

精华制药 (002349)

全产业链布局再下一城

谨慎推荐 (维持)

2015年7月10日

投资要点

■ **发行股份及支付现金购买资产:** 公司拟向特定对象蔡炳洋、张建华和蔡鹏以发行股份及支付现金相结合的方式购买其合计持有的东力企管 100% 股权, 交易对价总计 6.9 亿元。其中: 以发行股份方式支付交易对价的三分之二, 总计 4.6 亿元, 共计发行股份数量 1747.8 万股; 以现金方式支付交易对价的三分之一, 总计 2.3 亿元。

■ **发行股份募集配套资金:** 公司拟向特定对象南通产控非公开发行股份募集配套资金, 募集配套资金总额 7800 万元, 共计发行股份 264.3 万股, 本次募集配套资金全部用于支付本次交易的现金对价。

■ **发展特色医药中间体:** 南通东力是国内生产甲基胍系列产品的龙头企业, 具有国内领先的工艺技术优势, 甲基胍系列产品可用作头孢曲松钠等抗生素原料药的重要合成材料。与此同时, 南通东力积极推进心血管药物米屈胍等深加工产品的研发和量产。通过这次交易, 精华制药的医药化工产品结构能够得到有效扩充, 并为精华制药后续扩大相关原料药及制剂的研发、量产打下基础, 进一步增强精华制药在医药领域的竞争优势。

■ **涉足生物制药产业:** 公司出资近一亿元布局生物制药产业, 控股江苏金丝利药业有限公司, 参股中美福源生物技术(北京)有限公司。金丝利药业“注射用重组人白介素-2”为生物制药领域应用较广的品种, 已于近日收到国家食品药品监督管理总局核准签发的《药品 GMP 证书》; 福源生物在研项目“注射用重组人血清白蛋白/干扰素融合蛋白”已进入 I 期临床阶段, 该项目对应的产品为治疗类生物制品 1 类新药, 目前进展顺利。

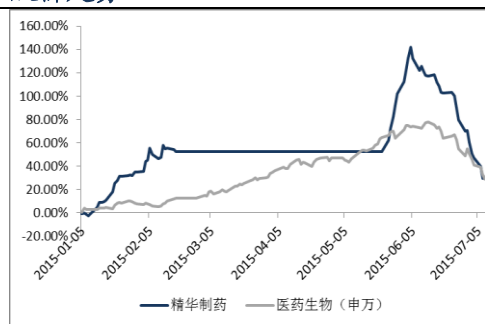
■ **挂牌转让森萱化工:** 森萱化工 2014 年营业收入 1.4 亿元, 净利润 769 万元, 主要财务指标占上市公司的比例较低。公司未来 3 年存在通过全国中小企业股份转让系统增持或减持所持有的森萱化工股份的可能, 我们推测公司不会考虑增持森萱化工, 有望在新三板对森萱化工进行平台整合, 以实现盈利, 期间公司保持控股。

■ 我们预测精华制药 2015 年营业收入为 8.09 亿元, 归属母公司净利润为 0.98 亿元, 折合 2015 年 EPS 为 0.35, 对应动态市盈率为 76.43 倍。我们认为公司中药制剂销售稳健, 在研产品品质优秀, 销售能力强, 经营性结构优化, 净利率提升; 增资万年长药业、涉足生物药领域均有较强盈利预期, 此次收购南通东力增加业绩弹性, 故我们给予公司“谨慎推荐”评级。

证券分析师 洪阳
 执业资格证书: S0600513060001
 0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

证券分析师 许希晨
 执业资格证书: S0600512080001
 021-63123162
jenny1727@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	26.75
一年最低/最高价	17.91 / 91.80
市净率	4.98
流通 A 股市值 (百万元)	6955.00

基础数据

每股净资产 (元)	5.37
资产负债率 (%)	16.34
总股本 (百万股)	260
流通 A 股 (百万股)	197

相关报告

医药全覆盖, 定增促转型
 年报点评 2015.4

1. 公司战略

公司近年来制定了“以中成药为重点，以特色原料药及医药中间体和新型化学制剂为两翼，涉足生物制药产业”的发展战略。围绕该战略，公司对现有经营结构进行了调整。目前各方面工作都在积极推进，公司有望将框架不断做大，预计未来会根据实际发展需要积极进行资源调度。

2. 中药

公司成立中药事业部，中药事业部负责中药制剂、中药材及中药饮片方面的工作，未来有望向上游发展，如 GAP 种植等。目前向上游发展的规划尚处于设计阶段。

公司重点中成药产品包括：王氏保赤丸、季德胜蛇药片、正柴胡饮颗粒、大柴胡颗粒、金荞麦片、晕可平颗粒、固本咳喘片等。

2.1 王氏保赤丸

王氏保赤丸主治小儿胃肠道疾病，2014 年进入国家低价药物目录，可以在日服用金额 5 元内自主定价。王氏保赤丸自 2014 年开始提价，2015 年 1 月起，王氏保赤丸在江苏省内医保支付取消“限儿童”的限制，意味着成人服用王氏保赤丸也可以纳入医保范围，受益人群大规模扩增。

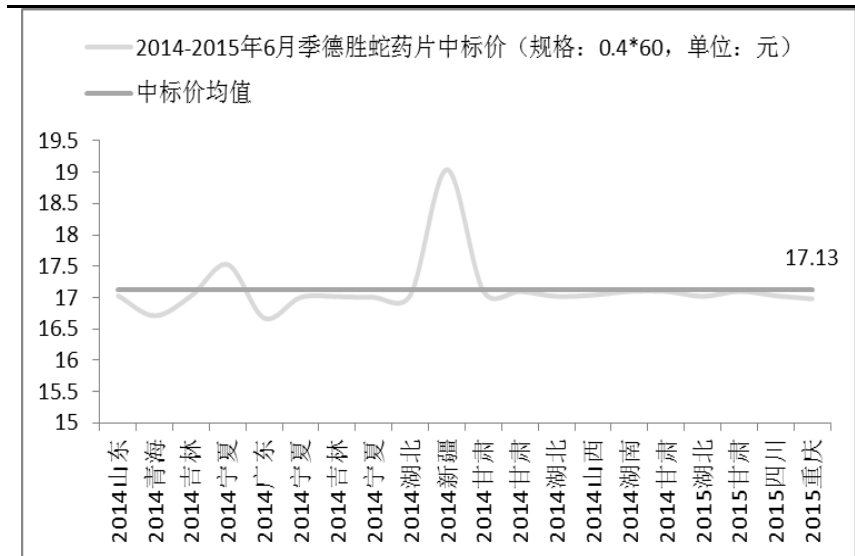
王氏保赤丸销售收入由 2008 年的 4124 万元增长到 2013 年的 7000 万元左右，年均增速 11%，主要来自于内生性增长，较为平稳缓慢，其销售区域主要集中在江浙沪及华北，其他区域市场几乎空白，我们认为通过加强销售网络布局，王氏保赤丸有望实现二次腾飞。

我们测算王氏保赤丸 2014 年销售收入约 6500 万，预计 2015 年有望实现销售收入过亿。

2.2 季德胜蛇药片

季德胜蛇药片为公司独家产品，被列入江苏省非物质文化遗产，国家绝密配方，进入 2012 版基药目录。2015 年已中标省份有湖北、甘肃、四川和重庆。2014-2015 年 6 月，季德胜蛇药片中标价格维护良好，均值为 17.13 元。由于蛇伤非高概率事件，我们预计未来该药传统适应症带来的增速稳定。

图表 1: 2014-2015 年 6 月季德胜蛇药片中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

为盘活精品老中药, 季德胜蛇药片深度开发也在有序进行:

- 1) 拓展适应症, 带状疱疹新功能的开发取得突破;
- 2) 剂型拓展, 2013 年底完成季德胜蛇药凝胶剂的生产工艺研究、中试样品制备等工作;
- 3) 衍生品开发, 已开发出季德胜健肤水、香皂、草本洗液等系列产品。

图表 2: 季德胜健肤水女士款抗皱抗衰老 (灵芝)



资料来源: 公司网站

图表 3: 季德胜健肤香皂通用款卸妆 (洋甘菊+皂角)



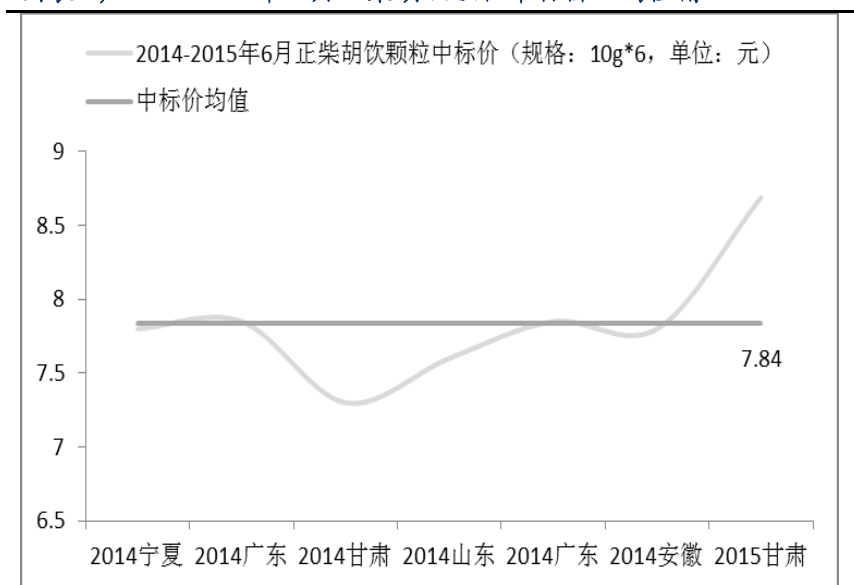
资料来源: 公司网站

季德胜蛇药片衍生产品现通过网络进行销售, 我们预计今年有望止亏, 实现盈利。

2.3 正柴胡饮颗粒

正柴胡饮颗粒系中国中医研究所科研人员依据明代名医张景岳解表平散代表方“正柴胡饮”，运用现代科学方法研制而成。该药具有解热消炎、镇静、镇痛、抗病毒、抑制流感病毒、防治病毒性肺炎、提高人体免疫力等作用。10g*6 规格产品中标价维持良好，呈波动上升趋势，2014 年-2015 年 6 月中标价均值为 7.84 元。

图表 4：2014-2015 年 6 月正柴胡饮颗粒中标价及均值情况



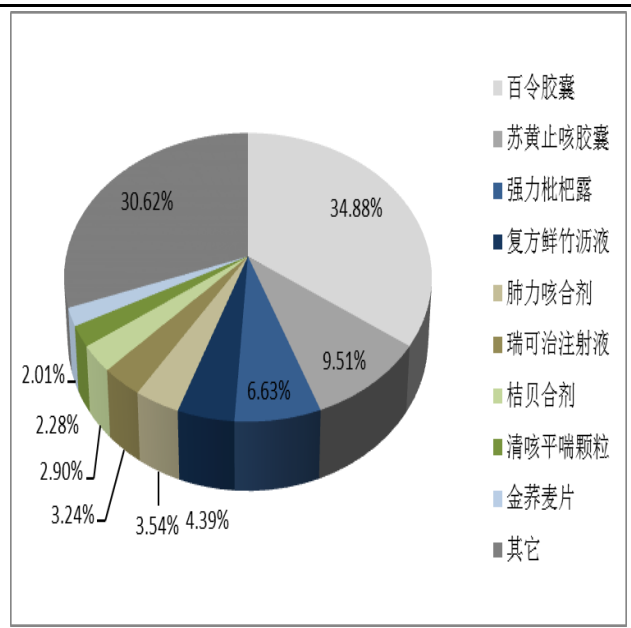
资料来源：药智网，东吴证券研究所

我们测算正柴胡饮颗粒 2014 年销售收入约 6500 万元，2015 年有望实现 10%-15% 的增长。

2.4 金荞麦片

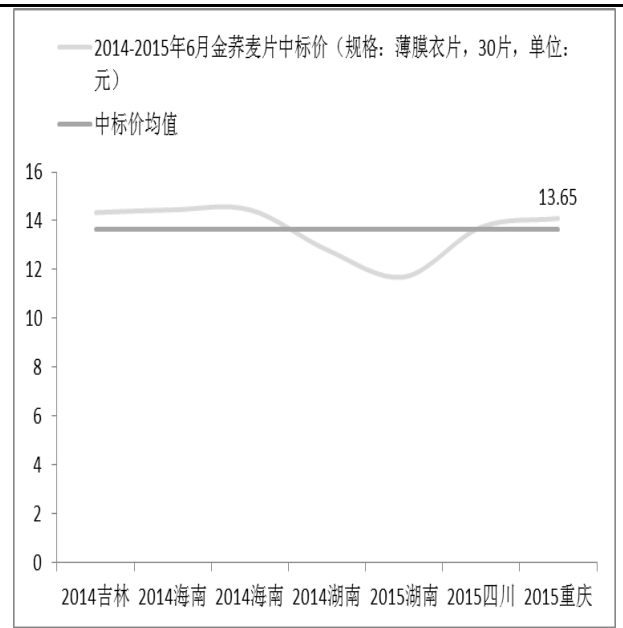
金荞麦片主要用于急性肺脓疡、急慢性气管炎、喘息型慢性气管炎、支气管哮喘及细菌性痢疾。2014 年城市公立医院止咳祛痰平喘药物市场中金荞麦片占比 2.01%，我们认为该产品仍具有较大上升空间。

图表 5: 2014 年城市公立医院止咳祛痰平喘药市场格局



资料来源: 南方所, 东吴证券研究所

图表 6: 2014-2015 年 6 月金荞麦片中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

2014-2015 年 6 月, 金荞麦片中标价均值为 13.65 元, 其中湖南省 30 片*1 盒规格产品中标价为 12.81 元, 降价较为显著。

我们测算 2014 年公司金荞麦片销售收入约 2500 万, 2015 年销售收入有望实现 10%-15% 的增长。

2.5 中药材及中药材饮片

中药材及中药饮片方面, 随着年产 1 万吨中药饮片生产线建设完成, 公司主动调整经营结构, 减少毛利率较低的中药材贸易业务, 将资源向毛利率较高的中药饮片方面分配。销售结构调整对公司整体毛利率上升有明显促进作用。

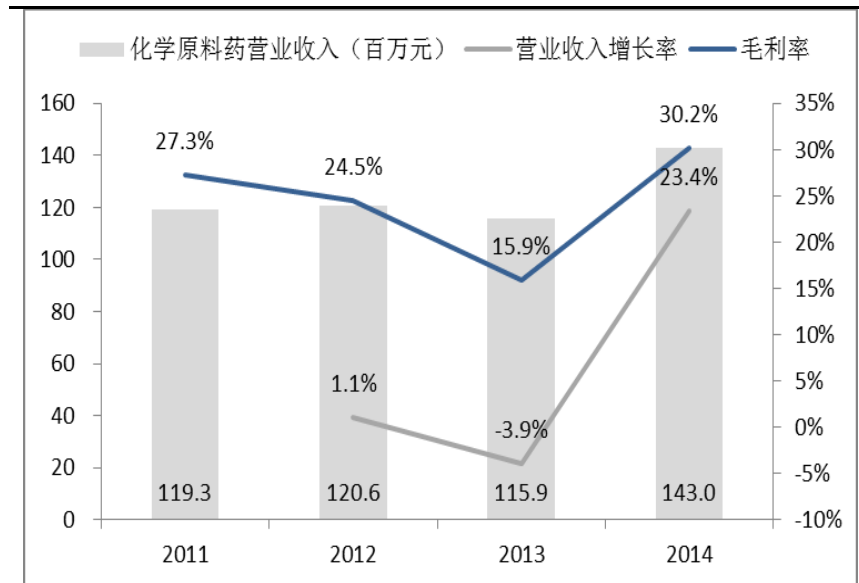
中药饮片发展方面我们认为有两条路可供公司选择, 一是以现有生产方式实现销售收入平稳增长, 另一条路径是进行对外合作, 提升产品质量, 做放心饮片。我们认为公司有望选择第二条路径, 积极探索优质中药饮片的生产, 以期引领中药饮片炮制工艺向优质、绿色、环保方向变革。如在中药饮片炮制过程中革除硫磺熏制, 在质量得到保障前提下, 我们认为公司产品有望进行出口 (日韩对饮片要求高, 目前国内炮制后的产品不能满足其需求)。另外我们认为公司未来可能会选择少数几个品种重点发展, 如亳芍、亳菊花等。

3. 原料药

公司 2014 年化学原料药营业收入 1.4 亿元, 较 2013 年同比增长

23.4%，毛利率 30.2%，较 2013 年大幅提升 89.9%。

图表 7：2011-2014 年化学原料药营业收入（百万元）、增长率及毛利率变化情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司化学原料药主要有苯巴比妥、氟尿嘧啶、保泰松等，三个产品年收入在 8000 万元左右，销售收入保持稳中略升。其中苯巴比妥为公司独家生产，氟尿嘧啶、保泰松已通过美国 FDA 认证，苯巴比妥、保泰松等四个产品已获得欧洲 COS 认证。

3.1 增资江苏万年长药业

为开拓公司化学原料药业务新的增长点，积极参与目前全球最大的降血脂药物阿托伐他汀、瑞苏伐他汀的产业链整合，公司以自有资金 5500 万元增资万年长药业，其中 846 万元计入万年长药业注册资本，其余 4654 万元计入其资本公积。本次增资完成后，公司持有万年长药业 22% 的股权。

江苏万年长药业有限公司业绩对赌目标：乙方 2015 年度实现净利润不低于 2500 万元；2016 年度实现净利润不低于 3900 万元。当乙方实现年度税后净利润 \geq 3900 万元时，协议各方一致同意，自乙方该年度内累计税后净利润达到 3900 万元的月份结束之日起 3 个月内启动甲方整体收购或控股乙方事项。

4. 涉足生物制药产业

公司出资近一亿元布局生物制药产业，控股江苏金丝利药业有限公司，参股中美福源生物技术（北京）有限公司。金丝利药业“注射用重组人白介素-2”为生物制药领域应用较广的品种，已于近日收到国家食品药品监督管理局核准签发的《药品 GMP 证书》；福源生物在研项目“注

射用重组人血清白蛋白/干扰素融合蛋白”已进入 I 期临床阶段，该项目对应的产品为治疗类生物制品 1 类新药，目前进展顺利。

5. 发展特色医药中间体

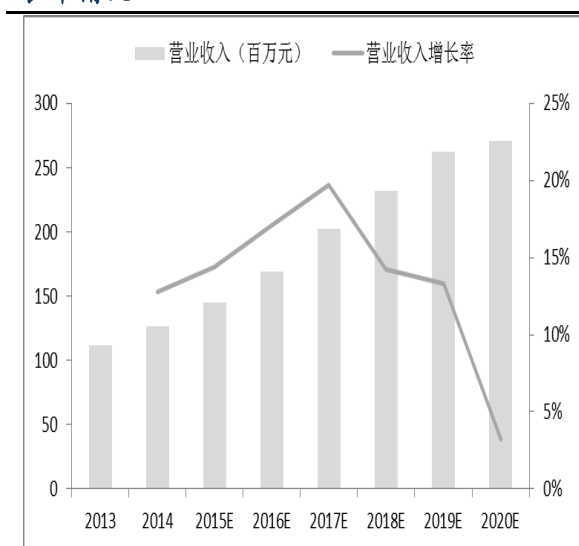
为实现发展战略，开拓特色医药中间体领域，公司借助资本市场收购东力企管股权，丰富自身原料药和医药中间体业务的品种结构，快速进入到心脑血管药物、抗生素领域。

5.1 南通东力

南通东力主营业务为甲基胍、异戊酰氯、甲基胍副产品（偏二甲胍、米屈胍）研发、生产和销售，为全球最大的甲基胍供应商。

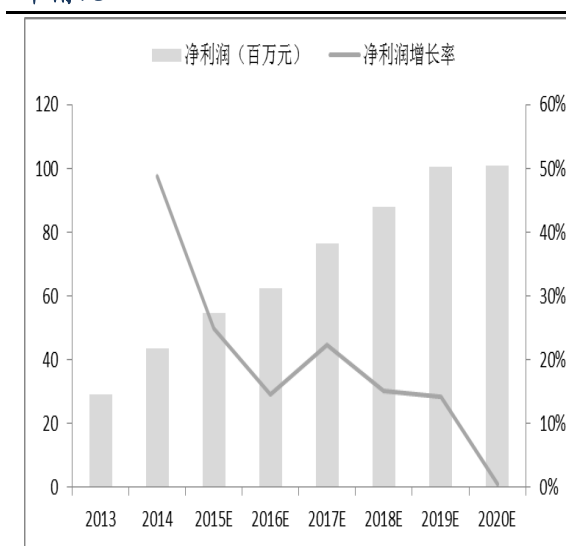
2015 年 1-4 月南通东力主营业务收入为 4611 万元，净利润为 1853 万元，2015 年有望实现营业收入 1.3-1.5 亿元，净利润 5300-5500 万。

图表 8: 2013-2020 年南通东力营业收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

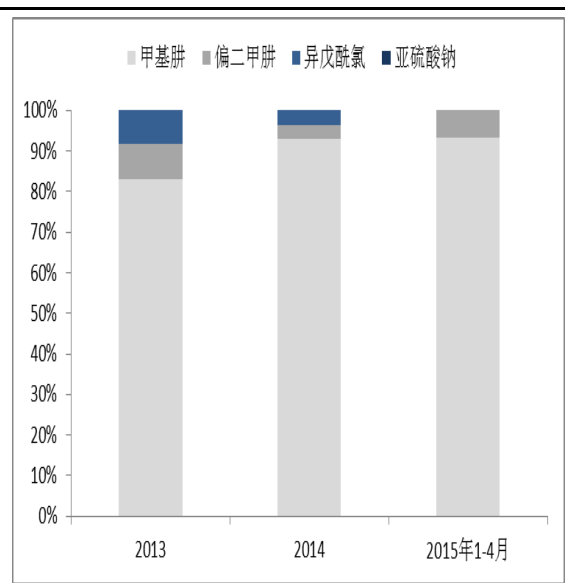
图表 9: 2013-2020 年南通东力净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

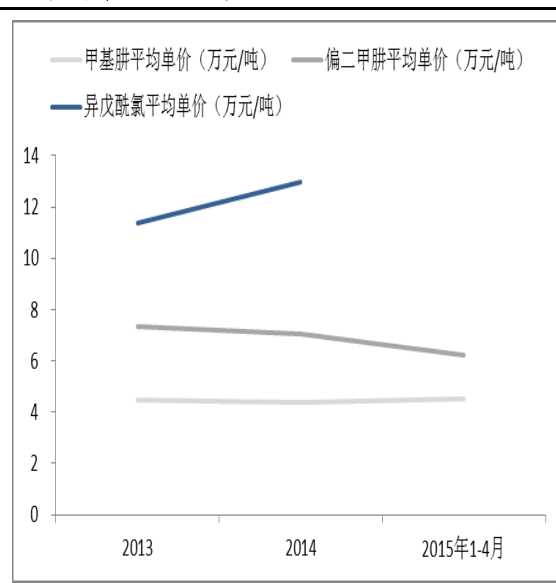
南通东力最近两年的主营业务收入均来源于甲基胍系列产品和异戊酰氯系列产品的销售。2013-2015 年 4 月，甲基胍及偏二甲胍系列产品合计销售收入占当期主营业务收入的比例分别为 91.74%、96.26%和 100.00%。

图表 10: 南通东力主要产品营业收入占总营业收入比重



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

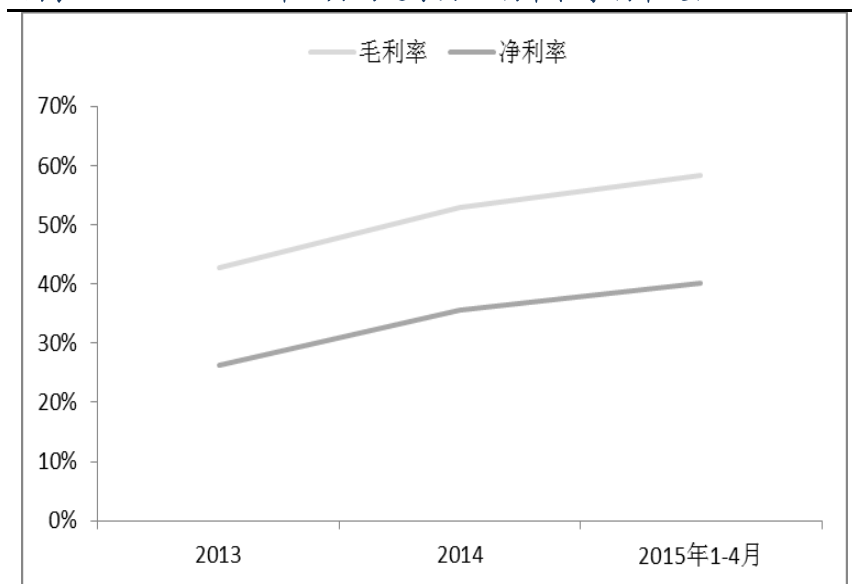
图表 11: 2013-2015 年 4 月南通东力主要产品平均单价变化情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

南通东力 2015 年 1-4 月、2014 年、2013 年的毛利率分别是 58.33%、52.83%、42.76%，净利率分别是 40.19%、35.54%、26.16%，盈利能力逐年提升。

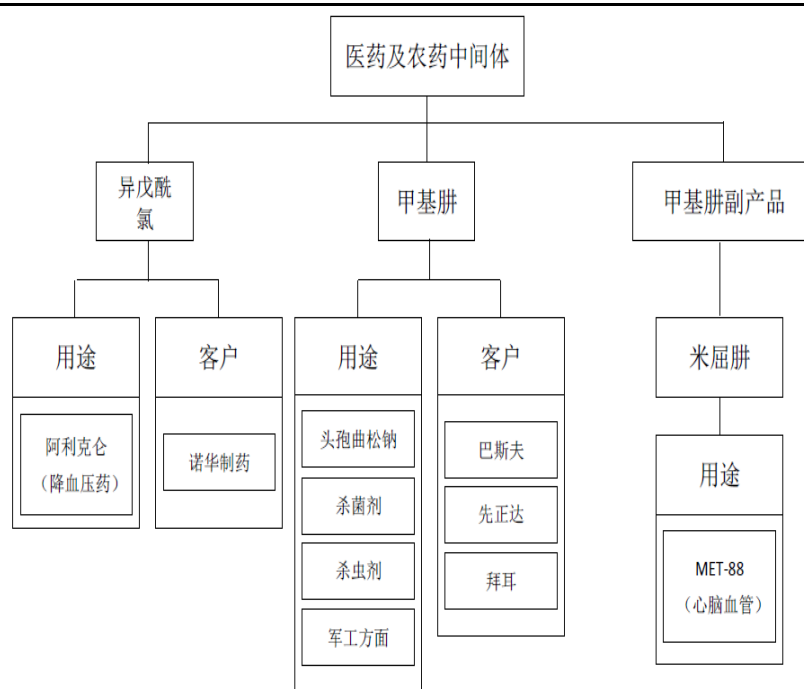
图表 12: 2013-2015 年 4 月南通东力毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

医药行业应用方面, 甲基胍可以用来生产头孢曲松钠、氟喹诺酮类抗菌药、替莫唑胺等原料药所需的医药中间体, 如三嗪环等。另外甲基胍还可应用于农业及军工方面。异戊酰氯是诺华制药向南通东力定制的产品, 用于生产其新型降压药阿利克仑。米屈胍为一种新型心脏保护药。

图表 23: 南通东力主要产品及其用途分析



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

南通东力主要产品甲基胂系列产品经南通市环保局、南通市安监局等政府部门批准的产能规模为 2500 吨, 考虑市场开拓和未来销售增长, 南通东力拟在 2015 年下半年申请增加甲基胂系列产品产能 1500 吨, 以便为后续销售增长做好准备。南通东力该项扩产计划, 目前已取得南通市环保局出具的环境影响报告书批复。

南通东力通过技术研发, 利用在产产品偏二甲胂成功开发出米屈胂原料药系列产品, 并经过立项批准, 实施了生产线建设, 正在试生产阶段, 计划于 2015 年实现初步销售。于 2014 年 1 月 2 日已取得南通市环保局出具的“通环验[2014]026 号”《关于东力(南通)化工有限公司年产 1050 吨医药中间体项目环境影响报告书的批复》。

南通东力目前完全采取订单模式进行异戊酰氯系列产品生产、销售, 具体数量及售价由双方协商确定, 南通东力基于对异戊酰氯及其副产品亚硫酸钠的市场前景判断, 已建成可达到年产 600 吨异戊酰氯及 680 吨其副产品亚硫酸钠的生产线, 目前下游客户对异戊酰氯及亚硫酸钠暂未形成较大规模采购, 因此这两个品种的产能利用率暂时较低。

业绩承诺: 南通东力 2015 年、2016 年和 2017 年实现的经公司指定具有证券从业资格会计师事务所审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 5200 万元、6240 万元和 7737.6 万元, 考核期实现的净利润之和不低于 19177.6 万元。

5.1.1 产品分析

5.1.1.1 甲基胂

目前，南通东力甲基胂产能为 3000 吨，2014 年度产量为 2673 吨，2013 年度产量为 2382 吨。

目前国内市场上甲基胂主要生产厂家有山西玉龙化工有限公司（以下简称“玉龙化工”）、青海黎明化工有限责任公司（以下简称“黎明化工”）、石家庄美斯特化工有限公司（以下简称“美斯特化工”）等。

据不完全的公开资料，上述企业简要情况如下：

玉龙化工

玉龙化工主要产品为甲基胂，公司始建于 2007 年 6 月，2008 年 5 月份试生产，建成年产约 1000 吨甲基胂生产线 1 条。

美斯特化工

石家庄市美斯特化工有限责任公司成立于 2005 年，位于石家庄邢郭工业区，注册资金 500 万元，现有职工 97 人，甲基胂产能约 300 吨/年。

黎明化工

青海黎明化工有限责任公司总资产 3.2 亿元，注册资本 23160 万元，拥有员工 2300 余人。青海黎明化工有限责任公司位于青海省西宁市北郊，占地面积 83 万平方米。黎明化工于一九六五年筹建，一九六八年建成投产，拥有铁路专用线，是国防军工协作配套单位，属国家大二型企业。企业已由建厂初期的单一军品生产企业发展为拥有军品系列、有机胺产品系列、氯碱产品系列、工业硅产品系列等近三十种军品、民品相结合的综合大型国防化工企业。黎明化工生产的甲基胂及偏二甲胂主要用于军工供应，目前民用供应量较少。

综上，南通东力甲基胂的生产从上述几家产能来估计，其甲基胂的总产能约占国内整个民用市场的 70% 左右。

5.1.1.2 异戊酰氯

异戊酰氯是诺华制药向南通东力定制的产品，用于生产其新型降血压药阿利克仑，公司异戊酰氯设计生产能力 600 吨。阿利克仑药物制剂以欧洲市场为主要市场，公司预计 2015 年预计销售量 100-120 吨，可为公司创造收入约 1500-1700 万元。

诺华制药为全球三大制药企业之一，借助于异戊酰氯这一产品，公司成功进入诺华制药合格供应商名录。目前，公司正在加大研发实力，

以期与诺华制药开展全方位、深入的合作。

5.1.1.3 米屈肼

南通东力在米屈肼生产上具有完整的产业链条，可以自主实现关键原料供应。其生产的偏二甲基肼本身在国际市场上是较稀缺的产品，该产品是制备米屈肼的关键起始原料。南通东力首次独创一种合成米屈肼原料药的新方法，得到高收率的高纯度医药级的最终产品，生产规模可以也有效放大。

南通东力通过工艺改进，已经可以成功去除产品中不易处理的杂质，提高产品质量和稳定性，产品质量完全达到国际知名客户规定用作原料药合成的质量要求。

南通东力已经和国际上对米屈肼有采购意向的实力客户进行了深度接触，产品按照客户要求进行了检验和测试，产品质量和各项理化指标已达到客户要求，在产品量产之前已经储备一定的国外客户资源，为产品逐步形成产能后的销售去化打下良好基础。

6. 其它

公司目前工作重点是进行产品系列梳理整合，如心血管、抗生素等产品系列。该项工作涉及与其它公司合作，有望在产业、技术、质量等方面得到提升，我们推测在整合情况理想的前提下，公司未来将抢占巨大的市场空间。

公司在研 1.1 类化药产品倍他替尼今年预期会进入一期临床。老品种有望保持平稳增长，通过降低成本、提高价格等，各产品预计可实现 1000 万左右的销售提升。

我们推测公司不会考虑增持森萱化工，有望在新三板对森萱化工进行平台整合，以实现盈利，期间我们认为公司会保持控股。

7. 盈利预测

盈利预测基础:

2014 年中药制剂营业收入 2.1 亿元，2015 年增长 15%;

2014 年化学原料及中间体营业收入 1.4 亿元，2015 年增长 15%;

2014 年化工医药中间体营业收入 1.1 亿，2015 年收入增长 85%;

2014 年中药材及中药饮片营业收入 1.1 亿元，2015 年增长 40%;

2015 年公司减持森萱化工 33%的股权;

2015 年万年长药业贡献利润 550 万元;

2015 年南通东力贡献利润 3602 万元。

我们预测精华制药 2015 年营业收入为 8.09 亿元，归属母公司净利润为 0.98 亿元，折合 2015 年 EPS 为 0.35，对应动态市盈率为 76.43 倍。

我们认为公司中药制剂销售稳健，在研产品品质优秀，销售能力强，经营性结构优化，净利率提升；增资万年长药业、涉足生物药领域均有较强盈利预期，此次收购南通东力增加业绩弹性，故我们维持公司“谨慎推荐”评级。

8. 风险

福源生物为研发型企业，各新品种正处于研发阶段，预计研发周期较长，短期投资回报有限。

若倍他替尼上市，则会给公司带来相当可观的收益。若研发失败，也会带来相应的损失。

南通东力安全生产风险、客户集中度较高的风险。

附表 1: 精华制药主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2013	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	522.0	1217.7	1399.3	1806.5	2176.4	营业收入	732.6	577.8	809.4	1023.5	1242.6
现金	135.8	866.3	1185.9	1569.5	1863.2	营业成本	521.7	354.5	421.4	622.7	785.6
应收账款	178.1	135.2	158.4	165.2	178.9	营业税金及 附加	6.7	4.1	6.4	7.6	9.9
存货	153.4	185.3	133.6	136.6	128.4	营业费用	79.3	89.5	113.4	145.6	161.8
非流动资产	548.8	668.9	714.6	723.8	747.1	管理费用	74.3	82.0	96.1	121.7	139.9
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	4.7	7.0	7.6	8.4	9.5
固定资产	356.3	390.3	456.4	487.7	456.3	投资收益	0	7.0	5.6	4.8	6.2
无形资产	99.5	121.8	132.7	145.6	158.2	营业利润	39.2	39.8	96.7	132.6	176.3
资产总计	1070.8	1886.6	2024.5	2468.4	2799.6	营业外收入	14.4	12.8	17.6	15.4	16.3
流动负债	257.8	273.8	209.7	338.2	298.4	营业外支出	10.8	1.5	6.3	5.3	4.2
短期负债	75.0	118.0	221.1	383.6	392.7	利润总额	42.8	51.1	103.5	137.6	185.8
应付账款	127.2	75.6	89.3	98.5	107.3	净利润	40.7	40.6	98.6	130.5	165.8
预收款项	4.8	5.4	6.1	8.3	10.5	少数股东权 益	5.1	1.2	0	0	0
负债总计	329.0	352.0	422.7	665.4	738.3	归属母公司 净利润	35.6	39.5	97.8	129.5	164.8
少数股东权 益	72.0	151.3	151.3	151.3	151.3	重要财务 估值指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资本公积金	273.6	897.4	897.4	897.4	897.4	每股收益	0.14	0.15	0.35	0.46	0.59
负债和股东 权益总计	1070.8	1886.6	1924.6	2345.6	2765.8	(元)					
现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	每股净资产	2.58	5.32	5.49	6.10	6.72
经营活动现 金流	-61.7	37.9	53.8	77.4	89.3	每股经营现 金	-0.3	0.2	0.3	0.5	0.6
投资活动现 金流	-43.5	-23.7	-54.7	-45.6	-30.0	每股股利	0.04	0.04	0.05	0.08	0.11
资本支出	-40.1	-10.4	-53.2	0	0	PB	14.8	7.2	6.9	6.3	5.8
筹资活动现 金流	69.3	721.3	346.8	332.1	256.4	ROE	5.3%	2.9%	4.3%	6.8%	8.5%
资本公积增 加	18.7	19.0	13.0	13.5	14.0	ROIC	5.8	3.5	3.9%	13.6%	18.4%
股利分配	-10	-10	-12	-12	-12	市盈率	69.6	112.2	76.4	61.5	43.2
						总股本	200	200	280	280	280

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

