

王晔

医药行业研究员

021-38565926

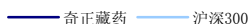
wangx@xyzq.com.cn

奇正藏药（002287）**止痛专家，藏药明星****合理估值 12 元****市场数据**

报告日期	2009-8-25
收盘价(元)	
52周最高/最低(元)	
总股本(百万股)	406.00
流通股本(百万股)	32.80
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
每股净资产(元)	1.50

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2010 中报
营业收入(百万元)	413	506	612	739	240
同比增长(%)	21.9%	22.4%	20.9%	20.7%	22%
净利润(百万元)	136	158	190	196	94
同比增长(%)	17.2%	16.5%	20.1%	3.2%	21%
毛利率(%)	82.9%	83.2%	82.8%	82.8%	83%
净利率(%)	32.8%	31.3%	31.1%	26.5%	39%
每股收益(元)	0.34	0.39	0.47	0.48	0.23
每股经营现金流(元)	0.16	0.29	0.27	0.35	-

股价走势

相关报告**投资要点**

- **奇正藏药是国内藏药行业龙头，创新能力强。**公司是“国家首批创新型创新企业”，研发投入占销售收入的5%。公司将现代制剂技术引入藏药，是现代化藏药的代
- **公司的核心竞争力在于：**优秀的营销能力，较高的品牌价值，独特的市场定位。公司聚焦止痛市场，将藏药制剂现代化，形成自己的产品优势。主导品种奇正消痛贴膏已经是外用止痛药第一品牌。公司后续的其他产品构成较完整的止痛品类，打造出“止痛专家”的品牌形象。
- **公司产品优势明显。**有多个品种是中药保护品种，享受优质优价，具有定价优势。消痛贴膏还是国家保密品种。
- **盈利预期。**我们预估 2009 - 2011 年 EPS 分别是 0.39、0.47、0.48 元。其中 2011 年业绩增速放缓原因是假设不再有所得税免征的优惠政策。我们认为公司具有一定的核心竞争力，可以给予较高的估值，按 09 年 30 倍 PE 估算，估值在 12 元。公司发行价为 11.81 元，估值合理。但考虑到新股上市，市场会给予较高估值，预计首日股价在 20 - 25 元。

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 4 -
2、行业分析	- 5 -
2.1 疼痛药市场容量可观	- 5 -
2.2 外用止痛药发展迅速，贴膏类是主导剂型	- 5 -
3、公司分析	- 6 -
3.1 定位藏药领域，独具特色	- 6 -
3.2 将藏药现代化，领先其他企业	- 7 -
3.3 产品定价优势	- 7 -
3.4 公司产品分析	- 8 -
4、公司竞争优势分析	- 8 -
4.1 技术优势明显	- 8 -
4.2 品牌优势	- 9 -
4.3 营销优势	- 9 -
5、公司发展前景分析	- 10 -
6、募集资金投向	- 10 -
7、盈利预测与估值	- 11 -
图 1: 奇正藏药股权结构	- 4 -
图 2: 外用止痛药与止痛贴膏市场增长趋势	- 6 -
图 3: 奇正藏药产品销售收入（百万元）	- 8 -
表 1: 奇正藏药各子公司（2008 年底）	- 5 -
表 2: 奇正藏药的产品优势	- 8 -
表 3: 外用贴膏市场竞争格局	- 9 -
表 4: 奇正藏药的止痛药物系列	- 10 -
表 5: 公司募集资金投向	- 10 -
表 6: 公司盈利预测假设	- 11 -
表 7: 公司盈利预测结果	- 11 -
表 8: 中药企业估值比较	- 11 -
表 9: 近期中小企业板上市后表现（相对于发行价）	- 12 -
附表	- 13 -

投资概要

奇正藏药是藏药领域规模最大的企业，主导产品消痛贴膏已经成为市场主导品牌。公司的核心竞争力在于：优秀的营销能力，较高的品牌价值，独特的市场定位。公司聚焦止痛市场，将藏药制剂现代化，形成自己的产品优势。

1、估值及投资建议

我们估算 2009 - 2011 年 EPS 分别是 0.39、0.47、0.48 元。以 11.81 元的发行价看，公司估值已经合理。

2、关键假设

我们假设公司主导产品增长平稳。2009 - 2010 年仍然享受西藏地区的免税政策，2011 年起，公司不再享受免税优惠（但实际上优惠政策延续的可能性很大）。

3、股价表现催化剂

新产品销售超预期。

4、风险提示

- 产品结构单一，单品种占收入约 90%，新产品能否有效推广，需要观察。
- 医改背景下，可能的降价风险。

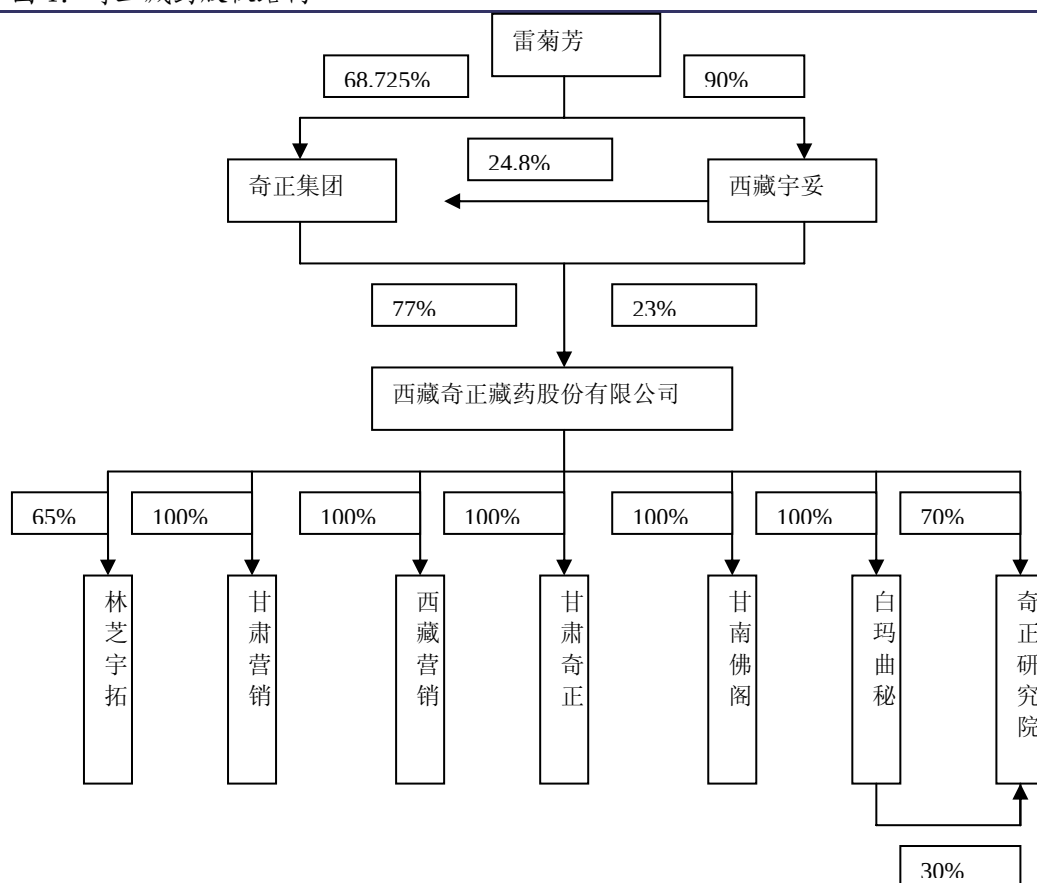
1、公司基本情况

奇正藏药前身是西藏林芝奇正藏药厂，成立于 1995 年。公司是国内规模最大的藏药企业，专注于疼痛药物领域。公司在 2008 年 7 月被授予首批创新型企业。公司目前有 7 种剂型的 GMP 生产线、69 个药品生产批准文号、5 个国家中药保护品种（其中 1 个为独家保护品种），9 种药品被列入《医保目录》。公司主导产品奇正消痛贴膏被列入“国家中药保护品种”及“国家保密品种”。

● 股权结构情况

发行前，公司股本为 36500 万股，股权结构如下。公司董事长雷菊芳合并持有奇正藏药 90.79% 股权，为实际控制人。

图 1：奇正藏药股权结构



资料来源：公司公告

● 子公司介绍

截至 2008 年底，奇正藏药下属 7 家全资、控股子公司。奇正的外用贴膏在林芝宇拓进行药材初加工，再由甘肃奇正生产。甘南佛阁生产藏药丸剂。两家营销公司分别负责全国的销售。

表 1: 奇正藏药各子公司 (2008 年底)

公司名称	持股比例	净资产 (万元)	净利润 (万元)	主要业务
甘肃奇正	100 %	3736.09	922.66	铁棒锤止痛膏, 受托加工奇正消痛贴膏、青鹏膏
甘南佛阁	100 %	2087.34	-46.24	藏药丸剂
西藏营销	100 %	490.24	12.62	西北、华北、东北以外地区的销售
甘肃营销	100 %	477.53	38.17	西北、华北、东北地区销售
林芝宇拓	65 %	341.99	44.80	产品初加工, 传统藏药生产
白玛曲秘	100 %	-620.13	-251.09	洗浴
奇正研究院	100 %	49.18	-0.31	传统藏药外治研究

资料来源: 公司报告

● 公司产品介绍

奇正藏药主营业务是藏药的研发、生产和销售, 包括外用止痛药物、口服药等。公司聚焦于疼痛市场药物, 专注于藏医药产业, 目前主要产品包括奇正消痛贴膏、青鹏膏剂、铁棒锤止痛膏等外用及口服藏药。核心产品是奇正消痛贴膏, 2008 年销售收入 4.99 亿元, 为目前外用止痛贴膏的第一品牌, 市占率 18.63%; 在外用止痛药市场也位居第一位, 市占率 10%。

2、行业分析

2.1 疼痛药市场容量可观

疼痛是一种常见的疾病, 也是大多数疾病的症状之一。根据 BCC Research 公司针对全球疼痛药物及设备市场的分析及预测: 全球疼痛市场在 2007 年的规模估计约 309 亿美元, 未来年增长超过 5%。

国内统计数据显示, 仅患有骨骼、肌肉疼痛症状的患者占全国总人口的 18%, 其发病率高达 20%, 患者群体约有 2 亿多人。仅我国的关节炎患者人数已超过 1 亿人, 每年治疗总费用支出在 135 亿元以上。类风湿性关节炎也高居不下, 据健康网报导: 我国类风湿性环节严的患病为 0.3%-0.4%, 虽然略低于全球 0.8% 的水平, 但我国人口基数较大, 患者数目约为 400-600 万。由此可见, 疼痛药物市场前景可观。

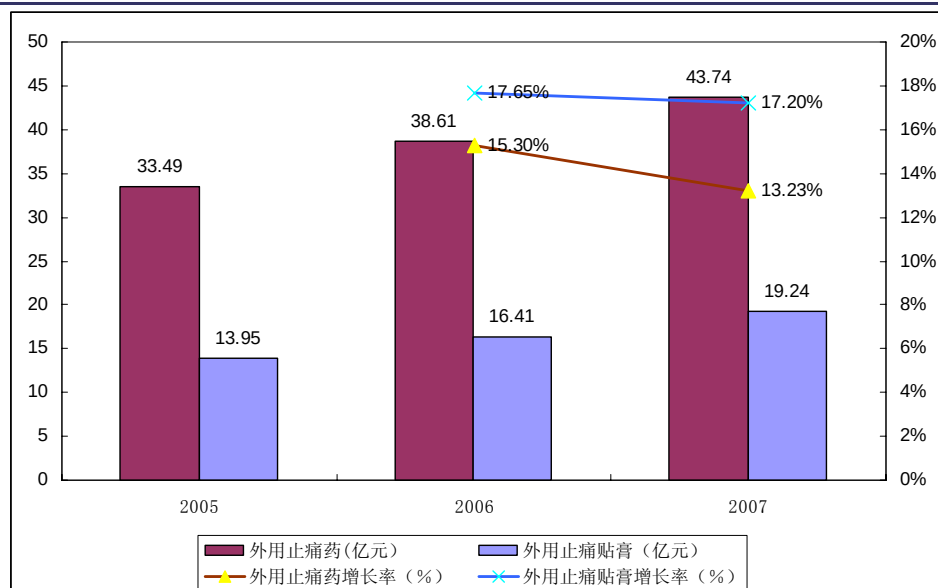
2.2 外用止痛药发展迅速, 贴膏类是主导剂型

外用制剂是药品中一种常见剂型, 相对于口服和注射, 外用制剂可以直接作用于病患之处, 避免了胃肠道的降解和肝脏的首过效应, 降低了不良反应, 安全性好。

在外用止痛药中, 贴膏剂型份额最大, 且增长迅速。据 SFDA 南方所统计数据分折, 外用止痛药规模从 2006 年的 38.61 亿元增加到 2008 年的 49.92 亿元, 年均复合增长率 13.71%。贴膏剂型是外用止痛药的主导剂型, 其占外用止痛市场的比重,

从 46.37% 稳步上升到 53.65%。2008 年外用止痛贴膏在国内医院市场的销售规模约为 5.51 亿元，较上年同期增长 45.51% 以上；零售市场的销售规模为 21.27 亿元，占止痛贴膏 79.41% 的市场份额，且增速快于止痛药市场。

图 2：外用止痛药与止痛贴膏市场增长趋势



资料来源：公司招股说明书

3、公司分析

3.1 定位藏药领域，独具特色

藏医药有 2500 年的历史，理论与实践相结合的经典验方丰富。藏医药属于民族药的范畴，其理论基础为“三因学说”，与中医的阴阳五行相近。藏药属于纯天然产品，目前入藏药的植物有 2085 多种，动物 159 种，矿物 50 多种。藏药药材多取自青藏高原，一些药材为当地仅有，此外独特的地理气候使药材活性高于平原地区。

藏药的经典药方与藏地独特的药材资源相结合，创造其独特的临床治疗价值。藏药的传承体系独特，配方及特素的炮制工艺源于藏药师，具有较高的保密性。

藏医药的发展只有 20 年，起步较晚。目前全国只有 100 多家藏药企业，其中有 40 多家通过了 GMP 认证，总销售额仅 10 亿，龙头企业寥寥，具有很大的发展潜力。国外生产藏成药主要厂家是瑞士的白玛公司，其生产工艺和技术水平较高，单一产品“莲花二十八味”，年销售额超过 5000 万瑞士法郎(约 3 亿元人民币)。由此可见，国内藏药行业仍然非常弱小。

我们认为，藏药之所以发展缓慢，原因在于：

1) 理论研究不足，能熟悉藏传医药典籍的人士少，藏医学是藏药的基础，需要对藏医学理论进行深入研究。目前缺乏利用现代化手段对传统藏医药的研究。

- 2) 技术水平较低, 藏医药的生产工艺多数还停留在落后的手工生产, 质量得不到有效控制。
- 3) 研发力量薄弱。目前还只是对部分传统方剂进行改进, 还远远谈不上对其药理、药效的研究, 也很难开发出新药。
- 4) 原料供应问题。藏药原料基本上都是产自青藏高原的动植物和矿物, 且都是野生采集。高寒地区植物生长缓慢, 一旦药物大量生产, 可能面临原料供应问题。
- 5) 营销宣传不足。藏药长期以来只在藏区应用, 消费群体小, 外界多不知其治疗功效。藏药在近年来为普通消费者所知, 很大程度上得益于奇正藏药等企业的品牌宣传, 但目前藏药还是给人以神秘感, 难以进入主流市场。

3.2 将藏药现代化, 领先其他企业

奇正药业将现代制药标准引入藏药产业, 成为第一家获得 GMP 认证的藏药企业。公司完成剂型创新, 引领行业的产业变革, 使得藏药适应现代消费者使用习惯; 将现代医学引入到传统藏药行业, 通过系统的药理药效学研究, 发表学术论文推动藏药在主流医学的认同; 将现代营销理念引入藏药, 组建优秀的营销团队, 以学术推广的方式将藏药推向主流市场。

自成立 13 年以来, 公司从一家小型的民营企业高速成长为藏药行业的领头羊, 主导产品奇正消痛贴占据绝对领先的市场份额, 单品年销售额达 3.6 亿元。公司已经明显领先其他藏药企业。

奇正藏药较同类企业已经具有成功的营销模式、技术装备和品牌策略, 如此的先发优势使公司较同类藏药企业更具竞争力。

3.3 产品定价优势

药品价格由政府主导, 降价会导致生产企业毛利率受损。与此同时, 政府也对药品进行差别定价, 规定“区别 GMP 与非 GMP 药品、原研制与仿制药品、新药和名优药品与普通药品定价, 优质优价。”目前药品都达到 GMP 标准, 因此在实际上原研和独家品种单独定价、品牌药品的优质优价就能形成价格优势。奇正藏药有多个品种符合优质优价政策。

国家对质量稳定、疗效确切的中药品种实行保护的制度。受保护的中药品种分为一、二级,《中药品种保护条例》第六条规定: 符合下列条件之一的中药品种, 可以申请一级保护: 对特定疾病有特殊疗效的, 相当于国家一级保护野生药材物种的人工制成品, 用于预防和治疗特殊疾病的; 第七条规定: 符合下列条件之一的中药品种, 可以申请二级保护: 符合条例第六条规定的品种或者已经解除一级保护的品种, 对特定疾病有显著疗效的, 从天然药物中提取的有效物质及特殊制剂。公司多个产品为国家中药保护品种。

公司的奇正消痛贴膏同时秘密级是国家保密品种，受国家保护，这较之专利保护更强。由此可见公司具有的产品优势，在定价上较同类产品有利。

表 2: 奇正藏药的产品优势

中药保护品种	优质优价产品	保密品种
奇正消痛贴膏、二十五味珍珠丸、二十五味珊瑚丸、二十五味松石丸、五味麝香丸	二十五味珍珠丸、二十五味松石丸、二十五味珊瑚丸、青鹏膏剂、洁白丸	奇正消痛贴膏

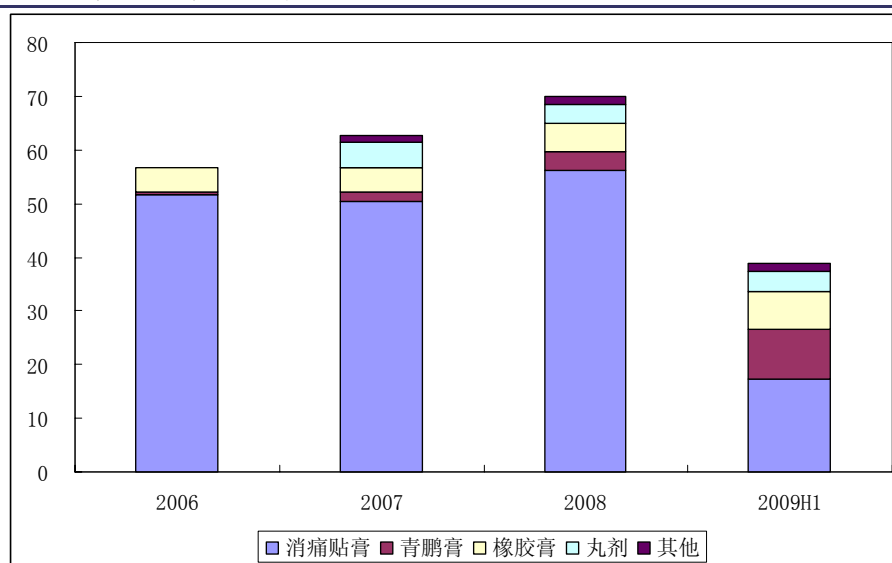
资料来源：公司招股说明书

3.4 公司产品分析

奇正藏药可生产贴膏剂、橡胶膏剂、软膏剂、胶囊剂、颗粒剂、丸剂、散剂等多种剂型，拥有 69 个药品生产批准文号。目前生产和销售的主要产品包括：外用止痛系列产品如消痛贴膏、青鹏膏剂、铁棒锤止痛膏等；口服的丸剂、饮片。

其中消痛贴膏是公司的主导产品，具有活血化淤，消肿止痛的功效。公司目前产品线较为单一，消痛贴膏占销售收入近 90%。新开发的青鹏膏等产品与消痛贴膏形成一个较完整的止痛品类，有利于打造止痛专家的品牌形象。

图 3: 奇正藏药产品销售收入（百万元）



资料来源：公司招股说明书

4、公司竞争优势分析

4.1 技术优势明显

奇正藏药自设立以来聚焦于疼痛药物市场，专注于藏医药产业。公司创新地将现代制药技术应用于传统藏药，具有较强的技术优势。公司采用的新型制药技术包

括：真空冻干技术、自动制贴技术、热压涂布技术、自动制丸技术、薄膜包衣技术等。

主导产品奇正消痛贴膏利用独家专利技术湿敷贴剂技术，使药物与药液分离，能有效保持药物有效成份，利于长期保存；同时润湿剂具有促进透皮吸收、起效快的特点。与其它类型的膏药相比，技术先进、配方独特，保持了“外用给药系统”与“天然药物”相结合的竞争优势。奇正消痛贴膏确定为国家二级中药保护品种，同时该产品还是国家保密品种。

4.2 品牌优势

国内医院市场是最重要的药品主流市场，占据了近 80% 的药品市场规模。从 2006 年上半年国内主要中成药医院市场方面分析，奇正藏药成为唯一一家进入前十名的外用止痛产品的生产企业，同时也是唯一一家入选的藏药生产企业。

在外用贴膏市场，奇正消痛贴膏市占率处于第一位，与后续竞争者的差距较大。由此可见公司营销能力突出。

表 3：外用贴膏市场竞争格局

排名	品牌	生产厂家	2008 年销售额 (亿元)	市场份额
1	奇正消痛贴膏	西藏奇正藏药股份有限公司	4.99	18.63%
2	云南白药膏	云南白药集团	2.94	10.98%
3	天和骨通贴膏	桂林天和药业有限公司	2.23	8.34%
4	通络祛痛膏	河南羚锐制药	1.83	6.81%
5	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药	1.63	6.07%
6	复方南星止痛膏	南京中医药大学制药厂	1.19	4.46%
7	701跌打镇痛膏	何济公制药厂	0.93	3.46%
8	麝香壮骨膏	黄石卫生材料药业	0.89	3.33%
9	辣椒颠茄贴膏	上海强生制药有限公司	0.63	2.34%
10	麝香追风膏	广东湛江吉民药业	0.56	2.08%

资料来源：广州标点医药信息

4.3 营销优势

公司根据国内医药市场和主要产品奇正消痛贴膏的特点，同时在医院和药品零售市场采用学术推广模式；在医院，公司借助现代药理、药效等研究，采用现代医学理论进行奇正消痛贴膏等外用药物的研究，通过组织学术推广会议或学术研讨会传递学术资讯，从而使医生能够合理运用产品针对患者进行有效的临床治疗。

良好的销售策略。公司通过营销实践的成果，发挥强势终端的力量运用奇正藏药的“外用止痛系列产品”、“藏药精品”等产品特点，共同实现品牌药品与强势药品连锁企业的“战略品类合作”，即根据药品零售企业发展变化，针对重点的连锁企业设置专业的销售人员，通过与合作伙伴的深度沟通共同制定计划和销售方式，保证双方最大程度地“双赢”合作。

5、公司发展前景分析

● 公司现有产品已经成熟，市场仍有上升空间

消痛贴膏是公司的盈利核心，进入市场已经有 10 多年的历史。从增长速度看，该产品近几年增速在 20% 左右，略低于止痛贴膏市场的增速，表明其已经进入成熟期。未来公司将巩固其市场第一的地位，伴随整个市场的增长而增长。

● 公司的产品策略

公司开发的青鹏膏、铁棒锤止痛膏与现有的消痛贴膏形成一个产品群，各自的市场定位不同。对产品进行品类规划，也是目前 OTC 企业常用的产品策略，如三九的感冒类产品、江中的消食类。奇正通过构建止痛药物的产品线，打造一个止痛专家的品牌形象。

表 4：奇正藏药的止痛药物系列

品名	剂型	功效
消痛贴膏	湿敷贴剂	活血化淤，消肿止痛。用于急慢性扭挫伤、跌打瘀痛、骨质增生、风湿及类风湿疼痛、落枕、肩周炎、腰肌劳损和陈旧性伤痛。
青鹏膏	剂软膏剂	止痛消肿。用于痛风、湿痹、“冈巴”、“黄水”病等引起的肿痛发烧，疱疹、瘟疫发烧等。
铁棒锤止痛膏	橡胶膏剂	祛风除湿，活血止痛。用于风寒湿痹，关节肿痛，跌打扭伤、神经痛等。

资料来源：公司招股说明书

● 公司的发展战略

奇正藏药目标是聚焦疼痛药物市场，专注于藏医药产业，确立在藏药产业的主导地位，成为特色传统医药领域的领导者。未来公司还将开发消化系统、心脑血管系统、老年病等疾病治疗领域的优秀藏药产品。

6、募集资金投向

公司此次发行 4100 万股，发行价 11.81 元/股，募集资金 48421 万元。募集资金投向以下三个项目，需要资金 29028 万元，多余资金用于补充流动资金。

表 5：公司募集资金投向

项目	投资额（万元）	内容
藏药生产线改扩建	18178.64	藏成药及药材饮片生产线，外用制剂生产线
藏药工程技术中心建设	6,888.15	兰州透皮给药实验中心，拉萨实验中心和藏药固体制剂集成创新示范中心
营销网络建设	3,960.95	建立北京、西安、广州营销中心

资料来源：公司招股说明书

投资改扩建生产线，将提高公司的产能。预计消痛贴膏增加产能 3600 万贴/年，铁棒锤止痛膏增加 1450 万贴/年，伤湿止痛膏增加 4300 万贴/年，青鹏膏增加 300 万支/年。

7、盈利预测与估值

我们对公司主要产品的销售收入和毛利率假设如下。

表 6：公司盈利预测假设

年份		2008	2009E	2010E	2011E
消痛贴膏	销售收入（百万元）	357.08	435.64	522.77	627.32
	同比增长率 %	21.03%	22.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 %	84.28%	84.50%	84.00%	84.00%
青鹏膏	销售收入（百万元）	22.79	31.91	43.07	56.00
	同比增长率 %	64.19%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率 %	84.88%	85.00%	85.00%	85.00%
橡胶膏	销售收入（百万元）	21.35	25.62	30.74	36.89
	同比增长率 %	20.55%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 %	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
九剂	销售收入（百万元）	7.04	8.45	10.14	12.17
	同比增长率 %	-23.56%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 %	50.45%	50.00%	50.00%	50.00%
营业费用 /主营业务收入 %		43.02%	43.77%	43.39%	43.58%
管理费用 /主营业务收入 %		8.21%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用 /主营业务收入 %		-1.89%	-0.40%	-0.51%	-0.45%
实际税率 %		0.87%	2.00%	2.00%	15.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

根据以上假设，我们得出公司的盈利预测。以发行价 11.81 元计算，公司 2009 年动态市盈率在 30 倍左右。

表 7：公司盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	413	506	612	739
增长率 %	21.9%	22.4%	20.9%	20.7%
营业利润（百万元）	133	153	185	222
增长率 %	22.3%	14.3%	21.3%	19.9%
净利润（百万元）	136	158	190	196
增长率 %	17.2%	16.5%	20.1%	3.2%
最新摊薄每股收益（元）	0.34	0.39	0.47	0.48
每股净资产（元）	1.31	2.83	3.30	3.79
动态市盈率（倍）	35.23	30.25	25.18	24.40
市净率（倍）	9.01	4.17	3.57	3.12

数据来源：兴业证券研发中心整理

● 相对估值讨论

我们选择一些中药企业，与公司估值比较。对于奇正藏药，我们按发行价 11.8 元计算其 PE、PB 以及发行后的市值，可见公司目前估值并不低。

表 8：中药企业估值比较

公司	2009PE	最新 PB	总市值（亿元）
东阿阿胶	33.2	8.1	118.4
云南白药	37.6	7.1	229.7
仁和药业	33.6	5.0	50.9
金陵药业	23.5	2.7	47.7
九芝堂	20.8	2.6	30.4
三九医药	27.7	5.4	179.1

沃华医药	46.1	6.3	42.4
紫鑫药业	28.0	5.2	20.2
独一味	67.6	11.2	37.4
桂林三金	38.3	7.8	128.5
同仁堂	30.2	3.1	89.7
太极集团	34.7	2.4	28.9
太龙药业	62.5	4.1	22.3
羚锐股份	46.2	3.5	20.4
中新药业	31.7	5.9	83.2
广州药业	33.9	1.9	60.3
亚宝药业	30.3	5.0	41.2
昆明制药	61.9	4.2	26.3
片仔癀	32.6	5.9	43.7
千金药业	31.6	5.3	45.3
康美药业	35.5	5.4	159.4
天士力	28.5	4.9	90.4
康缘药业	25.2	4.6	44.9
康恩贝	30.1	3.7	33.5
益佰制药	23.4	4.8	30.3
江中药业	29.9	5.4	48.7
武汉健民	32.3	1.9	14.4
马应龙	37.2	5.0	43.6
奇正藏药	30.3	9.0	47.8
算术平均值	35.3	5.1	64.1

资料来源: wind 资讯

● 绝对估值讨论

我们假定股权成本为 8%，债务成本为 4.25%，计算出 WACC 值为 8%，得出公司绝对估值为 7.92 元。

● 结论

奇正藏药是一家独具特色的藏药企业。我们认为给予 09 年 30 倍的 PE 较为合适，估值在 12 元左右，以 11.81 元的发行价来看，公司估值合理。

但是新股上市首日均有较大涨幅，从恢复 IPO 以来，中小企业板新发行股票的涨幅可以看出，市场对于新股的追捧仍然热度不减，因此奇正藏药首日上市，市场会给出更高的估值，我们预计首日价格在 20-25 元。

表 9: 近期中小企业板上市后表现（相对于发行价）

公司	上市首日涨幅（%）	上市之间涨幅（%）
桂林三金	81.9	42.9
万马电缆	125.5	144.5
家润多	93.6	58.3
神开股份	95.5	62.7
久其软件	108.5	74.2
新世纪	61.4	53.5
光迅科技	86.2	93.8
博深工具	42.0	35.4
天润曲轴	42.1	37.1
算术平均值	81.8	66.9

资料来源: wind 资讯

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	505	1077	1150	1306
货币资金	215	714	714	789
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	8	12	14	17
其他应收款	14	51	43	50
存货	31	31	42	51
非流动资产	126	225	314	369
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	66	138	230	276
在建工程	36	28	24	22
油气资产	0	0	0	0
无形资产	24	34	44	54
资产总计	631	1302	1464	1675
流动负债	91	146	116	132
短期借款	0	5	5	5
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3	4	5	6
其他	88	137	107	121
非流动负债	8	6	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他	8	6	7	7
负债合计	99	152	124	139
股本	365	405	405	405
资本公积	1	420	420	420
未分配利润	149	291	462	639
少数股东权益	1	1	2	2
股东权益合计	532	1150	1340	1536
负债及权益合计	631	1302	1464	1675

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	136	158	190	196
折旧和摊销	0	7	12	18
资产减值准备	-1	2	-1	0
无形资产摊销	0	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-8	-2	-3	-3
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	89	21	100	66
经营活动产生现金流量	41	118	109	143
投资活动产生现金流量	-12	-82	-112	-72
融资活动产生现金流量	11	463	3	3
现金净变动	40	499	-0	75
现金的期初余额	175	215	714	714
现金的期末余额	215	714	714	789

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	413	506	612	739
营业成本	71	85	105	127
营业税金及附加	6	8	10	12
销售费用	178	221	266	322
管理费用	34	40	49	59
财务费用	-8	-2	-3	-3
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	133	153	185	222
营业外收入	15	10	10	10
营业外支出	12	1	1	1
利润总额	137	162	194	231
所得税	1	3	4	35
净利润	136	158	190	196
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	136	158	190	196
EPS (元)	0.34	0.39	0.47	0.48

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.9%	22.4%	20.9%	20.7%
营业利润增长率	22.3%	14.3%	21.3%	19.9%
净利润增长率	17.2%	16.5%	20.1%	3.2%
盈利能力(%)				
毛利率	82.9%	83.2%	82.8%	82.8%
净利率	32.8%	31.3%	31.1%	26.5%
ROE	25.6%	13.8%	14.2%	12.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	15.7%	11.7%	8.4%	8.3%
流动比率	5.54	7.40	9.87	9.88
速动比率	5.19	7.18	9.51	9.49
营运能力(次)				
资产周转率	0.72	0.52	0.44	0.47
应收帐款周转率	46.56	48.92	47.50	48.04
每股资料 (元)				
每股收益	0.34	0.39	0.47	0.48
每股经营现金	0.16	0.29	0.27	0.35
每股净资产	1.31	2.83	3.30	3.79
估值比率 (倍)				
PE	35.23	30.25	25.18	24.40
PB	9.01	4.17	3.57	3.12

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。