

湘财证券研究所
医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

王师

Tel:021-68634510-8228

E-Mail:ws2978@xcsc.com

当前股价 14.38 元

评价调整: 维持

基本信息

上证综指 2650.31

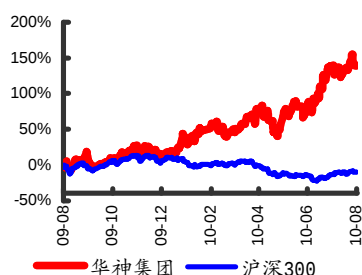
总股本 269,280,440

流通股本 258,904,723

EPS(ttm) 0.0371

PE(ttm) 387.6

华神集团一年以来的股价走势


投资要点:
q 最大亮点——利卡汀突破瓶颈，持续高增长可期

n 小放射剂量助力利卡汀突破推广瓶颈。当前大放射剂量核素治疗对环境、设备的苛刻要求阻碍了利卡汀的推广。为此，公司针对性地推出了小放射剂量的利卡汀，下半年即将进入实质性推广期。从目前来看，其在试用中受限制较小，可在普通医院推广，而且已初步证明在肝癌术后防复发和转移方面具有明显疗效，未来极具市场前景。

n 四期临床试验即将结束，市场认可度有望提升。利卡汀的四期临床试验已接近尾声，报告预计在下半年发布，届时披露的临床疗效将决定利卡汀的终生幸福。从利卡汀的临床有效率来看，在二、三期临床期间有效率呈稳步上升趋势。这是个积极的信号，我们认为，随着用药手段的逐步改进，四期临床的有效率有望进一步提高，从而为利卡汀的后续推广奠定基础。

q 三七通舒市场空间大，引领中成药业务成长。相较于增长趋缓的成熟产品鼻渊舒和活力苏，三七通舒胶囊增长迅速，2007-2009 年复合增长率达到了 57%。考虑到中药治疗心脑血管疾病已被广泛接受以及三七通舒胶囊具备的技术、疗效优势，我们认为三七通舒胶囊有望实现持续高成长，并成为中成药业务发展的主引擎。

q 新产品储备丰富，生物技术和健康产业之路前程似锦。公司已基本形成“生产一代、储备一代、研发一代”的可持续发展战略，体现了公司管理层积极进取的态度。其中新药冻干滴眼用重组人表皮生长因子和氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒均将在明年开始贡献业绩。从眼科市场和冠心病诊断市场分别来看，两者都具备了良好的市场前景。

q 募投项目促产业集中，管理费用率有望回落。我们认为公司下半年实施定向增发是大概率事件，除了生物技改扩建项目已基本完工外，其余募投项目预计在 2012 年投产，届时将解决医药重点产品的产能问题。而且新建的各主要子公司的生产基地都将集中到华神科技园，实现资源的共享和优化配置，可以在一定程度上提高管理效率。

q 盈利预测及投资评级

不考虑定向增发，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.07 元、0.27 元和 0.41 元。我们认为，随着小放射剂量利卡汀投放市场，利卡汀就将有效突破原有的推广瓶颈，加上新产品的上市，有望实现爆发式增长。但从股价上来看，公司 2011 年、2012 年 PE 分别为 54 倍和 35 倍，已基本反映了高成长带来的估值溢价，故维持公司“增持”的投资评级。

q 风险提示: 小放射剂量利卡汀推广不理想；主导药品大幅度降价。

盈利预测表 (百万元)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	363.19	380.88	505.17	651.69	820.21
营业收入增长率	31.75%	4.87%	32.63%	29.00%	25.86%
归属母公司净利润	5.11	7.20	17.60	71.84	109.68
净利润增长率	176.82%	41.01%	144.22%	308.30%	52.67%
EPS (摊薄)	0.02	0.03	0.07	0.27	0.41

数据来源: 湘财证券研究所

目录

一、公司资源向生物技术和健康产业倾斜	4
二、最大亮点——利卡汀持续高增长可期	5
2.1 利卡汀市场空间巨大	5
2.2 小放射剂量助利卡汀突破推广瓶颈.....	6
2.3 四期临床试验即将结束，市场认可度有望提升	7
三、三七通舒市场空间大，引领中成药业务成长.....	8
四、新产品储备丰富，生物技术和健康产业之路前程似锦	9
五、募投项目重点突破产能瓶颈，资源配置得以优化.....	10
六、盈利预测与投资评级	11
七、风险提示.....	13

图目录

图 1 华神集团的产业结构	4
图 2 子公司华神药业和华神生物技术的营收占比持续提高	4
图 3 利卡汀销售额增速放缓	6
图 4 小放射剂量利卡汀预防肝移植术后复发疗效明确	7
图 5 三七通舒胶囊年符合增长率达到 57%	8
图 6 中恒集团血栓通保持持续高增长	9
图 7 国内重点城市医院重组人表皮生长因子销售情况	10

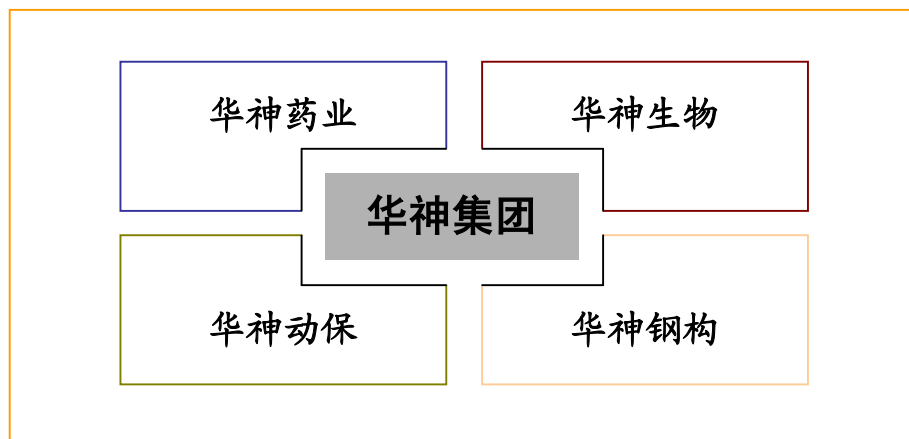
表目录

表 1 子公司华神生物的产品列表	4
表 2 利卡汀治疗与肝癌治疗传统方法的比较	5
表 3 不同放射剂量利卡汀的比较	6
表 4 利卡汀二期临床试验数据	7
表 5 公司“生产一代、储备一代、研发一代”的发展战略	9
表 6 华神集团有多个药品与科研院校合作开发	9
表 7 公司拟定向增发募集资金投向	11
表 8 华神集团分产品营收预测表	11
表 9 盈利预测表	12

一、公司资源向生物技术和健康产业倾斜

公司目前已经形成了中西成药、生物制药、兽药及兽用生物疫苗、现代钢构四大产业格局，其中公司的未来定位在于生物技术和健康产业。

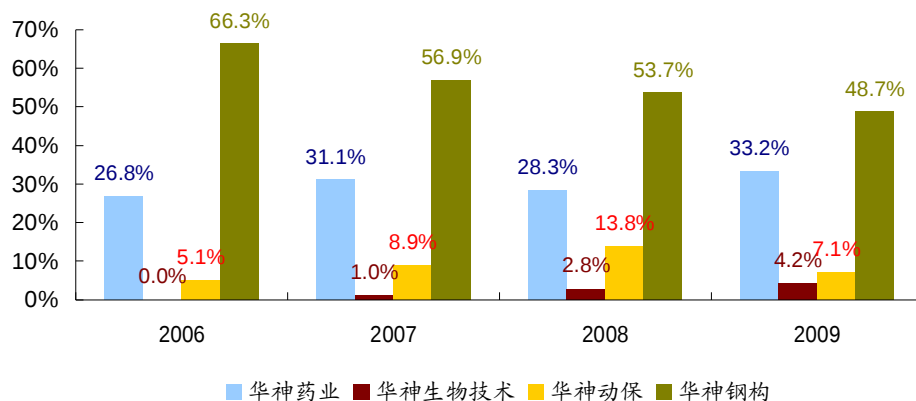
图 1 华神集团的产业结构



数据来源：公司主页，湘财证券研究所

公司资源正逐步向生物技术和健康产业倾斜，华神药业和华神生物技术的营收占比持续提高，而且从本次拟定向增发募集资金的投向也可见一斑。

图 2 子公司华神药业和华神生物技术的营收占比持续提高



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

从成长性来看，具有多个一类新药的生物制药业务无疑是公司未来发展的重点，而利卡汀的推广则是重中之重。

表 1 子公司华神生物的产品列表

序号	产品	新药证书	生产状态
1	碘[131I]美妥昔单抗注射液（利卡汀）	国家一类新药	2007 年上市

2	冻干滴眼用重组人表皮生长因子 (艾唯尔)	国家一类新药	正在申报 GMP 认证
3	氧化低密度脂蛋白定量测定试剂 盒(酶联免疫法)	国家新诊断试剂	正在申报 GMP 认证

数据来源：公司网站，湘财证券研究所

二、最大亮点——利卡汀持续高增长可期

2.1 利卡汀市场空间巨大

原发性肝细胞癌（HCC）是世界上流行率最高的 10 种恶性肿瘤之一。而我国是原发性肝癌的高发区，每年约有 10 万人死于肝癌，占我国恶性肿瘤死亡率的第二位。目前，原发性肝癌的治疗手段以外科手术和介入治疗为主，但由于肝细胞癌具有进展快、预后差和易复发的特点，难以取得令人满意的疗效。

原发性肝癌在治疗过程中往往会遇到可手术率低和复发性高的两大难题。一方面，肝细胞癌早期症状不明显，且病情发展迅速，往往发现时已是晚期，不适合手术治疗，加上部分患者体质虚弱无法支撑手术治疗，事实上真正可以手术治疗的仅占 15%，而替代方法（主要是介入治疗）的有效率较低；另一方面，即使手术治疗的患者也面临着高达约 50% 的复发风险。

作为世界上第一款专门治疗原发性肝癌的单抗药物，相较于传统方法具有创伤小、有效性高的优点，因此我们认为其在手术替代治疗和术后联合治疗领域具有较大的应用空间。相对于 10 万人的潜在目标群体，公司利卡汀年销售病例不足 400 例（按照一个治疗周期 2 至利卡汀计算），市场空间仍十分巨大。

表 2 利卡汀治疗与肝癌治疗传统方法的比较

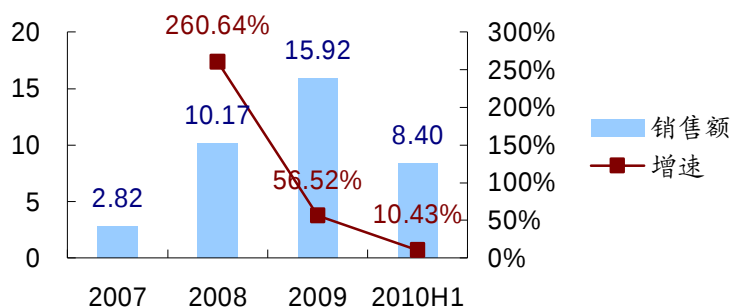
项目	传统方法		新方法
	手术治疗	介入治疗	利卡汀
原理	恶性肿瘤切除	以 TACE 为主，对肝癌的供血动脉进行栓堵，切断其营养作用，使肿瘤组织自然坏死	通过美妥昔单抗的靶向作用，直接对肝癌细胞进行放射性杀伤
优点	见效直接，一次性铲除病灶	创伤小，可规避无法手术的风险	微创，可规避无法手术的风险；靶向性高，避免对正常肝组织的损伤，有效率接近 40%，且可以针对多病灶肿瘤
缺点	创伤大，对体质要求较高，且不适用于晚期转移后的多病灶肿瘤，手术切除率仅为 15%，且术后复发率高	无法完全切断肿瘤的营养来源，有效率仅为 10% 左右	涉及核素，设备、技术要求高
定位	肝癌治疗的首选	无法手术情况下的替代治疗；辅助治疗；术后防复发	无法手术情况下的替代治疗；辅助治疗；术后防复发

数据来源：湘财证券研究所

2.2 小放射剂量利卡汀突破推广瓶颈

大放射剂量核素治疗的苛刻要求已成为制约利卡汀推广的最大瓶颈。今年上半年利卡汀销售同比增长仅 10%，增速明显放缓，主要便是因为目前大放射剂量利卡汀的使用只局限于具有核医学科病房和放射介入科的医院。而我国严格意义上符合以上条件的医院仅是少数，公司已经择优推广了 30 多家，市场接近饱和，存在推广的瓶颈。

图 3 利卡汀销售额增速放缓



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

为此，公司适时推出了小放射剂量的利卡汀。不同于大放射剂量利卡汀，小放射剂量利卡汀由于放射性强度和给药方式的不同，可以在独立的普通病房使用，规避了专业病房和放射介入条件对大放射剂量核素使用的限制，为利卡汀的大面积推广奠定了基础。

表 3 不同放射剂量利卡汀的比较

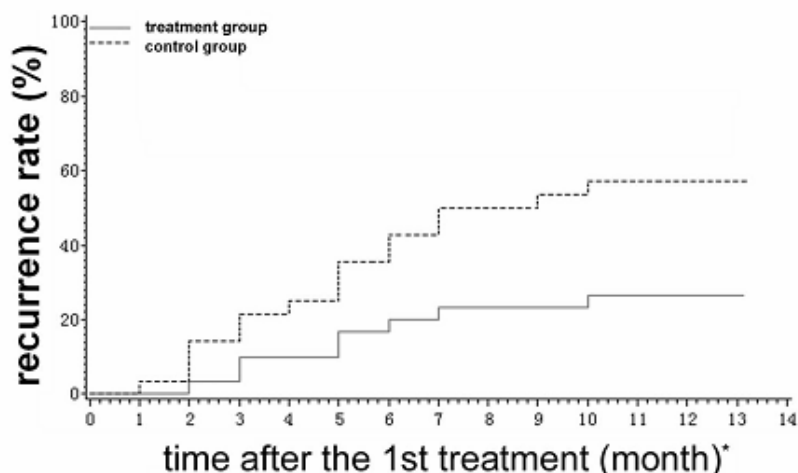
项目	大放射剂量	小放射剂量
适应症	不能手术切除或术后复发的原发性肝癌，以及不适宜作动脉导管化学栓塞（TACE）或经 TACE 治疗后无效、复发的晚期肝癌	肝细胞癌早期小肿瘤、亚临床肿瘤以及术后 6 个月内防复发和转移
放射性强度	50mCi 左右	10-15mCi
给药方式	动脉灌注	静脉滴注
病房	专业的核医学科病房	独立的普通病房（仍需要一些必要的和防护设施）
设备	DSA 等介入设备	不需要特殊的介入设备

数据来源：卫生部，湘财证券研究所

从目前来看，小放射剂量利卡汀同样极具市场前景。小放射剂量利卡汀的适应症与大放射剂量不同，主要用于肝细胞癌早期小肿瘤、亚临床肿瘤以及术后的防复发和转移。一方面，我国肝细胞癌患者基数大，即使肝癌早期小肿瘤和亚临床肿瘤的诊断率较低（往往发现就已经是中晚期了），但对于利卡汀来说市场空间仍十

分巨大；另一方面，由于肝癌术后 12 个月复发率在 50% 左右，术后防复发和转移几乎是必修课，从这个意义上说肝癌术后的防复发和转移市场要更大。临床数据证明，小放射剂量利卡汀在预防肝移植术后复发方面具有明确的疗效，相比对照组 12 个月复发率降低了 30%，这为小放射剂量利卡汀的推广奠定了良好的学术基础。

图 4 小放射剂量利卡汀预防肝移植术后复发疗效明确



注：该临床试验利卡汀使用的放射剂量为 0.42mCi/kg，小于常规治疗的 75mCi/kg
 数据来源：Hepatology. 2007 Feb; 45(2): 269-276

小放射剂量利卡汀即将进入实质性推广期。由于利卡汀的生产批件只规定了美妥昔单抗的剂量，而没有规定的放射性核素的剂量，所以小放射剂量的利卡汀无需临床试验或者重新申请生产批件，可以直接投放市场。目前小放射剂量的利卡汀已基本完成应用型研究，开始在一定范围内使用，而且公司针对下半年小放射剂量利卡汀的推广已经制定了一个专案，有望产生明显的促进作用。

2.3 四期临床试验即将结束，市场认可度有望提升

目前核素治疗实体肿瘤也成为临床医学的一个重要的发展方向，我们相信随着国家对卫生事业投入的加入，制约核素治疗推广的医院硬件问题终将迎刃而解，因此在这个背景下药品的疗效就变得至关重要。因此，最体现药品疗效的四期临床试验报告将成为利卡汀的一张高考成绩单。目前利卡汀的四期临床试验已接近尾声，预计在下半年发布。从利卡汀的两周期临床有效率来看，二期临床试验为 27.4%，三期临床试验则超过 30%，有效率呈稳步上升趋势。而随着用药手段的逐步改进，我们认为四期临床试验的有效率有望进一步提高，届时将进一步提升其学术认可度，为利卡汀的后续推广树立一座学术的丰碑。

表 4 利卡汀二期临床试验数据

项目	试验结果
临床缓解率(CR+PR)	8.22%
临床有效率(CR+PR+MR)	27.40%

临床控制率(CR+PR+MR+SD)	86.30%
中位生存时间	19 个月
18 个月生存率	51.98%

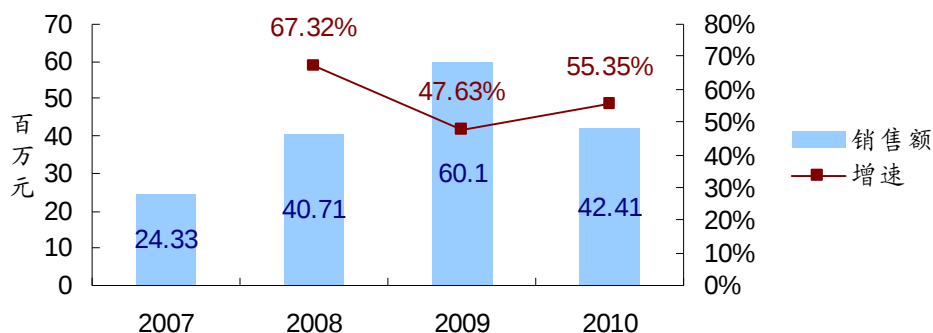
注：共包含 103 例原发性肝细胞癌患者使用两周期利卡汀治疗的数据

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

三、三七通舒市场空间大，引领中成药业务成长

公司子公司华神药主营中成药，主导产品为鼻渊舒口服液、活力苏口服液和三七通舒胶囊。其中，鼻渊舒和活力苏为上市多年的成熟产品，目前市场已趋于饱和，增速保持稳定。相较之下，2007 年上市的三七通舒胶囊增长迅速，2007-2009 年复合增长率达到 57%，成为引领华神药业发展的主引擎。

图 5 三七通舒胶囊年符合增长率达到 57%

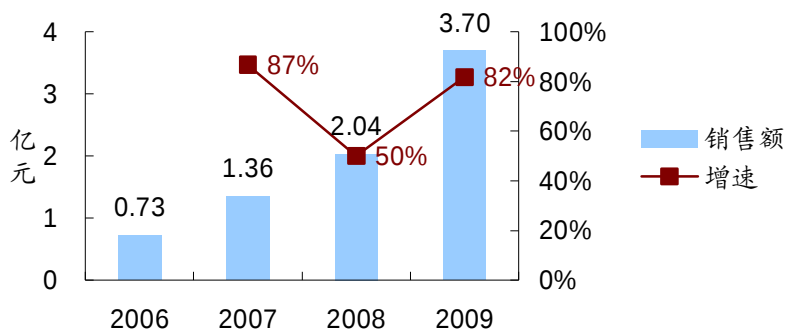


数据来源：Wind，湘财证券研究所

我们继续看好三七通舒胶囊的发展前景：

- 1) 中药治疗心脑血管疾病被广泛接受。由于中药在治疗心脑血管疾病方面具有适应症范围广、耐受性好、毒副作用小的特点，故中药在心脑血管病治疗中得到了广泛的应用。根据 CMH Health Data 统计，在心脑血管类药物中，中成药已经占据了 50% 以上的份额。在长期的临床实践中，中成药治疗心脑血管疾病的疗效获得了学术界和市场的共识，已成为患者的首选。其中，三七通舒胶囊所属的三七皂苷类和丹参类提取物中成药是主流。目前三七皂苷类的代表产品是中恒集团的血栓通注射液，其良好的成长性预示了三七通舒胶囊的美好明天。

图 6 中恒集团血栓通保持持续高增长



数据来源：Wind，湘财证券研究所

2) 三七通舒胶囊具有技术和疗效优势。三七通舒胶囊在生产工艺上直接提取有效成分三七三醇皂苷，在纯度上优于同类产品，具有疗效优势；而后续募投项目中三七通舒肠溶微丸的研究将进一步提升疗效。目前公司“三七通舒胶囊欧盟药品注册国际合作研究”入围国家十一五科技攻关项目，成为中药现代化的典范。

四、新产品储备丰富，生物技术和健康产业之路前程似锦

公司坚持将创新作为企业发展的首要要素，在研发方面持续投入，基本已形成了“生产一代、储备一代、研发一代”的可持续发展战略。

表 5 公司“生产一代、储备一代、研发一代”的发展战略

分类	主要产品
生产一代	利卡汀、鼻渊舒口服液、三七通舒胶囊
储备一代	艾唯尔（冻干滴眼用重组人表皮生长因子）、氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒
研发一代	五龙颗粒（三期临床）、赤蒲颗粒（二期临床）、三七通舒肠溶微丸胶囊（改剂型）、重组人白介素 2 腺病毒

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

公司具有丰富的高校资源，在多个领域与国内外 10 多所高校、科研院所建立了密切的合作关系，并拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，在研项目 50 多项，每年可开发出 30 多个新产品。公司被国家科委认定为国家级重点高新技术企业，并被四川省列为首批技术创新企业。

表 6 华神集团有多个药品与科研院校合作开发

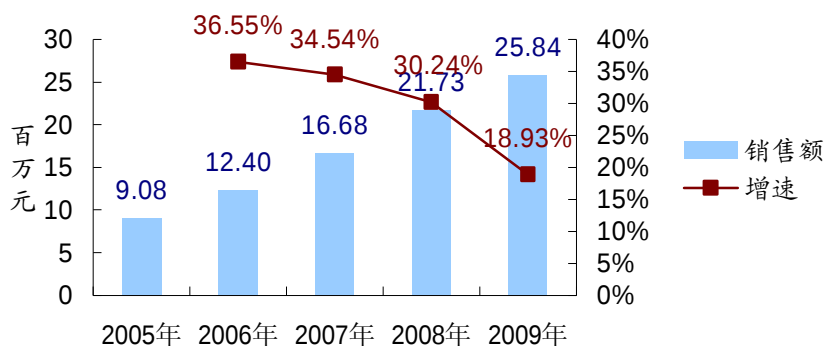
药品	合作高校
五龙颗粒、赤蒲颗粒等	成都中医药大学
利卡汀	第四军医大学
艾唯尔（冻干滴眼用重组人表皮生长因子）	军科院生物工程研究所
氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒	四川大学
猪伪狂犬病活疫苗	四川农业大学

.....
 数据来源：湘财证券研究所

其中，国家一类新生物制剂艾唯尔和国家新型体外诊断试剂氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒将与利卡厅一起肩负公司生物技术产业振兴的重任。目前两者已获得新药证书，且负责生产的华神生物技改扩建项目已完工，目前正在进行相关的 GMP 认证，预计在今年底或者明年初投产，有望在明年开始贡献业绩。

艾唯尔主要用于近视眼治疗手术和白内障治疗手术之后的眼角膜损伤修复。目前市场上的同类产品主要有桂林华诺威和深圳华生元两家药企生产的重组人表皮生产因子滴眼液，终产品均为液体形态，不利用储存和保持生物活性，而公司的艾唯尔为冻干粉状，生物活性较高，相对于前两者具有一定的替代效应。近年来，重组人表皮生长因子的销售仍保持快速增长。根据 PDB 的数据，桂林华诺威 2008 年重组人表皮生产因子滴眼液的产量为 189 万支，按照 15% 的年增速以及艾唯尔上市第一年份额达到华诺威 10% 的保守估计，我们预计艾唯尔明年上市后可以达到 30 万支的销售量。

图 7 国内重点城市医院重组人表皮生长因子销售情况



数据来源：公司财务报告，湘财证券研究所

氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒则主要用于体外检测血液中氧化低密度脂蛋白的含量，从而间接对动脉粥样硬化和冠心病进行诊断。公司产品是市场上首款针对动脉粥样硬化和冠心病的体外检测试剂盒，相较于动脉粥样硬化和冠心病的传统检测方法——核磁共振和 64 排 CT，具有检测费用低、无放射伤害等优势，尤其适合在普通体检项目中应用，可以填补普通体检中专门检测动脉粥样硬化和冠心病的项目空白（当前体检中冠心病无创性筛查套餐包括多个检测项目，程序复杂且费用不菲）。考虑到我国体检市场增长迅速，我们认为氧化低密度脂蛋白定量测定试剂盒具有良好的市场前景。

公司新药的层出不穷保证了公司发展的可持续性，尽管目前公司医药业务尚不足半壁江山，但公司坚持的生物技术和健康产业之路必定前程似锦。

五、募投项目重点突破产能瓶颈，资源配置得以优化

2010 年 6 月 5 日，公司董事会审议通过了定向增发预案，计划募集资金不超过 2.75 亿元，主要用于增加重点产品的产能以及开展新产品研发。我们认为，公司今年下半年实施是大概率事件。

表 7 公司拟定向增发募集资金投向

序号	项目名称	初步预计投资额 (万元)	新增产能
1	华神集团制药厂技改扩建及新药研发项目	13,500	年处理中药材 4500 吨、年产 1 亿片片剂、年产 8 亿粒胶囊剂、年产 1 亿袋颗粒剂、年产 7500 万支口服液
2	华神生物技改扩建及利卡汀深入研究项目	6,500	年生产利卡汀 1.5 万支、艾唯尔 200 万支及试剂盒 20 万盒
3	华神兽用生物技改扩建项目	4,500	年产冻干制剂 1240 万瓶
4	三七种植基地建设及储备项目	3,000	年产三七药材 210 吨，年产“三七花” 20 吨
合计		27,500	-

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

除了华神生物技改扩建项目已基本完工外，其余募投项目将待募集资金到位后开工建设，计划在 2012 年投产。届时，公司生物医药产业重点产品的产能将得到较大幅度的提升，为公司后续的持续高成长奠定基础。

此外，募投项目项目完成后，公司主要子公司的生产基地都将集中到华神科技园区，从而实现资源的共享和优化配置，且便于集团公司的集中管理，可以在一定程度上提升毛利率（但考虑到固定资产折旧就不一定了）和降低管理费用率。

六、盈利预测与投资评级

主要假设：

- q 利卡汀在小放射剂量产品的推动下继续高增长，2010-2012 年销量分别为 1000、2000、3600 支；
- q 三七通舒胶囊 2010-2012 年增速保持在 50%左右；
- q 华神钢构由于 1.62 亿大合同，2010 年增速达到 50%，未来两年保持 15%的增速；
- q 生物医药业务的销售费用率保持稳定；
- q 生物医药业务的管理费用率将稳步下降；
- q 由于 2009 年两个子公司完成清算，整体费用率有所下降；
- q 税率保持 15%。

根据以上假设，我们对公司未来盈利预测如下：

表 8 华神集团分产品营收预测表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	380.88	505.17	651.69	820.21
营业成本	254.40	346.55	426.18	515.47
毛利率	33.21%	31.40%	34.60%	37.15%
华神药业	126.50	172.99	235.02	310.49

增速	23.04%	36.75%	35.86%	32.11%
毛利率	57.31%	57.22%	57.58%	58.08%
成本	54.00	74.01	99.69	130.17
其中 三七舒通胶囊	60.10	93.30	139.95	195.93
增速	47.63%	55.24%	50.00%	40.00%
毛利率	66.70%	60.03%	60.03%	61.23%
华神生物	15.92	21.79	59.91	99.62
增速	56.52%	36.92%	174.88%	66.29%
毛利率	66.35%	68.40%	66.34%	67.81%
成本	5.36	6.89	20.17	32.06
其中 利卡汀	15.92	21.79	43.59	78.46
增速	56.52%	36.92%	100.00%	80.00%
毛利率	66.35%	68.40%	71.82%	73.97%
华神动保	27.16	28.28	32.52	37.40
增速	-45.78%	4.11%	15.00%	15.00%
毛利率	34.17%	34.17%	34.17%	34.17%
成本	17.88	18.62	21.41	24.62
华神钢构	185.33	280.92	323.06	371.52
增速	-5.06%	51.58%	10.00%	15.00%
毛利率	12.90%	12.40%	12.10%	11.80%
成本	161.43	246.09	283.97	327.68

数据来源：湘财证券研究所预测

表 9 盈利预测表（百万元）

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	363.19	380.88	505.17	651.69	820.21
营业收入增长率	31.75%	4.87%	32.63%	29.00%	25.86%
归属母公司净利润	5.11	7.20	17.60	71.84	109.68
净利润增长率	176.82%	41.01%	144.22%	308.30%	52.67%
EPS（摊薄）	0.02	0.03	0.07	0.27	0.41

数据来源：湘财证券研究所

不考虑定向增发的因素，我们预计公司 2010-2012 年每股薄摊收益为 0.07 元、0.27 元和 0.41 元。我们认为，利卡汀随着小放射剂量产品突破原有的推广瓶颈，未来有望实现放量，加上三七通舒胶囊引领重要业务持续高成长以及艾唯尔和试剂盒 2011 年开始贡献业绩，公司明年开始有望迎来业绩的爆发式增长，我们看好公司的发展前景。由于股权激励的因素，管理费用增加了 2000 多万元，加上股权稀释作用，

EPS 被摊薄约 0.1 元，因此今年业绩不足以反映公司的价值，故我们用公司 2011 年和 2012 年的业绩作为估值的基础。公司 2011 年、2012 年业绩相对于当前股价 PE 分别为 51 倍和 33 倍，我们认为当前股价已基本反映了公司未来高成长带来的估值溢价，因此我们维持华神集团“增持”的投资评级。对于长期投资者，我们认为公司具备优势的研发实力和产品将保证公司长期高成长，可以坚定持有；但短期股价偏高，建议短线投资者逢高减持。

七、风险提示

小放射剂量利卡汀推广不理想；主导药品大幅度降价。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	296	877	724	829
现金	57	468	313	230
应收账款	146	186	240	295
其他应收款	5	12	16	20
预付账款	13	17	21	26
存货	67	182	119	239
其他流动资产	9	11	15	18
非流动资产	416	449	571	686
长期投资	53	53	53	53
固定资产	217	275	390	505
无形资产	98	92	85	78
其他非流动资产	47	30	44	51
资产总计	712	1325	1295	1515
流动负债	304	881	791	945
短期借款	138	50	60	80
应付账款	50	68	83	101
其他流动负债	117	763	647	764
非流动负债	5	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	4	4
负债合计	309	885	795	949
少数股东权益	1	1	1	1
股本	200	267	267	267
资本公积	77	45	45	45
留存收益	124	126	186	252
归属母公司股东权益	401	439	499	565
负债和股东权益	712	1325	1295	1515

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	30	552	-16	78
净利润	5	8	60	96
折旧摊销	25	31	27	35
财务费用	8	2	-1	1
投资损失	-4	-0	-0	-0
营运资金变动	-9	504	-110	-63
其他经营现金流	5	6	8	8
投资活动现金流	-33	-80	-150	-150
资本支出	39	70	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-10	0	0
筹资活动现金流	-28	-61	11	-11
短期借款	-18	-88	10	20
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	68	0	0
资本公积增加	-0	-32	0	0
其他筹资现金流	-10	-8	1	-31
现金净增加额	-32	411	-155	-83

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	381	505	652	820
营业成本	254	347	427	517
营业税金及附加	5	4	6	7
营业费用	56	68	88	110
管理费用	45	69	56	62
财务费用	8	2	-1	1
资产减值损失	5	6	5	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	12	9	71	113
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	5	1	1	1
利润总额	8	9	71	113
所得税	3	1	11	17
净利润	5	8	60	96
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	7	8	60	96
EBITDA	44	43	97	149
EPS (元)	0.04	0.03	0.22	0.36

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	4.9%	32.6%	29.0%	25.9%
营业利润	30.9%	-21.7%	658.4%	59.7%
归属于母公司净利润	41.0%	9.8%	659.4%	59.7%
获利能力				
毛利率(%)	33.2%	31.3%	34.5%	36.9%
净利率(%)	1.9%	1.6%	9.2%	11.7%
ROE(%)	1.8%	1.8%	12.0%	17.0%
ROIC(%)	3.0%	-14.7%	37.4%	29.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	43.4%	66.8%	61.4%	62.6%
净负债比率(%)	44.64%	5.65%	7.55%	8.43%
流动比率	0.97	1.00	0.92	0.88
速动比率	0.75	0.79	0.77	0.62
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.50	0.50	0.58
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	4.05	5.92	5.66	5.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.03	0.22	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	2.06	-0.06	0.29
每股净资产(最新摊薄)	1.50	1.64	1.86	2.11
估值比率				
P/E	532.78	485.44	63.92	40.03
P/B	9.57	8.75	7.70	6.80
EV/EBITDA	88	91	40	26

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。