

产能扩张，助推业绩新一轮增长

事件

近期我们组织了对上海凯宝的联合调研，针对公司经营情况和未来发展规划与公司董事长进行了深入交流。

研究结论

- **产能瓶颈解决，业绩增长上新台阶。**目前公司痰热清注射液生产线拆迁扩建项目已经完成，通过 GMP 认证并于 5 月 27 日开始正式生产，公司痰热清产能达到 4500 万支，困扰公司发展的产能瓶颈已经得到解决。公司今年上半年已经完成 950 万支左右生产计划，预计下半年将贡献 2000 万支痰热清注射液，从而实现 3000 万支销售目标。

我们认为公司业绩增长动力来自于三个方面，首先，公司产品是独家品种，受行政和专利双重壁垒保护，国家明文规定不再批准痰热清的改剂型及仿制产品，上述措施能够有效避免同质化竞争；其次，痰热清注射液与清热解毒类其他中成药品种相比，市场占有率最高且其安全性和疗效得到市场认可；再次，痰热清由于之前产能受限一直无法满足市场需求，在已开发医院中约有 50% 的供应缺口，产能扩张后公司今年目标实现已开发医院的温饱供应。另外，公司现已覆盖全国二级以上医院 2200 家，未来 2 年公司目标医院将扩大至 7000 家，空白医院将成为接纳公司产品增长的主要空间。

- **产业链延伸解决原材料供给困境。**今年公司一方面继续保持与熊胆供应商长期的紧密合作关系，增加供应渠道，主要供应商从 2009 年的两家增至 2010 年的三家，另一方面公司正计划拿出 1.5 个亿超募资金建设 GAP 养熊厂，由于全资子公司四川凯宝拥有人工饲养黑熊的资质，因此向上游产业链延伸扩展并不困难，我们认为这种措施将有效保障熊胆粉的长期供应。

- **熊胆粉收率上升拉高毛利水平。**目前公司正在进行熊胆粉收率的再度提升，已进行的中试实验取得 22% 的结果，预计 2011 年公司熊胆粉收率将从 2009 年水平的 19.46% 上升到 22%，我们进行了成本核算，预计生产等量痰热清产品所需熊胆粉降低 11.55%，同时痰热清毛利率水平上升 1.91 个百分点。

- **超预期因素：**大规模疫情爆发、行业出现安全性事故；

- 我们预计，随着公司产能受限问题的解决，2010 年公司经营业绩将重拾高速增长，净利润同比增速 72%，每股收益 0.67 元，2011 年公司业绩继续保持 48% 的快速增长，每股收益 1.00 元。考虑到公司业绩的高成长性，按照 2010 年 0.85 倍的 PEG、61 倍市盈率，2011 年 41 倍市盈率，对应目标价为 41 元，首次给予公司买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

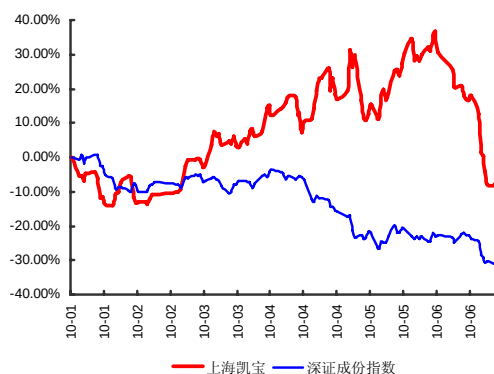
lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2010 年 07 月 06 日)	27.40 元
目标价格	41 元
总股本/A 股 (万股)	17536/17536
国家地区	中国
行业	医药
报告日期	2010 年 07 月 07 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	459	704	1055	1318
同比(%)	18%	53%	50%	25%
归属母公司净利润	69	118	175	222
同比(%)	19%	72%	48%	27%
毛利率(%)	82.9%	82.7%	84.6%	85.1%
ROE(%)	6.0%	9.6%	12.5%	13.8%
每股收益(元)	0.39	0.67	1.00	1.26
P/E(倍)	69.97	40.60	27.41	21.66
P/B (倍)	4.19	3.90	3.42	2.98

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

目 录

1 盈利预测.....	4
2 投资亮点.....	5
2.1 产能瓶颈解决，业绩增长上新台阶	5
2.2 产业链延伸解决原材料供给困境	7
2.3 熊胆粉收率上升拉高毛利水平.....	8
3 公司概况.....	9
3.1 民营体制，激励明确.....	9
3.2 痰热清注射液产品认可度不断提高	9
3.3 “一元化”经营特色显著	10
3.4 未来公司期间费用压力较大	11
4 行业分析.....	12
4.1 清热解毒类中药注射剂疗效显著	12
4.2 痰热清独占市场鳌头，引领行业成长.....	12
4.3 原材料壁垒构筑公司核心竞争力	13
4.4 政策审批严格，保障行业健康发展	14

图表目录

图 1：公司产能与净利润增长关系	5
图 2：公司业绩增长三大动力示意图.....	6
图 3：公司未来医院开拓空间广阔	6
图 4：公司熊胆粉需求量变化示意	7
图 5：公司产业链延伸示意.....	7
图 6：公司熊胆粉提取收率逐步上升.....	8
图 7：熊胆提取收率上升对毛利率水平的影响	8
图 8：公司股权结构情况	9
图 9：2006 - 2009 年公司销售收入构成情况	10
图 10：2006 - 2009 年公司销售毛利构成情况	10
图 11：2006 - 2009 年公司销售收入与净利润变化情况	11
图 12：2006 - 2010 年一季度公司盈利能力变化情况	11
图 13：2008 年我国中药注射剂市场主要产品销售规模与份额情况	13
图 14：中药注射剂导致临床不良反应的主要因素	14
表 1：公司分产品销售收入预测（百万元）	4
表 2：痰热清注射液被列为指定疾病治疗药物情况	10
表 3：清热解毒类中药注射剂与西药抗生素对比分析.....	12
表 4：我国清热解毒类中药注射剂市场主要品种概况.....	13
附表：公司财务预测表	15

1 盈利预测

我们预计，随着公司产能受限问题的解决，2010 年公司经营业绩将重拾高增长，净利润同比增速 72%，利润增长空间主要来自于已开发医院，每股收益 0.67 元，2011 年公司业绩继续保持 48% 的快速增长，利润增长空间主要来自于新开发医院。我们主要的盈利预测假设如下：

2010 年

- 公司实现 3000 万支痰热清注射液的销售任务，痰热清注射液实现销售收入增速 55%；
 - 公司开始摊销固定资产投资，当期计入 1300 万折旧费用，此后每年计入 2600 折旧费用，我们将其完全算入生产成本中的制造费用，从而导致毛利率水平略有降低；
 - 公司销售费用率和管理费用率基本保持不变，由于超募资金 5-6 个亿，预计当期财务费用为负；
- 综合以上假设，公司 2010 年税后利润为 1.24 亿元，每股收益 0.67 元。

2011 年-2012 年

- 公司开拓空白医院市场，实现 4500 万支的销售目标；
- 熊胆产品收率提升，拉高公司毛利率水平；
- 熊胆养殖基地落成，公司向上游原料企业议价能力显著增强；

表 1：公司分产品销售收入预测（百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总销售收入	258.05	387.39	458.89	704.27	1054.90	1229.70
增长率		50.12%	18.46%	53.47%	49.78%	24.97%
毛利率	82.28%	82.03%	82.94%	82.66%	84.59%	85.14%
痰热清注射液	253.89	383.28	451.13	699.25	1048.88	1223.69
增长率		50.96%	17.70%	55.00%	50.00%	25.00%
多索茶碱胶囊	3.43	3.35	3.99	4.39	5.27	6.32
增长率		-2.33%	19.10%	10.00%	20.00%	20.00%
卡托普利缓释	0.19	0.39	0.31	0.34	0.38	0.41
增长率		105.26%	-20.51%	10.00%	10.00%	10.00%
盐酸吡格列酮	0.25	0.18	0.29	0.32	0.38	0.46
增长率		-28.00%	61.11%	10.00%	20.00%	20.00%

资料来源：东方证券研究所

超预期因素

- 大规模疫情爆发，公司在解决产能受限的背景下将充分发挥自身疫情收储用药的特点，实现自身经济效益和社会价值的双重升华；
- 清热解毒类中药注射剂行业出现安全性事故，公司在确保自身产品安全性的前提下，可充分抢夺竞争对手的市场空间；

2 投资亮点

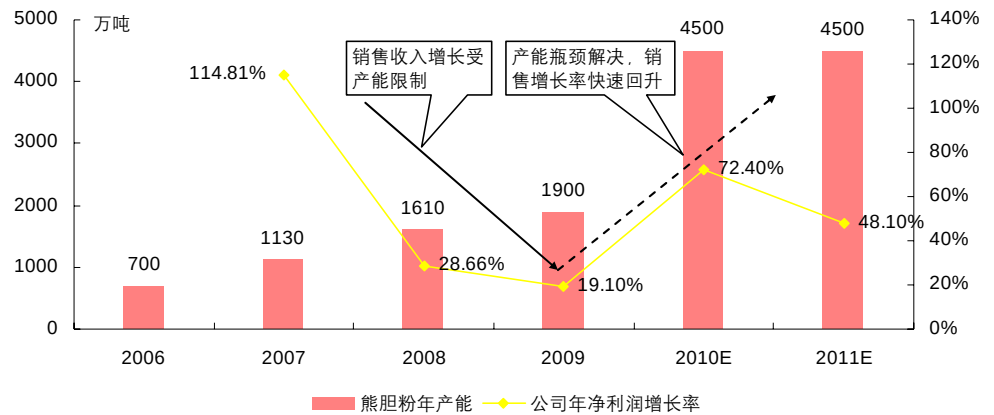
上海凯宝主营清热解毒类中成药,其核心产品痰热清注射液作为国家专利产品,国家中药二类新药,全国独家品种,其生产需要濒危药材熊胆粉,并受到行政和专利双重壁垒保护。

2.1 产能瓶颈解决, 业绩增长上新台阶

公司的主导产品痰热清注射液销售渠道畅通,产能利用率近年来维持在较高的水平,2006年到2009年分别达到89.47%、98.97%、99.77%和110%,生产能力已经过饱和。在此影响下,公司净利润增长率近三年来日渐降低,受制于产能瓶颈因素明显。

目前公司痰热清注射液生产线拆迁扩建项目已经完成,通过GMP认证并于5月27日开始正式生产,公司痰热清产能达到4500万支,困扰公司发展的产能瓶颈已经得到解决。公司今年上半年已经完成950万支左右生产计划,预计下半年将贡献2000万支痰热清注射液,从而实现3000万支销售目标。

图1: 公司产能与净利润增长关系

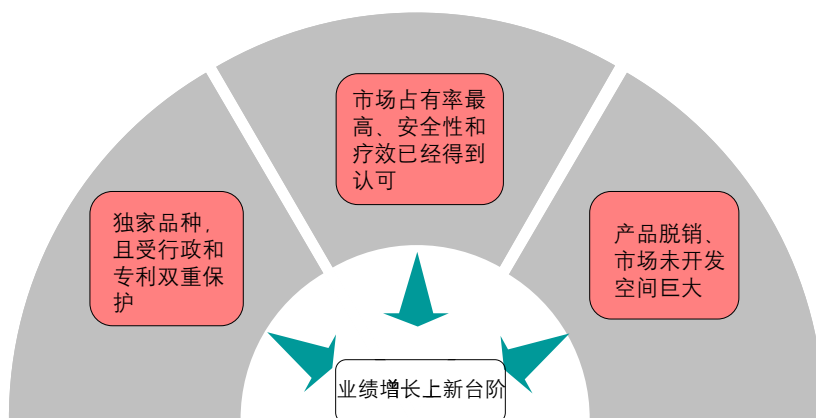


资料来源: 东方证券研究所

● 独家品种+市场认可+产品脱销: 产能过剩风险不足为虑

目前市场比较担心公司产能大幅度提升后是否存在产能过剩的风险,我们认为这种风险发生可能性较小,问题的关键在于公司的营销实力扩张能否在最短时间内最大程度的利用产能增长,而不是产能增长已经超出了行业潜在需求。

图 2：公司业绩增长三大动力示意图



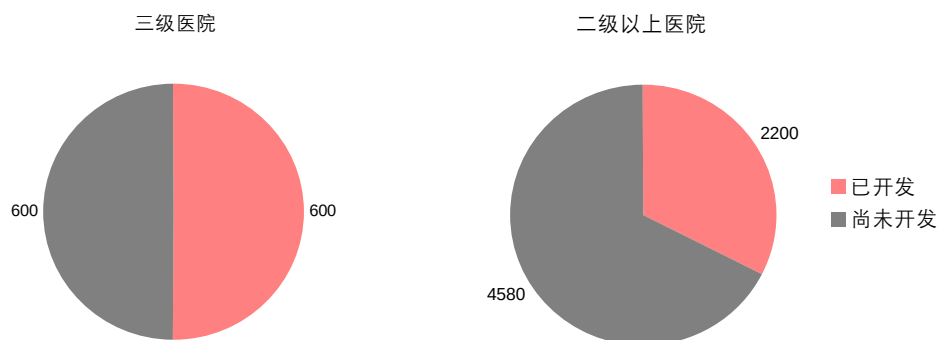
资料来源：东方证券研究所

首先，公司产品是独家品种，受行政和专利双重壁垒保护，国家明文规定不再批准痰热清的改剂型及仿制产品，上述措施能够有效避免同质化竞争，因而同类产品出现产能军备竞赛从而导致产能过剩及价格战等一系列后果的可能性不存在。

其次，痰热清注射液与清热解毒类其他中成药品种相比，市场竞争优势地位明显：

- 痰热清注射液在清热解毒类中成药注射剂各产品中市场占有率最高，为 22.29%，且 2006-2008 年复合增长率在 50% 以上，而整体清热解毒类中成药注射剂市场年复合增长率为 28.12%；
- 2008 年，中药注射剂行业由于受到用药安全事故的负面影响而造成许多产品销售下滑，而痰热清注射液依然保持 50.96% 的增长速度，说明痰热清的安全性和疗效得到行业内普遍认可，品牌效应初显；

图 3：公司未来医院开拓空间广阔



资料来源：东方证券研究所

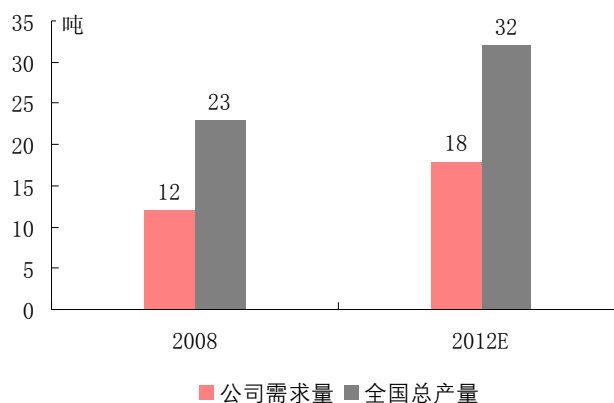
最后，痰热清由于之前产能受限一直无法满足市场需求，在已开发医院中约有 50% 的供应缺口，2009 年痰热清虽然被列为防治甲流储备用药，但公司也没有足够产品供应国家和地方的收储计划，

产能扩张后公司今年目标实现已开发医院的温饱供应。另外,公司现已覆盖全国二级以上医院 2200 家,未来 2 年公司目标医院将扩大至 7000 多家,空白医院将成为接纳公司产品增长的主要空间。

2.2 产业链延伸解决原材料供给困境

熊胆粉是生产痰热清注射液的关键原料,占生产成本的 40%左右。目前来看,熊胆粉的供应供过平衡,但随着公司产能从 1900 万支扩张到 4500 万支,预计 2012 年公司对熊胆粉的年需求量将从 08 年的 12 吨增长至 18 吨,同时全国熊胆粉年产量将从 08 年的 23 吨增长至 32 吨,公司需求占整个行业的比例将进一步提高,因此公司增强对上游原材料产业链的控制能力显得非常重要。

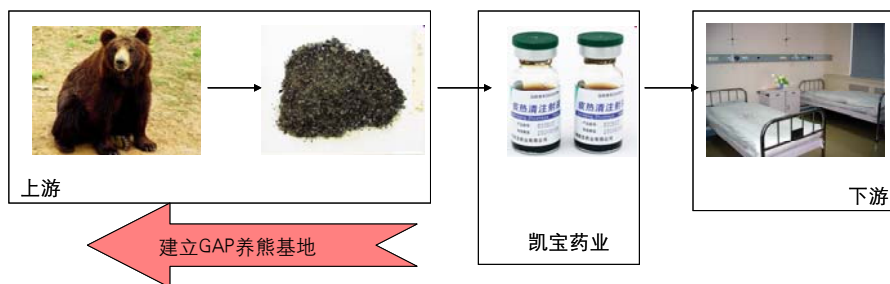
图 4: 公司熊胆粉需求量变化示意



资料来源: 东方证券研究所

今年公司一方面继续保持与供应商牢固的长期紧密合作关系,增加供应渠道,主要供应商从 2009 年的两家增至 2010 年的三家,另一方面公司正计划拿出 1.5 个亿超募资金建设 GAP 养熊厂,由于全资子公司四川凯宝拥有人工饲养黑熊的资质,因此向上游产业链延伸扩展并不困难,我们认为这种措施将有效保障熊胆粉的长期供应。

图 5: 公司产业链延伸示意

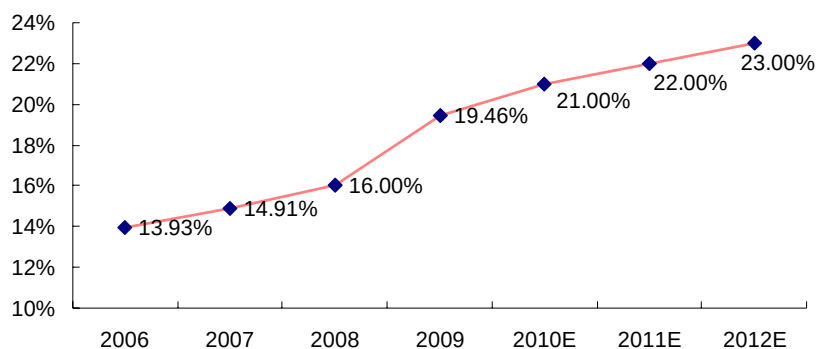


资料来源: 东方证券研究所

2.3 熊胆粉收率上升拉高毛利水平

为了降低生产成本，公司一直在加大熊胆粉有效成分提取的研发，熊胆粉提取收率从 2006 年的 13.93% 上升到 2009 年的 19.46%，目前公司正在进行熊胆粉收率的再度提升，已进行的中试实验取得 22% 的结果，预计 2011 年公司熊胆粉收率将达到 22%。

图 6：公司熊胆粉提取收率逐步上升



资料来源：东方证券研究所

假设其他因素保持不变，单纯熊胆提取收率从 2009 年水平的 19.46% 上升到 22%，生产等量痰热清产品所需熊胆粉降低 11.55%，同时痰热清毛利率水平上升 1.91 个百分点。

图 7：熊胆提取收率上升对毛利率水平的影响

	现在产率：19.46%	潜在产率：22%
痰热清生产量	1000 支	1000 支
假设每支痰热清需要 n 克熊胆粉有效成分		
所需熊胆粉有效成分	1000n	1000n
所需熊胆粉	1000n/19.46%	1000n/22%
假设熊胆粉价格均为 p、原材料占成本比例均为 x		
痰热清生产成本	1000np/19.46%x	1000np/22%x
假设痰热清出厂价不变为 P		
痰热清成本率	np/19.46%xP	np/22%xP
2009 年产率为 19.46%，痰热清成本率为 16.52%		
提取产率提高到 22%，成本率降低 1.91 个百分点		
提取产率提高到 22%，毛利率上升 1.91 个百分点		

资料来源：东方证券研究所

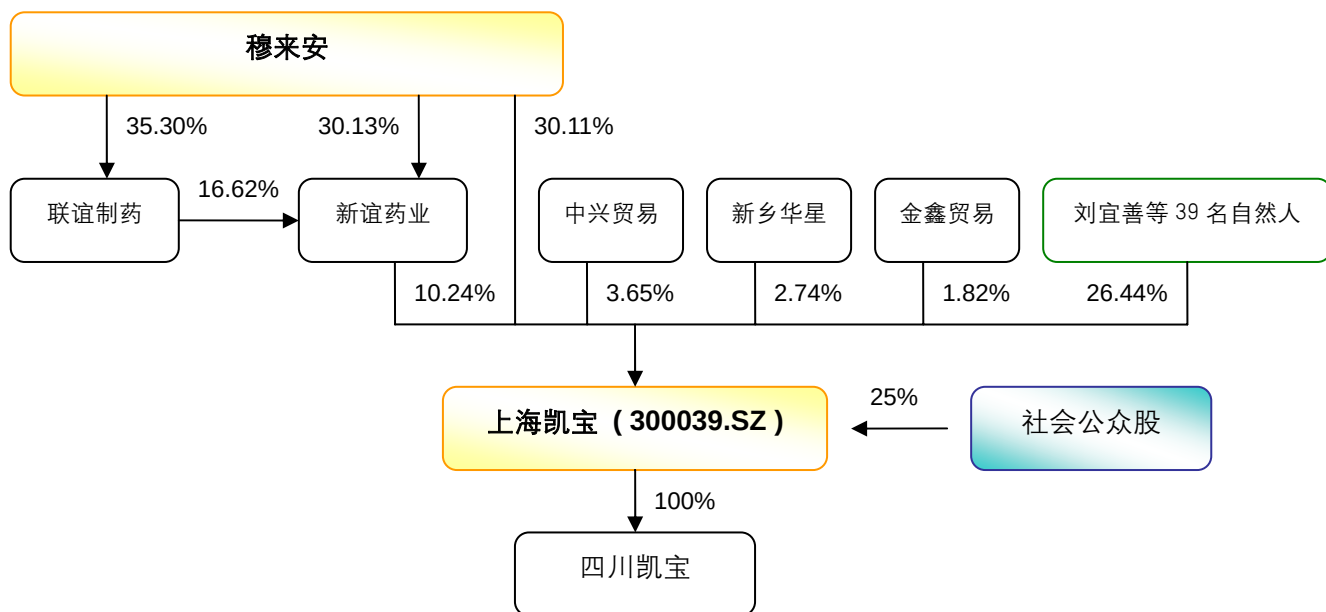
3 公司概况

上海凯宝主营清热解毒类中成药痰热清注射液的研发、生产和销售业务，同时生产少量的盐酸吡格列酮片、卡托普利缓释片、多索茶碱胶囊等产品。旗下全资子公司四川凯宝拥有濒危野生动物驯养、繁殖许可证，主要从事黑熊的养殖与深加工，负责为公司主导产品痰热清注射液提供部分熊胆粉原料。

3.1 民营体制，激励明确

公司董事穆来安先生共持有上市公司 40.35% 的股份，为公司实际控制人。以董事长刘宜善先生为首的管理团队和内部职工合计持有公司 26.44% 的股份，公司股权结构明晰，管理体制灵活，管理层激励明确，利于公司长期健康稳定的发展。

图 8：公司股权结构情况



资料来源：公司资料，东方证券研究所

3.2 痰热清注射液产品认可度不断提高

痰热清注射液是国家中药二类新药，公司和曹春林共同拥有痰热清注射液药品专利，公司同时独家拥有药品生产批准文号，产品保护期截至 2014 年 4 月 4 日。

痰热清注射液具有清热、化痰、解毒的功效，主要用于感冒、肺炎等上呼吸道感染疾病，临床效果十分显著。该产品在内科、外科、儿科、传染病、肿瘤、职业病的治疗中发挥了良好的作用，特别是在治疗中、重度感染方面有着广泛的应用。

因痰热清注射液质量稳定、疗效显著，在国家发生重大疫情防控时，均将其列为治疗药物，产品认可度自 2003 年上市以后不断提高，是 04 和 09 版国家医保目录的乙类独家品种。

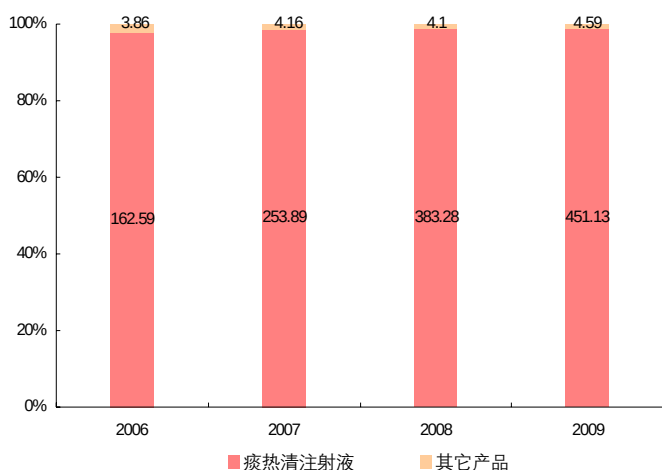
表 2：痰热清注射液被列为指定疾病治疗药物情况

时间	颁发单位	内容
2003 年 6 月	上海市经济委员会	上海市抗“非典”新产品试产项目
2005 年 11 月	国家卫生部	《人禽流感诊疗方案（2005 版修订版）》用药目录
2006 年 4 月	国家发改委、财政部	防止流感储备药品
2009 年 4 月	国家卫生部办公厅、国家中医药管理局办公室	《中医药防治手足口病临床技术指南（2009 年版）》 临床治疗药物
2009 年 5 月	国家卫生部	《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第一版）》 治疗药物
2009 年 7 月	国家卫生部	《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第二版）》 治疗药物
2009 年 10 月	国家卫生部	《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第三版）》 重症与危重症辩证治疗方案治疗药物
2010 年 4 月	国家卫生部	《手足口病诊疗指南（2010 年版）》治疗用药

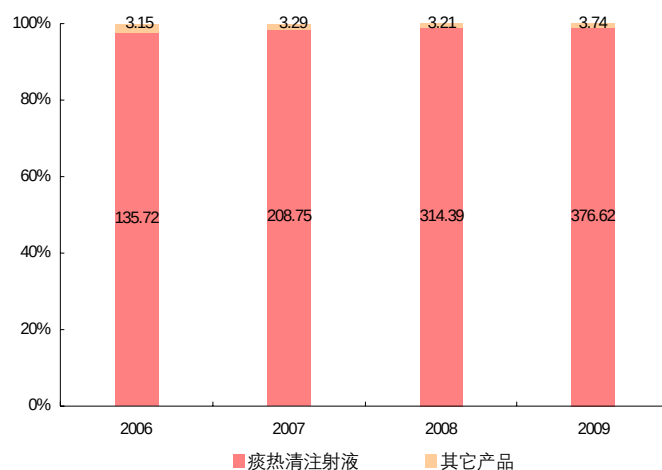
资料来源：Wind，东方证券研究所

3.3 “一元化”经营特色显著

痰热清注射液是公司经营与成长之本，2006 - 2009 年间，该产品的收入与毛利对公司同期收入与毛利的贡献始终保持在 97% 以上，公司“一元化”特色显著。

图 9：2006 - 2009 年公司销售收入构成情况


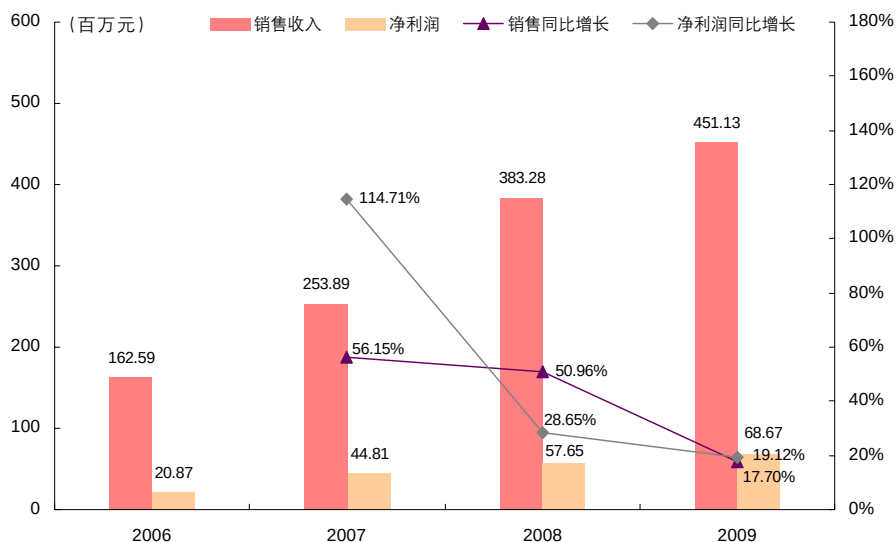
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2006 - 2009 年公司销售毛利构成情况


资料来源：Wind，东方证券研究所

从经营业绩的增速看，2006-2009 年公司销售收入的复合增长率为 40.52%，同期净利润率的复合增长率为 48.74%，保持着稳定向上的良好态势。2009 年公司收入与净利润增速放缓主要因产能局限所致。

图 11：2006 - 2009 年公司销售收入与净利润变化情况

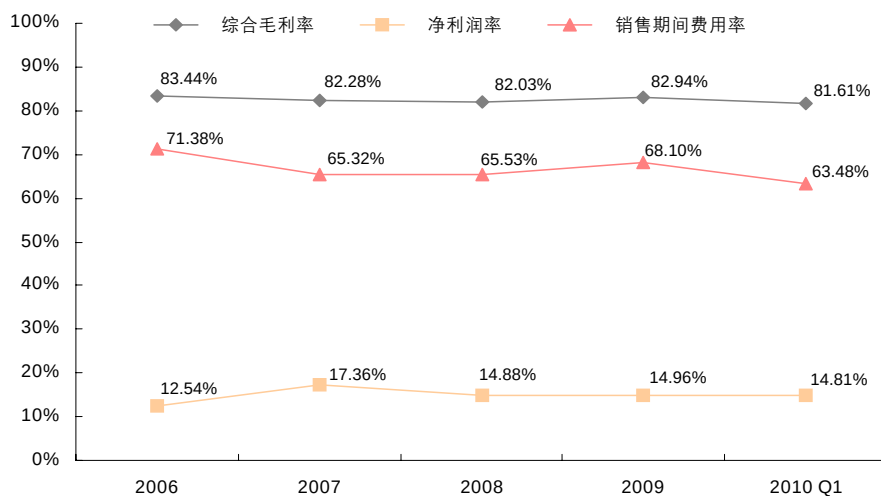


资料来源：Wind，东方证券研究所

3.4 未来公司期间费用压力较大

痰热清注射液上市至今，公司在营销推广方面投入较大，期间费用率始终维持在较高的水平。我们预计，随着募投新增产能的逐步释放，公司将开始新一轮医院市场的开拓，产品营销推广任务较重，公司在未来三年仍面临较大的费用压力，因而我们预计公司净利率不会出现显著上升。

图 12：2006 - 2010 年一季度公司盈利能力变化情况



资料来源：Wind，东方证券研究所

4 行业分析

4.1 清热解毒类中药注射剂疗效显著

清热解毒类中药注射液继承了传统清热解毒类中成药的医疗理念，可以说是我国首创，是具有自主知识产权的民族产业。

- 注射剂剂型有效解决了传统口服类中成药起效较慢、用药时间较长、口感较难接受等问题，在由感冒、肺炎引起的呼吸道感染、头痛发热以及由炎症引起的疾病中有着广泛的应用。
- 中药注射剂将抑菌、抗病毒、抗炎、解热等四大作用融为一体，在治疗因肿瘤等重型疾病或一些大型手术而引起的局部炎症、发热、感染等症状过程中具有更为显著的效果。

总体来看，清热解毒类中药注射剂作为医药产业中的新兴品种，对传统西药治疗起到了很好的补充与替代作用，其自身的独特优势确立了不可替代的重要地位。

表 3：清热解毒类中药注射剂与西药抗生素对比分析

药品分类	优点	缺点
中药注射剂	毒副反应较小、不产生耐药性、作用靶点多、疗效确切、可长期用药	作用机理不明确、原料质量把控不易、药品质量标准不完善
抗生素药物	产品药理与毒理明确、产品质量标准完善	毒副反应较大、易产生耐药性、不适合长期用药

资料来源：东方证券研究所

事实上，中药注射剂的不良反应发生率极低。据国家药物不良反应中心统计，70%以上的不良反应由西药引起，药物不良反应从数量及严重性看，前十位都是已经临床应用几十年的抗生素品种。2007 年，《健康报》等多家医药类报刊联合举行的“百姓安全用药”调查评选活动显示，全国范围内 5 万多名基层、社区医生及大医院专家中，99.75%以上认为中药注射剂安全可靠。

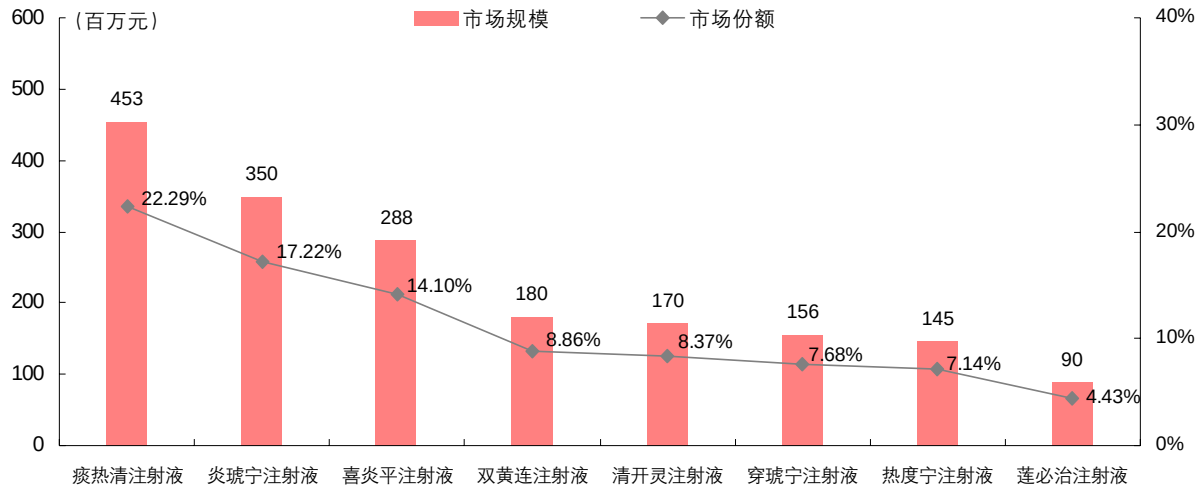
4.2 痰热清独占市场鳌头，引领行业成长

我国清热解毒类中药注射剂用药市场规模逐年增长，2008 年终端销售金额达到 20.32 亿元，2006-2008 年复合增长率为 28.12%，2008 年清热解毒类中药注射剂由于受安全事故的影响，销售增长下降为 15.59%，随着负面因素的消除，行业增速有望快速回升到 30%左右。2008 年痰热清注射液医院零售额为 4.53 亿元，在行业内市场占有率最高。

从市场竞争产品分布来看，清开灵、穿心莲和双黄连注射剂由多个厂商生产，发生不良反应的事件也相对较多，一旦某一厂家的产品出现问题，整个注射液品种在市场上的占有率会大幅降低，从而为行业内质量过硬的产品提供了可替代的空间。从产品安全性来看，痰热清注射液自上市以来从未出现过严重质量问题，产品疗效确切、安全可靠、市场认可度高，在清热解毒类中成药注射剂领域独占鳌头。

我们认为，痰热清注射液的优秀表现有助于改变过去市场对中药注射剂的偏见，作为行业内标杆产品可最大程度享受行业利好消息。

图 13：2008 年我国中药注射剂市场主要产品销售规模与份额情况



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

4.3 原材料壁垒构筑公司核心竞争力

2008 年 6 月 3 日，国家药监局颁布《含濒危药材中药品种处理原则》，明确规定将包括天然麝香、熊胆、豹骨（虎骨）、象牙等在内的濒危野生药材列入中药生产限用范围，不批准已有国家标准中药的改剂型及仿制（原药品生产企业的改剂型除外），严格控制含有上述濒危药材的新药注册申请。

生产痰热清注射液所需的原材料主要包含 2 种动物药（熊胆粉和山羊角）和 3 种植物药（黄芩、金银花和连翘），其中，熊胆粉起到抗炎、镇静、解热和抗血栓等作用，是保证产品疗效的关键成分。政策颁布后，国家对采用名贵动植物药材作为原料的中药产品审批、管理都极为严格，在行业内出现与痰热清类似产品的可能性极低。

目前，除痰热清注射液使用的熊胆粉为政策限用原料外，其它主要竞争品种使用的都是常见大宗原料药，产品同质化情况明显，不具备公司独有的原材料获得优势。

表 4：我国清热解毒类中药注射剂市场主要品种概况

药品名称	主要原材料	是否医保	是否独家	生产厂家
痰热清注射液	熊胆粉、山羊角、黄芩、金银花、连翘	医保乙类	是	上海凯宝药业
喜炎平注射液	穿心莲	医保乙类	是	江西青峰药业
热毒宁注射液	青蒿、金银花、栀子	医保乙类	是	江苏康缘药业
双黄连注射液	黄芩、金银花、连翘	医保乙类	否	共有 19 个生产批号
清开灵注射液	牛黄、水牛角、金银花、黄芩、栀子	医保甲类	否	共有 21 个生产批号
莲必治注射液	穿心莲	医保乙类	否	共有 7 个生产批号
炎琥宁注射液	穿心莲	否	否	共有 21 个生产批号

资料来源：SFDA，东方证券研究所

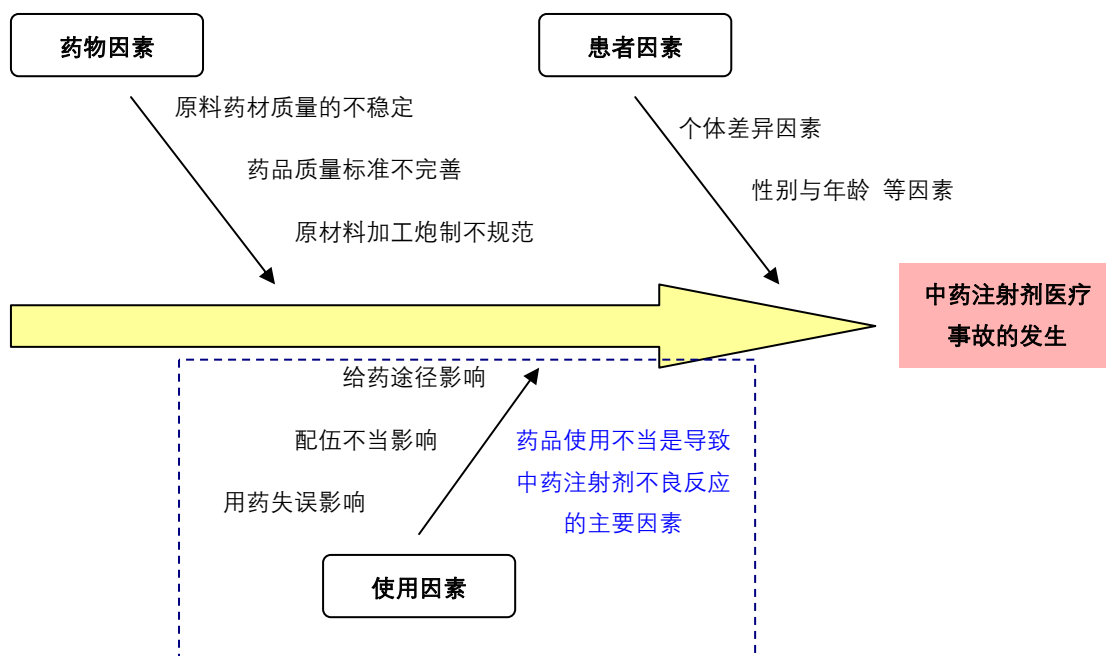
4.4 政策审批严格，保障行业健康发展

作为传统中医药理论与现代制药工艺技术相结合的产物，中药注射剂多次引发了业界内外不同的声音。无论如何，中医药理论作为我国独具特色及拥有丰富历史积淀的瑰宝，毫无疑问的将会获得政策上持续的扶持。

我们认为，应理性看待中药注射剂不良反应风险。中药注射剂之所以导致医药事故主要还是起因于药物因素和使用因素（即生产和使用过程中的不当行为）。国家药品不良反应监测中心对中药注射剂通报的数据显示，清开灵注射液死亡病例中 81% 的患者存在合并用药（联合用药）情况，8% 存在多种药物混合静脉滴注的情况。

因此，我们认为这个市场有待培育，而不是要被放弃。

图 14：中药注射剂导致临床不良反应的主要因素



资料来源：东方证券研究所

经过 2009 年的调整，SFDA 审评中心已经开始重新审评中药注射剂新品种。审批门槛的提高让行业看到了规范化的希望，市场集中度逐步提升将是大势所趋，已树立品牌优势、获得终端医生认可的企业将从中获益，行业整体的发展也将步入健康有序的轨迹中运行。

附表：公司财务预测表

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
流动资产	1195	777	823	1039	营业收入	459	704	1055	1318
现金	1014	526	467	603	营业成本	78	122	163	196
应收账款	82	152	219	271	营业税金及附加	3	7	11	14
其它应收款	4	13	19	24	营业费用	263	406	612	765
预付账款	27	32	46	56	管理费用	47	60	90	112
存货	32	55	71	86	财务费用	3	-19	-14	-17
其他	36	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	151	564	675	671	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	34	281	309	317	营业利润	66	127	194	248
无形资产	28	228	327	327	营业外收入	15	12	12	12
其他	89	55	38	27	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1345	1340	1497	1710	利润总额	80	138	205	259
流动负债	186	109	91	99	所得税	12	20	30	37
短期借款	119	25	0	0	净利润	69	118	175	222
应付账款	8	12	16	19	少数股东损益	0	0	0	0
其他	59	72	74	79	归属于母公司净利润	69	118	175	222
非流动负债	13	0	0	0	EBITDA	74	124	212	269
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.67	1.00	1.26
其他	13	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	199	109	91	99	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	110	175	175	175	营业收入	18.5%	53.5%	49.8%	25.0%
资本公积	958	893	893	893	营业利润	9.9%	93.2%	52.9%	27.8%
留存收益	78	164	339	543	归属于母公司净利润	19.1%	72.4%	48.1%	26.5%
归属母公司股东权益合计	1146	1232	1407	1611	获利能力				
负债和股东权益	1345	1340	1497	1710	毛利率	82.9%	82.7%	84.6%	85.1%
现金流量表					净利率	15.0%	16.8%	16.6%	16.8%
单位:百万元					ROE	6.0%	9.6%	12.5%	13.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	26.2%	14.9%	19.2%	23.1%
经营活动现金流	53	49	96	171	偿债能力				
净利润	69	118	175	222	资产负债率	14.8%	8.1%	6.0%	5.8%
折旧摊销	6	16	32	37	净负债比率				
财务费用	3	-19	-14	-17	流动比率	6.42	7.15	9.09	10.53
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	6.24	6.65	8.30	9.66
营运资金变动	-24	-57	-101	-75	营运能力				
其它	-1	-9	4	3	总资产周转率	0.58	0.52	0.74	0.82
投资活动现金流	-126	-430	-144	-34	应收账款周转率	5	6	5	5
资本支出	126	229	43	33	应付账款周转率	10.44	12.28	11.71	11.05
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-201	-101	-1	每股收益	0.39	0.67	1.00	1.26
筹资活动现金流	1057	-108	-11	-1	每股经营现金流	0.30	0.28	0.55	0.97
短期借款	99	-94	-25	0	每股净资产	6.54	7.02	8.02	9.19
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	27	66	0	0	P/E	69.97	40.60	27.41	21.66
资本公积增加	948	-66	0	0	P/B	4.19	3.90	3.42	2.98
其他	-17	-14	14	-1	EV/EBITDA	53	31	18	15
现金净增加额	984	-488	-58	136					

资料来源：东方证券研究所

附图：上海凯宝近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn