

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:

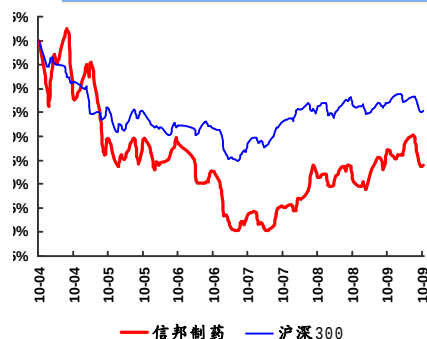
收盘价: 38.90 元

流通 A 股市值: 8.44 亿元

总市值: 33.77 亿元

沪深 300 指数: 2861.37

近期股价与大盘走势:



投资要点:

- q 专注中成药领域发展，益心舒胶囊是近期业绩增长亮点：**公司主要产品有银杏叶片、护肝宁片、六味安消胶囊、益心舒胶囊，分别属于心脑血管和消化系统治疗范围。多数产品为优质优价品种，但竞争对手较多。银杏叶片是最主要利润来源，上半年中标价下调，使得销售额增速略低。治疗冠心病的益心舒胶囊为独家品种。06 年起开始大力推广益心舒胶囊，近几年销量增速接近 100%，今年销售额有望过亿。
- q 实际控制人张观福医药研发和营销经验丰富：**董事长张总一手创建信邦制药，在医药行业经验沉淀较多。未来对收购其他品种和新药营销多有裨益，也是将信邦制药做成百年老店的基础。
- q 开发第三终端市场，采取产品线销售管理：**公司紧随政策导向，将大力开发基层用药市场。对容量大、基础好的办事处实行产品线管理，有利于今后新药上市及品种扩充。
- q 财务费用率下降，销售费用率保持稳定：**由于公司此次 IPO 募集较多资金，财务负担轻，未来财务费用持续下降。销售费用率受两方面影响：原有产品销售规模扩大；新药一旦获批后增加推广费用。两项抵消后，销售费用率有望保持稳定。
- q 新药人参皂苷 Rd 上市后将成为重磅级产品：**国家一类新药人参皂苷 Rd，已经完成三期临床试验，目前正在进行临床数据整理，准备申报新药证书和药品生产批件。人参皂苷 Rd 作为神经保护剂用于治疗急性缺血性脑卒中，脑卒中的致死致残率高，目前市场上还鲜有有效治疗方法。人参皂苷 Rd 上市后有望凭借公司心脑血管领域营销经验，迅速取得良好销售成绩，成为公司另一重要利润来源。由于药监局审批新药速度存在不确定性，所以人参皂苷 Rd 上市时间节点难以把握。

投资建议：我们预测信邦制药 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.83 元、1.04 元。信邦制药近期业绩增长依靠益心舒胶囊这一独家品种，未来看点在于新药人参皂苷 Rd 和向外收购进程。目前估值已经包含新药上市部分预期，我们暂时给予“增持”评级。

风险因素：新药审批进程晚于预期；原药材价格上涨

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	274.74	336.69	376.93	484.76	626.4
增长率	26.17%	22.55%	11.95%	28.61%	29.22%
净利润（百万元）	33.84	46.69	52.51	71.84	90.19
增长率	12.32%	37.97%	12.47%	36.81%	25.54%
摊薄后每股收益（元）	0.39	0.54	0.61	0.83	1.04

目录

1、公司股权结构介绍	4
2、专注心血管和消化系统中成药领域	5
2.1、银杏叶片-目前最重要利润来源	6
2.2、六味安消胶囊-吸取蒙藏药精华，疗效确切	7
2.3、护肝宁片-名牌老药，增速平稳	8
2.4、益心舒胶囊-独家品种，放量增长	8
3、后期上市重磅产品人参皂苷-Rd	错误！未定义书签。
4、募投项目：扩大制剂和药材提取产能	12
5、经营情况分析	12
6、盈利预测与估值比较	14

图目录

图 1、信邦制药股权结构	4
图 2、信邦制药主要业务营收占比	5
图 3、信邦制药主要业务毛利占比	5
图 4、信邦制药银杏叶片历年销售额及毛利率	6
图 5、信邦制药六味安消胶囊历年销售额及毛利率	7
图 6、信邦制药护肝宁片历年销售额及毛利率	8
图 7、信邦制药益心舒胶囊历年销售额及毛利率	9
图 8、信邦制药贞芪扶正胶囊历年销售额及毛利率	9
图 9、1999 年-2008 年中国城市和农村脑血管疾病死亡率	10
图 10、2004 年-2009 年依达拉奉制剂产品销售收入	11
图 11、2006 年-2009 年信邦制药营业收入、净利润及综合毛利率	12
图 12、2007 年-2010H 信邦制药三项费用率	13
图 13、2007 年-2010H 信邦制药存货周转率和应收账款周转率	13
图 14、2007 年-2010H 信邦制药速动比率、流动比率和资产负债率	14

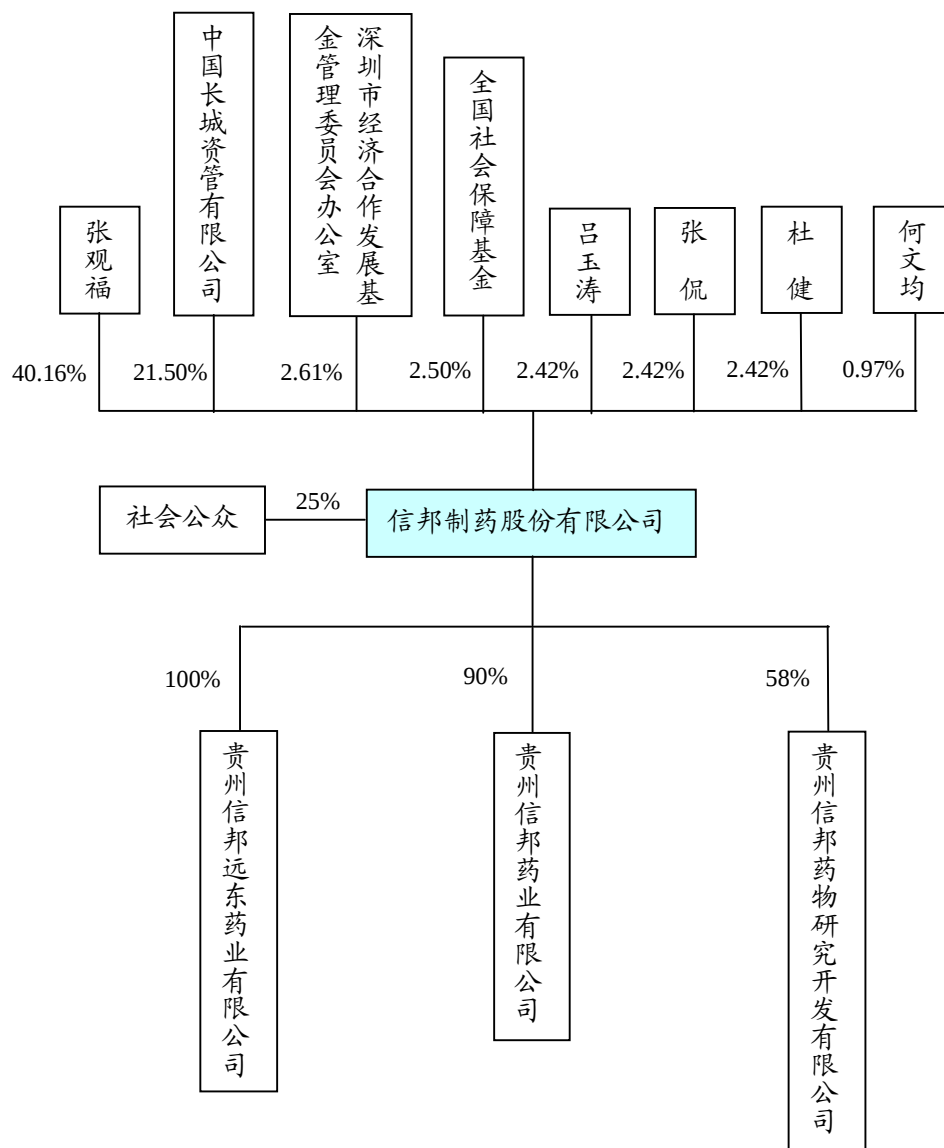
表目录

表 1、信邦制药下属子公司情况	6
表 2、信邦制药主要产品介绍	6
表 3、银杏叶片同功能竞争产品比较	7
表 4、六味安消胶囊同功能竞争产品比较	8
表 5、益心舒胶囊同功能竞争产品比较	9
表 6、各类神经保护剂简要介绍	10
表 7、信邦制药主要在研项目	11
表 8、募投项目情况	12
表 9、主要产品销售额及毛利率	15
表 10、可比上市公司估值情况	16
表 11、三张表预测	17

1、公司股权结构介绍

公司前身是贵州信邦制药有限责任公司，成立于 1995 年。目前实际控制人为张观福，持有 40.16% 公司股权。中国长城资管有限公司于 2005 年通过债权换股权的形式，成为公司第二大股东。信邦制药下属三家子公司远东药业、信邦药业和信邦药物研究开发公司，持股比例分别为 100%、90%、58%。

图 1、信邦制药股权结构

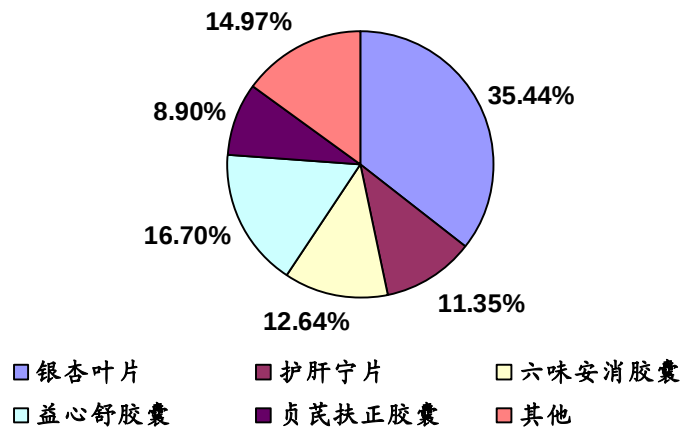


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2、专注心血管和消化系统中成药领域

信邦制药是一家以研发、生产、销售中成药为主的医药企业。主要产品有银杏叶片、护肝宁片、六味安消胶囊、益心舒胶囊、贞芪扶正胶囊，营收占比分别达到 35.44%、11.35%、12.64%、16.70%、8.90%。

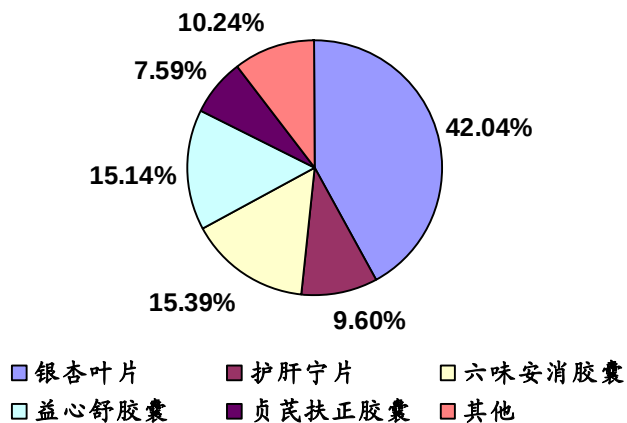
图 2、信邦制药主要业务营收占比



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

银杏叶片毛利最多，占比达到 42.04%，高于相应营收占比。其余各产品的毛利占比均不突出，相对较高为六味安消胶囊和益心舒胶囊。

图 3、信邦制药主要业务毛利占比



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

公司银杏叶片、益心舒胶囊等固体制剂生产基地位于距贵阳 160 多公里的罗甸县。全资子公司远东药业坐落于贵阳市白云经济开发区，目前占地约 80 亩，主要生产大容量注射液、小容量注射液、粉针剂，是未来将要上市人参皂苷-Rd 生产的生产基地，其中注射液产能约为 2000 万支。

表 1、信邦制药下属子公司情况

子公司	股权比例	营业范围
贵州信邦远东药业有限公司	100%	大容量注射剂、小容量注射剂、冻干粉针剂、粉针剂、原料药
贵州信邦药业有限公司	90%	代理其他品牌的医疗器械、药品
贵州信邦药物研究开发有限公司	58%	新药研究开发
贵州信邦中药发展有限公司	70%	中药饮片生产、中药材种植和提取

数据来源：湘财证券研究所

公司主要产品聚焦心血管和消化系统领域，多数产品进入国家医保乙类目录。除益心舒胶囊为独家品种，银杏叶片、护肝宁片、六味安消胶囊等品种都有其他生产厂家与其竞争。

表 2、信邦制药主要产品介绍

药品名称	主要适应症	竞争对手	医保目录
银杏叶片	中风、半身不遂、心绞痛、脑梗死	扬子江药业、康恩贝等	乙类
护肝宁片	急慢性肝炎	生产厂家众多	乙类
六味安消胶囊	胃痛胀满，消化不良，便秘、痛经	江西博士达药业、银涛药业	民族药
益心舒胶囊	胸痛、冠心病、心绞痛	独家品种	乙类
脉血康胶囊	抗凝血，治疗中风、半身不遂	重庆时珍阁普生药业	乙类

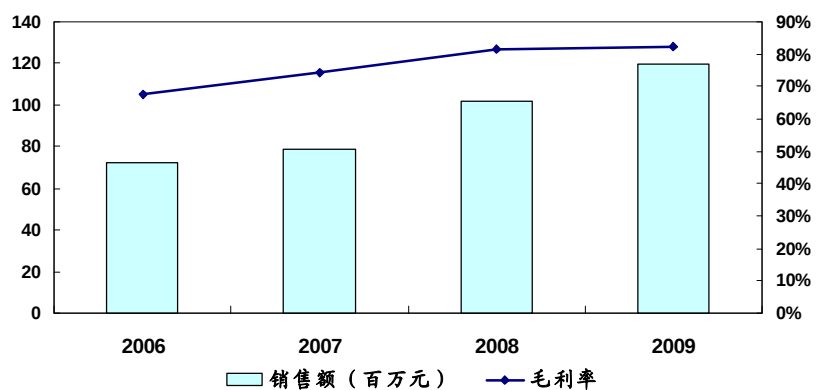
数据来源：湘财证券研究所

2.1、银杏叶片-目前最重要利润来源

银杏叶片是目前最重要的利润来源，09 年毛利占比达到 42%以上，竞争对手有扬子江药业、康恩贝、信谊百路达等。公司生产银杏叶片的历史长达 15 年，市场占有率为 11.8%。目前银杏叶口服制剂主要用于治疗冠心病、脑栓塞、老年性痴呆、视网膜病变、改善记忆。

信邦制药银杏叶片 2006 年-2009 年复合增长率为 18.17%，并且毛利率每年呈现上升趋势，09 年毛利率已达到 82.2%。

图 4、信邦制药银杏叶片历年销售额及毛利率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

除银丹心脑通日均用药费用较高外，银杏叶片价格与其他同类产品相差不多。

表 3、银杏叶片同功能竞争产品比较

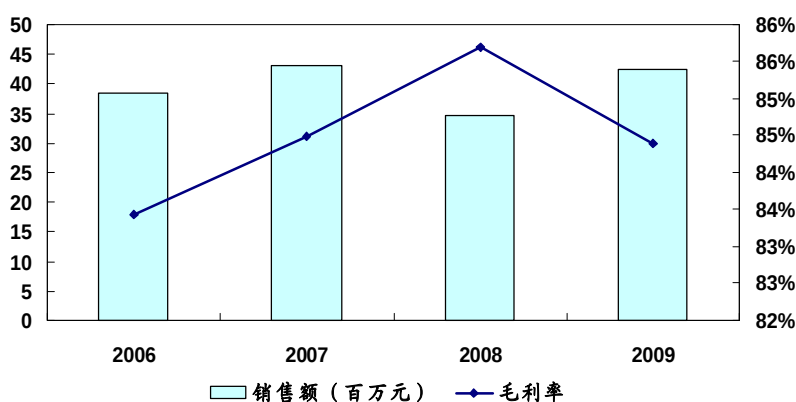
产品	规格	价格	日均费用	竞争生产厂家
银杏叶片	19.2mg*24 片	43.00	5.38	扬子江、康恩贝
银丹心脑通软胶囊	0.4g*24 粒	25.40	12.70	贵州百灵
脑脉泰胶囊	0.5g*10 粒	9.30	5.58	桂林三金
银丹心泰滴丸	35mg*100 粒	17.10	5.36	贵州君之堂
黄杨宁片	0.5mg*100 片	34.70	4.20	南京小营制药

数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

2.2、六味安消胶囊-吸取蒙藏药精华，疗效确切

六味安消胶囊为双跨品种，近几年该产品销售额增速并不理想，复合增长率仅为 3.42%。07 年公司决定投放广告，促进六味安消胶囊 OTC 销量。投放广告的地区，医院渠道相同产品退出。但由于六味安消胶囊不是独家品种，还有江西博士达药业和银涛药业两家生产商。这些厂家产品低价跟进，使得公司广告推广效果不甚理想。所以 08 年上半年公司决定停止广告宣传，造成六味安消胶囊当年销售额出现下降。目前市场覆盖相同消化系统治疗领域产品较多，竞争也很激烈，未来产品增速有限。

图 5、信邦制药六味安消胶囊历年销售额及毛利率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

四磨汤口服液价格较高，六味安消胶囊日均费用仅为 7.22 元，基本与其他品种相同。

表 4、六味安消胶囊同功能竞争产品比较

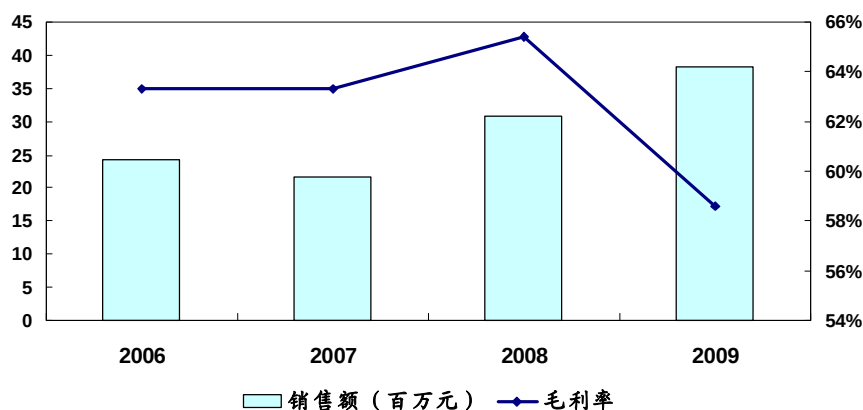
产品	规格	价格	日均费用	竞争生产厂家
六味安消胶囊	0.5g*36 粒	28.90	7.22	江西博士达药业、银涛药业
四磨汤口服液	10ml*10 支	2.60	15.60	湖南汉森制药
莫沙必利片	10ml*6 支	29.70	8.91	日本住友制药
聚乙二醇散剂	0.25g*24 粒	33.60	6.72	博福益普生

数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

2.3、护肝宁片-名牌老药，增速平稳

护肝宁片组分为灵芝、垂盆草、丹参、虎杖四味药，主要治疗急慢性肝炎。护肝宁片近三年复合增长率为 16.29%，但由于成本上升，09 年护肝宁片毛利率下滑。

图 6、信邦制药护肝宁片历年销售额及毛利率

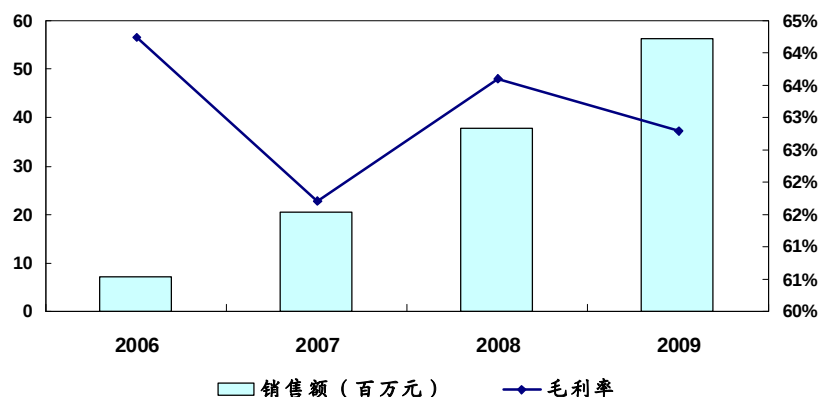


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2.4、益心舒胶囊-独家品种，放量增长

益心舒胶囊是在生脉饮（人参、麦冬、五味子）的基础上增加黄芪、丹参、川芎和山楂四味药，增强了益气复脉、活血祛瘀等功效。该产品为全国独家品种，主要治疗冠心病引起的胸闷、胸痛。益心舒胶囊很早就拿到生产批文，但从 2006 年起公司才开始大力推广，复合增长率接近翻番。今年上半年增速在 50% 以上，全年销售额有望过亿。

图 7、信邦制药益心舒胶囊历年销售额及毛利率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

益心舒胶囊日均花费金额仅为 10.65 元，与其他同功能产品相比，费用明显偏低。

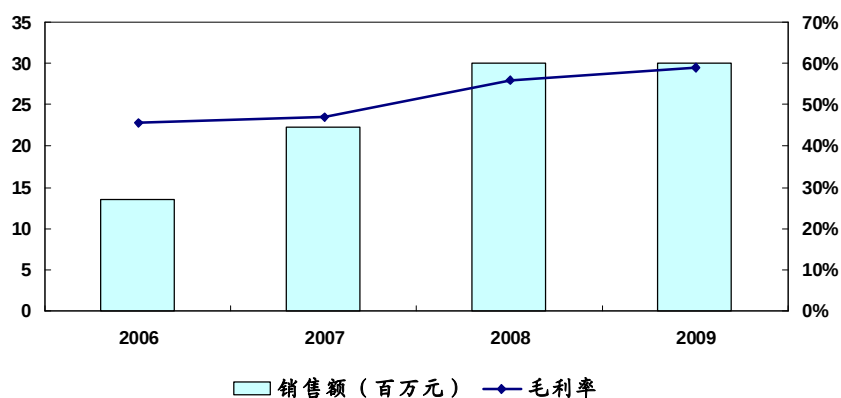
表 5、益心舒胶囊同功能竞争产品比较

产品	规格	价格	日均费用	竞争生产厂家
益心舒胶囊	0.4g*36 粒	42.60	10.65	-
康尔心胶囊	0.4g*36 粒	45.00	15.00	贵州远程制药
补心气口服液	10ml*6 支	24.50	12.25	湖北福人金身药业
振源胶囊	0.25g*24 粒	48.40	12.10	吉林集安益盛药业
滋心阴胶囊	0.35mg*20 粒	16.20	10.80	江西天施康药业

数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

由于有厂家对公司贞芪扶正胶囊生产批件存有异议，根据药监局相关通知，公司于 2008 年年底停止贞芪扶正胶囊的生产。但原有库存产品能继续销售，09 年贞芪扶正胶囊贡献近 3000 万元的销售收入，基本与 08 年持平。2013 年 6 月扶正药业专利到期后，公司可继续生产销售贞芪扶正胶囊。

图 8、信邦制药贞芪扶正胶囊历年销售额及毛利率

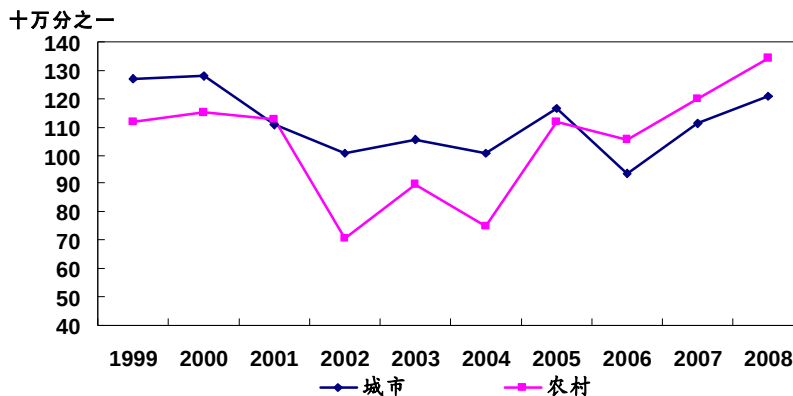


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

3、后期即将上市重磅产品人参皂苷-Rd

脑血管病是对人类健康较大危害的一类疾病，近几年城市和农村脑血管病死亡率都呈现上升趋势，特别是农村地区，由于生活水平提高和健康意识相对落后，因脑血管疾病死亡的比率高达 1.34‰，06 年起已经超过城市人群的死亡率。

图 9、1999 年-2008 年中国城市和农村脑血管疾病死亡率



数据来源：卫生部、湘财证券研究所

多数脑血管死亡病例是由脑卒中（脑中风）引起，其中 80% 病例又可归为缺血性脑卒中。缺血性脑卒中主要是由颅内血栓栓塞引起，使部分脑部区域血流中断，损害断流区域脑组织功能。目前主要是通过恢复缺血脑组织的血流灌注，促进神经功能的恢复来达到治疗脑卒中。所以治疗药物大致可分为两大类，一类是溶栓抗凝药，另一类是神经保护剂。

急性缺血往往会导致脑部细胞损伤一系列瀑布反应，破坏细胞相关功能。人们一直在寻找保护缺血脑组织的药品，不少药品在动物实验中有效，但迄今没有对全球公认对人体有效的神经保护剂。目前神经保护剂主要有钙离子通道拮抗剂、谷氨酸受体拮抗剂、自由基清除剂等。

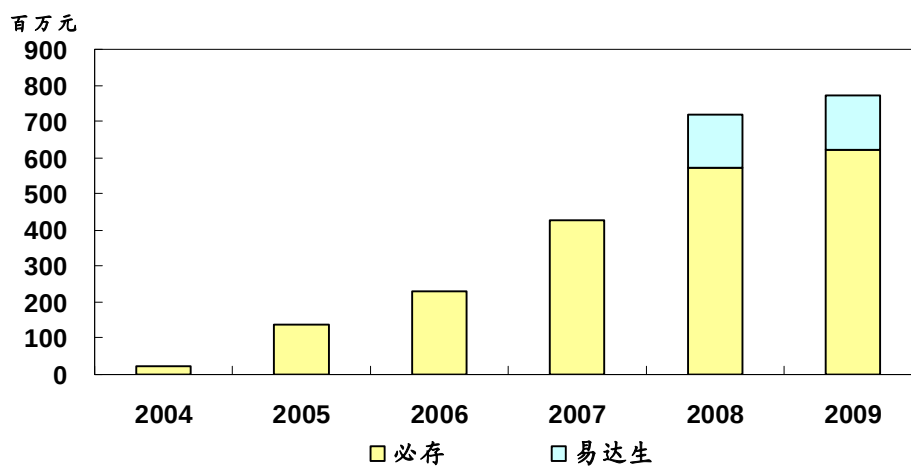
表 6、各类神经保护剂简要介绍

主要种类	品种名称	作用机理
钙离子通道拮抗剂	尼莫地平 氟桂利嗪	防止钙离子从细胞外流入细胞内，扩张脑血管
自由基清除剂	依达拉奉 替拉扎特	清除自由基，抑制自由基诱导的过氧化反应，避免脑细胞损伤
谷氨酸释放抑制剂	利鲁唑	抑制谷氨酸释放，降低脑细胞外兴奋性氨基酸水平
钠离子通道拮抗剂	磷酸苯妥英钠	降低钠离子浓度，减轻细胞损伤和神经去极化
NO 合酶抑制剂	芦贝鲁唑	降低神经元合成过量 NO 对神经组织的直接和间接损害
GABA 激动剂	氯美噻唑	对兴奋性氨基酸递质起平衡调节作用，抑制兴奋性神经毒作用

数据来源：湘财证券研究所

我们认为新药人参皂苷-Rd 可参照的药品为依达拉奉,依达拉奉是一类新型自由基清除剂,被认为是目前最有效神经保护剂之一,进入 09 年国家医保乙类目录。原研厂家是日本三菱东京制药株式会社,在 2003 年美国的《缺血性脑卒中患者的早期处理指南》和 2004 年日本的《脑卒中治疗指导原则》中,是唯一被认为具有保护脑神经作用的药物。2003 年先声药业获得依达拉奉(必存)的生产批文,并于同年上市。上市第二年必存销售额就达到 2410 万元,随后出现爆发式增长,2009 年销售额为 6.19 亿元,加上收购博达药业的易达生(依达拉奉),依达拉奉总营收规模达到 7.7 亿元。

图 10、2004 年-2009 年依达拉奉制剂产品销售收入



数据来源: 先声药业年报、湘财证券研究所

注: 由于 2007 年收购吉林博达药业, 2008-2009 数据增加易达生的销售额

另外石药集团国家一类新药恩必普,09 年销售额超过 2 亿元。该药主要成分为丁苯酞,对于轻、中度急性缺血性脑卒中均有效果,且单疗程用药金额低于依达拉奉等现有药物。

信邦制药除国家一类新药人参皂苷 Rd 外,没有其他重磅级产品,脑力康胶囊、灯盏花素滴丸、前列平片等产品均为中药 6 类及以下品种,未来发展空间有限。

表 7、信邦制药主要在研项目

品种名称	分类	进展情况
脑力康胶囊	中药 6 类	申报生产
灯盏花素滴丸	中药 8 类	申报生产
前列平片	中药 8 类	申报生产
痫愈片	中药 8 类	申报生产
新胃仙 U 胶囊		临床前研究
注射用银杏达莫	中药 8 类	临床前研究
注射用生脉冻干粉针	中药 8 类	临床试验
复方酮酸片	化药 6 类	临床前研究

数据来源: 招股说明书、湘财证券研究所

4、募投项目：扩大制剂和药材提取产能

信邦制药本次三个募投项目计划筹资 1.96 亿元，由于发行价高于预期，超募资金 4.65 亿元。募投项目主要用于扩充固体制剂和中药材提取产能，解决今后发展瓶颈问题。超募资金一方面归还部分银行贷款，另一方面公司也积极寻找合适标的，以弥补独家品种较为缺乏的短板。

表 8、募投项目情况

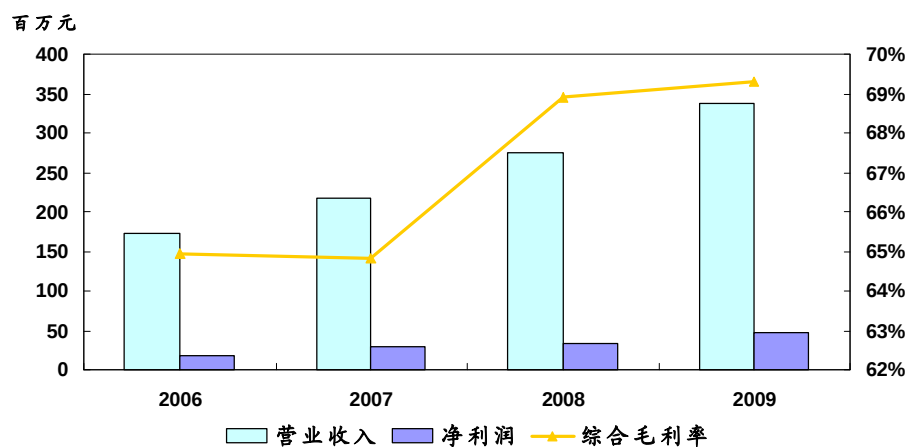
项目名称	项目内容	投资额（万元）	预期使用日期
固体制剂 GMP 生产线	新增片剂 2 亿片、胶囊剂 3 亿粒、颗粒剂 5000 万袋	9600	2011.12.31
植物提取物 GMP 生产线	年处理中药材 6500 吨	6500	2011.7.31
药物制剂中试生产基地建设	新剂型研发和药物中试平台	3500	2011.12.31
合计		19600	

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

5、经营情况分析

2006 年至 2009 年，信邦制药净利润增速大于营收增速，综合毛利率上升至 69.29%，盈利能力逐步增强。

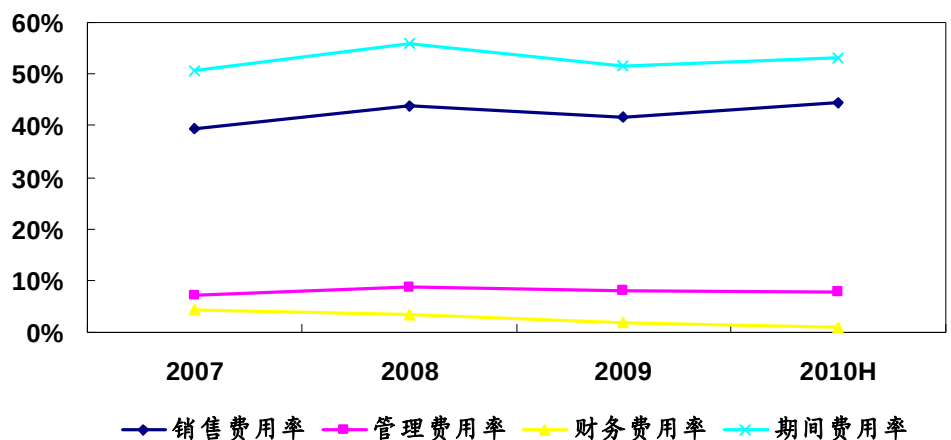
图 11、2006 年-2009 年信邦制药营业收入、净利润及综合毛利率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

05 年起公司销售费用率一直在 39%-44% 之间波动，基本与主营收入同步增长。今后国家一类新药人参皂苷 Rd 上市，由于需要对新产品进行相关学术推广，所以销售费用率有小幅上升的可能。利润逐年增加，这几年财务费用率下降明显，此次 IPO 又超募较多资金，未来财务压力极小。随着公司规模扩大，管理费用每年将继续增加，但会小于营业收入增速。

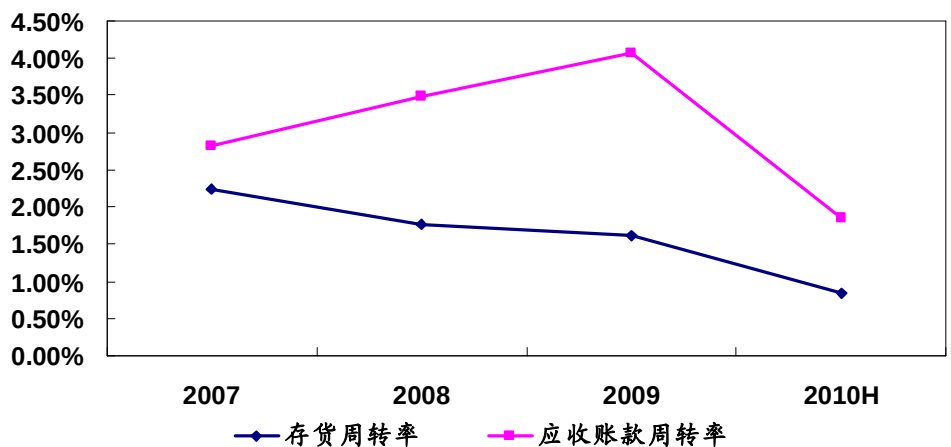
图 12、2007 年-2010H 信邦制药三项费用率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2007 下半年起，公司开始筛选优质商业客户，严格控制回款信用额度，客户回款时间不断缩短，使得应收账款周转率从 07 年的 2.82% 提升至 09 年的 4.07%。由于 2008 年底之后需停止生产参芪扶正胶囊，所以公司在 08 年增加相关产品存货，导致存货周转率从 2.24% 下降至 1.77%。我们认为这些因素消除后，今后存货周转率和应收账款周转率能保持稳定。

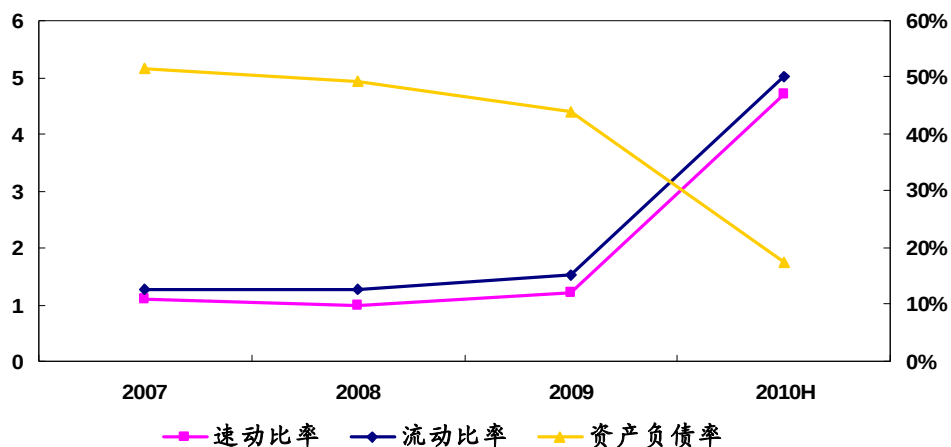
图 13、2007 年-2010H 信邦制药存货周转率和应收账款周转率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

信邦制药在 2010 年 IPO 之前，财务状况就逐渐改善，资产负债率从 07 年的 51.54% 下降至 09 年的 43.81%，速动比率和流动比率也同步稳定提升。由于超募较多资金，上半年财务负担得到极大减轻，资产负债率已下降至 17.57%，今后仍有下行空间。

图 14、2007 年-2010H 信邦制药速动比率、流动比率和资产负债率



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

6、盈利预测与估值比较

主要盈利假设：

- 1、银杏叶片等主要产品价格基本保持稳定；
- 2、益心舒胶囊销量增速明显，2010-2012 增长率分别为 40%、38%、32%；
- 3、人参皂苷 Rd 在 2011 年上市，2011、2012 年销售额分别为 2500、8000 万元，毛利率为 90%
- 4、2010 年-2012 年所得税率均为 14.50%

在一类新药人参皂苷 Rd 上市前，公司业绩增长主要依靠银杏叶片和益心舒胶囊等产品，我们预测 2010、2011、2012 年的营业收入分别为 3.77、4.85、6.26 亿元。

表 9、主要产品销售额及毛利率

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
银杏叶片						
销量 (万片)	8847.5	10687.1	12420.6	13041.61	14345.77	15780.35
平均价格 (元/片)	0.895	0.952	0.961	0.940	0.950	0.960
销售额 (百万元)	79.16	101.74	119.31	122.59	136.28	151.49
毛利率	74.50%	81.60%	82.20%	78.50%	81.00%	82.00%
护肝宁						
销量 (万片)	7101.72	9530.33	11912.5	12269.91	13496.90	14846.59
平均价格 (元/片)	0.306	0.323	0.321	0.320	0.320	0.320
销售额 (百万元)	21.72	30.82	38.23	39.26	43.19	47.51
毛利率	63.30%	65.40%	58.60%	56.00%	56.50%	58.00%
六味安消胶囊						
销量 (万粒)	9452.79	7567.64	8896.5	10675.8	12810.96	15373.15
平均价格 (元/粒)	0.455	0.460	0.478	0.480	0.480	0.480
销售额 (百万元)	43.05	34.78	42.54	51.24	61.49	73.79
毛利率	84.50%	85.70%	84.40%	81.00%	83.00%	84.50%
益心舒胶囊						
销量 (万粒)	2608.26	4786.67	7173.44	10042.82	13859.09	18293.99
平均价格 (元/粒)	0.782	0.789	0.784	0.785	0.785	0.785
销售额 (百万元)	20.39	37.75	56.24	78.84	108.79	143.61
毛利率	61.70%	63.60%	62.80%	60.00%	61.00%	63.00%
贞芪扶正胶囊						
销量 (万粒)	3258.32	4179.72	4300.70	0	0	0
平均价格 (元/粒)	0.686	0.719	0.697	0	0	0
销售额 (百万元)	22.34	30.04	29.97	0	0	0
毛利率	47%	55.90%	59.10%	0	0	0
其他产品						
销量 (万粒)	31.10	39.63	50.39	85	135	210
毛利率	28.76%	39.28%	47.39%	49.50%	57.00%	64.93%
脉血康						
营业收入 (百万元)			25.00	50.00	75.00	110.00
毛利率			65.00%	65.00%	65.00%	65.00%
营业收入 (百万元)	217.75	274.74	336.69	376.93	484.76	626.40
毛利率	64.81%	68.92%	69.29%	66.09%	67.90%	70.40%

数据来源: 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、2011 年 PE 分别为 41.82、32.17 倍, 而目前信邦制药对 2011 年的 PE 值为 46.87 倍。这一估值略显偏高, 但考虑到新药上市后对公司业绩有较大促进作用, 我们暂时给予增持评级。

表 10、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	57.59	0.70	0.91	34.99	26.91
天士力	164.94	0.79	0.92	42.76	36.72
汉森制药	29.09	0.89	1.14	44.16	34.47
众生药业	54.6	1.19	1.62	38.24	28.09
白云山	78.1	0.45	0.56	37.00	29.73
康缘药业	70.45	0.47	0.63	36.11	26.94
上海凯宝	71.95	0.69	0.97	59.46	42.30

数据来源: 湘财证券研究所

注: 总市值按 2010 年 9 月 17 日收盘价计算

表 11、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	324	1038	1104	1186
现金	83	783	761	756
应收账款	84	81	131	161
其他应收款	14	19	23	30
预付账款	41	58	66	90
存货	66	41	51	55
其他流动资产	35	57	73	94
非流动资产	146	141	135	129
长期投资	0	0	0	0
固定资产	92	107	112	111
无形资产	12	12	12	12
其他非流动资产	43	22	12	6
资产总计	470	1178	1239	1314
流动负债	214	193	198	205
短期借款	152	160	160	162
应付账款	13	13	16	21
其他流动负债	49	20	21	22
非流动负债	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	0	0	0
负债合计	218	193	198	205
少数股东权益	-0	-1	-1	-2
股本	65	87	87	87
资本公积	31	690	690	690
留存收益	157	209	266	334
归属母公司股东权益	253	986	1042	1111
负债和股东权益	470	1178	1239	1314

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	42	25	-15	8
净利润	46	52	71	90
折旧摊销	0	5	6	6
财务费用	6	-0	-8	-7
投资损失	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	0	-25	-88	-84
其他经营现金流	-10	-7	4	4

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	337	377	485	626
营业成本	103	117	148	191
营业税金及附加	4	4	5	7
营业费用	140	170	218	282
管理费用	27	30	39	50
财务费用	6	-0	-8	-7
资产减值损失	3	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	53	56	82	103
营业外收入	1	5	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	54	61	84	105
所得税	8	9	12	15
净利润	46	52	71	90
少数股东损益	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	47	53	72	90
EBITDA	60	61	80	102
EPS (元)	0.72	0.60	0.83	1.04

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	22.5%	12.0%	28.6%	29.2%
营业利润	61.8%	5.2%	45.9%	26.1%
归属于母公司净利润	38.0%	12.5%	36.8%	25.5%
获利能力				
毛利率(%)	69.3%	69.0%	69.5%	69.5%
净利率(%)	13.9%	13.9%	14.8%	14.4%
ROE(%)	18.4%	5.3%	6.9%	8.1%
ROIC(%)	15.2%	13.2%	14.4%	15.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.2%	16.4%	16.0%	15.6%
净负债比率(%)	79.97%	82.95%	81.07%	78.78%
流动比率	1.51	5.38	5.58	5.78
速动比率	1.21	5.17	5.32	5.51
营运能力				

投资活动现金流	-3	7	0	0	总资产周转率	0.74	0.46	0.40	0.49
资本支出	7	0	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	9.94	9.11	10.16	10.25
其他投资现金流	3	7	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-26	667	-8	-13	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.60	0.83	1.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.29	-0.17	0.09
短期借款	-22	8	0	1	每股净资产(最新摊薄)	2.92	11.36	12.01	12.80
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	22	0	0					
资本公积增加	0	659	0	0					
其他筹资现金流	-4	-22	-8	-14					
现金净增加额	12	700	-22	-5					

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	337	377	485	626
收入同比(%)	23%	12%	29%	29%
归属母公司净利润	47	53	72	90
净利润同比(%)	38%	12%	37%	26%
毛利率(%)	69.3%	69.0%	69.5%	69.5%
ROE(%)	18.4%	5.3%	6.9%	8.1%
每股收益(元)	0.54	0.60	0.83	1.04

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。