

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

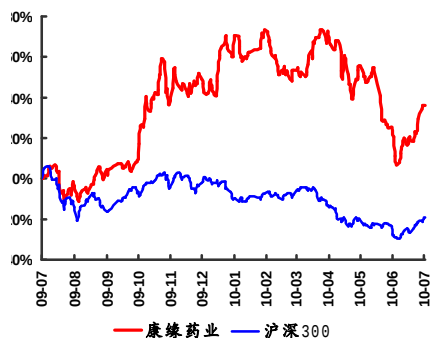
Tel: 021-68634510-8228

E-Mail: ws2978@xcsc.com

基础数据:

收盘价: 26.48 元
流通 A 股市值: 129.22 亿元
沪深 300 指数: 2616.33
目标价: 28.70 元

一年内股价与大盘走势:



相关报告:

湘财证券_公司调研简报_康缘药业 (600557): 业绩平稳增长, 未来看点在于营销改善和新产品推出

湘财证券_半年报点评_康缘药业 (600557): 净利润增长 30%, 中药材涨价拉低热毒宁毛利率

投资要点:

- 热毒宁注射液、桂枝茯苓胶囊等主要产品处于快速成长期:** 热毒宁是清热解毒类中药注射液独家品种, 其组分简明, 疗效确切。经过四期临床试验, 发生不良反应率极低。并且热毒宁入选手足口病、甲流等病的诊疗目录, 未来适应症还将拓展至普通流感。中药注射液技术标准提高, 行业渐趋集中, 热毒宁等优势品种将获得更多市场份额。尽管上半年受成本上涨影响, 热毒宁的毛利率有所下滑, 但公司正在积极布局中药材种植, 未来将会更好控制原药材价格和质量。桂枝茯苓胶囊是治疗妇科血瘀性疾病的首选良方, 公司的独家剂型更占优势, 分销模式初获成功, 在第三终端的积极布局, 使其销售量进一步加速。桂枝茯苓胶囊谋求在适应症和国际市场的拓展。
- 股权结构清晰, 管理层激励到位:** 通过 04 年一系列股权运作, 国有恒瑞集团退出, 肖伟成为实际控制人, 目前肖伟等管理层掌控的康缘集团拥有 26.11% 股权。
- 未来期间费用率将基本保持稳定:** 中药注射液推广需要较多销售费用, 分销业务的开拓, 使得 08、09 年的销售费用率大幅攀升。如果未来银杏内酯等新品种上市后, 预计公司今后几年的销售费用率降稳中略升。
- 新产品上市为公司插上二次腾飞翅膀:** 公司计划在南京、北京等地建立医药研发基地, 形成一条完整医药研发链, 进而为公司长期发展注入新动力。目前主要储备产品有心血管药物银杏内酯注射液和抗肿瘤药藤黄酸注射液, 其中银杏内酯注射液有望在今年年内获批。公司不仅自己培育新产品, 而且积极收购其他医药公司股权, 实现外延式扩张。

投资建议: 我们预测康缘药业 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.82 元、1.06 元。公司股权结构清晰, 管理层激励机制到位。热毒宁、桂枝茯苓等成熟产品增长迅速, 后续重磅产品陆续上市, 营销能力也在逐步增强。中药注射液技术标准提高也有助于公司热毒宁和藤黄酸等产品的成长, 我们继续给予“买入”, 12 个月目标价为 28.7 元。

风险因素: 新产品审批进程晚于预期;

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	1132.03	968.53	1195.43	1466.98	1830.11
增长率	13.36%	-14.44%	23.43%	22.72%	24.75%
净利润 (百万元)	141.94	160.27	194.90	262.37	337.92
增长率	12.63%	12.91%	21.61%	34.62%	28.80%
摊薄后每股收益 (元)	0.60	0.68	0.61	0.82	1.06

目录

1、公司股权结构	3
2、公司基本情况	4
3、热毒宁注射液发展空间广阔	6
4、桂枝茯苓胶囊-化瘀名方，剂型独家	9
5、立足研发，志在长远	9
6、经营情况分析	11
7、盈利预测与估值	11

图目录

图 1、康缘药业股权结构	3
图 2、康缘药业主要业务营收占比	4
图 3、康缘药业主要业务毛利占比	5
图 4、2006 年-2011 年热毒宁注射液销售额预测	8
图 5、2008 年调查地区主要疾病患病率	9
图 6、各类妇科用药市场份额	9
图 7、2006 年-2009 年康缘药业三项费用率	11
图 8、2005 年-2009 年康缘药业存货周转率和应收账款周转率	11

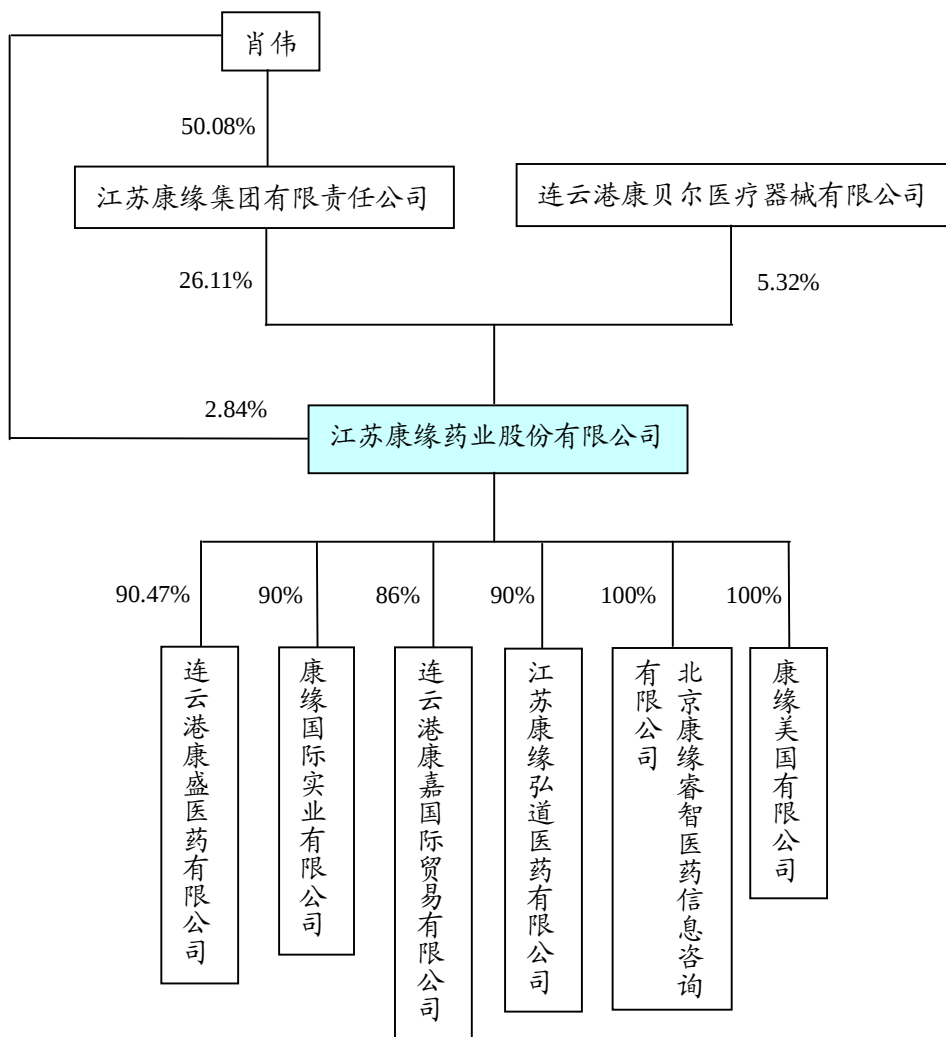
表目录

表 1、康缘药业股权变更情况	4
表 2、康缘药业控股子公司情况	5
表 3、康缘药业主要产品介绍	6
表 4、清热解毒类中药注射液主要品种	7
表 5、各类清热解毒类中药注射液组分	7
表 6、热毒宁和痰热清产品情况对比	8
表 7、主要抗肿瘤中药注射液品种	10
表 8、康缘药业主要产品销售额及毛利率	12
表 9、可比上市公司估值情况	12
表 10、三张表预测	13

1、公司股权结构

公司前身是连云港中药厂，2002 年改制上市。目前实际控制人为肖伟，合计持有 15.92% 公司股权。

图 1、康缘药业股权结构



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2004 年曲线完成 MBO，进一步完善公司管理层激励机制，国有股东恒瑞集团将其 27.65% 股权转让给康贝尔医疗、金典科技和康居房产三家公司。天使投资收购金典科技和康居房产的股权。目前第一大股东江苏康缘集团有限责任公司是由连云港天使投资发展有限公司变更而来。

表 1、康缘药业股权变更情况

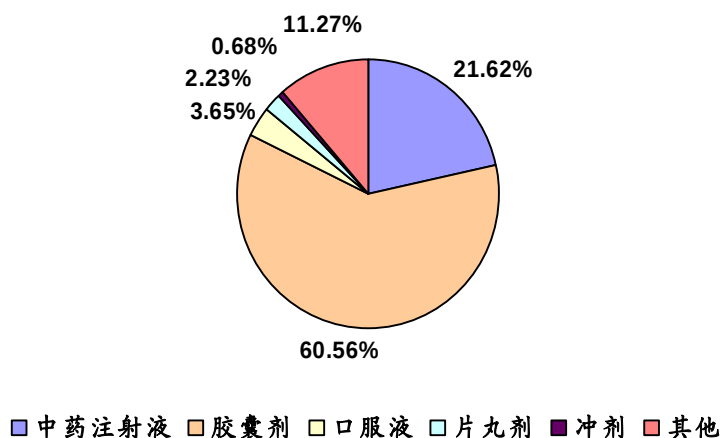
时间	重大事件
2000 年 12 月	由连云港康缘制药有限公司整体变更设立，发起人为连云港恒瑞集团和肖伟等
2002 年 9 月	公开发行 4000 普通股，在上交所挂牌交易
2004 年 8 月	连云港恒瑞集团将其持有的 27.65%股权转让给连云港康贝尔医疗器械有限公司、连云港金典科技有限公司、连云港康居房地产开发有限公司
2005 年 1 月	天使大药房受让上海联创 777 万股，受让后天使大药房合计持有 11.03%股权
2005 年 9 月	苏云医疗器材将 6.93%股权转让给连云港科瑞公司 康居房地产公司将 8.65%股权转让给天使投资（前身为天使大药房），后者转让后持有 19.86%
2005 年 9 月	连云港金典科技和科瑞公司将股权转让给天使投资，转让后天使投资持有 34.18%股权，金典科技不再持有股份，科瑞公司还有 1.93%股权

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2、公司基本情况

康缘药业专注于中药的研发、生产和销售，是推广中药现代化的旗帜性企业。其中营收占比最高为中药注射液和胶囊剂产品，分别为 21.62%和 60.56%。其中主要产品为热毒宁注射液和桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊等产品。

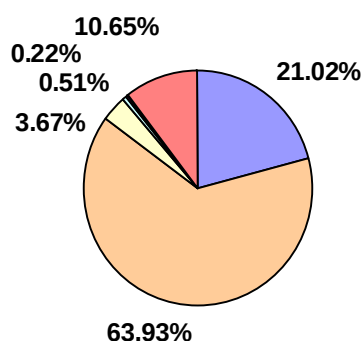
图 2、康缘药业主要业务营收占比



数据来源：公司年报、湘财证券研究所

各项主要产品的毛利占比情况基本与营收类似，中药注射液和胶囊剂产品的毛利占比分别为 21.02%、63.93%。

图 3、康缘药业主要业务毛利占比



■ 中药注射液
 ■ 胶囊剂
 ■ 口服液
 ■ 片丸剂
 ■ 冲剂
 ■ 其他

数据来源：公司年报、湘财证券研究所

康盛医药、康缘弘道医药等控股子公司主要从事中成药产品的销售，对公司盈利情况影响不大。今年 6 月从金典科技和经略实业受让 33.13%南星药业股权，受让后合计持有 63.21%股权。南星药业是一家由南京中医药大学下属制药厂改制而来的中成药企业。公司优势产品有通塞脉片、复方南星止痛膏，均进入国家医保目录。此次收购进一步丰富公司心血管产品系列，增加骨伤科产品比重。

表 2、康缘药业控股子公司情况

子公司	股权比例	营业范围
连云港康盛医药有限公司	90.47%	中成药销售
连云港康嘉国际贸易有限公司	86%	自营和代理进出口业务
康缘国际实业有限公司	90%	中西药、生物制药、保健品的开发、生产和销售
江苏康缘弘道医药有限公司	90%	中成药销售
北京康缘睿智医药信息咨询	100%	企业管理咨询
康缘美国有限公司	100%	创新药物筛选与研发
江苏南星药业有限责任公司	63.21%	中成药的研发、生产与销售

数据来源：湘财证券研究所

公司热毒宁、桂枝茯苓等多数产品为独家品种，均进入国家乙类医保目录。这些产品覆盖妇科、骨科、心血管科多个临床领域。

表 3、康缘药业主要产品介绍

品种	OTC/处方药	医保目录	目前适应症	可能新增适应症	竞争情况
热毒宁注射液	处方药	乙类	上呼吸道感染、急性支气管炎	普通流感	独家品种
桂枝茯苓胶囊	处方药	乙类	子宫肌瘤，慢性盆腔炎包块，痛经， 子宫内膜异位症，卵巢囊肿	乳腺增生、前列腺 炎	剂型独家
散结镇痛胶囊	处方药	乙类	性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕	-	独家品种
天舒胶囊	双跨	乙类	主要用于血瘀所致血管神经性头痛	-	独家品种
腰痹通胶囊	处方药	乙类	腰椎间盘突出症	-	独家品种 胶囊剂型
抗骨增生胶囊	处方药	乙类	关节肿胀、麻木、疼痛	-	较少
金振口服液	处方药	乙类	小儿急性支气管炎	-	独家品种

数据来源：湘财证券研究所

3、热毒宁注射液发展空间广阔

热毒宁为清热解毒类中药注射液，近几年清热解毒类用药市场增长率达到 15% 左右，其中中药注射液市场份额为 20 多亿元。主要中药注射液品种还有痰热清、清开灵、双黄连、莲必治、喜炎平等。随着中药注射液再评价工作开展，整体行业集中度会逐步提高。我们看好热毒宁、痰热清等独家品种，因为这些产品质量更容易控制，未来市场份额会逐步扩大。

中药注射液的技术要求日趋严格，1985 年前并无针对中药注射液的特殊标准，仅检测性状、有无热源反应和溶血反应。1999 年发布《中药注射剂研究的技术要求》，规定如用有效部位投料，静脉注射用可测成分要达到 80% 以上。2007 年又出台《中药、天然药物注射剂基本技术要求》，要求总固体中能明确成分要大于 60%，可测成分要大于总固体量的 80%，其中不少于 90% 组分要在指纹图谱中明确。技术要求的日趋严格将淘汰部分不合适中药注射液品种和生产企业，优势企业能获得更多发展空间。康缘药业利用指纹图谱技术，对热毒宁的原材料、半成品、成品中的组分进行监测，产品质量得到严格控制。

目前清热解毒类中药注射液品种有上海凯宝的痰热清、神威药业的清开灵、康缘药业的热毒宁。其中痰热清注射液的市场份额最高，达到 22.29%。

表 4、清热解毒类中药注射液主要品种

主要产品	市场份额	生产厂家	国家医保目录
痰热清注射液	22.29%	上海凯宝	乙类
炎琥宁注射液	17.22%	海南灵康制药等	-
喜炎平注射液	14.17%	江西青峰制药（独家）	乙类
双黄连注射液	8.86%	三精制药等众多厂家	乙类
清开灵注射液	8.37%	神威制药等	甲类
穿琥宁注射液	7.68%	三精制药、利君制药等众多厂家	-
热毒宁注射液	7.14%	康缘药业	乙类
莲必治注射液	4.43%	神威药业	乙类

数据来源：湘财证券研究所

从处方组分分析，清热解毒类中药注射液大致可分为两类，一类含有穿心莲内酯成分，包括炎琥宁、喜炎平、穿琥宁、莲必治等品种；另一类含有金银花这类具有清热解毒功效的药材，痰热清注射液辅以一些动物药，来增强疗效。穿心莲内酯类中药注射液的不良反应主要是由于穿心莲内酯结构不是很稳定，容易发生水解、开环、异构化等反应。

表 5、各类清热解毒类中药注射液组分

主要产品	市场份额	主要组分
痰热清注射液	22.29%	金银花、黄芩、连翘、熊胆粉、山羊角
炎琥宁注射液	17.22%	穿心莲内酯
喜炎平注射液	14.17%	穿心莲内酯
双黄连注射液	8.86%	金银花、黄芩、连翘
清开灵注射液	8.37%	板蓝根、胆酸、黄芩甙、金银花、水牛角、珍珠母、栀子、猪去氧胆酸
穿琥宁注射液	7.68%	穿心莲内酯
热毒宁注射液	7.14%	金银花、青蒿、栀子
莲必治注射液	4.43%	穿心莲内酯

数据来源：湘财证券研究所

热毒宁为公司独家品种，同类竞争对手有上海凯宝的痰热清注射液、神威药业的清开灵注射液。与痰热清相比，热毒宁的组分更少，入药的中药材有青蒿、金银花、栀子，不含动物药和矿物药。其中君药青蒿能清热凉血，阴分风热邪毒及入里热邪；臣药金银花清热解毒，透散表邪；佐药栀子也可清热解毒，凉血及清泄三焦之火。热毒宁去年刚进入国家乙类医保目录，同时还是《手足口病诊疗指南》、《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2010 年）》中的治疗用药。今后公司争取将热毒宁的适应症范围扩大到普通流感，从而进一步打开产品销量。

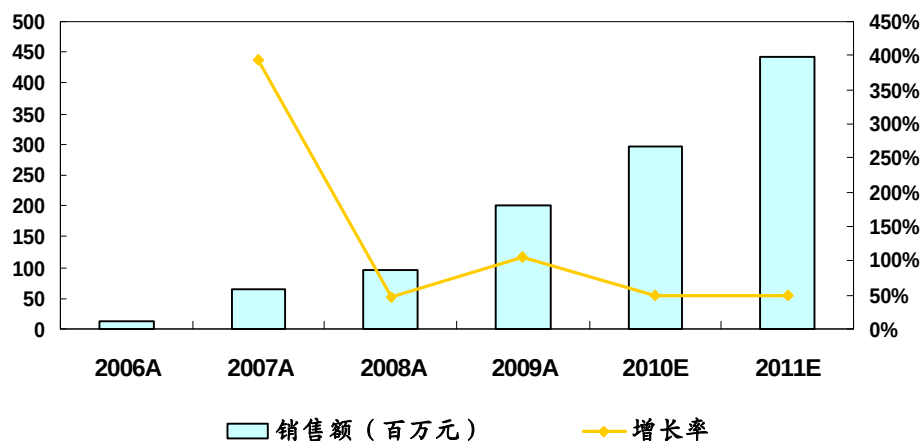
表 6、热毒宁和痰热清产品情况对比

	热毒宁	痰热清
09 年产量	1860 多万支	700 多万支
医保目录	乙类	乙类
最高零售价	50 多元	37.5 元
09 年销售额	约 2 亿元	4.5 亿元
主要组分	青蒿、金银花、栀子	黄芩、熊胆粉、山羊角、金银花、连翘
销售人员	400 多人	400 多人
适应症	上呼吸道感染、急性支气管炎	急性支气管炎、急性肺炎
毛利率	72.73%	83.48%
规格	10ml	10ml

数据来源：湘财证券研究所

自 2006 年起热毒宁注射液销售开始放量，2009 年销售额即达到 1.98 亿元。我们预测 2010、2011 年的销售额能增加至 2.96、4.15 亿元。近几年热毒宁大幅增长主要基于两点理由：1、中药注射液行业集中度提高；2、呼吸道治疗药物需求上升。

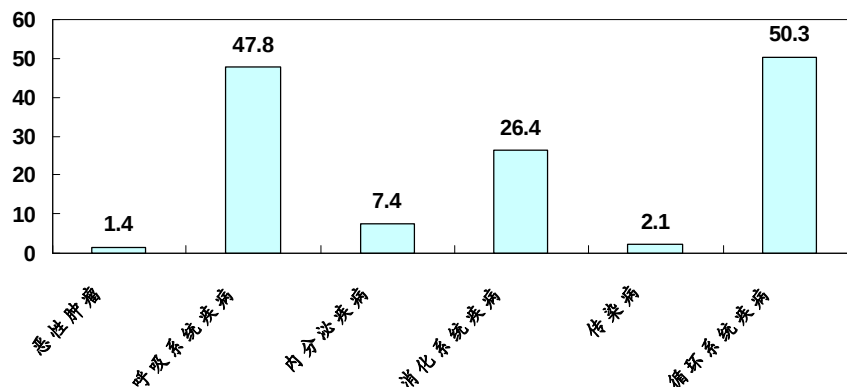
图 4、2006 年-2011 年热毒宁注射液销售额预测



数据来源：湘财证券研究所

由于 2003 年的 SARS 和 2009 年的甲型 H1N1 流感疫情相继爆发，感冒、支气管炎和哮喘等呼吸道疾病日益受到人们重视。大气污染程度逐渐加深，呼吸道疾病患病率逐渐上升。2008 年卫生部调查显示，呼吸道疾病患病率仅次于循环系统疾病，达到 4.78%，其中循环系统疾病包括心脏病、脑血管疾病和高血压。根据样本医院统计，清热解毒类药品占据呼吸道疾病用药市场的一半，中成药的副作用较小，未来清热解毒类中成药销售增速十分可观。

图 5、2008 年调查地区主要疾病患病率



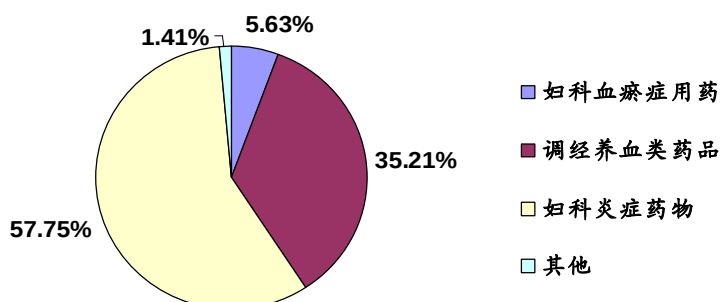
数据来源：卫生部、湘财证券研究所

4、桂枝茯苓胶囊-化瘀名方，剂型独家

桂枝茯苓丸最早见于东汉张仲景的《金匱要略》，是治疗妇科血瘀性疾病的首选良方。在临床上被用于治疗子宫内膜异位、子宫肌瘤、卵巢囊肿等症。另外散结镇痛胶囊对子宫内膜异位内膜异位症所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕有较好疗效。工作节奏加快、竞争压力增大导致这类妇科疾病患病人数持续增加。目前治疗药物主要有米非司酮等孕激素抑制剂。未来桂枝茯苓的适应症还将扩大到乳腺增生和前列腺炎等症，其中乳腺增生等症更具有推广的可行性。

目前市场上桂枝茯苓产品包括桂枝茯苓丸和胶囊，其中丸剂生产厂家较多，公司是胶囊剂独家生产厂商。相比丸剂，胶囊剂的药物释放速度更快，避免胃酸对成分的破坏。

图 6、各类妇科用药市场份额



数据来源：湘财证券研究所

5、立足研发，志在长远

银杏叶提取物（EGB）具有活血化瘀、通脉舒络的作用，能有效防治心脑血管疾病，其中主要成分为银杏黄酮和银杏内酯。银杏内酯 A、B、C、M、J 都是较强的血

小板活化因子（PAF）拮抗剂，其中银杏内酯B作用最强，毒性最小。但由于银杏内酯B水溶性较差，生物利用度低，限制其在注射液中的临床应用。

银杏叶提取物（EGB）治疗范围广阔，可用于以下六大领域：1、脑梗塞；2、脑功能障碍；3、老年痴呆症；4、动脉硬化引起间歇性跛行；5、糖尿病；6、青光眼。

目前市场上用的银杏注射剂主要有金纳多、舒血宁、银杏达莫注射液。这些产品的银杏内酯含量均较低。

金纳多：银杏黄酮甙（24%）、银杏内酯（3.1%）、白果内酯（2.9%）

舒血宁：银杏黄酮甙（24%）、银杏内酯（4%）

银杏达莫：银杏黄酮甙（24%）、银杏内酯（3.1%）、白果内酯（2.8%）、双嘧达莫（10%）

生产舒血宁注射液的厂家有神威药业、双鹤药业、珍宝岛药业，09年的销售额分别为2亿元、2亿元和1.6亿元。

双嘧达莫有抗血栓形成作用，银杏达莫注射液主要为抗血小板聚集药、冠状动脉扩张药，主要生产厂家为益佰制药，销售额已经超过2亿元。

公司银杏内酯注射液通过专家评审，有望在下半年拿到生产批文。公司银杏内酯注射液包含银杏内酯A、B，内酯总含量超过95%。尽管内酯B的抗血小板聚集的功效更好，但其水溶性较差，限制进一步使用。

其他厂家也都正在研发银杏提取物的注射液品种，例如誉衡药业的银杏内酯B注射液、天士力的银杏内酯冻干粉、海南四环的注射用银杏内酯B。其中天士力的银杏内酯冻干粉短期内还较难获批。

其他后续开发产品还有藤黄酸注射液、痛安胶囊等。藤黄酸是藤黄中有效成分之一，对多种肿瘤细胞有选择性抑制作用，毒副作用较小。2003年，中国药科大学以1800万元将藤黄酸这个一类抗肿瘤新药转让给康缘药业。

中药注射液在治疗抗肿瘤、心血管疾病领域有较大优势，其中华蟾素、艾迪等多数品种为独家品种。公司藤黄酸注射液在进入国家及地方医保目录后，能取得较好收益。

表 7、主要抗肿瘤中药注射液品种

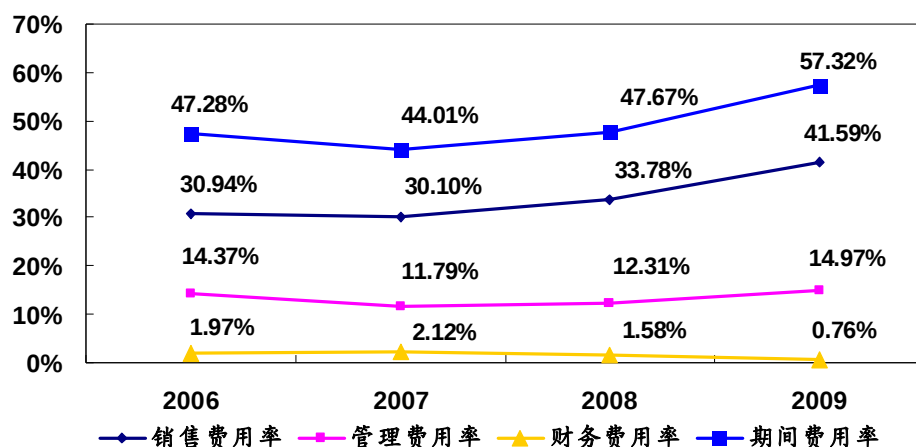
主要品种	相关公司	医保目录
华蟾素注射液	安徽金蟾生化（华润三九）	甲类
艾迪注射液	益佰制药	乙类
得力生注射液	北京正邦制药	乙类
复方苦参注射液	山西振东金晶制药	乙类
康莱特注射液	康莱特药业	乙类
消癌平注射液	通化神源药业、南京圣和药业	乙类
鸦胆子油乳注射液	浙江九旭药业等	乙类

数据来源：湘财证券研究所

6、经营情况分析

随着中药注射液热毒宁销售额从 2007 年开始大幅增长，热毒宁的营收比例不断增加。由于热毒宁是新上市的中药注射液独家品种，需要大量营销费用对其进行推广。这使得近年来销售费用率上升较快，2009 年达到 41.59%。管理费用率基本保持在较高水平，这是由于康缘药业为创新型企业，研发投入较多导致。公司营收规模增大，且在 08 年进行再融资，财务费用率呈下降趋势。

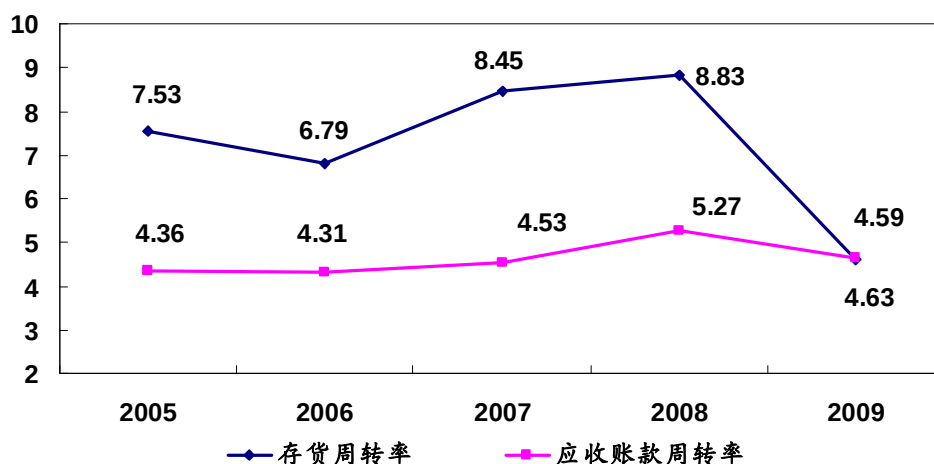
图 7、2006 年-2009 年康缘药业三项费用率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

产品销售规模增大，公司相应增加产成品库存，存货周转率从 08 年的 8.83 迅速下降到 09 年的 4.59。近几年应收账款周转率基本维持稳定。

图 8、2005 年-2009 年康缘药业存货周转率和应收账款周转率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

7、盈利预测与估值

主要盈利假设：

- 1、热毒宁注射液依然保持较快增速，考虑中药材价格上涨因素，今年毛利率有所下滑，明后年毛利率逐渐回升
- 2、银杏内酯等注射液品种在明年上市，后年开始放量
- 3、桂枝茯苓胶囊今年销售收入增长 30%，明后两年增速略有下滑
- 4、由于 08、09 年研发费用抵扣部分所得税，这两年所得税率较低，今后三年恢复到正常税率

今年的业绩增长主要依靠热毒宁注射液和桂枝茯苓胶囊等产品，我们预测 2010、2011、2012 年的营业收入分别为 11.95、14.67、18.30 亿元。

表 8、康缘药业主要产品销售额及毛利率

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
中药注射液	67.65	104.56	209.36	308.16	441.72	652.70
毛利率	69.95%	74.83%	72.73%	71.00%	73.00%	74.50%
胶囊	525.30	632.33	586.52	710.47	845.58	994.60
毛利率	73.74%	78.36%	78.94%	78.00%	78.90%	78.90%
口服液	32.43	36.67	35.34	36.00	36.00	36.00
毛利率	66.66%	75.36%	75.19%	75.00%	75.00%	75.00%
片丸剂	18.42	19.88	21.64	23.80	26.18	28.80
毛利率	27.12%	16.82%	17.21%	17.00%	17.00%	17.00%
冲剂	5.88	5.32	6.54	7.00	7.50	8.00
毛利率	25.79%	21.96%	24.51%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：公司年报、湘财证券研究所

估值分析：

我们选取几家优质中药类上市公司作为对比，这些公司的 2010 年 PE 为 35.42 倍，而目前康缘药业的 PE 值为 32.3 倍。我们认为优质中药上市公司会有比行业更快增速，理应享有更高估值。

表 9、可比上市公司估值情况

上市公司	总市值	EPS		PE	
		2010 年	2011 年	2010 年	2011 年
益佰制药	45.46	0.72	0.93	26.83	20.77
天士力	150.30	0.79	0.92	38.97	33.47
同仁堂	126.40	0.66	0.79	36.67	30.63
白云山	57.65	0.39	0.49	31.51	25.08
中新药业	100.55	0.44	0.57	30.91	23.86
上海凯宝	57.61	0.69	0.97	47.61	33.87

数据来源：湘财证券研究所

注：总市值按 2010 年 7 月 28 日收盘价计算

表 10、三张表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	922	1172	1478	1839
现金	236	536	660	803
应收账款	228	285	331	427
其他应收款	40	36	47	57
预付账款	102	84	125	136
存货	61	80	95	105
其他流动资产	254	151	220	310
非流动资产	524	486	448	408
长期投资	28	26	27	27
固定资产	337	355	347	329
无形资产	74	62	51	40
其他非流动资产	84	43	22	12
资产总计	1445	1659	1926	2246
流动负债	363	424	475	526
短期借款	163	165	175	180
应付账款	64	131	161	201
其他流动负债	136	128	139	145
非流动负债	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
负债合计	367	428	479	531
少数股东权益	6	7	7	7
股本	320	320	320	320
资本公积	334	334	334	334
留存收益	418	570	786	1055
归属母公司股东权益	1072	1224	1440	1709
负债和股东权益	1445	1659	1926	2246

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-22	346	165	211
净利润	160	195	263	338
折旧摊销	35	37	39	40
财务费用	7	8	7	6
投资损失	-3	-2	-2	-3

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	969	1195	1467	1830
营业成本	244	310	361	442
营业税金及附加	14	15	19	25
营业费用	403	490	601	750
管理费用	145	167	191	229
财务费用	7	8	7	6
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	3
营业利润	159	206	290	381
营业外收入	21	19	20	20
营业外支出	3	4	5	5
利润总额	177	222	305	395
所得税	17	27	43	57
净利润	160	195	263	338
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	195	262	338
EBITDA	201	252	336	427
EPS (元)	0.50	0.61	0.82	1.06

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-14.4%	23.4%	22.7%	24.8%
营业利润	6.1%	29.6%	40.4%	31.5%
归属于母公司净利润	12.9%	21.6%	34.6%	28.6%
获利能力				
毛利率(%)	74.8%	74.1%	75.4%	75.9%
净利率(%)	16.5%	16.3%	17.9%	18.4%
ROE(%)	15.0%	15.9%	18.2%	19.8%
ROIC(%)	15.4%	22.7%	27.3%	31.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.4%	25.8%	24.9%	23.6%
净负债比率(%)	44.39%	38.53%	36.54%	33.93%
流动比率	2.54	2.76	3.11	3.49

营运资金变动	-220	100	-144	-174	速动比率	2.37	2.58	2.91	3.29
其他经营现金									
流	-2	7	4	4	营运能力				
投资活动现金流	-32	4	2	3	总资产周转率	0.70	0.77	0.82	0.88
资本支出	33	0	0	0	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	0	-1	1	0	应付账款周转率	4.00	3.17	2.47	2.44
其他投资现金									
流	1	2	2	3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-51	-50	-43	-70	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.61	0.82	1.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	1.08	0.52	0.66
短期借款	-7	2	10	5	每股净资产(最新摊薄)	3.35	3.83	4.50	5.34
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	53	0	0	0	P/E	28.67	23.57	17.51	13.61
资本公积增加	-53	0	0	0	P/B	4.29	3.75	3.19	2.69
其他筹资现金					EV/EBITDA	22	18	13	11
流	-44	-52	-53	-75					
现金净增加额	-105	300	124	143					

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	969	1195	1467	1830
收入同比(%)	-14%	23%	23%	25%
归属母公司净利润	160	195	262	338
净利润同比(%)	13%	22%	35%	29%
毛利率(%)	74.8%	74.1%	75.4%	75.9%
ROE(%)	15.0%	15.9%	18.2%	19.8%
每股收益(元)	0.50	0.61	0.82	1.06
P/E	28.67	23.57	17.51	13.61
P/B	4.29	3.75	3.19	2.69
EV/EBITDA	22	18	13	11

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。