

天士力(600535)

——处于十字路口的中药现代化企业

谨慎推荐

首次评级

健康护理/化学制药

2009 年 5 月 8 日

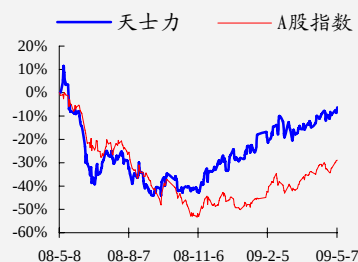
投资要点:

- 天士力是我国医药现代化的先驱之一，依靠复方丹参滴丸单品的成功，进入医药工业百强行列，但是随着复方丹参滴丸销售收入增长放缓，公司的增长也进入了平台期，未来公司的发展无论是来自于复方丹参滴丸的二次开发还是其他业务板块的快速增长，都需要一段时间的培育；
- 复方丹参滴丸在 1994 年上市以后，只用了不到 8 年的时间就成为了销售额超十亿的品种，除了公司的营销努力以外，复方丹参滴丸对应大病种，新剂型带来良好的疗效都是复方丹参滴丸成功的原因；
- 复方丹参滴丸依然占据公司工业销售额 75%，毛利 80%，公司的其他品种较少，只有十几个品种，而且其他品种缺乏复方丹参滴丸的条件，只有养血清脑颗粒单品销售额超过 1 亿元，唯一的亮点是新产品水林佳，其对应肝病大病种，需要长期服用，和复方丹参滴丸有相似之处，销售额有能力达到 2-3 亿元；
- 公司在中药注射液和生物制剂上也倾注了较大的资源，但是由于种种原因，这两项业务还都处于培育期，在 2-3 年内无法给公司贡献较多的利润；
- 从财务报表上看，公司的盈利能力已经处于较高的水平，只有通过销售规模的扩大才能获得快速增长，公司的资产质量和现金流状况良好，可以支持公司各项业务的开拓；
- 预计公司 2009 年和 2010 年每股收益为 0.60 元和 0.73 元，公司作为中药现代化的龙头企业在国家支持中药的背景下将会获得国家在政策上和资金上的支持，复方丹参滴丸在美国的二期临床的结果也将会成为公司股价上涨的催化因素；
- 公司目前估值处于合理区间的下限，有一定的上涨空间，给予谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	343,422	22.87	25,589	37.66	0.52		28.96	
2009E	395,278	15.10	29,321	14.58	0.60		25	
2010E	449,908	13.82	35,718	21.82	0.73		20	
2011E								

走势图



市场数据

2009-5-7

收盘价:	15.57 元
52 周最高价:	18.59 元
52 周最低价:	9.07 元
平均持仓成本:	14.64 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	48,800
流通 A 股 (万股):	48,800
每股收益 (元):	0.11
每股净资产 (元):	3.62
每股经营现金流 (元):	0.20
市净率:	4.30

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

天士力是我国中药现代化的先驱之一,通过对传统中药药方复方丹参片进行剂型改造,开发出我国第一个中药滴丸品种——复方丹参滴丸,并通过有效的营销手段把它培养成我国第一个单品销售额过 10 亿的品种,但是随着复方丹参滴丸销售额的增加,销售增速也开始放缓。公司采取了多种措施,希望能够弥补这一状况,实现二次发展,但是无论是其他品种的培育,进入其他医药子行业还是复方丹参滴丸本身的二次开发都处于培育期,短时间内无法成为公司继续快速增长的动力。公司目前也面临着继续多元化发展还是重新聚焦于中药现代化主业的战略抉择,在明确发展目标之前,公司可能还会维持一个行业平均的增长速度。

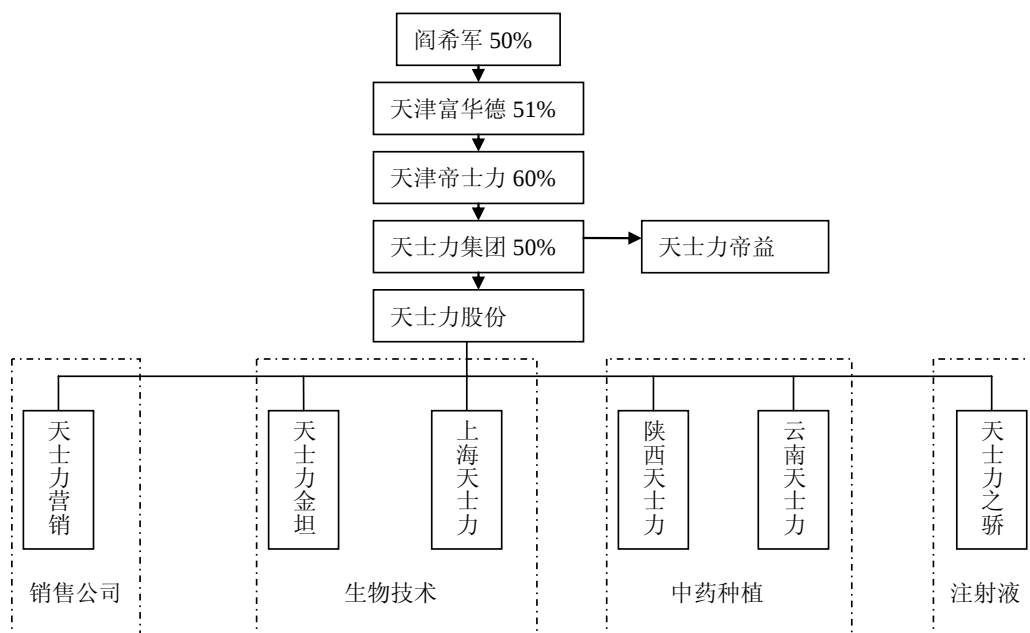
公司的亮点在于作为中药现代化的领先企业,在我国扶植传统中医药的大背景下,能够获得更多的政策支持,公司不但是国家创新型企业,而且也是国家级的药品研发企业平台,可以获得国家在药品研发上的资金资助,替代公司在研发上的支出,增加公司的利润。另外公司的复方丹参滴丸在美国进行二期临床试验,作为中药国际化的旗帜性产品,一旦产品顺利进入三期临床,将会极大的提振市场对公司的信心和估值水平。

1. 明星企业家的明星企业

公司的前身是军队企业,在 1994 年改制后成为民营企业,实际控制人闫希军是医药行业中的明星企业家之一,作为全国人大代表,在商政两届都有很高的人脉,在医药行业内也有较高的号召力,是中药现代化的代表人物。和许多医药企业家一样,公司是以药品销售起家,在成功的推出了复方丹参滴丸后,企业取得了极大的成功。除了中药资产以外,母公司天士力集团还拥有生产化学药品为主的天士力帝益公司。2002 年以复方丹参滴丸为主的中药类资产成功上市,成为目前的上市公司天士力股份有限公司,公司在上市后,逐步的并入一些医药商业资产,并成立了生产中药注射液的天士力之骄公司以及生产生物产品的上海天士力以及天士力金坛生物技术公司,把业务扩大到医药商业和生物产品。

上市公司是天士力集团的主要资产部分,占上市公司销售额的 70%,工业生产总值的 65%,而中药部分则依然是上市公司和集团公司利润的主要来源。

图一、公司的股权结构和业务结构图

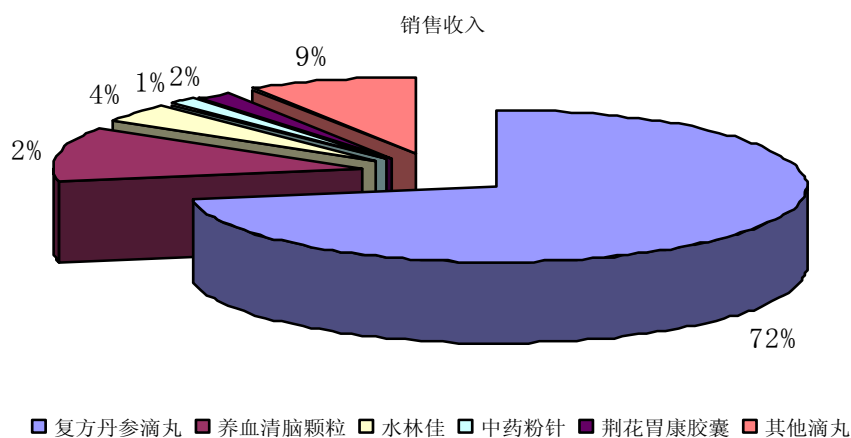


资料来源：上市公司公告、东北证券研究所

2. 复方丹参滴丸的神话

复方丹参滴丸已经成为了公司的标志性产品，提到复方丹参滴丸，就会想到天士力，而说到天士力也自然会想到复方丹参滴丸。复方丹参滴丸不但是中药产品开发中的经典产品，同时也是医药营销方面不能不提到的经典案例。目前复方丹参滴丸依然占据公司工业销售收入的 72%，毛利润的 80%。

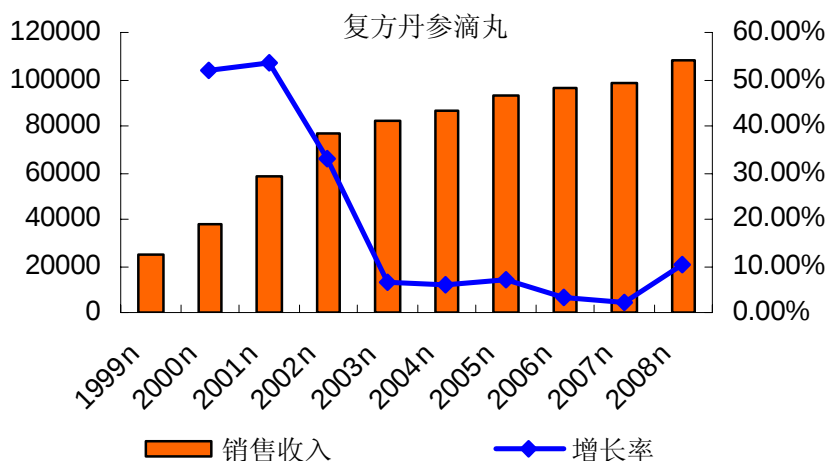
图二、天士力工业产品销售收入结构图



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

复方丹参滴丸来自于传统的药方复方丹参片，包括丹参、三七和冰片等三味主药，主治活血化瘀，理气止痛，用于冠心病、心绞痛的预防和治疗。复方丹参片本身就具有治疗心血管疾病的良好疗效，但是片剂的剂型起效较慢，只能用于慢性心血管疾病的长期治疗，对急性发作不能起到很好的作用，而且每次的服用量较大，服用不方便。复方丹参滴丸可以舌下含服，在 15 分钟内就能起到舒缓症状的效果，可以用于急性期，也可以用于慢性疾病，而且丸体较小，服用方便，因此在 1994 年上市以后，通过天士力强大的销售力，在不到 8 年的时间内含税销售额就超过了 10 亿元，成为国内第一个销售额过 10 亿元的产品。但是随着销售额的扩大，产品进入了成熟期，销售收入增长率也下滑到个位数。

图三、复方丹参滴丸销售收入和增长率



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

我国冠心病的发病率 2003 年在千分之四点六的水平，发病率在慢性病中排名前十，近些年随着老龄人口的增加，这一比率应该已经超过千分之五，即我国有 700 万人承受冠心病的折磨。复方丹参滴丸每年的销售量大概在 1 亿瓶，每瓶 180 粒，可以供一周治疗适用，假设冠心病患者每人每年有 20 周要使用复方丹参滴丸，那么复方丹参滴丸覆盖的人群已经达到 500 万人，基本上完成了对患病人群的覆盖。其增长只能来自于冠心病人群的扩大，这一速度大概是每年增加 3-5%。

表一、我国慢性病发病率前十名 单位：千分之一

名称	发病率（合计）	发病率（城市）	发病率（农村）
高血压	26.2	54.7	16.4
胃肠炎	10.3	9.8	10.5
风湿性关节炎	8.6	8.4	8.7

慢性肺病	7.5	8.2	7.3
脑血管病	6.6	13	4.4
胆结石胆囊炎	5.7	8.5	4.7
糖尿病	5.6	16.3	1.9
椎间盘病	5	8.1	4
冠心病	4.6	12.4	2
消化性溃疡	3.7	3.4	3.8

数据来源：卫生部，东北证券研究所

心脑血管药物的市场容量在 600-700 亿元，其中冠心病药物的市场容量在 100-120 亿元左右，而以复方丹参滴丸为首的丹参类制剂销售额约 20 亿，在所有药品中领先。虽然冠心病治疗药物的市场容量很大，但是竞争也非常激烈，复方丹参滴丸能在竞争中脱颖而出主要在于其剂型的优势以及较早的建立了 GAP 种植基地，提高了产品的质量，在医生和患者中赢得了较高的声誉。随着整个中药质量标准的提高以及新剂型的层出不穷，公司在这方面的优势已经不是很明显，随着公司覆盖人群的基本饱和，对新使用者开发的难度也在不断增加。未来公司希望能在三个领域上有所突破，一是农村市场，公司希望通过进入基本药物目录，在低端领域和其他的药品进行竞争，但是我们看到，农村冠心病的发病率远低于城市，而且公司在医院、药店和农村销售比例已经从 2004 年的 4: 4: 2 上升到目前各占三分之一，即公司近些年的增长主要来自于农村市场，公司在农村市场的开发已经很充分，继续大幅增长的可能性很小；第二是开发全球市场，公司的产品已经作为制剂进入俄罗斯和中东等多个国家，并在美国进行临床试验，但是目前进入的国家都药品监管不是特别严格的国家，而且销售情况也并不乐观，在美国进行临床试验是一个长期的过程，经常要经过 5-7 年的时间，即使通过 FDA 注册能够取得上市资格，进行推广也有较大的难度；第三是开发新的适应症，公司目前正在开发复方丹参滴丸在糖尿病并发症、高血压、高血脂以及动脉硬化等方面的治疗前景，并在糖尿病并发症上取得了一定的进展，历史经验表明，成熟期的药品如果能够找到新的适应症，由于其已经证实的安全性，将能够实现二次增长，所以新适应症的开发可能是复方丹参滴丸二次增长的可能性因素。

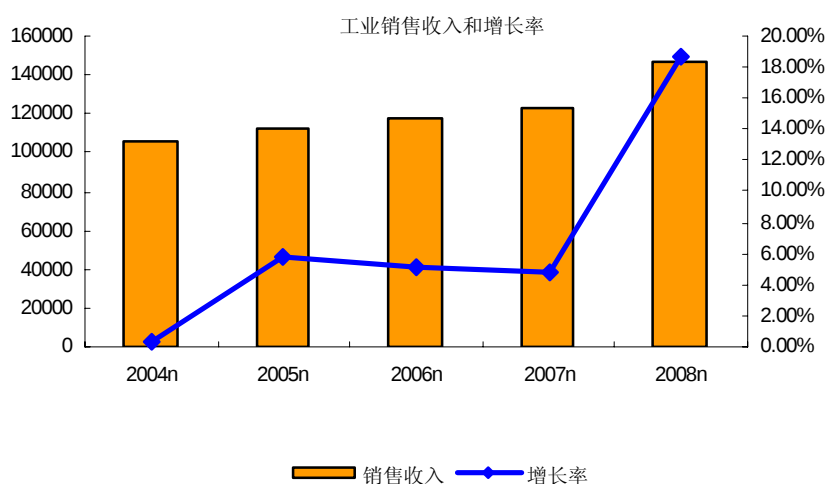
在 2008 年，公司通过提价 13% 实现了较快的增长，但是目前复方丹参滴丸每瓶的价格在 16-17 元，服用 6 天，而同类型的复方丹参片的价格只有其四分之一，而地奥心血康每日服用的价格也只有复方丹参滴丸的一半，在有同类品种对比的情况下，复方丹参滴丸也无法继续大幅的提高产品价格来实现销售额的增长。

因此，在无法快速开发新的市场和新的适应症的情况下，复方丹参滴丸将会维持个位数的增长速度，并影响到整个公司的增长速度。

3. 无法复制的辉煌

在复方丹参滴丸取得成功以后，公司延续了其大病种、大生产、贵精而不贵多的思路，从 SFDA 网站上可以看出，公司目前一共只有十几个品种，和其他公司往往几十个甚至几百个产品批文的情况不同。公司的主要产品主要集中在心血管、中药抗生素、糖尿病和肝胆胃肠用药上，符合公司大病种的战略，但是在复方丹参滴丸以后，只有养血清脑颗粒的销售收入超过了 1 亿元，其他多数品种都在 1000 万到 3000 万元之间徘徊，无法复制复方丹参滴丸的辉煌。

图四、天士力工业部分销售收入和增长率



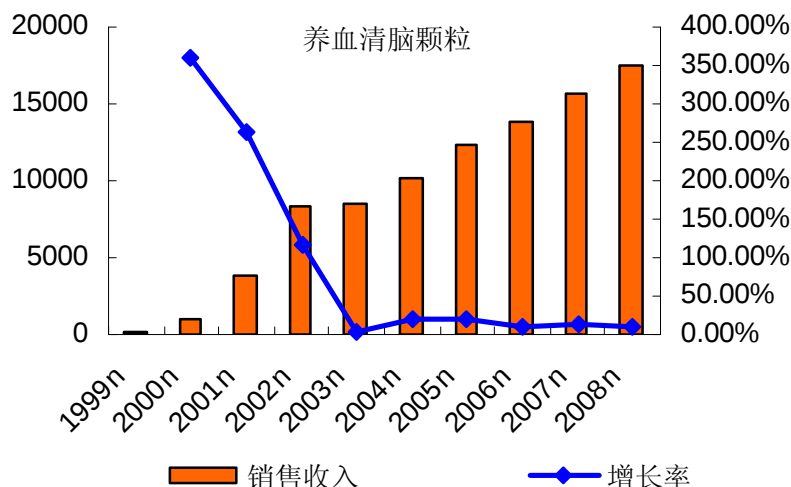
数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

表二、天士力其他主要产品

分类	产品
心脑血管	复方丹参滴丸、丹参滴丸、养血清脑颗粒、养血清脑丸、芪参益气滴丸
清热解毒	柴胡滴丸、穿心莲内酯滴丸、藿香正气滴丸
糖尿病	消渴清颗粒
肝胆胃肠	荆花胃康胶丸、水林佳

数据来源：SFDA 网站、东北证券研究所

图五、养血清脑颗粒销售收入增长图



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

究其原因，主要有以下几点，第一个是病种不适合，如养血清脑颗粒，其主要的功能是养血平肝，活血通络，用于头痛、眩晕眼花、心烦易怒、失眠多梦等，并没有专一对应的适应症。头痛产生的原因很多，养血清脑颗粒无法完全覆盖，也无法单独列出可以简单判断的病征，所以无法快速的通过自我诊断来选择药物，也无法长期服用。而清热解毒消炎类产品本来就不是中药的强项，而公司生产的三种滴丸产品也都不是清热解毒类产品中占据优势的项目，相关产品众多，滴丸产品起效快的强项在这一产品中的优势也不能完全体现，因此在竞争中不占有优势。另外是产品本身有问题，如公司外购的品种荆花胃康胶丸，由于其主药土荆芥产于福建，在原料获取上有一定的困难，影响了药品的生产和品质，另外在剂型上，胶丸的剂型会黏着在胃壁上，影响药效的发挥，虽然被寄予厚望，但是市场反应并不是很理想，而且胃药市场竞争本来就非常的激烈，有缺陷的产品无法在市场上脱颖而出。

在公司目前的产品结构中，水林佳（水飞蓟宾胶囊）是一个比较突出的亮点，将成为销售过亿的品种，虽然无法取得复方丹参滴丸的辉煌，但是在公司营销能力的带动下，有希望成为销售额达到 2-3 亿元的品种。不单单是由于这一品种在 2008 年取得了 100% 以上的增长，销售额超过 6000 万元，而是水林佳符合公司一贯的产品和营销思路。水林佳从本质上来说是一种植物提取物，符合公司产品战略中选择只包含几味成分的战略，这样不但在质量上可控，而且可以做更为深入的学术研究和学术推广，如果配方包含的药物种类较多，则极大的增加了药物之间作用研究的难度。从治疗的病种上来看，水飞蓟宾能够稳定肝细胞膜，保护肝细胞的酶系统，清除肝细胞内的活性氧自由基，从而提高肝脏的解毒能力，避免肝细胞在长期接触毒物、服用肝毒性药物、吸烟，饮酒等情况下受到损伤，所以水林佳主要用于慢性肝炎及脂肪肝的长期治疗。慢性肝炎及脂肪肝也是我国发病率较高的大病种，发病

率在千分之二以上，而且慢性肝炎和脂肪肝通常需要长期的服药来对抗肝损伤，因此如果一种药物对症状缓解有效，病人经常会长期使用。这两个方面和复方丹参滴丸都有相似之处，虽然水林佳不是天士力的独家品种（江苏先声汉合制药有限公司也有相关产品生产），而且肝病领域的药物竞争也非常激烈，但是依靠天士力的品牌优势和销售实力，未来还是会有所作为。

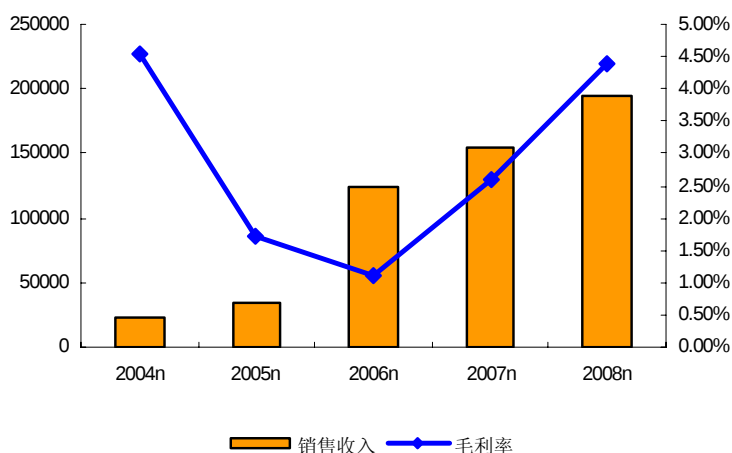
总体来看，公司的产品线分布不广，有限的产品无法弥补复方丹参滴丸销售增长速度下滑的市场空缺。

4. 新业务还需培育

在公司规模不断扩大以后，公司也开始了相关多元化的拓展，主要集中在医药商业、中药注射液和生物医药等领域，但是这些业务还都处于培育期，无法快速给公司带来业绩的增长。

公司的医药商业目前销售额接近 20 亿元，占公司销售收入 60%，医药商业子公司主要是为公司的工业产品建立的销售网络，另一方面也代理其他公司的产品，医药商业的销售收入都是公司代理其他公司产品的销售收入。公司在 2006 年收购了多家商业子公司，把医药商业的销售额一举提高了 10 亿元以上，但是公司医药商业子公司的主要功能还是作为公司工业产品的销售网络，作为代理其他产品来说，公司的业务分散在全国，没有形成规模效应，未来医药商业的发展日趋的渠道化，而代理模式将会受到很大的冲击，公司医药商业部分的发展并不乐观。而且相对于工业部分，商业部分的利润微薄。

图六、天士力医药商业销售收入和毛利率



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

中药注射液是中药现代化的一个主要标志和发展方向，公司在很早就开始在中药注射液上的研发，但是发展并不顺利，公司产品申报是在 2006 年国家药监局开始整顿药品批文期间，被耽搁了很长时间，直到 2006 年底第一个品种才获得批文，在 2008 年正式上市，上市后又正好赶上 2008 年中药注射液不断出现安全问题以及社会对中药注射液品种安全性的质疑，因此在 2008 年中药注射液的销售额只有 2000 万元，低于预期。未来来看，中药注射液还要受到安全性的影响，推广难度较大。

目前公司获批产品是注射用益气复脉，另外还有两个品种正在等待临床批文，3 个品种在临床阶段。这些产品的主治功能都是用于心脑血管疾病的治疗，和公司目前的主打产品一脉相承，在未来的学术推广上可以有效地利用公司的销售资源。如果都能够拿到批文，无疑对丰富公司的产品线，促进公司销售收入的增长有很大的帮助，但是从目前行业的状况来看，无论是批文的获得、产品上市还是推广的进展可能都会低于预期。

表二、天士力中药注射液产品

状态	名称
已经上市	注射用益气复脉（冻干）
等待批准	银杏内酯注射液，丹酚酸 B 注射液
临床阶段	注射用黄芩，注射用参芩，注射用脉络宁

资料来源：上市公司公告、东北证券研究所

公司生物药项目主要的产品是人重组尿激酶原，尿激酶作用于人体的纤维蛋白溶解系统，能催化裂解纤溶酶原成纤溶酶，后者不仅能降解纤维蛋白凝块，亦能降解血循环中的纤维蛋白原、凝血因子 V 和凝血因子 VIII 等，从而发挥溶栓作用，是临床上主流的用于急性血栓治疗的药物，目前市场上销售的尿激酶都是从人尿中提取，价格较高，人重组尿激酶原是利用基因重组技术来制备人源性的尿激酶原，在体内可以起到和尿激酶同样的作用。目前人重组尿激酶原的各项准备工作已经完成，等待获得生产批文和厂房的 GMP 认证后就可以上市销售，预期产生销售收入要在 2010 年，真正能够实现利润要在 2011 年以后。另外公司的流感疫苗产品也在临床研究中，将在未来的 2-3 年内投入市场。

天士力的中药注射液项目和生物产品项目目前都处于投入期，预计到 2010 年甚至更晚以后才能给公司带来利润，无法在短期带动公司业绩的增长。

5. 销售、生产与研发

销售是医药企业的核心能力之一，很多医药企业都是从销售起家，进而进入生产领域，天士力也不利外。目前天士力主要产品的销售都集中在下属子公司天津天士力医药营销集团有限公司，该公司在华南、华东、华中、西北和西南等地设立五家子公司，并在各省设立办事处，销售人员达到 2000 多人，销售网络已经覆盖到县以下的市场。公司的销售系统实行矩阵式结构，在省一级设立各品种的市场策划部门，制定该产品的销售策略并协助销售人员进行销售。公司的产品覆盖医院和 OTC 市场，由于公司市场开发度已经很高，目前主要是进行市场维护工作，一旦有新产品推出，可以通过公司的销售网络快速的向市场进行推广。

医疗体制改革希望能切断医生和药品之间的联系，对公司的销售可以产生一定的负面影响，但是公司的主要产品已经是市场化程度很高的产品，处方量和维护费用关联性不大，即使医疗体制改革真的能够切断医生和药品之间的利益链，对公司的影响也要小于其他企业。

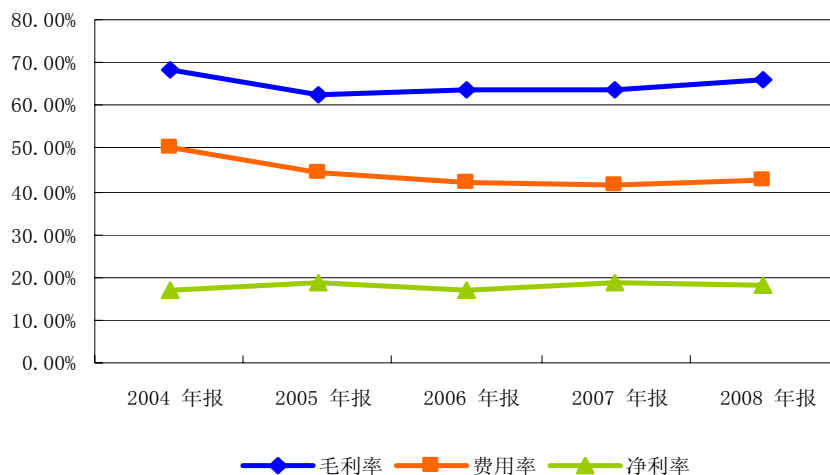
公司在 2002 年建成天士力中药城，目前有 30 亿元的生产能力，是 2008 年工业销售额的 2.5 倍，生产中药注射液的天士力天之骄药业以及生产生物制剂的上海天士力目前生产能力充足，未来不需要新的厂房建设。

公司在研发上设有现代中药研究所、生物研究所、国际注册中心等部门，和集团的其他研究机构一起构成天士力研究院，天士力研究所是一个虚拟的机构，通过委员会性质的非常设机构来确立每年立项的项目和项目计划，交由各个研究所负责实施。公司倡导“没有篱笆墙的研究院”的发展理念，充分的和国内外大学和研究机构合作。公司是国家级创新型企业，是国家认证的药品研发企业平台之一，未来可以获得国家资金和项目的支持，对公司的研发有极大的促进作用。

6. 财务分析

由于公司在 2006 年并入了大量的商业资产，因此用母公司的报表更能反映公司工业部分的收益情况，我们可以看到，从 2004 年开始，母公司的毛利率开始下滑后在维持在 2005-2007 年维持在 62-63%之间，2008 年由于提高了复方丹参滴丸的价格，毛利率提高到 65%以上，公司的费用率也在 2004 年开始逐步下降，主要是管理费用率下降了 9 个百分点以上，财务费用率从 2004 年的 1.6%左右提高到 4%以上，主要是公司在中药注射液和生物制剂上投入较大的资金，贷款增加。总体来看费用率的下降要快于毛利率的下降，公司的销售净利润率一直保持在 18%以上，这在医药类上市公司中也处于较高的水平，未来销售净利润进一步提高的空间不大。

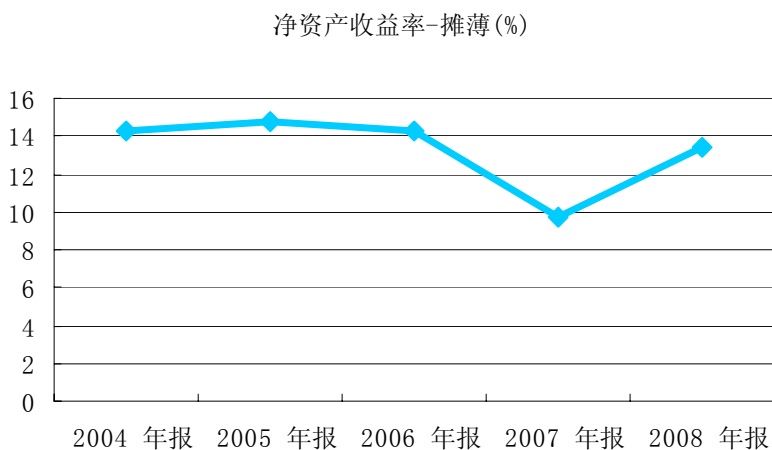
图七、天士力工业部分的毛利率、费用率和净利润率



数据来源: Wind 资讯、东北证券研究所

公司的净资产收益率一直保持在 13%-15%之间,总资产报酬率保持在 11%以上,在上市公司中都属于较高的水平,医药类上市公司的中位数为 8.4%,而上市公司的中位数只有 6.8%。

图八、天士力净资产收益率变动图



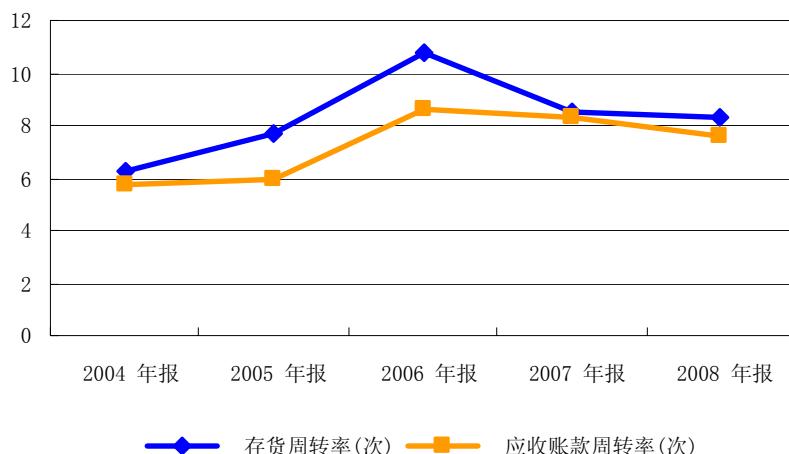
数据来源: Wind 资讯、东北证券研究所

公司的资产负债率一直保持在 40-50%之间,是比较合理的负债水平,由于公司近两年一直在中药注射液和生物制剂的生产设施建设上投入了较多的资金,所以公司的固定资产增加较快,同时负债较多,在 2008 年中期的时候达到了 9 亿元,目前公司的生产设施建设已经基本进入尾声,未来固定资产投资将会减少,公司的

负债也下降到 2009 年第一季度的不到 7 亿元，随着公司现金流的增长，公司的负债水平还会进一步下降。

由于 2008 年医院对医药商业企业账期延长，所以公司 2009 年应收账款和存货都有较大幅度的增长，应收账款周转率和存货周转率都有较大幅度的下滑，

图九、天士力运营能力图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

公司经营活动的现金流一直高于净利润，经营活动现金流状况良好

总体来看，公司的资产质量、盈利能力和现金流状况在行业内都属于较好的水平，说明公司的管理能力在业内领先，只要解决了目前发展瓶颈的问题，公司的前景比较乐观。

7. 盈利预测与投资建议

预计天士力 2009 年和 2010 年将继续保持平稳的增长速度，每股收益分别为 0.60 元和 0.73 元，对应的市盈率分别为 25 倍和 20 倍，略低于行业平均的水平。

作为中药现代化的领先企业，天士力在经历了快速发展以后，率先进入了调整期，未来面临从单品种经营到多品种经营，从单领域经营向多领域经营的转变，这种调整期一般要经历 3-5 年的时间，公司的新的业务中药注射液和生物制剂都要到 2011 年以后才能真正的替代复方丹参滴丸，成为公司新的业绩增长点。在这个期间，复方丹参滴丸作为现金牛品种，可以为公司的发展带来足够的现金支持，公司在医药行业的地位、前瞻性和管理能力也保证公司不会偏离发展的方向。

我们认为公司 2009 年的合理估值应该在 25 倍到 30 倍之间，即合理价格在 15-18 元之间，目前的股价在合理估值的下限，有一定的上涨空间，给予首次谨慎推荐的投资评级。公司是值得长期跟踪的品种，长期投资的买入点应该在 2010 年的上半年。

8. 风险因素

如果复方丹参滴丸进入基本药物目录，存在降价的风险。

公司新的项目都集中的注射液品种上，存在药品安全性的风险。

公司复方丹参滴丸在美国进行 II 期临床研究，存在临床研究数据不佳，不能进入三期临床的风险

报表预测					
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2424.30	2794.91	3434.22	3952.78	4499.06
减: 营业成本	1573.84	1875.26	2295.74	2701.33	3089.05
营业税金及附加	19.36	20.85	23.21	24.00	27.00
营业费用	352.77	408.30	496.05	565.25	629.87
管理费用	163.84	224.74	229.87	237.17	256.45
财务费用	46.39	41.43	70.78	66.57	52.33
资产减值损失	7.86	12.60	1.71	7.00	8.00
加: 投资收益	3.12	1.88	0.18	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	263.36	213.60	317.04	351.47	436.36
加: 其他非经营损益	-0.38	11.61	-2.45	0.00	0.00
利润总额	262.98	225.21	314.59	351.47	436.36
减: 所得税	45.18	62.24	64.21	63.26	74.18
净利润	217.81	162.97	250.38	288.21	362.18
减: 少数股东损益	8.90	-14.77	-5.51	-5.00	5.00
归属母公司股东净利润	208.91	177.74	255.89	293.21	357.18
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
货币资金	561.26	197.84	384.29	592.92	674.86
应收和预付款项	705.06	759.14	794.24	849.37	863.95
存货	200.19	241.46	313.34	337.58	356.59
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	138.28	172.40	172.46	172.46	172.46
投资性房地产	27.63	27.72	28.14	28.14	28.14
固定资产和在建工程	1154.20	1263.09	1344.81	1271.78	1174.41
无形资产和开发支出	352.21	357.96	371.88	347.89	321.91
其他非流动资产	68.95	2.37	8.67	8.24	7.80
资产总计	3207.78	3021.99	3417.84	3608.38	3600.12
短期借款	272.97	284.79	620.56	703.40	449.28

应付和预收款项	400.94	446.47	585.43	651.53	713.80
长期借款	227.00	195.00	100.00	0.00	0.00
其他负债	560.71	121.00	18.94	18.94	18.94
负债合计	1461.62	1047.26	1324.93	1373.87	1182.02
股本	285.00	488.00	488.00	488.00	488.00
资本公积	572.06	643.22	564.43	564.43	564.43
留存收益	595.18	687.07	859.44	1006.04	1184.63
归属母公司股东权益	1452.24	1818.29	1911.87	2058.47	2237.06
少数股东权益	293.92	156.44	181.04	176.04	181.04
股东权益合计	1746.16	1974.72	2092.90	2234.51	2418.10
负债和股东权益合计	3207.78	3021.99	3417.84	3608.38	3600.12
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营性现金净流量	141.14	262.99	330.99	469.43	580.99
投资性现金净流量	-141.59	-255.40	-179.47	-70.00	-50.00
筹资性现金净流量	-23.32	-240.84	5.29	-190.80	-449.05
现金流量净额	-24.10	-233.66	156.58	208.62	81.94

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209