

2009 年 06 月 07 日

 市价(人民币): 22.65元
 目标(人民币): 25.00-30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

 已上市流通 A 股(百万股) 449.98
 总市值(百万元) 10,193.86
 年内股价最高最低(元) 24.05/10.26
 沪深 300 指数 2939.31
 上证指数 2753.89


相关报告

- 《短期价格明确反弹,长期趋势可能超预期》, 2009.5.31
- 《增长符合预期,激励彰显信心》, 2008.7.22

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: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@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)

浙江医药 (600216.SH)

——进一步推进 VE 投资逻辑: 放长眼光、提升估值

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.135	0.126	2.161	1.586	1.664	1.720
净利润增长率	-25.75%	-6.62%	1,618.27%	-26.59%	4.90%	3.33%
先前预期每股收益(元)				1.586	1.664	1.720
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.542	1.638	1.676
市盈率(倍)	32.59	154.25	6.50	14.28	13.61	13.17
行业优化市盈率(倍)	31.75	68.42	39.66	39.66	39.66	39.66
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
股息率	0.68%	0.15%	4.99%	0.57%	0.57%	0.57%
PE/G(倍)	N/A	N/A	0.00	-0.54	2.77	3.96
净资产收益率	7.86%	6.51%	54.05%	29.08%	23.81%	20.05%
每股净资产(元)	1.71	1.93	4.00	5.45	6.99	8.58
市净率(倍)	2.56	10.05	3.51	4.15	3.24	2.64
每股经营性现金流(元)	0.38	0.51	2.67	1.92	2.10	2.14
已上市流通 A 股(百万股)	175.76	273.36	295.88	295.88	295.88	295.88
总股本(百万股)	450.06	450.06	450.06	450.06	450.06	450.06

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

■ 本篇报告我们建议进一步推进 VE 的投资逻辑: 放长眼光、提升估值。

- ◆ 目前 VE 价格的反弹已经非常明确(幅度已达 30%, 反弹速度超过我们先前的预期)。在我们前期的投资逻辑得到验证的基础上, 我们进一步推进研究, 认为当前的供需情况决定了 VE 价格有望在反弹后得到维持, 甚至形成 1-2 年的均衡价格。这种情况的出现对相关公司业绩的提升和维持有重要意义。所以我们认为此次 VE 的投资并不仅是这波反弹的机会, 而是能看的更长远的机会。
- ◆ 更长远的机会来自于公司周期性的改变带来的估值提升。如果出现能够持续一年以上的均衡价格, 我们认为 VE 的估值能够获得提升。这样在可预见的今明两年 VE 的盈利将不但不具有波动性, 而且还可能有增长; 除此以外, 我们推荐的浙江医药因为本身研发质地的优良, 也不应该仅享有等同于一般大宗原料药公司的估值。
- ◆ 综上两点, 我们认为浙江医药是医药板块中比较独特的一个品种, 具有攻防兼备的特点: 既具备医药股防守的特性; 短期内又类似大宗原材料在经历从底部复苏的进程, 具备一定的进攻性。

■ 在我们上述逻辑下, 结合对浙江医药的盈利预测敏感度分析(2009 年 EPS 可能范围在 1.360 元-1.813 元, 中性预测是 1.586 元), 我们认为公司的投资机会分为两阶段:

- ◆ 第一，短期价格明确反弹带来的安全收益（1-2 个月）。我们按照 2009 年中性的 EPS 预测 1.586 元，仍按照周期性股票进行估值，给予 15 倍的 PE，短期合理股价 24 元，目前正在逐步实现。
- ◆ 第二，长期估值获得提升带来的超额收益（6-12 个月）。待此次反弹后均衡价格真正出现后，公司的估值空间应该被打开。我们按照 2009 年中性的 EPS 预测 1.586 元，如果给予 20 倍 PE，6-12 个月合理股价在 32 元，理论空间还有 40%。
- 特别说明：均衡价格的出现，将意味着公司 2010 年的业绩将比今年有明确的增长，这也是公司最大的安全边际所在。
- 综上，我们认为公司合理价位应该在 25 元以上，并存在超预期的可能，继续对公司维持“买入”评级。

内容目录

对公司的最新投资建议：放长眼光、提升估值	4
对 VE 的投资逻辑不应局限于反弹	4
浙江医药的价值也不应局限于 VE	4
浙江医药是当前医药股中攻防兼备的品种	4
我们对维生素 VE 投资逻辑的进一步延伸：放长眼光	4
过去：去国货化导致价格下跌（2008.11-2009.04）	4
现在：有效需求复苏带来的价格反弹（2009.05-2009.07）	5
未来：供给限制、需求支撑带来的均衡价格实现（1 年以上）	6
均衡价格的出现将彻底改变 VE 的投资思路	8
浙江医药除了 VE 以外其他业务有足够的的安全边际	8
公司是国内合成实力最强的典范之一	8
VE 只是公司研发实力的一小块成果	9
其他业务能够提供足够的安全边际	9
盈利预测和投资建议	10
公司盈利预测情景假设	10
安全空间逐步实现，开始收获超额收益	11
风险提示	11
附录：今年以来我们对维生素投资逻辑汇总	12
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

图表 1: VE 去国货化导致价格下跌	5
图表 2: VE 的有效需求在恢复	5
图表 3: VE 价格五月以来明确反弹	6
图表 4: 我们之前对 VE 博弈结果的判断（4 月之前走势是需方胜）	6
图表 5: 四月以来四大厂商陆续表明态度	7
图表 6: 终端和渠道的 VE 国货四月底已经消化完毕	7
图表 7: 我们对 VE 价格后续走势的最新判断（小幅反弹后维持）	8
图表 8: 公司毛利构成中 VE 贡献了很大比重	9
图表 9: 除 VE 外的其他业务毛利稳定	10
图表 10: VE 外其他业务的盈利基本能摊掉费用	10
图表 11: 浙江医药盈利预测敏感度分析（销量、价格）	10
图表 12: 我们对维生素 VE 的投资逻辑汇总	12

对公司的最新投资建议：放长眼光、提升估值

对 VE 的投资逻辑不应局限于反弹

- 五月份我们做出 VE 价格将反弹 30%-40%的预判（详见附录图表一），目前市场上 VE 已经出现停止报价的现象，部分散单报价已经超过 150 元、甚至达到 160 元。当前 VE 价格的反弹已经非常明确。
- 我们对 VE 的投资逻辑再次得到检验，在目前的情况下，我们进一步推进我们的研究逻辑，对 VE 价格反弹之后的后续走势进行前瞻性判断：我们认为当前的供需情况决定了 VE 价格有望在反弹后得到维持，甚至形成 1-2 年的均衡价格
- 如果出现上述情况，VE 实际将面临两个阶段的投资机会：一是短期（1-2 个月）价格反弹带来的业绩提升机会；二是中长期（6-12 个月）业绩具备持续性后，估值有望提升。我们认为第一种是安全收益，目前正在逐步实现；第二种可能是较大的超额收益。投资者应该先抓住这波反弹的同时，继续把握更长远的投资机会。

浙江医药的价值也不应局限于 VE

- 浙江医药是对此轮 VE 价格反弹受益最敏感的公司，但这两年 VE 的高景气也给公司烙上了大宗原料药、周期性股票的印迹。我们认为这也掩盖了公司的真实价值。
- 我们认为公司是医药行业最具研发实力的医药企业之一，是众多新药的国内首创（如万古霉素、辅酶 Q10、VE 的突破）。公司剔除 VE 之后的业务也比目前国内大多数医药企业都有竞争力，这一点是其他大宗原料药企业无法比拟的。
- 对于其他业务，我们并不需要考虑能给公司带来多少盈利，只希望投资者能够认识到公司的安全边际。这也是我们做盈利预测的重要假设（我们假设除维生素以外的其他业务能全部摊掉费用）。
- 如果其他业务能给公司带来估值的提升，将会出现第三类投资机会，我们暂且不考虑这一点。

浙江医药是当前医药股中攻防兼备的品种

- 综合以上两点，我们认为浙江医药是医药板块中比较独特的一个品种：既具备医药股防守的特性；短期内又类似大宗原材料在经历从底部复苏的进程，具备一定的进攻性。
- 我们认为浙江医药是医药股中攻守兼备的品种，继续建议投资者积极参与。如果估值提升的观点能被市场认可，未来 6-12 个月公司合理的股价范围将在 25 元-30 元之间，

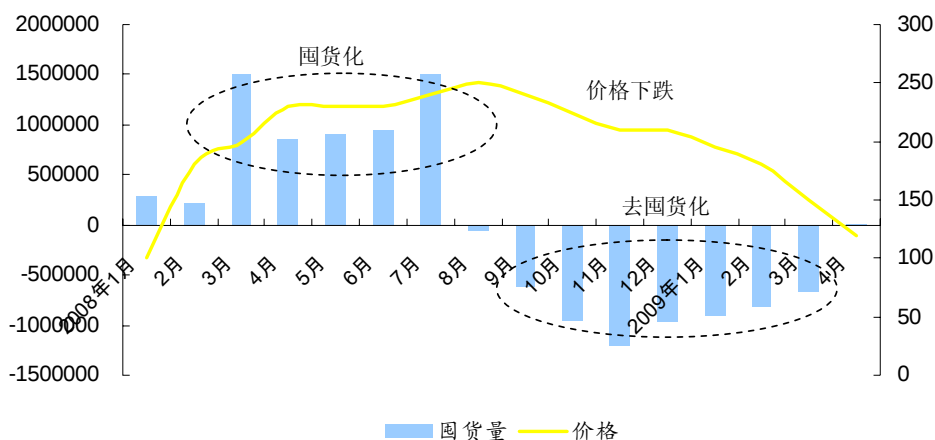
我们对维生素 VE 投资逻辑的进一步延伸：放长眼光

过去：去国货化导致价格下跌（2008.11-2009.04）

- 对于维生素行业的分析，我们有自己的一套逻辑框架，即立足于需求、供给、国货、产品特性，进行价格趋势的判断。维生素 VE 价格自去年三季度达到顶峰之后开始回调，这个过程基本上可以分为三个阶段。
- 第一阶段从去年四季度开始，随着“去国货化”进程的开始，VE 价格不断回调。在这个过程中，VE 的价格与国货的消耗进程呈现密切相关性，如下图所示：在这一个阶段中，VE 价格在四月底创出新低。相关的上市公司也发出了业绩预减公告。

- 在这一阶段我们特别关注的是供需双方的博弈，认为双方力量的对比将决定价格的走势。我们建议保持观望，详见附录中的前半部分。

图表1: VE 去国货化导致价格下跌

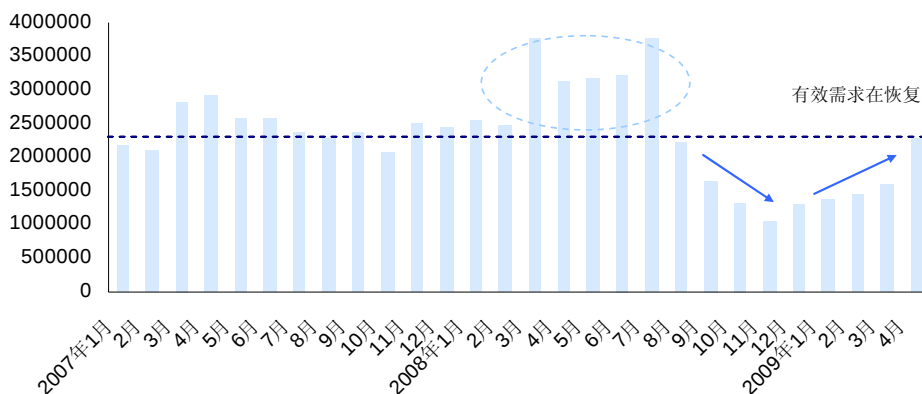


来源：国金证券研究所

现在：有效需求复苏带来的价格反弹（2009.05-2009.07）

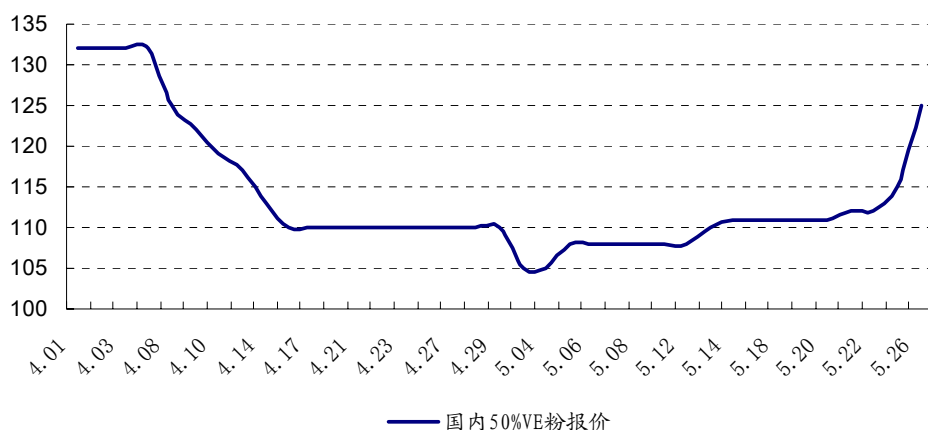
- 随着 VE 价格在四月底创出新低，“去国货化”的进程也随之走向尾声。这个阶段我们关注的是有效需求向真实需求的恢复。
- 所谓有效需求和真实需求是我们的定义。真实需求是指终端饲养业实际需求，这个需求虽然受经济影响今年出现下降，但幅度不大（10%-15%）；有效需求是生产商获得的订单，这个需求由于囤货的存在，最低只有真实需求的 30%的量。
- 由于去国货化的结束、有效需求的回升，五月初我们判断 VE 价格将出现反弹，空间 30%-40%。这正是目前在不断被验证的观点。

图表2: VE 的有效需求在恢复



来源：国金证券研究所

图表3: VE 价格五月以来明确反弹

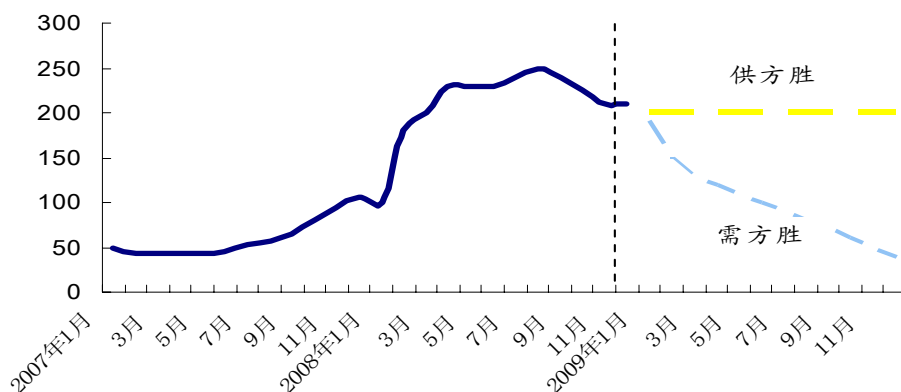


来源: 国金证券研究所

未来: 供给限制、需求支撑带来的均衡价格实现 (1年以上)

- 在短期价格反弹的逻辑得到验证的情况下, 我们继续延续我们的逻辑, 分析后续的价格走势, 基本思路如下:
- 在年初对 VE 价格的走势分析中, 我们提示关注供需博弈的均衡价格, 我们认为可能出现两种不同的情况, 如下图所示。截至 4 月底, 实际的博弈结果是沿着“需方胜”的曲线在进行的, 即出现了供给方互相抛货、价格快速下跌的局面。

图表4: 我们之前对 VE 博弈结果的判断 (4 月之前走势是需方胜)

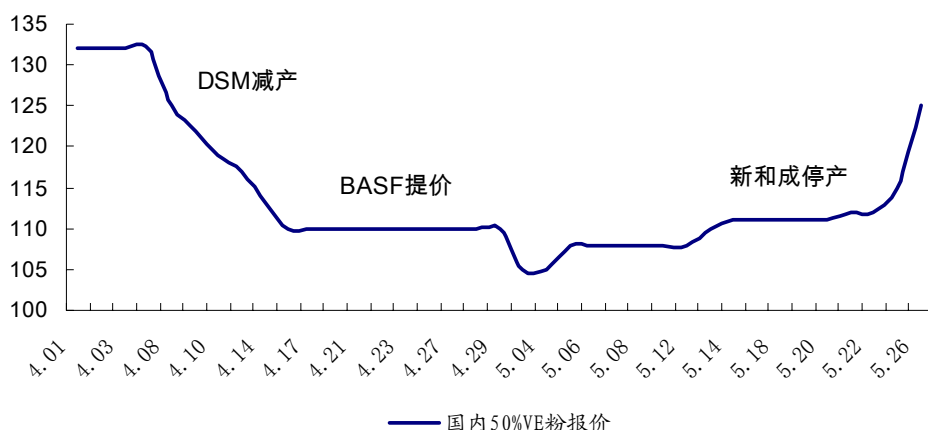


来源: 国金证券研究所

- 即便目前 VE 价格出现明确反弹, 但市场对 VE 价格的后续走势还是没有明确判断。认为在反弹结束后可能出现:
 - ◆ 情景一: 价格继续呈现回落态势。出现这种情况的可能原因是四大生厂商对价格的理解出现分歧; 但我们认为一般不会因为需求的原因出现这种情况, 毕竟囤货已经消化完毕;
 - ◆ 情景二: 价格在较高位置 (相对于反弹前的价格) 获得维持。我们认为这是比较好的一种情况, 即生产商、经销商、终端都认可了价格, 这也是我们一直期盼的均衡价格; (高位是指一个合理的价格, 包括大幅上涨后回调到合理)

- ◆ 情景三：价格持续保持上涨。这是比较乐观的情况，可能是由于供给的短缺造成。
- 市场普遍的观点可能倾向于情景一，而我们倾向于情景二。在当前的情况下，根据我们的逻辑框架，我们更加坚信了我们的判断：我们认为反弹后 VE 价格可能获得维持，均衡价格可能就此出现。得出如此判断的原因有三：
 - ◆ 第一，供给方四大厂商经过搏杀后的保价意愿会更加一致，具备持久性。（1）通过近期主要厂商的公告可以看出，生产商对 VE 价格的底部达成了共识；（2）经过 07 年底近两年的博弈，四家之间对价格已经有了较好的默契；（3）从 2008 年底到今年初互相杀价的主要因素已经消除。综上，我们认为四大厂商不太可能成为价格的破坏者；

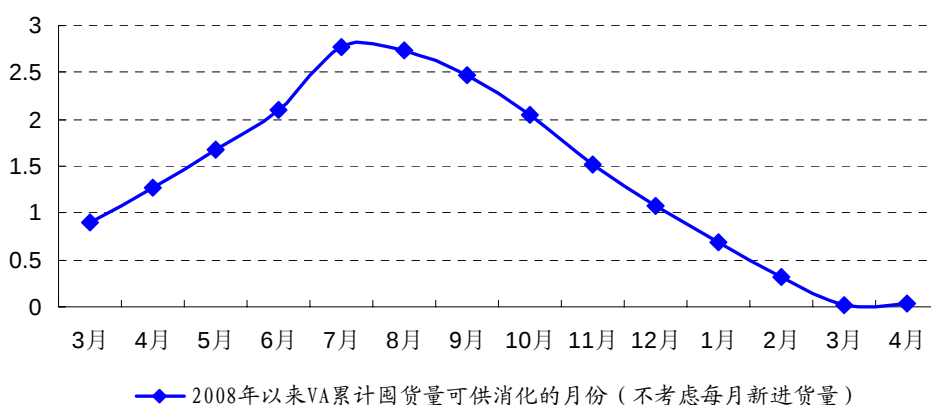
图表5：四月以来四大厂商陆续表明态度



来源：国金证券研究所

- ◆ 第二，需求方的库存已经降到接近于零，不管真实需求下降多少，刚性的需求部分将决定需求方将是价格的被动接受者。也就是说需求方博弈的最大砝码已经缺失。

图表6：终端和渠道的 VE 囤货四月底已经消化完毕



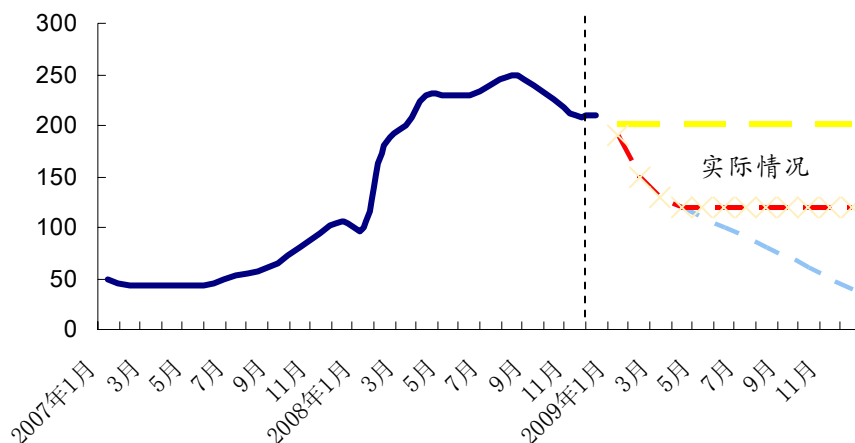
来源：国金证券研究所

- ◆ 特别说明的是：有投资者担心需求疲软可能导致价格的回调，我们认为是不必要的。首先，今年上半年大多数时间厂商面临的是有效需求向真实需求的靠拢，即便真实需求下降 20%，有效需求也是由 30%向 80%靠拢，决定价格的需求是在增加；第二，我们认为真实需求的下降幅度也不会太大。即便饲养业受经济影响出现下滑，但需求的刚性决定了幅度不会太大。一季度数据是下降 10%-15%。这样即便 80%的

真实需求，也足以支持反弹后的均衡价格（前提是反弹幅度不过分的大）。第三，在今年需求下降的情况下，明年还可能出现增长。即最坏的情况可能已经过去。

- ◆ 第三，我们判断并希望此次 VE 价格的反弹幅度不会太大，大约是 30%-40% 左右。这样价格可能是供、需都容易接受的价格。供需双方的互相妥协有利于形成均衡价格。（说明：如果此次价格反弹幅度超过我们的预期，我们认为可能也会回调到我们预判的水平，即 130 元左右）

图表7：我们对 VE 价格后续走势的最新判断（小幅反弹后维持）



来源：国金证券研究所

均衡价格的出现将彻底改变 VE 的投资思路

- 如果 VE 价格真的出现上述走势，我们认为：当前 VE 价格的反弹值得关注，但还不是最大的机会，无论是从供方、还是需方来看，反弹都不是追逐更高的价格，而是在进行均衡价格的探视。因此，更大的投资机会反弹结束后、长期的均衡价格决定的机会，这种机会无论是在业绩的持续上、还是估值的提升上，都会给相关公司带来明显改善。
- 如果出现上述情况，目前来看 VE 的投资机会将分为两个：一是短期价格反弹带来的业绩提升机会；二是中长期业绩具备持续性后，估值有望提升。我们认为第一种是明确的安全收益，目前正在逐步实现；第二种可能是巨大的超额收益。投资者应该在先抓住反弹的同时，看得长远。
- 具体的定量分析可见后文的盈利预测。

浙江医药除了 VE 以外其他业务有足够的安全边际

公司是国内合成实力最强的典范之一

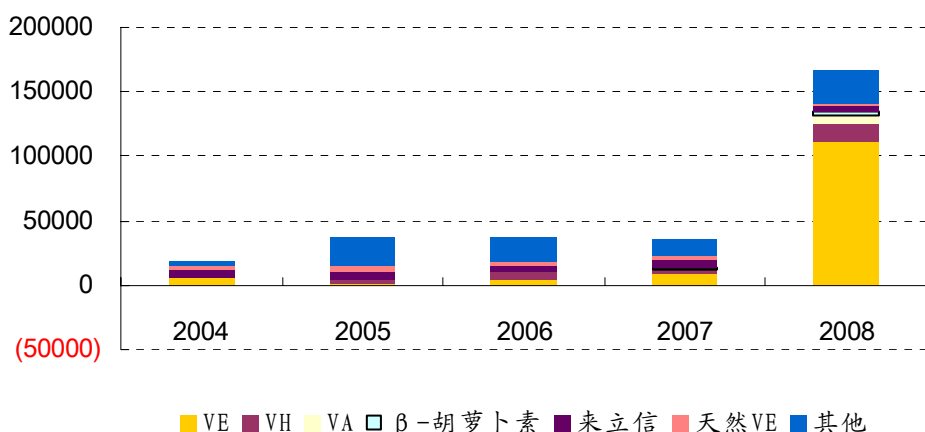
- 如果不是 2008 年 VE 的辉煌，浙江医药在国内医药界是有着非常重要的地位，代表了研发实力（尤其是合成类）的典范。
- 公司曾在国内率先开发了数个产品，都是打破国外的垄断，具有非常重要的意义。几个主要的品种如下：
 - ◆ 1997 年，研制成功乳酸左氧氟沙星注射液（来立信），是全亚洲第一家上市该产品的厂家。目前已成为我国使用量最大的抗生素品种之一；
 - ◆ 1997 年，突破了 VE 的关键中间体，结束了国外数十年的垄断；

- ◆ 2000 年，创新研发 VH 的合成工艺，一举成为全球最大的 VH 生产商；
- ◆ 2004 年，辅酶 Q10 研发成功并投向市场，打破了日本在国际市场上的垄断局面，一度在国际市场上供不应求。
- ◆ 此外，万古霉素、替考拉宁等高端抗生素，公司都是国内第一家生产；
- ◆ 公司还有数个创新药在培育期；

VE 只是公司研发实力的一小块成果

- 公司能在 2008 年从 VE 上赚取巨额利润，除了有偶然性外，本质上还是得益于公司的研发实力。因为 VE 本身就是公司有代表意义的研发产物。
- 维生素 VE 技术长期被罗氏垄断，根本原因就是两个关键中间体具有较大的合成难度。1997 年底，新昌制药厂（浙医前身）首次攻克了 VE 的关键中间体三甲基苯酚的生产技术，从而改变了国内维生素 E 生产一直受制于人的状况。随后经过艰苦攻关，实现了完全自给自足生产另一个中间体异植物醇，率先克服了产业化的瓶颈。至此 VE 取得重大突破，一举打破了国外的垄断。
- 从 1997 年至今，历经了 10 年公司才获取巨大收益，这实际上也属于正常。我们把 2008 年理解为十年磨一剑的收获日。如下图所示：

图表8：公司毛利构成中 VE 贡献了很大比重



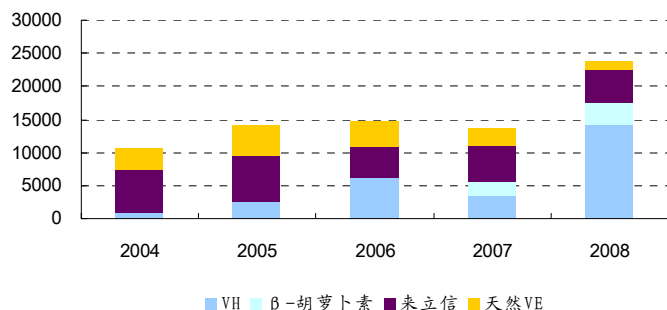
来源：国金证券研究所

其他业务能够提供足够的安全边际

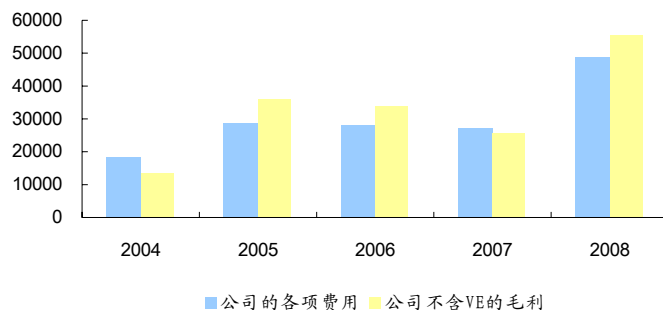
- 如果剔除 VE，公司的其他业务整体一直平稳，甚至有所增长。公司每年都会有亮点出现，例如 2005 年的 FED、2006 年的辅酶 Q10、本苋醇、2008 年的 VH。目前来看影响比较大的几个品种趋势判断如下：
 - ◆ VA 价格近期下滑比较大，但公司销量不多，去年的毛利贡献也仅占 3%。目前 VA 价格在 110 元左右，新和成停产将可能刺激价格的上涨，对公司也是一种利好。全年情况我们预计不及去年，但不会成为拖累。
 - ◆ VH 由于去年价格高涨，为公司贡献了 8% 的毛利。今年由于价格的暴跌，可能会对业绩产生负面影响。
 - ◆ 来立信、天然 VE 等产品比较成熟，保持稳定。

- 从财务数据来看，公司除 VE 以外其他业务的毛利，基本上能够抵消掉公司的各项费用，甚至还有剩余。这是公司盈利的安全边际，也是我们后文进行盈利预测的重要假设。

图表9：除VE外的其他业务毛利稳定



图表10：VE外其他业务的盈利基本能摊掉费用



来源：国金证券研究所

盈利预测和投资建议

公司盈利预测情景假设

- 据全年的均价、销量，我们对浙江医药盈利做了敏感度分析如下：
 - ◆ 如果短期反弹幅度不大，且能够维持，我们认为全年的可能均价是 120 元；
 - ◆ 如果销量在六月份有效恢复到正常以上，下半年真实需求能回升，我们认为全年的销量可能是 12000 吨（VE 粉）。
 - ◆ 在上述两种情况下，公司 2009 年的 EPS 能达到 1.586 元。

图表11：浙江医药盈利预测敏感度分析（销量、价格）

销量\价格		悲观	中性	乐观
悲观	全年销量（吨）	7200	7200	7200
	单价（人民币）	110	120	130
	销售额（年、万元）	79200	86400	93600
	毛利率	55%	58%	62%
	毛利	43200	50400	57600
	净利	36720	42840	48960
	EPS	0.816	0.952	1.088
中性	全年销量（吨）	12000	12000	12000
	单价（人民币）	110	120	130
	销售额（年、万元）	132000	144000	156000
	毛利率	55%	58%	62%
	毛利	72000	84000	96000
	净利	61200	71400	81600
	EPS	1.360	1.586	1.813
乐观	全年销量（吨）	16800	16800	16800
	单价（人民币）	110	120	130
	销售额（年、万元）	184800	201600	218400
	毛利率	55%	58%	62%
	毛利	100800	117600	134400
	净利	85680	99960	114240
	EPS	1.904	2.221	2.538

来源：国金证券研究所，注：假设成本是 50，其他业务能为安全摊掉费用，所得税率为 15%

安全空间逐步实现，开始收获超额收益

- 在我们上述逻辑下，结合对浙江医药的盈利预测敏感度分析，我们认为公司的投资机会分为两个阶段：
 - ◆ 第一，短期价格明确反弹带来的安全收益（1-2 个月）。我们按照 2009 年中性的 EPS 预测 1.586 元，仍按照周期性股票进行估值，给予 15 倍的 PE，合理股价 24 元，目前正在逐步实现。
 - ◆ 第二，长期估值获得提升带来的超额收益（6-12 个月）。待此次反弹后均衡价格真正出现后，公司的估值空间应该被打开。我们按照 2009 年中性的 EPS 预测 1.586 元，如果给予 20 倍 PE，合理股价在 32 元，空间 40%。
 - ◆ 特别说明：均衡价格的出现，将意味着公司 2010 年的业绩将比今年有明确的增长，这也是公司最大的安全边际所在。
 - ◆ 综上，我们继续对公司维持“买入”评级。

风险提示

- 短期价格反弹大幅超过我们的预期，我们短期的投资逻辑可能需要修正；
- 市场认可我们估值提升的观点可能需要时间，要付出等待成本；
- 价格的博弈出现超预期的因素，导致价格走势偏离我们的预期；

附录：今年以来我们对维生素投资逻辑汇总

图表12：我们对维生素VE的投资逻辑汇总

时间	动因	分析逻辑	分析结果	投资建议	研究成果	检验
2008.12.07	维生素板块表现抢眼，即时点评	从产品特性看产品周期	首次提出产品价格周期理论 VE>VA>VC	交易性机会	信息提示	供需博弈， 价格下跌
2008.12.19	VE价格处于暴跌前的僵持期	从供需双方的博弈分析价格趋势	1、首次提出供需双方的博弈理论；2、首次运用月度数据分析2008年终端囤货情况；	关注博弈结果，等待机会	《VE专题分析报告之一：决战前夜》	
2009.01.05	VE价格下跌，新和成下调业绩预测	公司公告点评	2009年业绩仍然有超预期的可能	关注博弈结果，等待机会	信息提示	
2009.01.21	春节前夕，博弈处于关键期；VA价格出现短期反弹	从去囤货化角度看VE、VA价格短期波动的真实动因	1、首次分析了去囤货化与产品价格波动之间的分析；2、首次提出了预测终端库存消化时间的方法；	关注博弈结果，等待机会	《VE专题分析报告之二：春节行情展望》	
2009.02.09	更新维生素的博弈情况	从去囤货化角度更新价格走势	1、首次提出了产品保质期与去囤货化进程的关系；2、提示了一季度销量萎缩	关注博弈结果，等待机会	《VE专题分析报告之三：近况跟踪》	
2009.04.27	BASF提高VE售价	供给方意愿开始一致	卖方市场有望再次形成	关注博弈结果，等待机会，建议关注浙江医药	信息提示	转折点
2009.05.07	鉴于我们的分析逻辑，我们预判VE价格将出现反弹	去囤货化结束，供需博弈即将出结果	我们明确预判VE价格将有30%-40%的反弹	建议关注浙江医药	信息提示：《VE短期内可能有价格反弹》	
2009.05.21	VE价格反弹进行时	从供需情况看反弹力度	对浙江医药进行了敏感度分析	买入浙江医药	《VE专题分析报告之四：价格反弹》	
2009.05.22	新和成宣布停产	公司公告点评	价格反弹有了进一步支撑	买入浙江医药	信息提示	
2009.05.25	VE价格如期反弹	市场价格更新	之前的投资逻辑得到验证	买入浙江医药	信息提示	
2009.05.31	更新VE价格反弹情况	从供需角度预判反弹后价格走势	1、首次就价格反弹之后走势进行分析；2、明确提出浙江医药不是短期机会	买入浙江医药	《浙江医药研究简报：短期价格反弹明确、长期趋势可能超预期》	价格反弹

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,196	2,209	3,761	3,065	3,180	3,210
增长率		0.6%	70.3%	-18.5%	3.8%	0.9%
主营业务成本	-1,820	-1,864	-2,085	-1,840	-1,928	-1,953
% 销售收入	82.9%	84.4%	55.4%	60.0%	60.6%	60.8%
毛利	377	345	1,676	1,225	1,252	1,257
% 销售收入	17.1%	15.6%	44.6%	40.0%	39.4%	39.2%
营业税金及附加	-7	-9	-25	-15	-16	-16
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-95	-80	-161	-147	-153	-154
% 销售收入	4.3%	3.6%	4.3%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	-105	-89	-180	-144	-134	-128
% 销售收入	4.8%	4.0%	4.8%	4.7%	4.2%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	169	166	1,310	919	950	959
% 销售收入	7.7%	7.5%	34.8%	30.0%	29.9%	29.9%
财务费用	-84	-107	-145	-79	-69	-53
% 销售收入	3.8%	4.8%	3.8%	2.6%	2.2%	1.6%
资产减值损失	0	-24	-47	-12	-13	-9
公允价值变动收益	0	0	-4	0	0	0
投资收益	5	49	17	10	10	10
% 税前利润	5.5%	55.4%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%
营业利润	91	84	1,132	837	878	908
营业利润率	4.1%	3.8%	30.1%	27.3%	27.6%	28.3%
营业外收支	0	4	-11	3	3	3
税前利润	91	88	1,121	840	881	911
利润率	4.1%	4.0%	29.8%	27.4%	27.7%	28.4%
所得税	-31	-33	-144	-126	-132	-137
所得税率	34.5%	37.8%	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	59	55	977	714	749	774
少数股东损益	-1	-2	5	0	0	0
归属于母公司的净利润	61	57	973	714	749	774
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	61	55	977	714	749	774
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
非现金支出	94	135	170	139	147	150
非经营收益	84	60	129	97	83	48
营运资金变动	-68	-22	-77	-87	-34	-9
经营活动现金净流	170	228	1,200	862	945	962
资本开支	-244	-151	-124	-108	-107	-107
投资	3	22	14	-1	0	0
其他	-2	9	-68	10	10	10
投资活动现金净流	-243	-121	-178	-99	-97	-97
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	171	88	-510	-437	-293	-169
其他	2	-152	-156	-99	-155	-119
筹资活动现金净流	172	-64	-664	-536	-448	-288
现金净流量	99	43	358	227	400	577

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	237	271	673	900	1,300	1,877
应收款项	596	737	721	872	893	893
存货	395	437	539	403	423	428
其他流动资产	49	35	14	39	41	41
流动资产	1,277	1,480	1,947	2,214	2,656	3,239
% 总资产	50.6%	52.0%	59.7%	63.1%	67.6%	72.3%
长期投资	63	100	59	63	63	63
固定资产	1,153	1,203	1,204	1,179	1,147	1,108
% 总资产	45.7%	42.3%	36.9%	33.6%	29.2%	24.7%
无形资产	28	44	42	50	58	66
非流动资产	1,245	1,364	1,317	1,294	1,270	1,239
% 总资产	49.4%	48.0%	40.3%	36.9%	32.4%	27.7%
资产总计	2,522	2,845	3,264	3,508	3,926	4,478
短期借款	1,254	1,286	885	463	170	0
应付款项	345	421	353	394	412	417
其他流动负债	13	58	130	108	110	110
流动负债	1,612	1,766	1,367	965	692	527
长期贷款	125	180	72	72	72	73
其他长期负债	15	25	13	0	0	0
负债	1,751	1,971	1,452	1,036	764	600
普通股股东权益	771	869	1,799	2,455	3,145	3,861
少数股东权益	0	5	13	13	13	13
负债股东权益合计	2,522	2,845	3,264	3,504	3,922	4,474

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.135	0.126	2.161	1.586	1.664	1.720
每股净资产	1.713	1.931	3.998	5.455	6.989	8.579
每股经营现金净流	0.377	0.506	2.666	1.916	2.100	2.138
每股股利	0.030	0.030	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.86%	6.51%	54.05%	29.08%	23.81%	20.05%
总资产收益率	2.40%	1.99%	29.80%	20.38%	19.10%	17.30%
投入资本收益率	5.24%	4.40%	41.23%	26.01%	23.74%	20.65%
增长率						
主营业务收入增长率	16.55%	0.56%	70.27%	-18.51%	3.75%	0.94%
EBIT增长率	15.17%	-3.27%	687.53%	-29.88%	3.37%	0.96%
净利润增长率	-25.75%	-6.62%	#####	-26.59%	4.90%	3.33%
总资产增长率	14.63%	12.78%	14.75%	7.47%	11.90%	14.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.8	99.9	62.9	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	72.3	81.5	85.4	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	49.6	62.1	57.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	187.3	194.2	113.9	136.8	128.2	122.6
偿债能力						
净负债/股东权益	147.72%	136.75%	15.63%	-14.80%	-33.51%	-46.58%
EBIT利息保障倍数	2.1	1.6	9.1	11.6	13.8	18.2
资产负债率	69.43%	69.28%	44.48%	29.58%	19.47%	13.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	1	1
买入	1	1	2	4	4
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-02-04	买入	15.64	22.55 ~ 26.47
2 2008-02-22	买入	20.49	N/A
3 2008-04-23	买入	19.20	N/A
4 2008-05-14	买入	27.58	N/A
5 2008-06-04	买入	25.66	N/A
6 2008-07-22	买入	23.41	N/A
7 2009-05-31	买入	19.12	N/A

来源：国金证券研究所

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的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公开发布时的判断，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。