%	9.49%	7.67%	10.35%	12.23%
市盈率(P/E)	91.59	60.59	40.44	37.07	27.92	21.29

投入资本回报率(ROIC)	7.16%	8.07%	9.49%	7.67%	10.35%	12.23%
市盈率(P/E)	91.59	60.59	40.44	37.07	27.92	21.29
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1719.50	1812.21	2018.15	2288.36	2634.22	3050.30
减: 营业成本	1500.01	1553.52	1721.04	1956.39	2237.34	2573.52
营业税金及附加	5.95	6.46	6.55	7.43	8.55	9.9
营业费用	81.76	105.38	122.76	139.59	160.69	186.0
管理费用	83.54	80.43	91.29	102.98	118.54	137.2
财务费用	7.60	9.08	-6.31	-6.92	-7.68	-8.5
资产减值损失	2.65	5.39	11.19	6.41	6.41	6.4
加:投资收益	2.45	2.86	2.87	0.00	0.00	0.0
公允价值变动损	适 0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
营业利润	40.43	54.81	74.51	82.49	110.37	145.7
加: 其他非经营损益	0.73	4.57	3.86	3.06	3.06	3.0
利润总额	41.16	59.38	78.37	85.55	113.42	148.7
减: 所得税	7.64	12.06	12.58	13.69	18.15	23.8
净利润	33.53	47.32	65.79	71.86	95.28	124.9
减:少数股东损益	1.99	-0.35	1.35	1.48	1.96	2.5
归属母公司股东	净利					
闰	31.54	47.67	64.44	70.38	93.32	122.4
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	106.81	509.49	370.16	408.54	394.47	508.1
应收和预付款项	385.30	395.21	491.20	483.70	637.98	660.2
存货	300.52	289.15	269.27	431.72	369.94	552.1
其他流动资产	2.41	3.18	7.16	7.16	7.16	7.1
长期股权投资	25.35	25.35	39.15	39.15	39.15	39.1
投资性房地产	47.11	44.56	41.44	33.88	26.33	18.7
固定资产和在建	工程 243.76	262.33	372.38	399.88	417.38	424.8
无形资产和开发	支出 39.30	38.67	37.41	32.38	27.35	22.3
其他非流动资产	21.90	32.19	55.29	53.99	52.68	52.6

2014年4月29

 Π



	短期借款	184.70	12.50	25.00	0.00	0.00	0.00
	应付和预收款项	439.74	477.38	473.48	636.61	627.40	820.80
	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	其他负债	0.00	0.00	7.10	7.10	7.10	7.10
	负债合计	624.44	489.88	505.58	643.71	634.50	827.90
	股本	125.33	167.06	167.06	167.06	167.06	167.06
	资本公积	249.04	722.76	732.03	732.03	732.03	732.03
	留存收益	165.73	213.41	269.49	336.83	426.12	543.24
	归属母公司股东权益	540.10	1103.23	1168.58	1235.92	1325.21	1442.33
	少数股东权益	7.92	7.03	9.29	10.77	12.72	15.29
	股东权益合计	548.02	1110.25	1177.87	1246.69	1337.93	1457.63
	负债和股东权益合计	1172.46	1600.13	1683.45	1890.40	1972.44	2285.53
现金流	量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
	经营性现金净流量	-2.98	127.14	18.45	155.76	78.36	206.27
	投资性现金净流量	-69.08	-51.54	-149.82	-97.43	-97.43	-97.43
	筹资性现金净流量	83.82	328.40	4.94	-19.94	5.00	4.87
	现金流量净额	11.37	404.02	-126.81	38.38	-14.07	113.71

数据来源: wind, 上海证券



分析师承诺

分析师 张凤展

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
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	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
增持	行业基本面看好,行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定,行业指数将介于基准指数±5%
减持	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。

免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。