

2009 年 02 月 12 日

市价(人民币): 10.79元

目标(人民币): 11.00元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 88.62
总市值(百万元) 3,988.57
年内股价最高最低(元) 14.74/6.08
沪深 300 指数 2318.34
上证指数 2248.09


医药行业研究小组
李敬雷

(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

(8621)61038257
zhaoli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

*ST 中新 (600329.SH)

——典型的国有大型药企，典型的改革复兴之路

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.219	-1.022	-0.197	0.467	0.514	0.526
净利润增长率	26.17%	-567.60%	-80.72%	N/A	10.04%	2.31%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.487	0.654	0.714
市盈率(倍)	22.79	N/A	N/A	23.13	21.02	20.54
行业优化市盈率(倍)	22.20	33.83	61.34	37.44	37.44	37.44
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60
股息率	3.01%	N/A	N/A	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G(倍)	0.87	N/A	N/A	N/A	2.09	8.91
净资产收益率	4.95%	-32.74%	-6.56%	13.46%	12.90%	11.66%
每股净资产(元)	4.41	3.12	3.00	3.47	3.98	4.51
市净率(倍)	1.13	1.67	3.75	3.11	2.71	2.40
每股经营性现金流(元)	0.71	-0.08	0.05	0.66	0.69	0.82
已上市流通A股(百万股)	62.95	80.58	85.56	88.62	88.62	88.62
总股本(百万股)	369.65	369.65	369.65	369.65	369.65	369.65

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司的短期投资价值在于: 重创之后伤口愈合带来的业绩恢复。
 - ◆ 中新药业拥有悠久的品牌和优质的产品, 但由于管理和营销问题, 公司从 2006 年起陷入了低估, 销售下降, 利润出现亏损。
 - ◆ 公司一方面对不良资产进行大规模的处置和计提, 另一方面展开了管理和营销改革, 力图使主业实现恢复增长。
 - ◆ 截至去年底, 公司的出血点已经止住, 管理和营销改革也初成成果。预计 2008 年将实现盈利, 即将摘除 ST。
- 公司的长期投资价值在于: 营销改革成功之后主业的稳健增长。
 - ◆ 公司长期的增长还是寄希望于四大核心药厂的增长; 寄希望于销售公司、营销公司的销售推动。
 - ◆ 从目前的各项确保恢复增长的改革措施来看, 我们认为方向是正确的; 管理效率提高对利润的提升作用也已经显现了出来; 销售的改革如果执行到位的话, 也会有成果显现。
 - ◆ 我们认为公司未来增长将是稳健的, 预计利润增速在 25% 左右。
- 我们认为公司主业除了改革带来的稳健恢复性增长外, 超预期的增长点还需要观察。

- ◆ 改革需要磨合期。公司未来稳健的增长也是建立在改革成功的基础上，改革过程本来就需要时间，效果更需要时间来检验。
- ◆ 速效救心丸的增速平稳。速效救心丸达到了 4 个亿的销售规模，虽然分析还有增长的空间，我们判断将是一个循序渐进缓慢增长的过程。
- ◆ 培育新的大品种还需要时间。公司提出了要培育出新的类似速效救心丸的大品种战略。我们判断公司的产品优质，从中选出 1-2 个培育成过亿品种问题不大，但这也要依赖于销售改革的进程，需要时间。
- 我们预测公司 2008 年、2009 年、2010 年主业每股收益为 0.328 元、0.418 元、0.526 元；考虑到资产处置收益后的每股收益为 0.468 元、0.515 元、0.526 元；
- 对于稳健增长的公司，我们认为应该给予其与增速相匹配的估值，因此我们给予中新药业 2009 年 25 倍的主业 PE，对应的合理股价是 10.45，目前估值基本合理。但从长期投资角度看，我们首次给予“买入”评级。
- 特别提示：公司未来 6 个月面临的事件性机会可能给公司带来一定的波段性机会：
 - ◆ 2008 年报公布后公司将可能摘掉 ST 标志；
 - ◆ 基本药品目录公布，公司可能有多个产品入选。
- 风险提示：预期之外的不良资产出现；营销改革效果不佳

内容目录

公司的价值：重创后的愈合带来希望	4
连续两年的亏损源自大幅资产计提	4
目前出血点已经止住走上痊愈之路	5
典型的国有大型药企、典型的改革复苏之路	7
品牌和产品是公司最大的优势	7
营销和管理是公司较大的短板	8
公司现在处在改革的关键期	8
核心产品：速效救心丸市场分析	9
在可预见的时间内仍将左右公司的增长	9
在冠心病领域具备一定的优势	10
市场竞争环境分析	11
销量和增速有提升的空间	12
公司未来的增长稳健有余但爆发性欠缺	13
盈利预测和投资建议	13
盈利预测	13
投资建议	14
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

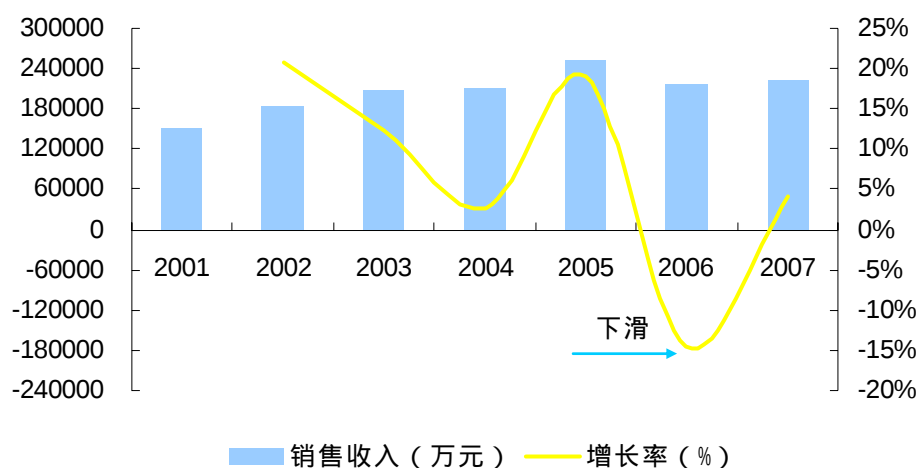
图表 1：销售收入的持续增长在 2006 年嘎然而止	4
图表 2：毛利率在 2006 年大幅下降	4
图表 3：2006 年各项资产计提比例	5
图表 4：2007 年各项资产计提比例	5
图表 5：公司 06、07 两年息税前利润大幅亏损.....	5
图表 6：公司大的出血点已经基本止住（黄色部分）	6
图表 7：核心资产的盈利 2008 年起得到快速恢复	6
图表 8：公司拥有三大历史品牌	7
图表 9：公司产品品种丰富适应症广	7
图表 10：我们对医药企业价值的判断逻辑	8
图表 11：公司销售体系改革示意图	9
图表 12：速效救心丸在公司占有举足轻重的地位	10
图表 13：治疗心绞痛的主要的中成药的标准每天消费金额	11
图表 14：不同城市冠心病主要用药在心血管用药中占比抽样统计结果	11
图表 15：速效救心丸销售额统计	12
图表 16：主要的冠心病中成药历史最销售额统计	12
图表 17：公司分业务销售预测假设	14

公司的价值：重创后的愈合带来希望

连续两年的亏损源自大幅资产计提

- 中新药业，作为一家年销售额超过 20 亿元、单品销售超过 4 亿元的大型传统中药企业，其业绩在 2006 年、2007 年两年出现亏损，变身为*ST 中新。出现这种情况的原因在于：
- 一方面，经营出现问题，毛利率下降。由于管理方面的问题，公司的经营实际处在失控的状态，并在 2006 年集中体现出来，产生了产品在渠道挤压、部分分公司经营情况恶化等问题。
 - ◆ 销售收入从 2001 年到 2005 年经历了五年的快速增长，在 2006 年下降 15%，2007 年虽然同比增长，但仍未恢复到 05 年的水平。如下图所示：

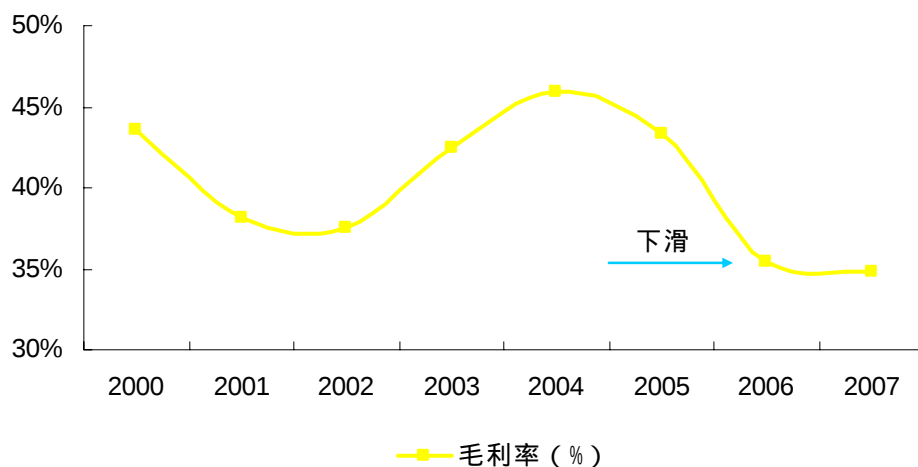
图表1：销售收入的持续增长在 2006 年嘎然而止



来源：国金证券研究所

- ◆ 毛利率在 2006 年也随着收入的下滑而下降，原因是产品价格的混乱，例如速效救心丸的销货价格实际已经大幅低于预订出厂价。

图表2：毛利率在 2006 年大幅下降

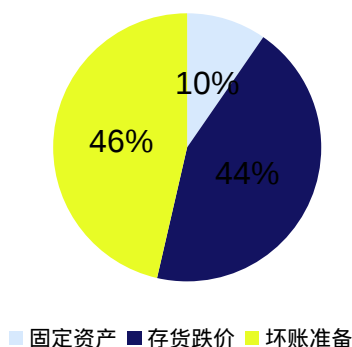


来源：国金证券研究所

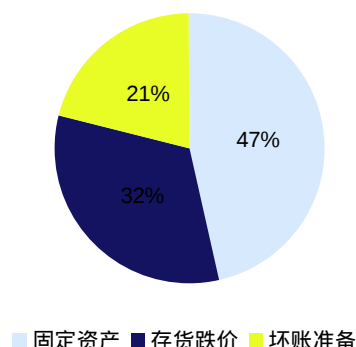
- 另一方面，适时进行了不良资产的计提。在经营问题暴露的同时，公司也主动和被动的对各个分公司、子公司的资产进行了梳理。对于持续经营能力欠缺的资产，进行了全额计提。

- ◆ 2006 年针对医药产业园、乐仁堂药业、新新药业，合计计提了 1.9 亿元；2007 年针对乐仁堂、新新药业，合计计提了 1.14 亿元。
- ◆ 计提项目包括固定资产、存货和坏账，2006 年、2007 年的具体分类比例如下图所示：

图表3：2006 年各项资产计提比例



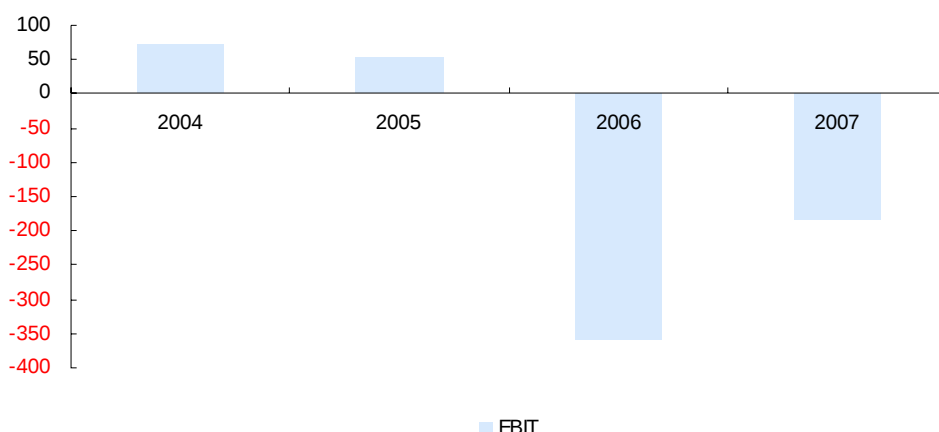
图表4：2007 年各项资产计提比例



来源：国金证券研究所

- 在上述两方面的共同导致下，公司 06、07 两年的息税前利润（EBIT）大幅下降，出现了前文所说的亏损。如下图所示：

图表5：公司 06、07 两年息税前利润大幅亏损

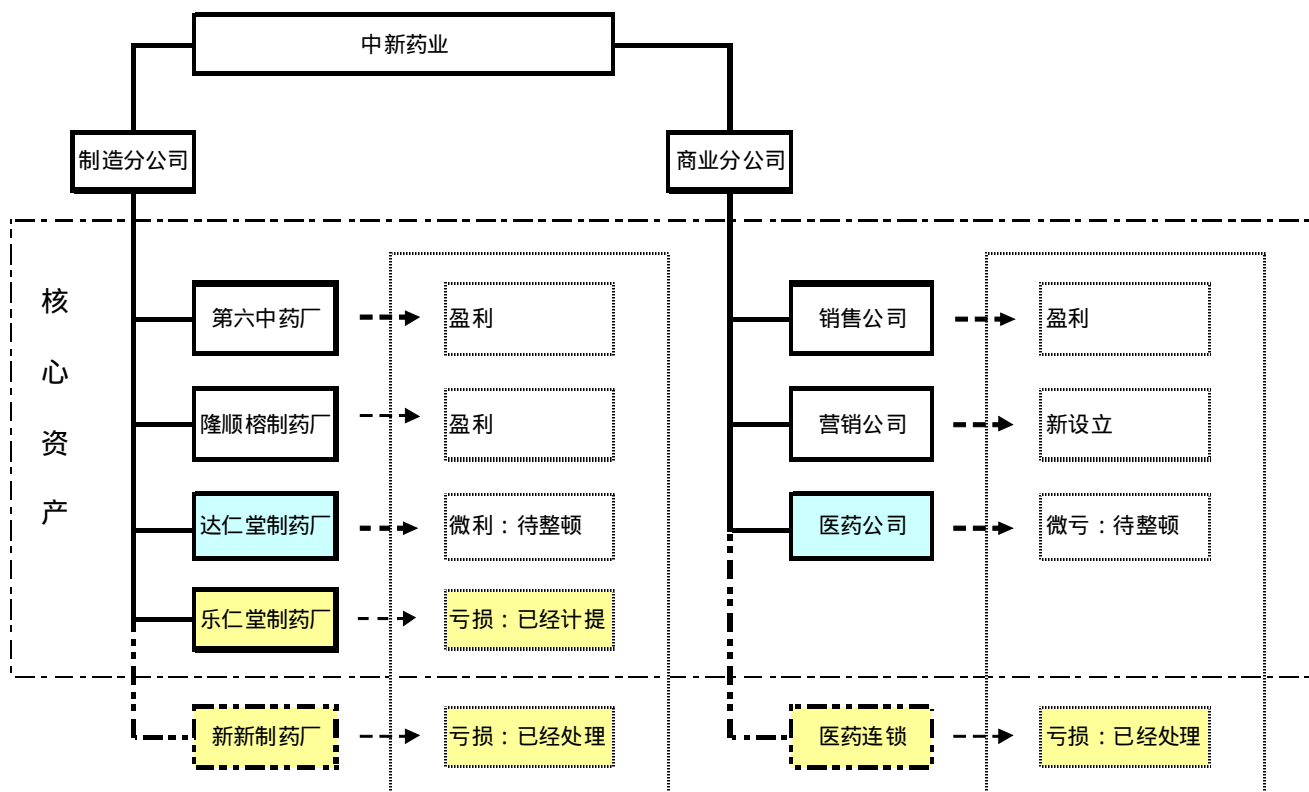


来源：国金证券研究所

目前出血点已经止住走上痊愈之路

- 我们把公司的各项资产做了梳理，发现造成公司 06、07 年较大亏损的出血点主要集中在以下两个方面：工业分公司的乐仁堂、新新药业；商业分公司的医药连锁。
 - ◆ 乐仁堂：公司近两年经营不好，处于亏损状态。06 年开始进行资产计提，夯实了资产质量。在更换了新的领导层以后，以优质产品为基础，有望借管理改革的契机实现扭亏为盈。
 - ◆ 新新药业：从 2008 年起停产待处置，目前全额计提了各项处置费用。
 - ◆ 医药连锁：每年亏损 1000 万元左右，在 2008 年剥离给了大股东。
- 除了上述大出血点外，达仁堂和医药公司，虽然未造成较大亏损，但盈利能力也不佳，需要提高。对于这两项资产，目前还没有剥离的必要，依靠管理的提升，有改善的可能性。

图表6：公司大的出血点已经基本止住（黄色部分）



来源：国金证券研究所

- 在 2006、2007 两年整顿的基础上，以核心资产（如图 5 框内部分）为基础的增长已经快速恢复，07 年正常的 EBIT 实现扭亏，08 年更实现了较好的盈利。如下图所示：

图表7：核心资产的盈利 2008 年起得到快速恢复



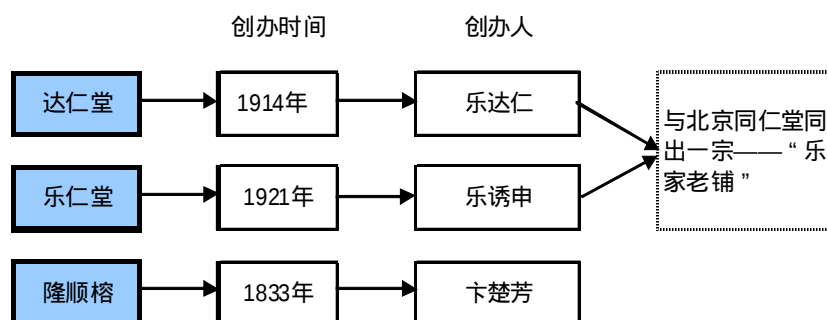
来源：国金证券研究所，正常 EBIT 是指剔除了不良资产计提的资产

典型的国有大型药企、典型的改革复苏之路

品牌和产品是公司最大的优势

- 公司下属的几家药厂拥有悠久的历史，品牌在全国有较高的知名度。其中隆顺榕拥有 300 年的历史；达仁堂和乐仁堂更是与北京同仁堂同出一宗。
- 悠久的历史使得公司的产品在全国知名度较高，而且长期的积淀也使得公司的产品质量和疗效要优于同类，这都为公司带来了较高的品牌忠诚度。

图表8：公司拥有三大历史品牌



来源：国金证券研究所

- 公司的产品线丰富，每家分公司都有 4-5 个知名产品。产品适应症覆盖了大多数的常见病症，并且都是大品种。例如心血管、脑血管、降压、降糖、肿瘤、清热解毒、抗感染等等，如下图所示。
- 公司的产品中国家机密品种 1 个，中药保护品种 18 个，独家生产品种 82 个，可谓独家资源丰富。因此，公司可能在即将推出的基本药品目录中占据多个席位。

图表9：公司产品品种丰富适应症广

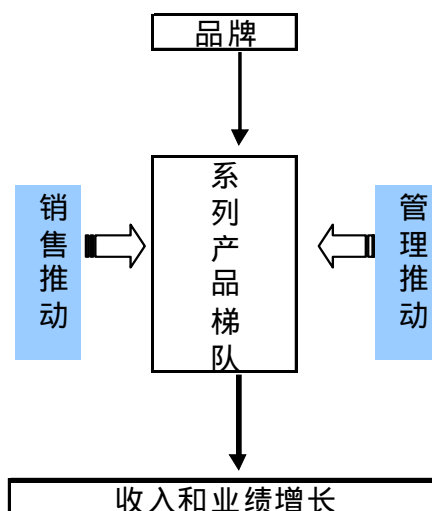
分公司	产品	适应症
第六中药厂	速效救心丸	心血管
	舒脑欣滴丸	脑血管
	清咽滴丸	清热解毒
隆顺榕制药厂	紫龙金片	肿瘤辅助用药
	降压避风片	高血压
	金芪降糖片	糖尿病
	癍清片	清热解毒
达仁堂制药厂	藿香正气软胶囊	
	牛黄系列	
	清肺消炎丸	抗感染
乐仁堂制药厂	通脉养心丸	心血管
	更年安片	妇科
	胃肠安片	
	六味地黄丸	
	清喉利咽	清热消炎

来源：国金证券研究所

营销和管理是公司较大的短板

- 根据我们对公司的评价逻辑，品牌和产品是一个公司发展的基础，营销和管理是成长的推动力，如下图所示。

图表10：我们对医药企业价值的判断逻辑



来源：国金证券研究所

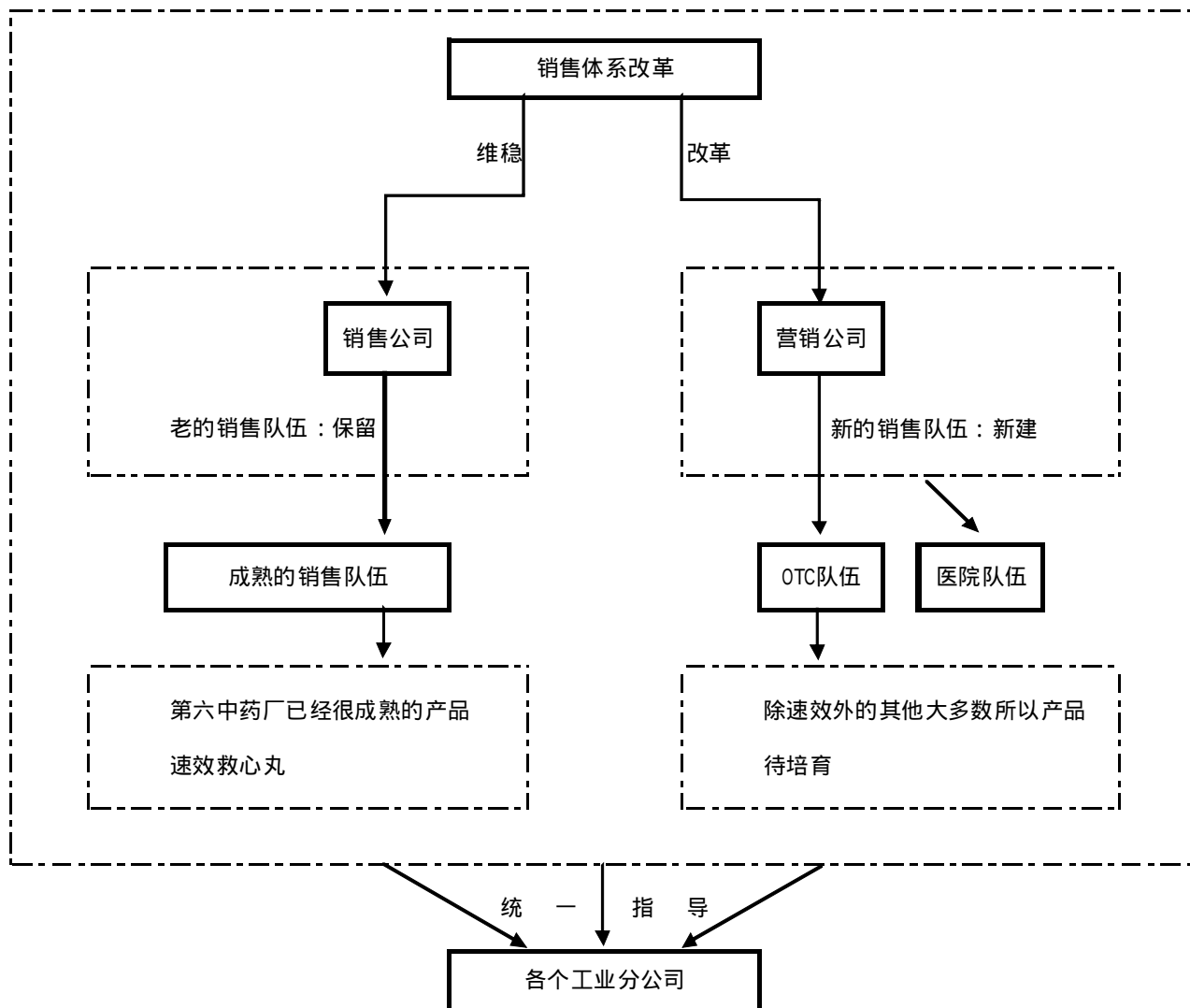
- 根据前文的分析，中新药业不但具备了品牌和产品基础，而且优势巨大。但公司在 2006 年开始发展遇到了一些波折，而这些波折的根源恰恰是过去多年营销和管理出现短板的累积结果。
 - ◆ 营销的问题。公司之前的销售体系的划分不是非常清楚，既按照产品剂型划分进行销售，部分分公司又有固定的销售队伍。这样，公司就缺乏一个总领全局的销售体系，造成了“生产统领销售 or 销售引领生产”的混乱，难以监控管理。
 - ◆ 管理的问题。拥有众多分公司是管理的一贯难题，常见的问题是管理的执行效率、各公司利益的协调、人员的繁冗、考核的困难等等。诸多问题都在中新身上有所体现。
- 营销和管理的长期短板，制约了公司的发展，也造成了公司一直大而不强的局面。

公司现在处在改革的关键期

- 从 2006 年问题的集中爆发开始，公司在新的董事长的带领下，开始了锐意改革。一方面加大的不良资产处理力度，另一方面对现有核心资产进行改革，尤其是销售短板问题。
- 销售体系改革。为了解决缺乏销售主心骨的问题，公司新成立了一家营销公司，我们认为家公司的作用体现在：
 - ◆ 第一，在维稳的基础上实现变革。公司既保留了运营比较成功的销售公司，保障了速效救心丸的销售；又成立了新的营销公司，进行销售体系的改革。两个公司实现了“稳、变”的统一。
 - ◆ 第二，营销公司可以统领销售策略的制定。各个分公司只负责产品的生产，对于众多产品的销售策略，将由营销公司来制定。这样可避免各分公司对于销售力量的争夺的分歧，也有利于公司放眼全局培育大品种的战略。

- ◆ 第三，营销公司可以开展医院销售的尝试。营销公司将对销售体系划分为两块，一是 OTC 部门，二是医院部门。这种全新的尝试也能弥补公司一贯医院销售不强的局面。

图表11：公司销售体系改革示意图



来源：国金证券研究所

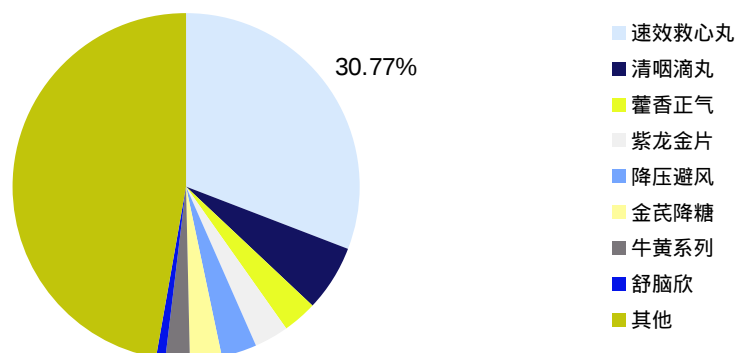
- 管理体系改革。考虑到国有体制改革的复杂性，我们认为管理方面最大的成果在于人员的减少对于管理费用降低的贡献。
- 基于营销和管理的改革，是公司未来发展最大的期待之一，也是能够预测公司业绩持续增长的重要假设之一。

核心产品：速效救心丸市场分析

在可预见的时间内仍将左右公司的增长

- 速效救心丸目前在公司工业产品销售额中占比达到 30%，也是唯一一个过亿的品种；另外有不到 10 个超过千万的品种；其他众多品种销量都在千万以下。如下图所示：

图表12：速效救心丸在公司占有举足轻重的地位



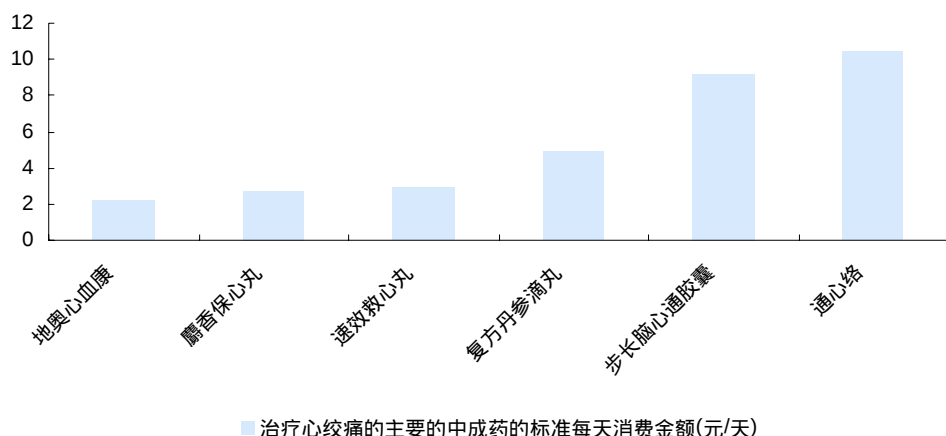
来源：国金证券研究所

- 因此速效救心丸的销售情况对公司业绩有直接影响。它的市场潜力问题也是我们必须思考的。

在冠心病领域具备一定的优势

- 速效救心丸的优势：品牌
 - ◆ 速效救心丸立足于冠心病用药市场，是我国第一个规模化生产的中药滴丸制剂，是我国具有自主知识产权的、三个国家级机密中成药之一，其配方被列为国家机密配方，享有超过 20 年的独家市场垄断权。
- 速效救心丸的优势：疗效
 - ◆ 速效救心丸中的川芎可以起到活血化瘀的作用，冰片作为芳香开窍药可以镇静止痛，改善微循环，降低外周血管阻力，减轻心脏负荷，改善心肌缺氧，单独含服常用于治疗冠心病、预防心绞痛，特别是出现心绞痛先兆症状时含服可以预防发作。临床二十余年，已成为冠心病患者随身必备之药。
 - ◆ 速效救心丸不仅可以治疗冠心病、心绞痛，还可以治疗其他多种疾病，例如偏头痛、原发性痛经、胃痉挛、胃绞痛、口腔溃疡、支气管哮喘、冻疮、癰症等等。
- 速效救心丸的优势：价格
 - ◆ 我们比较了冠心病类主要中成药的单位每次用药金额，如下表所示。速效救心丸的单位消费为 2.97 元，属于相对便宜。

图表13：治疗心绞痛的主要的中成药的标准每天消费金额



来源：国金证券研究所

市场竞争环境分析

- 速效救心丸所处的冠心病用药市场具有广泛的疾病基础。随着生活水平的提高，我国冠心病的发病率和死亡率也逐年升高，并有年轻化的趋势。1998 年至 2008 年间，我国男性冠心病发病率增加 26.1%，女性增加 19.0%。
- 中成药是心绞痛、冠心病用药的主要品种，占据 80% 以上零售市场份额。由于心脑血管疾病是慢性病，需要长期用药，所以副作用较小、且性价比比较高、服用方便的中成药自然成为患者的首选。
- 速效救心丸的主要竞争对手是中成药。其中代表药物包括：天津天士力的复方丹参滴丸、上海和黄的麝香保心丸、成都地奥的地奥心血康胶囊等。
 - ◆ 各种中成药的替代性明显：这些中成药的药理大致相同，患者购买何种药品很大程度上取决于销售渠道的竞争，这也造成了中成药销售具有很明显的地域特征。

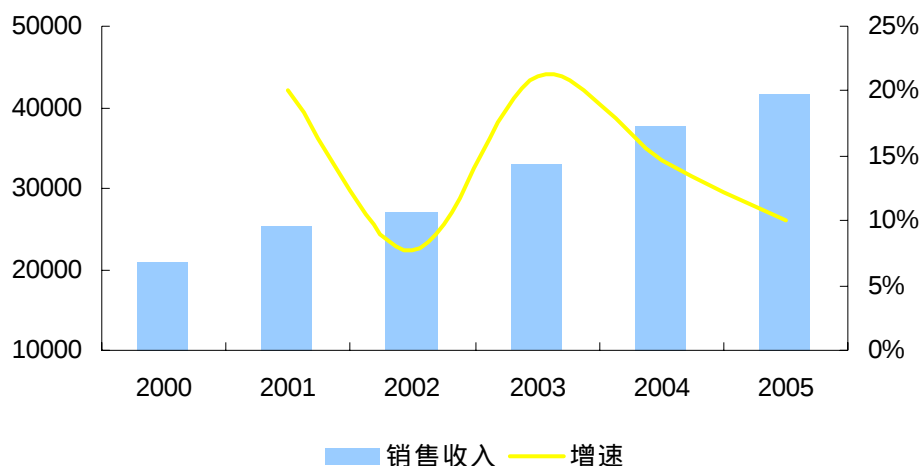
图表14：不同城市冠心病主要用药在心血管用药中占比抽样统计结果

北京			上海			佛山		
排序	产品	市场份额	排序	产品	市场份额	排序	产品	市场份额
2	复方丹参滴丸	15.79%	6	麝香保心丸	5.71%	1	复方丹参滴丸	20.09%
4	速效救心丸	13.31%	11	复方丹参滴丸	2.68%	8	麝香保心丸	3.83%
7	通心络胶囊	5.68%	12	速效救心丸	2.36%			
9	地奥心血康胶囊	3.90%	14	通心络胶囊	2.11%			
16	麝香保心丸	0.49%	18	地奥心血康胶囊	0.72%			

来源：国金证券研究所

- 中新药业的速效救心丸在 2000 年销售额超过 2 亿元，成为排名前五的冠心病用药。并在 2003 年过 3 亿元，2005 年过 4 亿元。如下图所示：

图表15：速效救心丸销售额统计

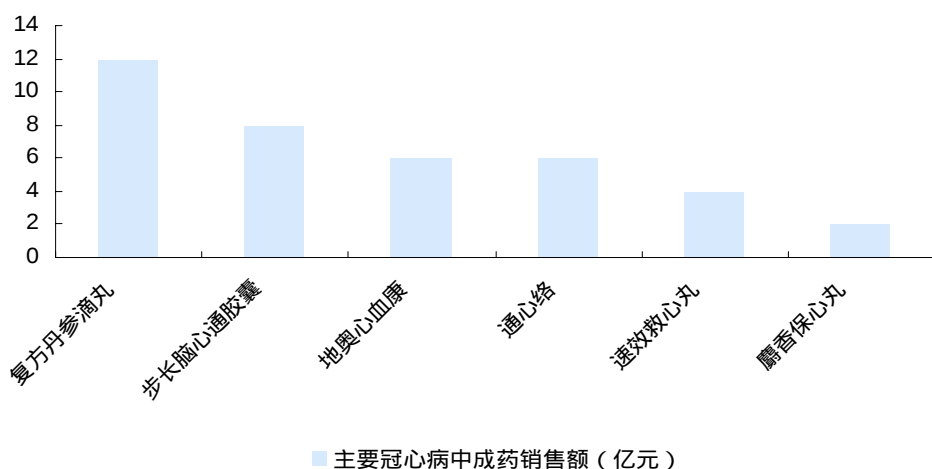


来源：国金证券研究所

销量和增速有提升的空间

- 与同类产品的简单比较，速效救心丸还有潜力可挖。
 - ◆ 从主要的冠心病中成药历史最高销售额来看，速效救心丸还有提高的空间，如下图所示：

图表16：主要的冠心病中成药历史最高销售额统计



来源：国金证券研究所

- OTC 领域还有拓展的空间
 - ◆ 从销售区域上来看，公司的产品在华北销售最好，这与前文提到的中成药销售的区域性有很大的关系。因此销售区域来看，理论上公司在华东、尤其华南还有很大的提高空间。
 - ◆ 进入基本药品目录有利于提高市场占有率。由于速效救心丸疗效快、消费负担低，非常符合国家基本药品的要求。因此我们判断其进入新版的国家基本药品目录可能性非常大。进入基本药品目录对于需要扩展销售区域的企业而言，利要大于弊。速效救心丸的目前售价是 17 元/盒，离最高限价 24 元还有一定的空间，并且作为独家品种，不必担心降价的问题。
- 医院领域的销售有提高的空间

- ◆ 医院销售一直是公司的弱项，速效救心丸中 90%是在 OTC 领域完成的，医院销售占比不到 10%。公司新成立了营销公司也有专门的医院队伍。所以伴随着改革的进行，速效救心丸有希望在医院领域获得一定的增量。

公司未来的增长稳健有余但爆发性欠缺

- 公司未来的增长还是寄希望于四大核心药厂：第六中药厂、隆顺榕制药厂、达仁堂制药厂、乐仁堂制药厂的恢复性增长；寄希望于销售公司、营销公司的销售推动；
- 从目前的各项确保恢复增长的改革措施来看，我们认为方向是正确的。管理效率提高（费用的节省）对利润的提升已经显现了出来，而销售的改革如果执行到位的话，相信也会有成果。
- 建立在未来属于恢复性增长判断基础上，我们认为公司未来增长将是稳健的，我们预计利润增速在 25%左右。（详细可见后文的盈利预测）
- 同时，我们也认为公司目前主业除了改革带来的稳健恢复性增长外，还缺乏爆发增长的可能。理由在于：
 - ◆ 改革需要磨合期。公司未来稳健的增长也是建立在改革成功的基础上，改革过程本来就需要时间，效果更需要时间来检验。
 - ◆ 速效救心丸的增速平稳。速效救心丸达到了 4 个亿的销售规模，还有增长的空间，我们判断将是一个循序渐进缓慢增长的过程。
 - ◆ 培育新的大品种还需要时间。公司提出了要培育出新的类似速效救心丸的大品种战略。我们判断公司的产品优质，从中选出 1-2 个培育成过亿品种问题不大，如清咽滴丸。但这很大程度上要依赖于销售改革的进程，需要时间。
- 所以从近两年的增长来看，我们认为公司主业将经历稳健的恢复性增长，超预期的增长点还需要观察。

盈利预测和投资建议

盈利预测

- 盈利预测假设：
 - ◆ 我们假设公司改革进展顺利，不会再出现较大的分公司亏损拖累业绩的情况，各公司的增长是恢复性的增长；
 - ◆ 我们假设公司的毛利率将逐步回升，在 2010 年整体毛利率回升到 2005 年的水平；
 - ◆ 我们假设公司不会再出现大规模的不良资产计提情况；
 - ◆ 我们假设管理费用率和管理费用会有较大幅度的下降，原因是不良资产的处置也减少了员工数量，管理费用会下降；
 - ◆ 我们假设子公司和参股公司每年贡献的投资收益稳定，大约在 8000 万元左右；
 - ◆ 我们假设 2009 年有 4000 万元的资产处置（仓库处置）收益，2010 年不考虑任何投资收益；

图表17：公司分业务销售预测假设

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
中药	销售收入	121603	125229	161148	133706	153547	165830	180755	198831
	增长率	16.40%	2.98%	28.68%	-17.03%	14.84%	8%	9%	10%
	销售成本	59422	54236	77901	77605	89905	87890	93993	101404
	毛利率	51.14%	56.69%	51.66%	41.96%	41.45%	47%	48%	49%
西药	销售收入	83139	73845	82567	71369	65454	55636	50072	45065
	增长率	14.25%	-11.18%	11.81%	-13.56%	-8.29%	-15%	-10%	-10%
	销售成本	58354	55351	57815	52664	52313	45622	40559	36953
	毛利率	29.81%	25.04%	29.98%	26.21%	20.08%	18%	19%	18%
其他	销售收入	1628	12502	7999	9922	4872	7308	8039	8039
	增长率	-75.64%	667.76%	-36.02%	24.04%	-50.89%	50%	10%	0%
	销售成本	1047	4888	6915	8489	3668	4750	5226	5226
	毛利率	35.70%	60.90%	13.56%	14.44%	24.71%	35%	35%	35%
合计	销售收入	206371	211576	251714	214997	223873	228775	238867	251935
	增长率	12.20%	2.52%	18.97%	-14.59%	4.13%	2.19%	4.41%	5.47%
	销售成本	118822	114476	142631	138757	145887	138262	139777	143583
	毛利率	42.42%	45.89%	43.34%	35.46%	34.84%	39.56%	41.48%	43.01%

来源：国金证券研究所

■ 盈利预测结果：

- ◆ 我们预测公司 2008-2010 年销售收入增速在 5%左右；
- ◆ 我们预测公司 2008-2010 年净利润增速在 25%左右；
- ◆ 公司 2008、2009、2010 年主业每股收益为 0.328 元、0.418 元、0.526 元；考虑到资产处置收益后的每股收益为 0.468 元、0.515 元、0.526 元；
- ◆ 需要说明的一点是，公司 09-10 年可能还会有超过我们假设范围的投资收益计入，如股票投资、土地转让等，会增大非经营性损益。出于稳健考虑，我们未纳入统计。

投资建议

- 对于稳健增长的公司，我们认为应该给予其与增速相匹配的估值，因此我们给予中新药业 2009 年 25 倍的主业 PE，对应的合理股价是 10.45，目前估值基本合理。但从长期投资角度，我们首次给予“买入”评级。
- 特别提示：公司未来 6 个月面临的事件性机会可能给公司带来一定的波段性机会：
 - ◆ 年报公布后公司将摘掉 ST 标志；
 - ◆ 基本药品目录公布，公司可能有多个产品入选。
- 风险提示：预期之外的不良资产出现；营销改革效果不佳

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2,517	2,150	2,258	2,288	2,389	2,519
增长率		-14.6%	5.0%	1.3%	4.4%	5.5%
主营业务成本	-1,426	-1,388	-1,467	-1,383	-1,398	-1,436
% 销售收入	56.7%	64.5%	65.0%	60.4%	58.5%	57.0%
毛利	1,091	762	791	905	991	1,084
% 销售收入	43.3%	35.5%	35.0%	39.6%	41.5%	43.0%
营业税金及附加	-19	-14	-17	-18	-18	-19
% 销售收入	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-655	-635	-522	-522	-545	-574
% 销售收入	26.0%	29.5%	23.1%	22.8%	22.8%	22.8%
管理费用	-374	-481	-322	-229	-239	-252
% 销售收入	14.9%	22.4%	14.3%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	42	-367	-70	137	189	238
% 销售收入	1.7%	n.a	n.a	6.0%	7.9%	9.4%
财务费用	-54	-51	-78	-65	-66	-65
% 销售收入	2.1%	2.4%	3.4%	2.9%	2.8%	2.6%
资产减值损失	0	0	-114	-10	-10	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	84	38	199	75	80	90
% 税前利润	79.6%	-10.1%	-698.1%	39.8%	34.3%	35.7%
营业利润	72	-380	-63	137	193	252
营业利润率	2.9%	n.a	n.a	6.0%	8.1%	10.0%
营业外收支	33	-2	34	52	40	0
税前利润	105	-382	-29	189	233	252
利润率	4.2%	n.a	n.a	8.2%	9.8%	10.0%
所得税	-12	-2	-21	0	-23	-38
所得税率	11.2%	n.a	n.a	0.0%	10.0%	15.0%
净利润	93	-384	-49	189	210	214
少数股东损益	12	-6	24	16	20	20
归属于母公司的净利	81	-378	-73	173	190	194
净利率	3.2%	n.a	n.a	7.5%	8.0%	7.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	81	-378	-49	189	210	214
少数股东损益	12	-6	0	0	0	0
非现金支出	147	285	222	110	110	112
非经营收益	-51	18	-149	-58	-38	-9
营运资金变动	72	52	-6	2	-27	-13
经营活动现金净流	262	-28	18	242	256	305
资本开支	-116	-45	70	71	21	-20
投资	6	48	135	69	0	0
其他	49	117	49	75	80	90
投资活动现金净流	-61	121	254	215	101	70
股权募资	5	0	0	0	0	0
债权募资	64	-51	-145	173	-208	-294
其他	0	0	-88	-87	-82	-81
筹资活动现金净流	69	-52	-233	86	-290	-375
现金净流量	270	41	39	544	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	414	332	356	900	967	967
应收款项	629	446	533	585	601	624
存货	555	491	395	417	421	433
其他流动资产	66	57	50	71	72	74
流动资产	1,663	1,325	1,335	1,973	2,062	2,098
% 总资产	41.0%	37.8%	38.4%	50.4%	52.5%	54.1%
长期投资	518	561	709	640	639	639
固定资产	1,617	1,369	1,256	1,123	1,036	949
% 总资产	39.9%	39.0%	36.2%	28.7%	26.4%	24.5%
无形资产	243	236	172	179	186	192
非流动资产	2,392	2,181	2,137	1,944	1,863	1,782
% 总资产	59.0%	62.2%	61.6%	49.6%	47.5%	45.9%
资产总计	4,056	3,507	3,472	3,918	3,924	3,880
短期借款	914	695	970	1,230	1,022	728
应付款项	763	838	836	914	930	961
其他流动负债	40	10	105	120	108	111
流动负债	1,717	1,543	1,911	2,263	2,060	1,800
长期贷款	379	540	120	120	120	121
其他长期负债	11	15	96	0	0	0
负债	2,107	2,098	2,127	2,383	2,180	1,921
普通股股东权益	1,631	1,201	1,110	1,282	1,472	1,667
少数股东权益	317	207	236	252	272	292
负债股东权益合计	4,056	3,507	3,472	3,918	3,924	3,880

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.219	-1.022	-0.197	0.467	0.514	0.526
每股净资产	4.413	3.249	3.002	3.469	3.983	4.509
每股经营现金净流	0.709	-0.076	0.050	0.655	0.692	0.824
每股股利	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.95%	-31.46%	-6.56%	13.46%	12.90%	11.66%
总资产收益率	1.99%	-10.77%	-2.10%	4.41%	4.84%	5.01%
投入资本收益率	1.42%	-13.59%	-4.95%	4.75%	5.89%	7.20%
增长率						
主营业务收入增长率	18.97%	-14.59%	5.04%	1.30%	4.41%	5.47%
EBIT增长率	-29.46%	#####	-80.36%	#####	37.84%	25.79%
净利润增长率	26.17%	N/A	-80.72%	N/A	10.04%	2.31%
总资产增长率	3.64%	-13.54%	-0.98%	12.82%	0.18%	-1.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.1	58.5	45.7	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	146.3	137.6	110.2	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	62.1	69.4	73.1	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	206.6	232.7	201.9	185.6	164.5	143.3
偿债能力						
净负债/股东权益	45.10%	64.14%	54.52%	29.34%	10.06%	-6.04%
EBIT利息保障倍数	1.0	-6.9	-0.9	2.1	2.9	3.7
资产负债率	51.95%	59.84%	61.25%	60.84%	55.56%	49.52%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	2	2	5
买入	0	0	1	2	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.20	1.33	1.35

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买；1.01~2.0 = 买入；2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持；4.01~5.0 = 卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。