

# 双鹤药业 (600062) 西药

## 内生式增长和外延式收购双管齐下

投资评级 **强烈推荐** 公司评级 **A** 收盘价 **26.90** 元

### 投资要点:

1. 公司是快速发展的国有企业, 产品主要集中在心脑血管药物、大输液和内分泌药物三个领域, 其中心脑血管药物贡献利润超过 50%, 为公司最主要的利润贡献点。
2. 公司通过内生式增长和外延式收购, 聚焦主营业务, 为完成十二五期间百亿工业收入目标, 公司未来 5 年收入将保持 20% 以上复合增长率:
  - 1) 公司大输液通过扩张产能, 包材产业升级加速和产品结构调整提高盈利能力。新增滨湖双鹤和新民双鹤产能 1.5 一瓶; 目前玻瓶、塑瓶和软袋的比例为 31: 55: 14, 毛利率分别为 28%、42% 和 40%, 玻瓶比例未来会降到 30% 以下。毛利率较高的治疗性输液产品比例提升, 增强输液盈利水平。
  - 2) 公司主导产品 0 号降压片增速稳定, 作为基药单独品种预计 2011 年基本药物制度全面实施后将保持 10% 以上速度增长。舒血宁和硝普钠稳定增长; 公司替米沙坦、匹伐他汀钙开始投放市场, 独家代理巴尼地平, 1 号降压片完成临床二期等增加在心脑血管领域实力。
  - 3) 内分泌药物糖适平平稳增长, 卜可快速增长, 与韩国 LG 生命合作研发 DPP-4 抑制剂 Gemigliptin, 预计 2013 年上市。
  - 4) 2010 年底以 9064 万元收购沈阳恩世制药 100% 股权, 通过本次收购, 增强了在心脑血管领域的实力, 公司可补充软胶囊生产剂型、提升头孢产品生产能力、拓展感冒类及消化类产品线, 产品结构更加丰富。未来仍会加大对心血管、输液、内分泌等核心业务的投资, 以及收购原料药企业等拓展产业链。
3. 公司将会成为华润重组北药的化学制药平台, 资产注入明确, 公司仍有可能采取股权激励等措施, 促进管理层释放业绩。  
公司目前估值较低, 股价处于底部, 在不考虑资产注入前提下, 我们预计 10-12 年 EPS 分别为 1.05、1.28 和 1.63 元, 按照 11 年 30PE, 6 个月内目标价格 38.4 元, 给予“强烈推荐”评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5038	5543	6300	7152
同比 (%)	2%	10%	14%	14%
归属母公司净利润	451	602	733	934
同比 (%)	19%	33%	22%	27%
毛利率 (%)	33.9%	35.6%	37.0%	38.8%
ROE (%)	13.0%	15.3%	16.2%	17.7%
每股收益 (元)	0.79	1.05	1.28	1.63
P/E	34.06	25.54	20.98	16.46
P/B	4.43	3.90	3.39	2.91
EV/EBITDA	21	17	13	11

2011 年 2 月 14 日

### 主要数据

52 周最高/最低价 (元)	34.01/23.09
上证指数/深圳成指	2827.33/12292.49
50 日均成交额 (百万元)	95.15
市净率 (倍)	4.43
股息率	0.87%

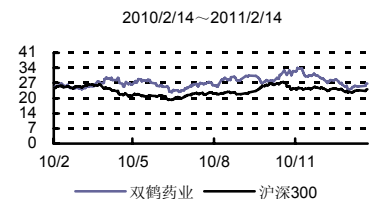
### 基础数据

流通股 (百万股)	290.88
总股本 (百万股)	571.70
流通市值 (百万元)	7824.55
总市值 (百万元)	15378.62
每股净资产 (元)	6.07
净资产负债率	34.06%

### 股东信息

大股东名称	北京医药集团有限责任公司
持股比例	49.12%

### 52 周行情图



### 相关研究报告

- 《国元证券公司研究-双鹤药业 (600062) 华丽转身 起飞在即》, 2010-12-16
- 《国元证券\*公司研究\*双鹤药业调研简报\*刘晓明》, 2010-5-31

### 联系方式

研究员: 王广军/刘斌  
 执业证书编 S0020207080709  
 电话: (86-21) 51097188-1815  
 电邮: wangguangjun@gyzq.com.cn  
 联系人: 赵喜娟  
 电话: (86-21) 51097188-1952  
 电邮: zhaoxijuan@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

# 目 录

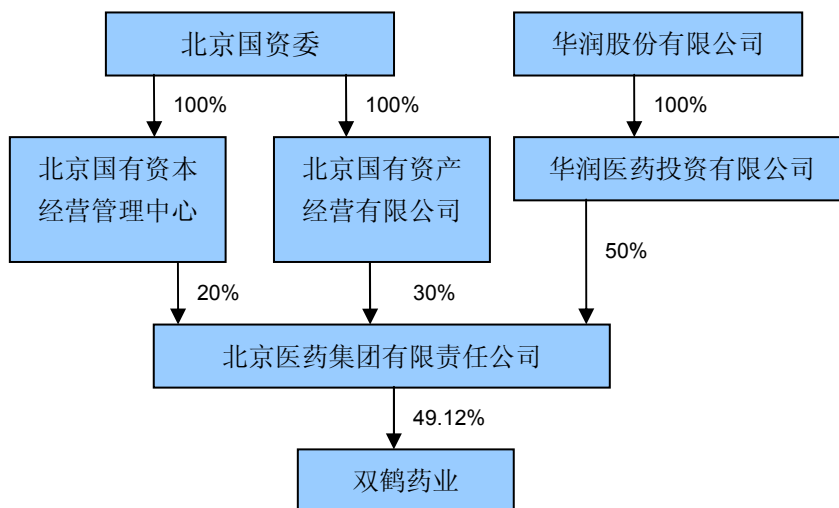
第 1 部分 公司简介 .....	3
1.1 快速发展的国有企业 .....	3
1.2 心血管药物成为公司主要利润贡献点 .....	错误！未定义书签。
第 2 部分 经营情况 .....	4
2.1 公司主营收入及毛利率变化 .....	4
2.2 大输液包材升级和产品结构加速调整 .....	5
2.3 心脑血管药物平稳增长 .....	7
2.4 内分泌药物稳定增长 .....	7
2.5 其他药物快速增长 .....	7
第 3 部分 投资亮点分析 .....	8
3.1 内生式快速增长 .....	错误！未定义书签。
3.2 外延式收购拓展产品线和延伸产业链 .....	错误！未定义书签。
3.3 华润整合北药加速 资产注入明确 .....	错误！未定义书签。
第 4 部分 估值与投资建议 .....	9

## 第 1 部分 公司简介

### 1.1 快速发展的国有企业

双鹤药业自 1997 年上市以来，经过十几年的迅速发展，从一个年收入仅有两亿多元的国有地方药厂发展成为年收入超过 50 亿的大型医药集团公司。公司目前的控股股东为北京医药集团有限公司，持有 49.12% 的股份，而北京国资委和华润医药投资各持有北药集团 50% 股份。

图 1. 双鹤药业股权结构图

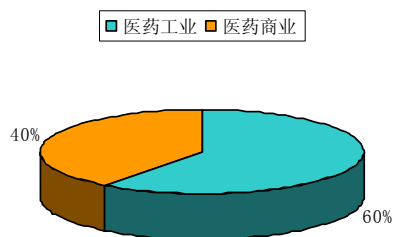


数据来源：公司公告；国元证券研究中心

### 1.2 心血管药物成为公司的主要利润贡献点

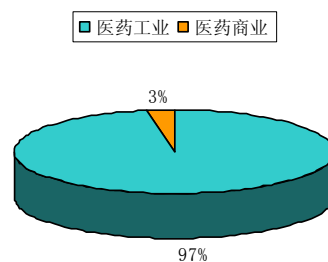
公司主要业务包括两块：医药工业和医药商业，2010 年中报显示，工业收入占比 60%，利润占比超过 97%，是公司最主要的利润来源。

图 2. 2010 年中期公司主营收入占比



数据来源：wind，国元证券研究中心

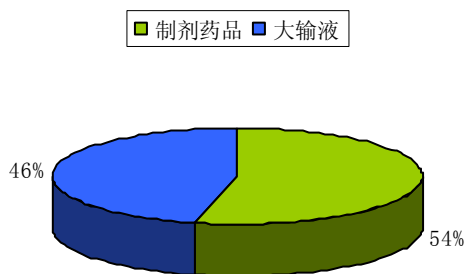
图 3. 2010 年中期公司毛利占比



数据来源：wind，国元证券研究中心

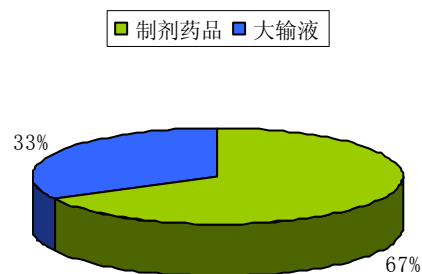
公司医药工业主要包括三部分：心血管药物、大输液和内分泌药物。公司是国内大输液第二大生产企业，市场占有率约 10%，仅次于科伦药业，但大输液在工业收入中的占比有下降的趋势，10 年中报显示在工业收入中占比为 46%，心血管类药物和内分泌等占比超过 50%；在毛利构成中，大输液贡献的利润仅为 33%，而心血管药物利润贡献率超过 50%，成为公司最主要的利润贡献点。

图 4. 2010 年中期公司医药工业各部分占比



数据来源: wind, 国元证券研究中心

图 5. 2010 年中期公司医药工业各部分毛利占比



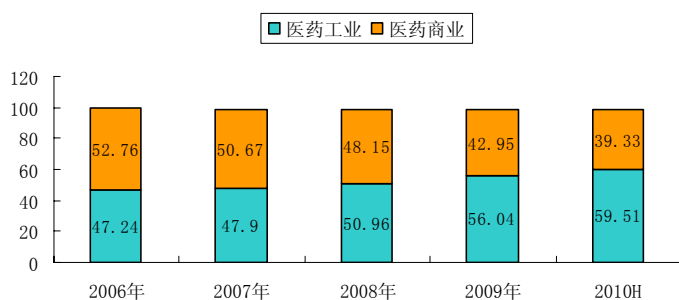
数据来源: wind, 国元证券研究中心

## 第 2 部分 经营情况

### 2.1 公司主营收入及毛利率变化

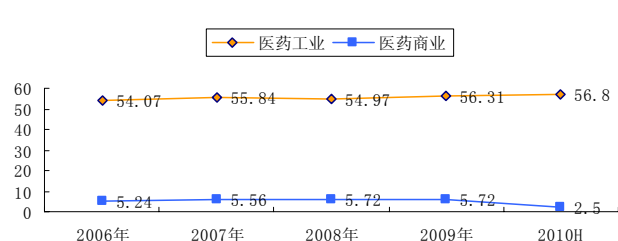
06 年以来, 公司工业收入占比逐步提高, 从 06 年的 47.24% 提升到 10 年中期的 59.51%, 而毛利率也由 54.07% 增加到 56.8%; 医药商业收入占比从 06 年的 52.76% 下降到 10 年中期的 39.33%, 商业毛利率也不断下滑至 2.5%。

图 6. 06-10H 公司主营业务各部分占比变化



数据来源: wind, 国元证券研究中心

图 7. 06-10H 公司主营业务毛利变化



数据来源: wind, 国元证券研究中心

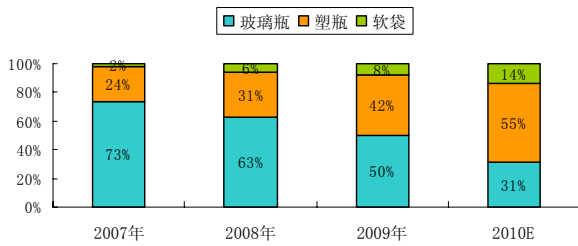
### 2.2 大输液包材升级和产品结构调整加速

双鹤药业是国内大输液行业的龙头企业, 目前市场占有率在 10% 左右, 低于科伦药业的 28%, 居第二位。由于大输液具有显著的规模效应, 预计公司在输液的市场占有率未来仍会提升。

#### 1. 包装材料升级提升公司毛利率

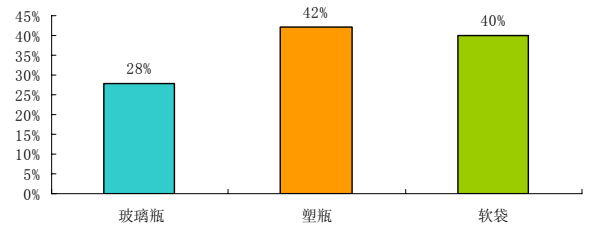
公司通过产品包装的产业升级, 使得毛利率不断提高。目前双鹤药业的输液包装材料塑料瓶: 软袋: 玻璃瓶的比例为 55:14:31, 占比最高的塑料瓶毛利率大于 40%, 软袋的毛利率约 40%, 而玻璃瓶的毛利率在 28% 左右, 未来毛利较低的玻璃瓶包装比例将会降低到 30% 一下。

图 8. 2007-2010 双鹤药业大输液各类销量比例



数据来源：公司资料，国元证券研究中心

图 9. 三类包装材料毛利率水平



数据来源：公司资料，国元证券研究中心

## 2. 产品结构调整带动盈利提升

大输液按照用途分类主要包括：

- 1). 电解质输液 用以补充体内水分、电解质，纠正体内酸碱平衡等。如氯化钠注射液、复方氯化钠注射液、乳酸钠注射液等。
- 2). 营养输液 用于不能口服吸收营养的患者。营养输液有糖类输液、氨基酸输液、脂肪乳输液等。糖类输液中最常用的为葡萄糖注射液。
- 3). 胶体输液 用于调节体内渗透压。胶体输液有多糖类、明胶类、高分子聚合物类等，如公司产品盈源右旋糖酐、淀粉衍生物、明胶、聚乙烯吡咯烷酮(PVP)等。
- 4). 含药输液 含有治疗药物的输液，如公司的加替沙星氯化钠注射液、利复兴输液等输液。

由于电解质类输液产能相对过剩，毛利率水平低，因此，公司通过提高含药输液、营养输液等高毛利产品，有效提高公司盈利能力。

## 3. 新增产能

公司目前拥有北京双鹤、晋新双鹤、安徽双鹤、京西双鹤、沈阳双鹤、佛山双鹤、滨湖双鹤和新民双鹤八大输液生产基地，基本完成全国的覆盖，预计 2010 年大输液产能将超过 9 亿瓶袋。特别是新收购的佛山生产基地，产品供不应求；武汉滨湖基地新增两条吹灌封一体的生产线，增加产能 5000 万瓶，产品主要针对高端市场，具有单独定价权，预计明年初投产；新民基地将新增产能 1 亿瓶，填补在东北没有大规模输液生产基地空白，预计明年年底投产。

## 2.3 心血管类药物

公司心血管药物主要包括降压药复方利血平氨苯蝶啶（0 号降压片）、血管扩张药舒血宁注射液和硝普钠。

表 1. 双鹤药业心血管类药物主要产品及功能

产品名称	主要成分	适应症
复方利血平氨苯蝶啶（0 号降压片）	每片含氢氯噻嗪 12.5mg，氨苯蝶啶 12.5mg，硫酸双肼屈嗪 12.5mg，利血平 0.1mg	用于治疗轻、中度高血压，对重度高血压需与其它降压药合用。
舒血宁注射液	银杏叶	扩张血管，改善微循环。用于缺血性心脑血管疾病，冠心病，心绞痛，脑栓塞，脑血管痉挛等

注射用硝普钠	亚硝基铁氰化钠二水合物	用于高血压急症、如高血压危象、高血压脑病、恶性高血压、嗜铬细胞瘤手术前后阵发性高血压等的紧急降压，也可用于外科麻醉期间进行控制降压；用于急性心力衰竭、包括急性肺水肿。亦用于急性心肌梗塞或瓣膜（二尖瓣或主动脉瓣）关闭不全时的急性心力衰竭。
--------	-------------	--

数据来源：国元证券研究中心

国内降压药主要包括利尿药、血管紧张素受体拮抗剂（ARB）、钙离子拮抗剂、血管紧张素转换酶抑制剂（ACEI）、 $\beta$ -受体阻滞剂及复方制剂等。高血压是一种慢性疾病，需要长期治疗，甚至需要终生服用药物。由于治疗高血压药物的市场比较成熟，治疗过程也决定了患者不会轻易换药，使用人群对品牌忠诚度很高。0号降压片作为双鹤药业的拳头产品，以低廉的价格（每天用药金额低于1元），销售保持持续增长，销量由1997年的891万片增加到2010年的9.2亿片，成为高血压治疗药物中的领军品牌。0号降压片作为基药目录的独家品种，我们预计在2011年基本药物制度全面实施后，销量将会保持10%以上的增长速度。由于产品目前出厂价仅有0.66元/片，未来降价空间不大。

表 2. 国内主要降压产品

类别	通用名	商品名称
利尿药	氢氯噻嗪	双氢克尿噻
血管紧张素受体拮抗剂（ARB）	缬沙坦	北京诺华（代文）
	坎地沙坦	天津武田（必洛斯）
	厄贝沙坦	杭州赛诺菲（安博维）
	替米沙坦	德国勃林格殷格翰（美卡素）
	氯沙坦	杭州默沙东（科索亚）
钙离子拮抗剂	硝苯地平	上海现代（欣然）
	氨氯地平	大连辉瑞（络活喜）
	非洛地平	无锡阿斯利康（波依定）
血管紧张素转换酶抑制剂（ACEI）	卡托普利	上海施贵宝（开博通）
	依那普利	杭州默沙东（悦宁定）
	贝那普利	北京诺华（洛丁新）
	福辛普利	上海施贵宝（蒙诺）
	西拉普利	上海罗氏（抑平舒）
$\beta$ -受体阻滞剂	美托洛尔	无锡阿斯利康（倍他乐克）
复方制剂	利血平氨苯蝶啶	北京双鹤（0号降压片）

数据来源：国元证券研究中心

银杏叶制剂虽属神经系统药物，但实际上在促进循环系统的血小板活化、抗氧化作用、

抗衰老功能、抗老年性痴呆和眼部视网膜病变方面发挥了重要作用，因此，也被视作神经系统和心脑血管疾病的双跨性治疗药物。银杏注射剂市场份额处于上升趋势，而且增长势头不减。预计公司产品舒血宁注射液收入超过 3 亿元，成为公司另一重要利润贡献点。

注射用硝普钠收入不到 1 亿元，保持较快的增长。

## 2.4 内分泌药物

全球已确诊的糖尿病患者总数高达 2.47 亿人，且高血糖人数仍在不断上升，糖尿病药物市场已经成为一个高速增长的大市场。

国内口服降糖药主要包括磺脲类、双胍类、 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂、非磺脲类胰岛素促进剂和胰岛素增敏剂等。

表 3. 国内主要口服降糖药种类

类别	产品	降糖原理	优点
磺脲类	格列喹酮	通过刺激胰岛 $\beta$ 细胞分泌胰岛素而降糖	降糖作用强，降糖时间快，部分药价格低廉，易被患者接受等
	格列吡嗪		
	格列齐特		
	格列美脲		
双胍类	苯乙双胍	增加外周组织如肌肉、脂肪等对糖的作用，抑制糖异生和糖原分解；减轻胰岛素抵抗，增加胰岛素敏感性等作用	促进外周组织对葡萄糖的摄取，增加胰岛素的敏感性
	二甲双胍		
$\alpha$ -糖苷酶抑制剂	阿卡波糖	水化合物的吸收要靠小肠黏膜刷状缘的 $\alpha$ -糖苷酶，才能分解为单糖而吸收入血。该类药即是抑制这一类作用	安全可靠，可降低餐后血糖等
	伏格列波糖		
非磺脲类胰岛素促进剂	瑞格列奈	促胰岛素分泌快而短暂，模拟胰岛素分泌。主要应用于控制餐后高血糖	不增加胰岛细胞负担、无低血糖反应、不进食不服药
	那格列奈		
胰岛素增敏剂	罗格列酮	增加胰岛素的敏感性，减轻胰岛素抵抗	直接作用于糖尿病病理因素，提高胰岛素敏感性
	吡格列酮		

数据来源：国元证券研究中心

糖适平（格列喹酮）是公司内分泌药物的主要品种，是第二代口服磺脲类降糖药，最近该产品一直保持在年销售额 2 亿多元，预计今年会达到 3 亿左右；另一降糖药卜可（二甲双胍缓释片）保持良好增长态势。

## 2.5 其他药物

公司后备品种一君、盈源、珂立苏、果糖等新品种表现突出，同比增长超过 50%，将成为公司未来潜在的重磅产品。

## 第3部分 投资亮点分析

公司十二五期间总体战略未来五至七年实现百亿工业销售收入，以目前工业收入三十多亿的规模计算，实现这一目标公司营业收入将保持 20-30% 的复合增长率，公司将聚焦三项主营业务，通过内生式增长和外延式收购以及在华润重组北药背景下进行资产注入等方式完成这一战略目标。

### 3.1 内生式快速增长

1. 大输液市场价格整体下滑局面下，公司通过包材的产业升级、改善产品结构，提高治疗性输液等高毛利的比例，有效提升盈利能力。随着大输液行业集中度迅速提升，公司已经完成输液的全国布局，特别是在华南和东北地区的销售得到强化，市场覆盖率大幅提高，预计未来几年输液将保持 20% 左右速度增长。

2. 心血管药物已经是公司最主要的利润来源，核心产品 0 号降压片在 2011 年基本药物制度全面实施后将出现放量增长，舒血宁和硝普钠也将保持较高的增长速度；替米沙坦也实现投产。公司在 09 年与日本安斯泰来株式会社签署了巴尼地平独家经销协议，增加了降血压药物的种类。公司新品匹伐他汀钙作为国内首家获得制剂新药证书和生产许可证的药物，2010 年 4 月份小试生产，明年将规模化生产，公司会在未来该产品打造成年产值超过 5 亿的重磅产品，将会成为公司新的利润增长点。该产品为第三代他汀类降血脂药物，目前全球销售额超过 30 亿美元，是目前最好的降血脂他汀药物之一，具有高效、安全等特点，填补公司在降血脂药物领域的空白，今年该产品将规模生产。公司的一类新药降压 1 号完成二期临床，预计 2013 年可能上市。

3. 内分泌药物领域，糖适平在高端医院学术推广带动下稳定增长，新品卜可快速增长。公司与韩国 LG 生命科学签署了 DPP-4 抑制剂 Gemigliptin 产品独家经销协议，Gemigliptin 的成分属于新一代糖尿病治疗剂二肽基肽 4(DPP-4)抑制剂系列，调整血糖功能优秀，副作用也比原先的降血糖药少，双鹤药业作为国内合作方将负责完成国内的临床试验，生产许可和销售，预计该产品 2013 年上市。

公司通过自主研发和合作研究拓展在输液、心血管和内分泌三个主要领域的产品线，保证了未来几年通过内生式增长，公司快速发展。

### 3.2 外延式收购拓展产品线和延伸产业链

公司资产负债率仅有 25% 左右，账面现金超过 10 亿元，公司将通过投资并购等方式增强主业竞争力。

公司在 10 年底公告以 9064 万收购沈阳恩世制药 100% 股权。沈阳恩世制药有限公司是一家集药品研发、生产和销售为一体的现代化中西药制药企业，目前拥有 151 个中西药品种，包括国家级新药、医保药品、中药保护品种等，涵盖 6 种剂型：胶囊剂（含头孢菌素类）、片剂、颗粒剂、软胶囊剂、丸剂（大蜜丸、水蜜丸、水丸）、散剂。其中，豨莶通栓胶囊为独家品种、国家级新药，用于治疗中风；羚黄氨咖敏片为独家中西结合感冒药；心安软胶囊为独家剂型，主要成分为山楂叶，用于治疗冠心病、心绞痛、高血压、高脂血症。

通过本次收购，增强了在心脑血管领域的实力，公司可补充软胶囊生产剂型、提升头孢产品生产能力、拓展感冒类及消化类产品线，产品结构更加丰富。

未来公司仍将加大对输液、心脑血管等关键领域的投资力度，有可能收购一些原料药企业，拓展产业链，增强公司盈利能力。

### 3.3 华润整合北药加速 资产注入明确

华润北药提出在十二五期间在香港主板上市、打造千亿企业集团的整体目标，优先发展医药研发、药品制造、医药流通、医疗器械等业务，注重内涵增长，加强内部资源整合；积极进行并购，加强市场资源整合；建立战略联盟，加快推进华润医药产业的发展。

双鹤药业将成为华润医药旗下化学制药平台，北药集团下的紫竹药业、赛科药业以及华

润旗下的长征富民金山制药有可能被整合进入双鹤药业。  
华润介入后有可能采取股权激励等措施促进管理层释放业绩。

## 第 4 部分 盈利预测与投资建议

2010 年公司最低股价在 22.63 元，目前公司的股价 26.90 元，从投资的角度讲，我们认为公司股价处于底部，在不考虑资产注入的前提下，我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.05、1.28 和 1.64 元，公司仍有业绩超预期的可能，按照 11 年 30 倍 PE，6 个月内目标价格 38.4 元，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

1. 华润重组北药速度低于预期；
2. 药品降价空间超出预期；

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	2870	3169	3636	4321	<b>营业收入</b>	5038	5543	6300	7152
现金	1024	1251	1469	1878	营业成本	3328	3570	3970	4380
应收账款	573	617	703	800	营业税金及附加	35	37	42	48
其它应收款	92	121	124	144	营业费用	837	874	1004	1144
预付账款	153	186	207	224	管理费用	292	315	362	410
存货	600	631	707	779	财务费用	-1	12	11	10
其他	428	363	426	496	资产减值损失	9	22	18	18
<b>非流动资产</b>	1847	2072	2275	2453	公允价值变动收				
长期投资	83	91	88	88	益	0	0	0	0
固定资产	1352	1556	1748	1908	投资净收益	3	0	0	0
无形资产	180	194	208	225	<b>营业利润</b>	542	714	892	1142
其他	232	230	232	231	营业外收入	29	63	48	50
<b>资产总计</b>	4717	5241	5911	6775	营业外支出	9	17	16	15
<b>流动负债</b>	1128	1169	1221	1299	<b>利润总额</b>	561	760	924	1177
短期借款	278	298	296	294	所得税	98	137	166	212
应付账款	347	367	402	448	<b>净利润</b>	463	623	758	965
其他	503	504	523	557	少数股东损益	12	21	25	31
<b>非流动负债</b>	54	47	48	49	<b>归属母公司净利润</b>	451	602	733	934
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	677	875	1082	1361
其他	54	47	48	49	EPS (元)	0.79	1.05	1.28	1.63
<b>负债合计</b>	1182	1216	1270	1347	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	64	85	110	141	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	572	572	572	572	<b>成长能力</b>				
资本公积	1168	1168	1168	1168	营业收入	1.7%	10.0%	13.7%	13.5%
留存收益	1731	2200	2792	3547	营业利润	19.9%	31.7%	24.9%	28.1%
归属母公司股东权益	3471	3939	4531	5286	归属于母公司净利润	18.6%	33.4%	21.8%	27.4%
<b>负债和股东权益</b>	4717	5241	5911	6775	<b>获利能力</b>				
					毛利率	33.9%	35.6%	37.0%	38.8%
					净利率	9.0%	10.9%	11.6%	13.1%
					ROE	13.0%	15.3%	16.2%	17.7%
					ROIC	22.1%	26.7%	29.1%	33.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	25.1%	23.2%	21.5%	19.9%
					净负债比率	23.52%	24.52%	23.31%	21.80%
					流动比率	2.54	2.71	2.98	3.33
					速动比率	2.00	2.16	2.39	2.71
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.12	1.11	1.13	1.13
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	10.13	10.00	10.33	10.31
					<b>每股指标 (元)</b>				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	342	719	775	992
净利润	463	623	758	965
折旧摊销	136	149	179	209
财务费用	-1	12	11	10
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-211	-101	-229	-247
其它	-42	36	57	55
<b>投资活动现金流</b>	-232	-367	-403	-392
资本支出	285	348	361	357
长期投资	1	-15	8	-2
其他	54	-33	-33	-37

<b>筹资活动现金流</b>	<b>-164</b>	<b>-125</b>	<b>-155</b>	<b>-191</b>	每股收益(最新摊薄)	0.79	1.05	1.28	1.63
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	-48	20	-2	-2	每股净资产(最新摊薄)	0.60	1.26	1.36	1.74
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.89	7.93	9.25
普通股增加	95	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	4	0	0	0	P/E	34.06	25.54	20.98	16.46
其他	-216	-145	-153	-189	P/B	4.43	3.90	3.39	2.91
<b>现金净增加额</b>	<b>-54</b>	<b>227</b>	<b>218</b>	<b>409</b>	EV/EBITDA	21	17	13	11

## 国元证券投资评级体系:

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn