

## 益佰制药 (600594)

2017年2月24日

# 益佰制药 (600594) 点评：新版医保目录受益龙头，医疗服务加速布局

增持 (维持)

证券分析师——全铭

执业资格证书号码：S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

### 投资要点

#### 一、事件

2017 版国家医保目录颁布，公司新进四个独家品种：理气活血滴丸、丹灯通脑滴丸、妇科调经滴丸、艾愈胶囊。三个核心品种增加适应症：洛铂、复方斑蝥胶囊和艾迪注射剂。

#### 二、我们的观点：

**1、公司销售能力优秀，强势肿瘤线、心血管线多个品种新进医保，新品种、老品种形成共振效益，有望带动药品板块快速实现二次高增长。**

17 年医保目录共涉及公司产品 7 个，其中已有品种扩剂型 3 个，新进医保品种 4 个。我们认为，本次医保目录调整对公司的影响超出市场预期，其中，重点看好洛铂、艾愈、理气活血、艾迪、复方斑蝥未来的销售表现，这些品种现有销售额超过 20 亿元，未来的增量在 20 亿元以上。我们尤其看好强势肿瘤线、心血管线新老品种有望形成共振效益，快速实现放量。我们在下面的点评中对这几个品种做出了重点梳理。

**2、医疗服务板块加速布局，全国布点版图逐渐明晰。**

公司自转型肿瘤医疗服务以来，陆续落地了多家医院和治疗中心，已经布局中国的东北、华北、东南、西南、华南等地，医疗服务布局版图逐渐明晰。2017 年将会是众多项目的收获之年。

**3、高管多次增持，公司控股股东、高管增持计划及公司员工持股计划的价格与目前股价仍然处于倒挂，安全边际足够，公司发展动力强劲。**

公司于 2015 年 7 月、8 月和 9 月陆续推出了员工持股计划（金额 2.5 亿、对应股价 28.72 元），高管增持（金额 1.98 亿、对应股价 15.85 元）和控股股东增持（金额 1 亿，对应股价 18.03 元），均处于倒挂或微利状态，安全边际足。2017 年 2 月，公司高管再次增持（金额 1600 万，对应股价 15.99 元），公司未来发展动力强劲。

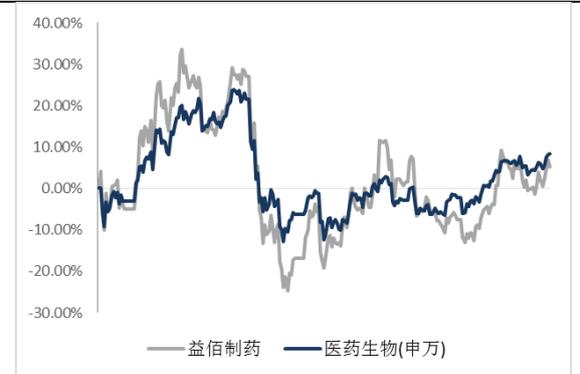
#### 三、投资建议

公司医疗服务加速落地，医药工业起底回升，高管多次增持，未来发展强劲。我们预计公司 2016-2018 年的归母净利润为 4.13 亿、5.57 亿、7.18 亿，对应 EPS 为 0.52 元、0.70 元、0.91 元，对应 PE 为 31x、23x、18x，维持增持评级。

#### 四、风险提示：

医院业务拓展低于预期；药品招标降价超预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价 (元)	18.47
一年最低价/最高价	12.42 / 19.05
市净率	3.8
流通 A 股市值(百万元)	146.0

### 基础数据

每股净资产 (元)	4.85
资产负债率 (%)	36.49
总股本 (百万股)	792.00
流通 A 股 (百万股)	782.00

### 相关报告

益佰制药：收购绵阳富临医院，医疗服务再下一城 2017-2-20

益佰制药：业绩快报点评：业绩预增翻倍增长，盈利水平有效提升 2017-1-26

益佰制药：控股上海华睿，医疗平台布局加速 2016-12-05

益佰制药：医生集团再占一省，增资睿科扩张放疗 2016-11-07

益佰制药：肿瘤医疗服务平台稳步推进，业绩平稳释放 2016-10-31

益佰制药：业绩超预期，渠道改革效益显现，医疗服务扎实推进 2016-08-29

一、事件：

2017 版国家医保目录颁布，公司新进四个独家品种：理气活血滴丸、丹灯通脑滴丸、妇科调经滴丸、艾愈胶囊。三个核心品种增加适应症：洛铂、复方斑蝥胶囊和艾迪注射剂。

二、我们的观点：

**（一）公司销售能力优秀，强势肿瘤线、心血管线多个品种新进医保，新品种、老品种形成共振效益，有望带动药品板块快速实现二次高增长。**

17 年医保目录共涉及公司产品 7 个，其中已有品种扩剂型 3 个，新进医保品种 4 个。我们认为，本次医保目录调整对公司的影响超出市场预期，其中，重点看好洛铂、艾愈、理气活血、艾迪、复方斑蝥未来的销售表现，这些品种现有销售额超过 20 亿元，未来的增量在 20 亿以上。我们尤其看好强势肿瘤线、心血管线新老品种有望形成共振效益，快速实现放量。我们在下面的点评中对这几个品种做出了重点梳理。

图表 1：17 版医保目录调整涉及品种明细

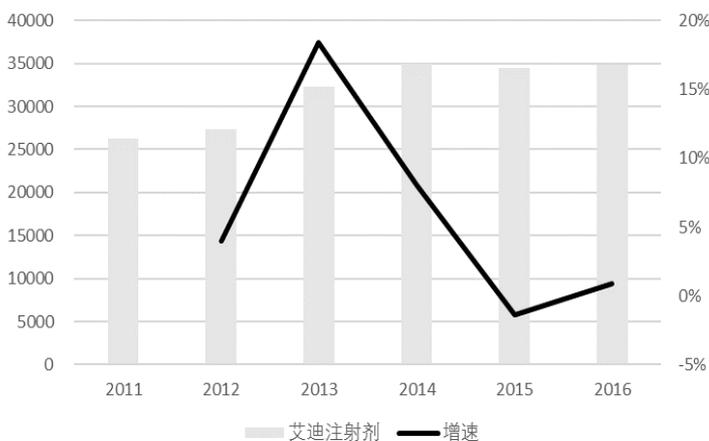
品种	现在规模	潜在空间	竞争格局	17 年医保目录主要看点
艾迪注射剂	14 亿		独家	竞争品转入辅助用药目录
复方斑蝥胶囊	3 亿		主要 2 家	取消使用限制
洛铂注射剂	4 亿	10 亿	独家	取消使用限制
艾愈胶囊	<2000 万	5 亿	独家	新进
理气活血滴丸	<2000 万	5 亿	独家	新进
丹灯通脑滴丸			独家	新进
妇科调经滴丸			独家	新进

资料来源：人力资源保障部, 东吴证券研究所

1、艾迪注射剂——新医保目录下适应症最广泛的肿瘤治疗用药，竞争力大幅提升。

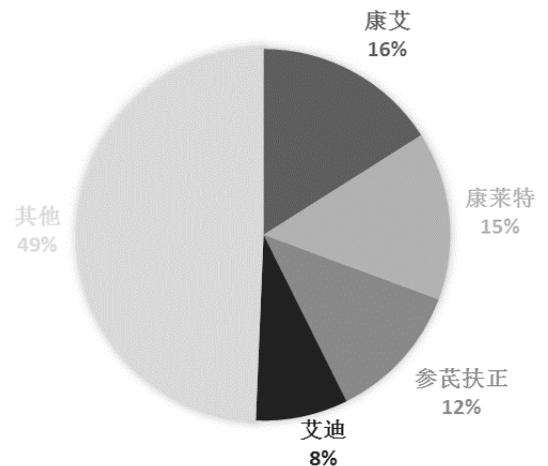
艾迪注射液，国家二级中药保护品种，清热解毒，消瘀散结，临床用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤等。艾迪注射剂是益佰制药的第一大品种。

图表 1：近年样本医院艾迪销售情况



资料来源：pdb, 东吴证券研究所

图表 2：2015 年肿瘤中药注射剂竞争格局



资料来源：pdb, 东吴证券研究所

艾迪 04 年入选医保，适用范围限肝癌、肺癌，09 版医保扩大至中晚期癌症。17 版医保目录中，在竞争品康艾注射剂、参芪扶正注射剂都别划分为肿瘤辅助用药、康莱特被限制为仅肺癌和肝癌使用的情况下，艾迪注射剂依然作为中晚期癌症的治疗用药入选，我们认为，未来艾迪的竞争力将进一步

增强，有望更多的抢占肿瘤中药注射剂的市场份额。

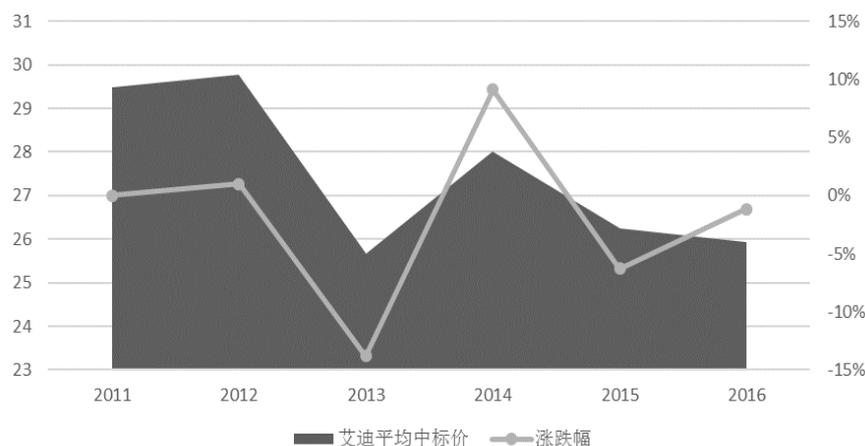
图表 3：艾迪及竞争品 2017 版医保情况

产品	生产厂家	医保类型	17 版目录限制条件	是否辅助用药
艾迪注射液	贵州益佰制药	乙类	限中晚期癌症	否
康莱特注射液	浙江康莱特	乙类	限中晚期肺癌和肝癌	否
参芪扶正注射液	丽珠集团利民制药	乙类	限与肺癌、胃癌放化疗同步使用	是
康艾注射液	吉林长白山制药	乙类	限说明书标明恶性肿瘤的中晚期治疗	是

资料来源：东吴证券研究所

从中标价看，艾迪价格维护较好。2016 年在整体招标降价压力较大的情况下，降价幅度仅为 1.15%，远低于市场预期。我们认为药品招标加速推进，限价规则较去年有所宽松，艾迪降价压力不大，影响可以忽略不计。

图表 4：近年艾迪中标均价及涨跌幅



资料来源：米内网, 东吴证券研究所

从终端覆盖上看，艾迪销售主要还是覆盖三甲医院。目前三级以上医院销售占比超过 80%，二级以及二级以下医院占比不足 20%。由于新版目录中，艾迪注射剂不受适应症限制，极其适合基层推广，随着公司渠道下沉，未来基层市场也是艾迪注射剂增长的重要增量。

我们认为艾迪注射剂未来挖掘空间仍然较大，主要是基于以下几点判断：1) 抗肿瘤中药注射剂目前市场规模约 70 亿，市场格局为康艾、康莱特、参芪扶正、艾迪四家竞争的局面，目前艾迪终端约 14 亿，新版医保目录中仅有艾迪为适应症最广的非辅助类用药，加上益佰制药强大的销售能力，有望较快速的抢占竞争者的市场份额，实现快速增长。2) 艾迪注射剂目前基层医院覆盖较少，新版目录不受适应症限制，极其适合基层推广，基层市场将成为拉动艾迪注射剂增长的重要增量。

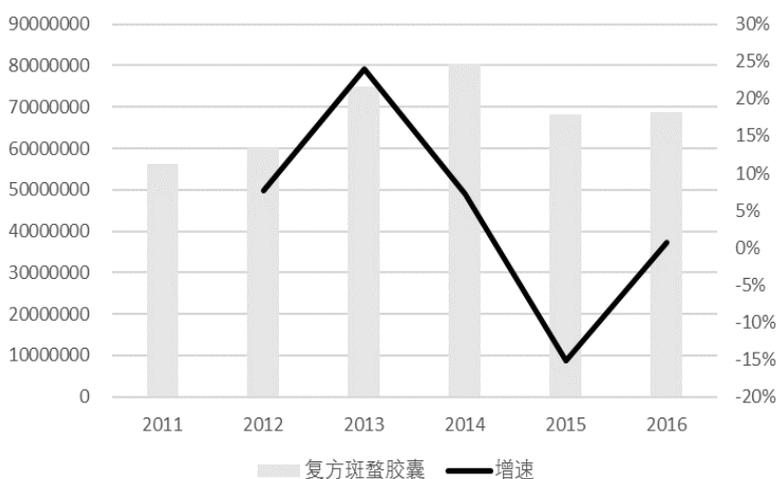
## 2、康赛迪——取消消化系统肿瘤使用限制，适用于所有肿瘤，打开增长空间。

康赛迪，通用名复方斑蝥胶囊，为口服广谱抗肿瘤药，是采用具有显著免疫调节又有协同抗肿瘤作用的黄芪、刺五加、人参等与抗肿瘤药斑蝥等十余味中药提取精制的双相抗肿瘤胶囊。具有破血散结、祛瘀解毒、抗癌的功效，临床主要用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤等。

09 版目录，复方斑蝥胶囊为国家医保乙类（限消化系统肿瘤）品种。17 版目录取消了该限制，是所有抗肿瘤中药中少有的扩大适用范围的品种，这意味着康赛迪在所有的肿瘤都可以使用，范围大大拓展。

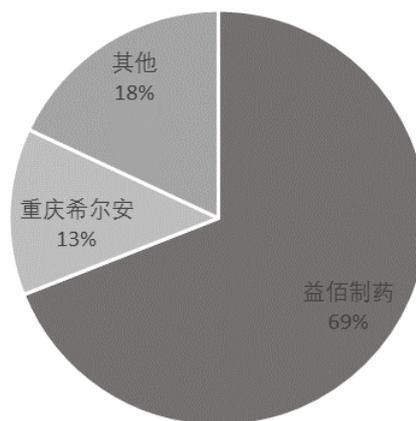
我们预计康赛迪 2017 年增速加快，主要是基于以下判断：1) 目前抗肿瘤口服药的规模约 50 亿，而康赛迪由于之前医保使用限制体量仅不到 3 亿，增长潜力巨大。2) 目前康赛迪竞争格局较好，主要是希尔安与益佰制药两个厂家，价格维护将保持较好的体系。

图表 5：近年样本医院康赛迪销售情况



资料来源：pdb, 东吴证券研究所

图表 6：2015 年康赛迪竞争格局



资料来源：pdb, 东吴证券研究所

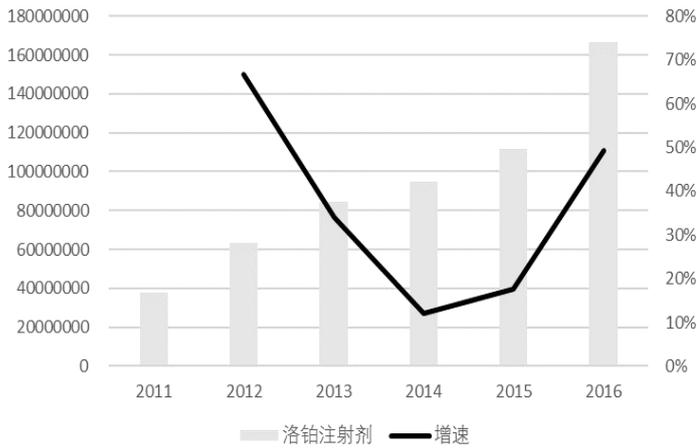
### 3、洛铂——取消其他铂类无效再使用的限制，二线用药变一线用药。

洛铂，化合物为 1,2-二氨基-环丁烷-乳酸合铂，属于烷化剂类药物，作用机制为阻碍细胞 DNA 合成，临床上主要用于乳腺癌、小细胞肺癌和慢性粒细胞性白血病（CML）的治疗。洛铂为第三代铂类化合物，临床上具有高效、低毒、无交叉耐药等特性：

- 1) 具有广泛的抗肿瘤活性，疗效优于其他铂类药物；
- 2) 无明显肾毒性，对末梢神经和听神经亦未见损害，恶心呕吐反应较轻，在这些方面洛铂明显优于顺铂。洛铂的主要剂量限制性毒性为骨髓抑制，主要表现为血小板减少。血小板下降常在用药后 2 周出现，大部分病例在 1-2 周内可以恢复；
- 3) 对于很多对铂类耐药的肿瘤无交叉耐药。

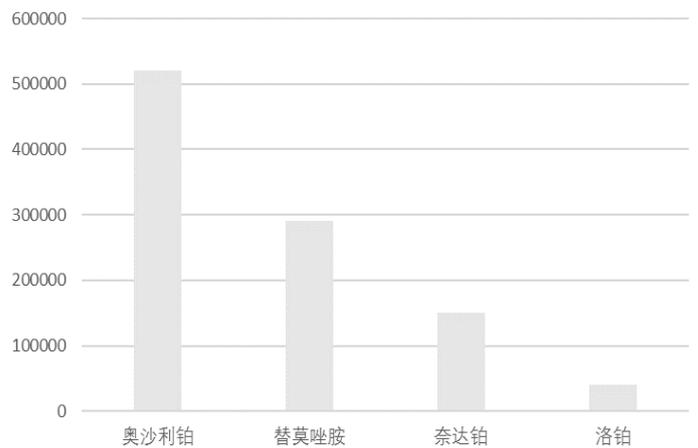
从竞品看，目前洛铂的竞争对手主要是奥沙利铂、奈达铂、卡铂和顺铂。从价格上看，洛铂（50mg）的价格为 1800 元，远高于奥沙利铂。近年来，奥沙利铂、奈达铂等降价幅度较高，五年平均降幅达到 30% 左右。竞争对手的降价为洛铂的推广提供了利润空间，2016 年洛铂的终端增速接近 70%，终端销售额达到 4 亿左右。我们认为，限制使用取消后，洛铂的发展空间进一步打开，有望成为和奥沙利铂（终端 50 亿）相当的品种。

图表 7：近年样本医院洛铂销售情况



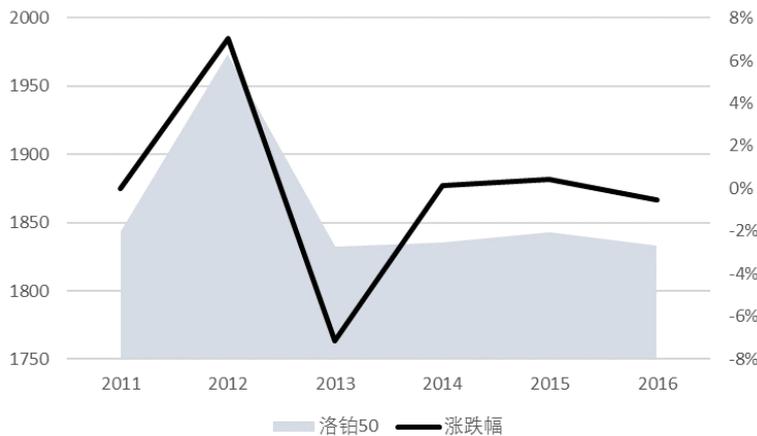
资料来源：pdb, 东吴证券研究所

图表 8：2015 年铂类竞争格局



资料来源：pdb, 东吴证券研究所

图表 9：近年洛铂中标均价及涨跌幅



资料来源：米内网, 东吴证券研究所

#### 4、艾愈胶囊——新进独家品种，强势肿瘤线的又一补充产品，有望快速放量。

艾愈胶囊是贵州百祥制药独家品种，益佰收购后整合进入中药肿瘤事业部，成为继艾迪、康赛迪后又一重点中药肿瘤品种。艾愈胶囊具有解毒散结、补气养血功效，用于中晚期癌症的辅助治疗及癌症放化疗引起的白细胞减少症属气血两虚者。

17 版医保目录，艾愈作为新进独家产品，适用于限恶性肿瘤放化疗并有白细胞减少的检验证据。虽然该产品目前销售额不足 2000 万，但我们认为该产品潜力巨大，主要是基于以下判断：1) 肿瘤科室是益佰制药临床推广的强项科室，在临床上，艾愈可以与艾迪、康赛迪联合用药，共同销售；2) 独家品种价格体系维护较好。

#### 5、理气活血滴丸——新进独家品种，心脑血管线又一重磅产品。

理气活血滴丸是公司收购贵州民族药业获得的独家品种，原名米槁心乐滴丸。理气活血滴丸由米槁、冰片、川芎、薤白 4 味中药组成，根据苗族用药习惯和中医理论合理组方，方中米槁性微温，味甘辛，能温中散寒、理气止痛；薤白温阳散结，行气导滞；川芎行气活血；冰片开窍止痛，4 药合用具有辛温通阳，行气止痛功效，临床用于预防治疗冠心病心绞痛。

17 版医保目录，艾愈作为新进独家产品，我们认为有较大的发展潜力，主要是因为：1) 心脑血管

东吴证券研究所

管是慢性病，需长期服药，服用方便且价格较低的中成药是首选；2) 临床 2 期与复方丹参滴丸做对照组，表明疗效与复方丹参滴丸相当，临床研究有保障；3) 银杏达莫是公司的主力品种之一，理气活血有望与杏丁共同发力心脑血管市场。

## (二) 医疗服务板块加速布局，全国布点版图逐渐明晰。

公司自转型肿瘤医疗服务以来，陆续落地了多家医院和治疗中心，已经布局中国的东北、华北、东南、西南、华南等地，医疗服务布局版图逐渐明晰。2017 年将会是众多项目的收获之年。

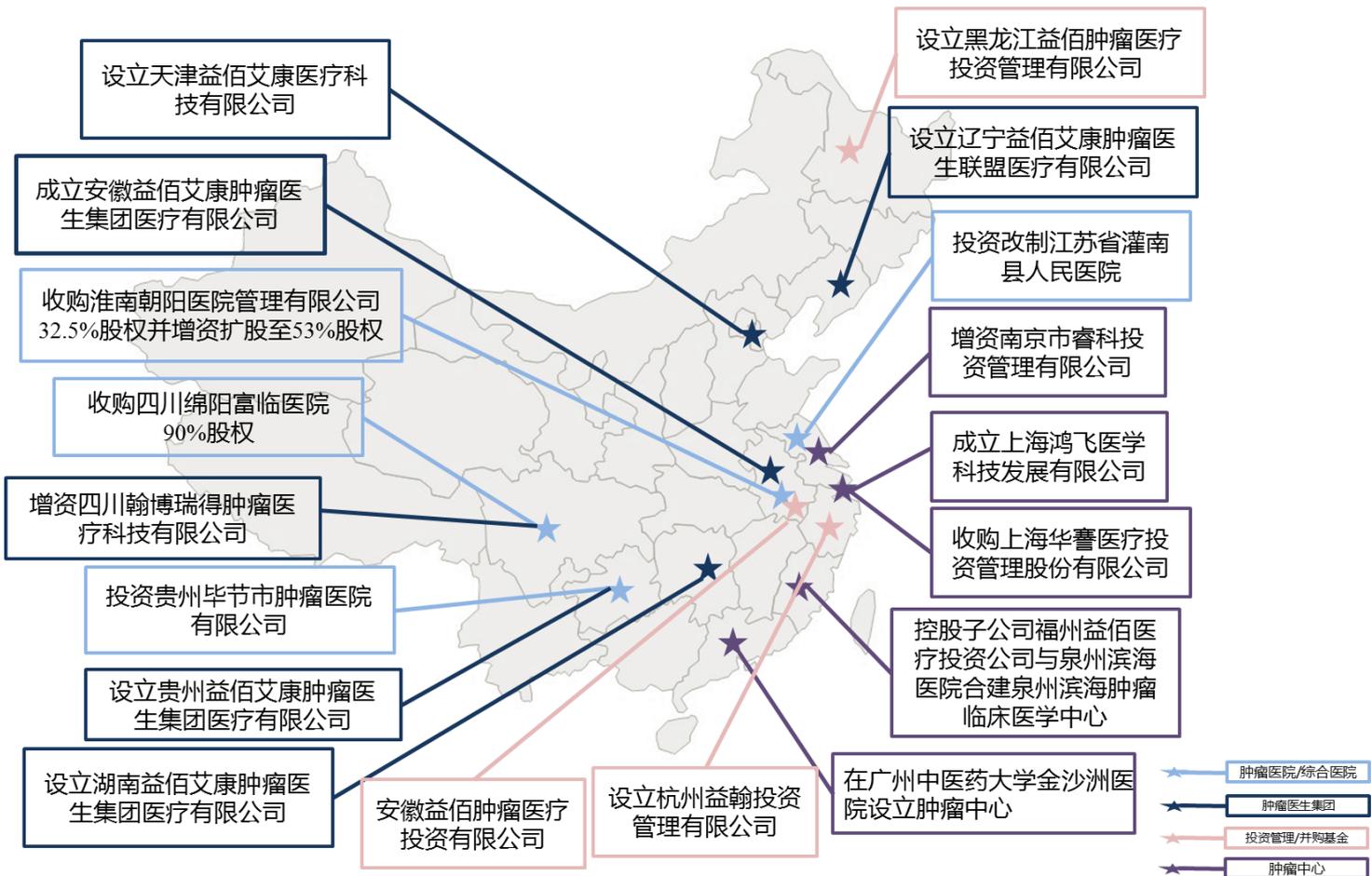
图表 10：公司医疗服务加速落地

时间	公告	具体内容
2004 年 10 月	投资改制灌南县人民医院	灌南县人民医院是江苏省知名的二级甲等医院，连锁经营六所分院，总院是全县的医疗中心，拥有四个市级重点临床专科；该院是江苏省内 500 余所二级以上医院中最优秀的 25 家医院之一；此举为公司实现在三年内打造当地地区第一家三级甲等医院的目标奠定了坚实基础。
2008 年	成立上海鸿飞医学科技发展有限公司	通过收购 3 个由中国人民解放军医院参与合作开发的伽马刀治疗研究中心项目，开展大型医疗设备的医疗服务业务。
2015 年 9 月	在广州中医药大学金沙洲医院设立肿瘤中心	公司借助广州中医药大学金沙洲医院在广东地区强大的政府和医疗资源，完成益佰制药在华南地区搭建肿瘤治疗连锁平台的关键布局，为后期扩张打下坚实的基础。
2016 年 1 月	收购淮南朝阳医院管理有限公司 32.5% 股权并增资扩股至 53% 股权	朝阳医院是由我国著名的“伽马刀之父”宋士鹏先生最早于 1989 年创办（宋士鹏与股权转让方之一的宋士和为兄弟关系）。同宋氏兄弟的合作，将极大地助力益佰制药在肿瘤放疗领域的拓展，并完善公司“聚焦大肿瘤”战略的版图。
2016 年 4 月	设立贵州益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司	医生集团是公司转型医疗服务业务中最关键的一环，将为未来公司的医疗平台提供关键的医生资源和技术支撑，并向公司未来在各省建立省级医生集团提供资金和技术的支持。
2016 年 5 月	设立黑龙江益佰肿瘤医疗投资管理有限公司	设立的公司将在黑龙江范围内进行肿瘤医院及肿瘤治疗中心的投资及管理。
2016 年 5 月	投资贵州毕节市肿瘤医院有限公司	毕节肿瘤医院为营利性肿瘤专科医院，医院编制床位 100 张，主要从事肿瘤患者的预防及治疗，后续将设置介入科室，开展心血管外科手术等。预计 2016 年 9 月份开始营业，开业后预计医院员工总人数 87 人。
2016 年 6 月	安徽益佰肿瘤医疗投资有限公司	新公司主要负责安徽市场肿瘤医院及肿瘤治疗中心的投资建设工作，为公司在转型医疗服务过程中开展省级肿瘤平台建设迈出重要一步。
2016 年 6 月	安徽益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司	安徽肿瘤医生集团的成立，是公司成立的第一家省级肿瘤医生集团，将为公司在安徽肿瘤治疗平台提供关键的医生资源和技术支撑。
2016 年 6 月	设立杭州益翰投资管理有限公司	标的公司成立将发起设立益佰迈翰肿瘤医疗服务并购基金，基金规模为人民币 2 亿元。
2016 年 9 月	设立天津益佰艾康医疗科技有限公司	新公司作为肿瘤微创介入医生集团，将在北京市、天津市、河北省等区域为肿瘤治疗平台提供以微创介入治疗为主的医生资源和技术支撑。

2016 年 9 月	设立湖南益佰艾康肿瘤医生集团医疗有限公司	新公司作为肿瘤医生集团，将在湖南地区为肿瘤治疗平台提供医生资源和技术支撑。
2016 年 11 月	增资南京市睿科投资管理有限公司	南京睿科拥有四家医院的肿瘤放疗中心及健康体检中心合作项目，均为连云港市医疗服务建设项目。
2016 年 11 月	增资四川翰博瑞得肿瘤医疗科技有限公司	新公司作为肿瘤医生集团，将在四川地区为肿瘤治疗平台提供医生资源和技术支撑。
2016 年 11 月	设立辽宁益佰艾康肿瘤医生联盟医疗有限公司	新公司作为肿瘤医生集团，将在辽宁省范围为肿瘤治疗平台提供医生资源和技术支撑
2016 年 12 月	收购上海华睿医疗投资管理股份有限公司	目前上海华睿拥有 17 个医院中心及 19 个项目，主要项目均为肿瘤放疗治疗中心，业务覆盖在湖南、湖北等地的 17 家医院，其中合作的三级医院 9 家，二级医院 8 家。
2017 年 2 月	控股子公司福州益佰医疗投资公司与泉州滨海医院合建泉州滨海肿瘤临床医学中心	泉州滨海医院是集医疗、预防、保健、养老、教学、科研为一体的二级综合医院，本次与泉州滨海医院共建肿瘤治疗中心，符合公司积极拓展肿瘤医疗服务领域，快速切入肿瘤放疗市场的战略发展方向。
2017 年 2 月	收购四川绵阳富临医院 90% 股权	富临医院是一所拥有高校附属医院背景的二级甲等综合医院，拥有良好的基础条件。本次收购富临医院后，公司将结合区域及医疗行业发展实际情况，在对医院原有优势科室继续做大做强做精的基础上，重点打造医院成为以肿瘤治疗中心、妇产综合诊疗为医疗特色的综合医院。

资料来源：公司公告, 东吴证券研究所

图表 11：全国肿瘤医疗服务布局逐渐明晰



资料来源：公司公告, 东吴证券研究所

**（三）高管多次增持，公司控股股东、高管增持计划及公司员工持股计划的价格与目前股价仍然处于倒挂，安全边际足够，公司发展动力强劲。**

公司于 2015 年 7 月、8 月和 9 月陆续推出了员工持股计划（金额 2.5 亿、对应股价 28.72 元），高管增持（金额 1.98 亿、对应股价 15.85 元）和控股股东增持（金额 1 亿，对应股价 18.03 元），均处于倒挂或微利状态，安全边际足。2017 年 2 月，公司高管再次增持（金额 1600 万，对应股价 15.99 元），公司未来发展动力强劲。

### 三、投资建议

公司医疗服务加速落地，医药工业起底回升，高管多次增持，未来发展强劲。我们预计公司 2016-2018 年的归母净利润为 4.13 亿、5.57 亿、7.18 亿，对应 EPS 为 0.52 元、0.70 元、0.91 元，对应 PE 为 31x、23x、18x，维持增持评级。

### 四、风险提示

医院业务拓展低于预期；药品招标降价超预期。

## 益佰制药主要财务数据

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	收益率	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3302.5	3760.5	4281.9	4875.8	毛利率	80.85%	81.64%	81.64%	81.64%
营业成本	632.28	690.45	786.20	895.23	三费/销售收入	72.97%	66.85%	64.44%	62.39%
营业税金及附加	55.32	62.99	71.73	81.68	EBIT/销售收入	8.28%	13.96%	15.76%	17.46%
营业费用	2044.7	2068.3	2312.3	2584.3	EBITDA/销售收入	11.32%	19.59%	20.70%	21.54%
管理费用	312.38	338.44	363.97	390.06	销售净利率	5.81%	11.15%	13.19%	14.94%
财务费用	52.80	107.25	83.21	67.87	ROE	5.30%	10.55%	12.70%	14.39%
资产减值损失	7.58	0.00	0.00	0.00	ROA	5.01%	9.95%	12.00%	13.63%
投资收益	-2.93	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.05%	11.98%	12.87%	19.38%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	4.61%	13.87%	13.87%	13.87%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	-53.2%	91.9%	28.6%	26.6%
营业利润	194.54	493.08	664.60	856.79	EBITDA 增长率	-44.7%	97.0%	20.4%	18.5%
其他非经营损益	32.79	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-60.1%	118.3%	34.8%	28.9%
利润总额	227.33	493.08	664.60	856.79	总资产增长率	3.15%	-3.40%	6.55%	11.04%
所得税	35.34	73.96	99.69	128.52	股东权益增长率	4.14%	9.74%	11.96%	13.77%
净利润	191.99	419.12	564.91	728.27	经营营运资本增长率	24.7%	127.5%	-30.4%	85.7%
少数股东损益	2.61	5.71	7.69	9.91	资产负债率	34.38%	25.37%	21.49%	19.46%
归属母公司股东净利润	189.38	413.42	557.22	718.36	投资资本/总资产	68.21%	84.46%	66.40%	72.67%
资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	带息债务/总负债	56.04%	39.20%	20.77%	20.65%
货币资金	938.25	37.60	968.65	784.94	流动比率	1.52	2.30	3.19	4.02
应收和预付款项	1321.9	2085.8	1794.5	2623.9	速动比率	1.39	1.95	2.89	3.54
存货	208.27	371.11	288.62	462.60	股利支付率	25.09%	15.87%	15.87%	15.87%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	74.91%	84.13%	84.13%	84.13%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.60	0.71	0.76	0.78
固定资产和在建工程	990.02	841.08	692.14	543.20	固定资产周转率	3.65	4.47	6.19	8.98
无形资产和开发支出	1970.9	1921.2	1871.5	1821.7	应收账款周转率	3.60	2.66	3.45	2.73
其他非流动资产	34.47	21.60	8.73	8.73	存货周转率	3.04	1.86	2.72	1.94
资产总计	5463.9	5278.4	5624.1	6245.1	业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
短期借款	801.55	274.10	0.00	0.00	EBIT	273.59	525.12	675.02	851.52
应付和预收款项	693.48	681.94	825.30	832.04	EBITDA	374.0	736.7	886.6	1050.2
长期借款	251.00	251.00	251.00	251.00	NOPLAT	203.44	446.35	573.77	723.79
其他负债	132.33	132.33	132.33	132.33	净利润	189.38	413.42	557.22	718.36
股本	791.93	791.93	791.93	791.93	EPS	0.239	0.522	0.704	0.907
资本公积	768.39	768.39	768.39	768.39	BPS	4.511	4.950	5.542	6.305
留存收益	2011.8	2359.6	2828.4	3432.7	PE	66.82	30.61	22.71	17.62
归属母公司股东权益	3572.1	3919.9	4388.7	4993.0	PB	3.54	3.23	2.88	2.53
少数股东权益	13.43	19.13	26.82	36.74	PS	3.83	3.37	2.96	2.60
股东权益合计	3585.5	3939.0	4415.5	5029.7	PCF	21.8	-45.9	9.7	-168.9
负债和股东权益合计	5463.9	5278.4	5624.1	6245.1	EV/EBIT	46.82	25.12	17.78	14.33
现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E	EV/EBITDA	34.25	17.91	13.54	11.62
经营性现金净流量	580.2	-275.5	1304.0	-74.9	EV/NOPLAT	62.97	29.56	20.92	16.86
投资性现金净流量	-935.1	0.00	0.00	0.00	EV/IC	3.44	2.96	3.21	2.69
筹资性现金净流量	322.2	-625.1	-373.0	-108.8	ROIC-WACC	6.05%	11.33%	12.48%	19.06%
现金流量净额	-32.7	-900.7	931.1	-183.7	股息率	0.004	0.005	0.007	0.009

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

**免责及评级说明**

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：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

