

振东制药 (300158.) 化学制药行业

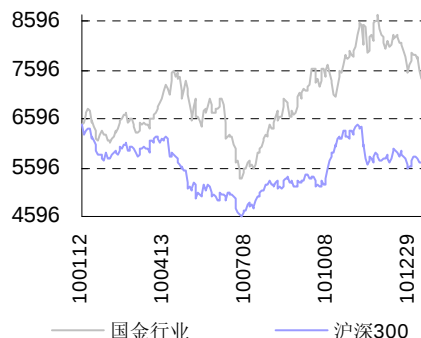
新股研究

目标价格(人民币): 29.40-34.30 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	38.80
发行 A 股数量(百万股)	36.00
总股本(百万股)	144.00
国金化学制药指数	7421.41
沪深 300 指数	3142.34



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.594	0.630	0.643	0.980	1.271
每股净资产(元)	2.67	3.32	12.65	13.56	14.83
每股经营性现金流(元)	0.33	0.39	0.55	1.08	1.47
市盈率(倍)	N/A	N/A	60.39	37.45	28.88
行业优化市盈率(倍)	36.07	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	51.39%	14.55%	36.01%	52.57%	29.66%
净资产收益率(%)	22.27%	18.95%	5.08%	7.23%	8.57%
总股本(百万股)	100.00	108.00	144.00	144.00	144.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司是兼营中成药和化学药的综合性制药企业, 产品类别包括抗肿瘤药、心血管药、抗感染药。品种丰富是公司的特色, 目前拥有的药品品种数量在全国排名第18位。
- 公司目前主导产品为岩舒注射液, 该产品是中药抗肿瘤注射剂领域的一线用药, 是公司的独家品种。与同类竞争品种相比, 岩舒注射液有较好的止痛效果, 价格便宜, 风险较小, 市场认可度较高。
 - 公司过去三年岩舒注射液销售收入年复合增长率达为 26.7%, 在中药抗肿瘤药市场份额中排名第四。2009 年岩舒注射液收入 3.73 亿元, 占公司收入和毛利比重的 70.53%和 86.53%。
 - 我们认为岩舒注射液未来将继续稳定较快增长, 主要动力有: (1) 抗肿瘤用药市场的持续增长; (2) 临床覆盖的进一步扩大; (3) 增加用量临床试验可能获批; (4) 可能进入基本药物目录。
- 公司二线产品储备丰富, 主要覆盖心血管类和抗感染类, 包括: 舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠、芪蛭通络胶囊等。其中扶正固本颗粒和芪蛭通络胶囊是公司独家品种, 芪蛭通络胶囊和阿莫西林钠氟氯西林钠有望在今年实现快速增长。
- 公司在研品种较为丰富, 心脑血管类中药注射剂黄芪总皂苷目前重新启动III期临床研究, 预计12年获得批文。黄芪总皂苷注射液是黄芪注射液的升级换代品种, 预计上市以后有望成为销售规模过亿的大品种。
- 公司具有较为成熟的营销团队, 领导人能力强。公司已经建立覆盖全国主要市场的自有营销渠道。公司对专科药产品采用整体预算制专业学术推广模式, 终端控制能力强大。
- 公司本次发行3600万股, 募集资金主要用于建设苦参的GAP生产基地以及产能扩建, 包括岩舒注射液新增1400万支产能生产线。在完成建设后, 公司形成“种、研、产、供、销”为一体的产业链布局。
- 我们预测公司2010、2011、2012年EPS为0.643元、0.980元、1.271元, 复合增速40%。参考行业平均估值, 给予30-35倍估值, 对应价格区间为29.4元-34.3元。
- 风险提示: 单一产品依赖度大、中药注射剂行业政策变化、销售进程。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130210050004
 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242
 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130210080003
 (8621)61038315
 lilj@gjzq.com.cn

内容目录

公司是一家产品丰富的综合性制药企业	3
公司通过积极并购丰富产品线	3
公司是一家覆盖全产业链的民营企业	4
成熟品种岩舒注射液仍将实现稳定增长	5
岩舒注射液是抗肿瘤中药注射剂的一线用药	5
我国抗肿瘤药物增长迅速	5
岩舒注射液将持续稳定较快增长	6
二线产品不乏潜力品种，在研产品较丰富	7
芪蛭通络有较大成长的潜力	8
注射用阿莫西林钠氟氯西林钠	8
黄芪总皂苷预计明年完成 III 期临床	8
以抢仿为主的研发策略，不断充实产品线	9
募集资金项目：原料基地和扩产	9
盈利预测与估值	10
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	11

图表目录

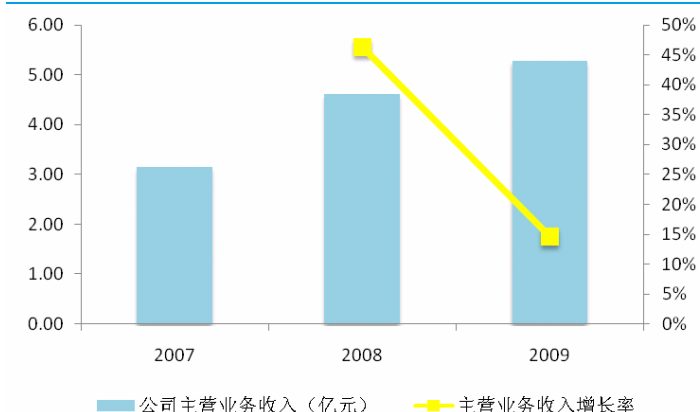
图表 1：公司主营业务收入统计	3
图表 2：公司净利润统计	3
图表 3：岩舒注射液占公司销售收入比重	4
图表 4：公司毛利率统计	4
图表 5：公司股权结构图	5
图表 5：中国抗肿瘤药市场规模统计	6
图表 6：中成药畅销品牌排行	6
图表 8：岩舒注射液竞争产品比较（日均费用）	7
图表 9：岩舒注射液竞争产品比较（市场份额）	7
图表 9：公司主要产品销售收入拆分	8
图表 10：公司在研品种	9
图表 11：募集资金项目	10

公司是一家产品丰富的综合性制药企业

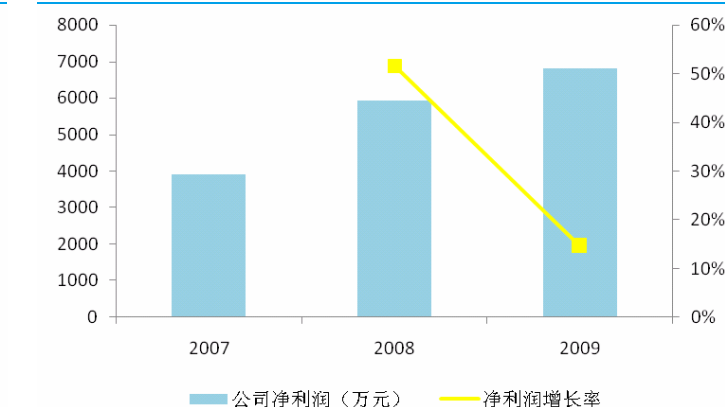
公司通过积极并购丰富产品线

- 公司主要从事中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售，以岩舒注射液为核心产品。
- 目前公司拥有三大生产基地，41 条生产线，11 大剂型，359 个品种（其中抗肿瘤药物 18 个、心血管类药物 24 个、抗感染类药物 55 个），公司进入医保目录的品种 180 个，进入基本用药目录的品种 66 个。公司拥有的药品品种数量在全国排名第 18 位。
- 公司通过收购逐渐形成了集“种、研、产、供、销”为一体的产业链布局，是一家兼营中药和化学药的综合性制药企业。公司先后并购了泰胜制药、开元制药、振东护理、振东研究院、道地药材。
- 子公司泰盛制药生产经营 10 种剂型 236 个品规的药品，其中舒血宁注射液、冠心宁注射液、益心酮片为国家中药保护品种，盐酸丙帕他莫、注射用阿莫西林钠氟氯西林钠为国家三类新药，头孢克肟片、头孢克肟干混悬剂为国家级四类新药。
- 子公司开元制药主要经营丸剂（蜜丸、水丸、水蜜丸、浓缩丸）、散剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂等传统剂型中药。目前可生产 5 种剂型 86 个品规的药品，其中，扶正固本颗粒和芪蛭通络胶囊为全国独家产品。
- 2009 年公司实现销售收入 5.28 亿元，三年复合增长率 29.5%；实现净利润 6804 万元，三年复合增速 31.8%。

图表1：公司主营业务收入统计



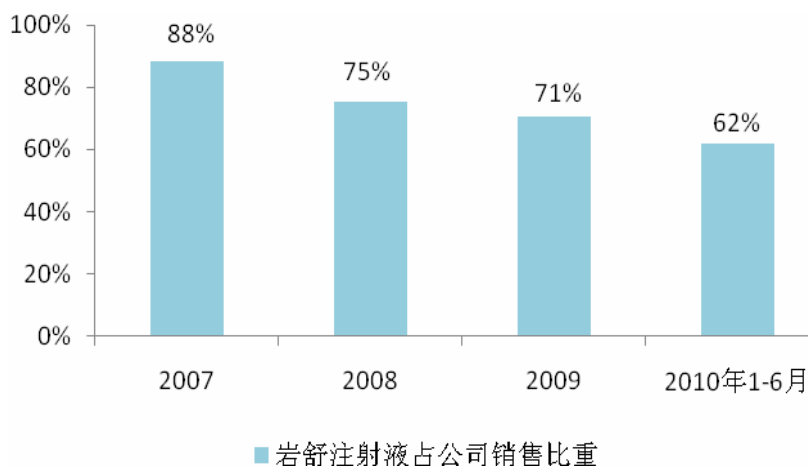
图表2：公司净利润统计



来源：国金证券研究所，招股说明书

- 岩舒注射液是公司收入的主要来源，市场占有率位居同类产品前三位，处于领先地位。
- 2007 年至 2010 年 1-6 月岩舒注射液销售额分别为 2.79 亿、3.48 亿、3.73 亿和 2.04 亿元，三年复合增长率约为 26.7%，占营业收入比重分别为 88.49%、75.49%、70.53%、62.02%，

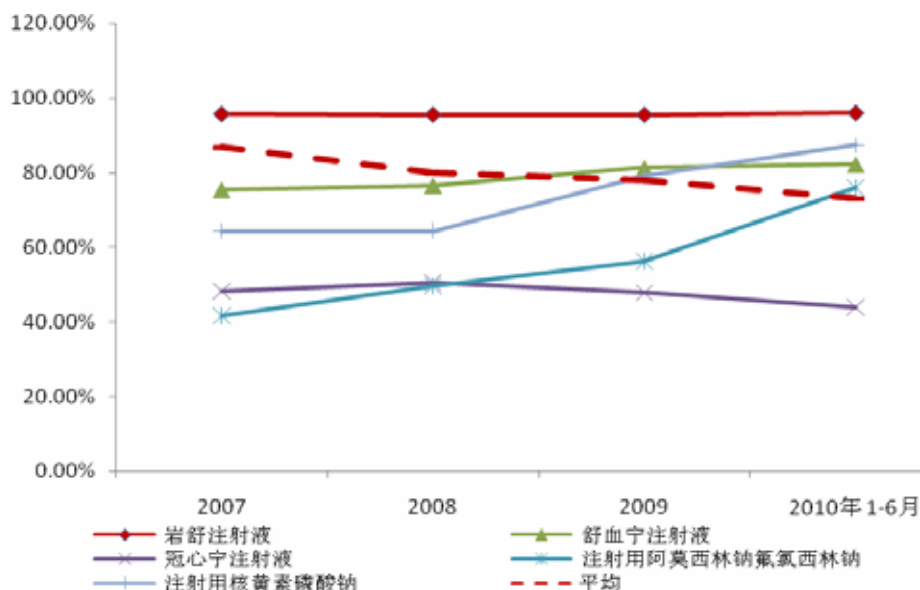
图表3: 岩舒注射液占公司销售收入比重



来源: 招股说明书

- 公司综合毛利率一直维持在较高水平, 2007 年至 2010 年 1-6 月分别为 86.83%、79.92%、77.87%、72.97%。公司毛利率逐渐下降主要是由于其他产品贡献的销售收入比重逐渐上升, 而其毛利率水平低于岩舒注射液, 从而引致公司综合毛利率下降。但是, 由于公司毛利率较低的产品均采用代理销售模式, 销售费用等期间费用较低, 其盈利能力仍较强。

图表4: 公司毛利率统计

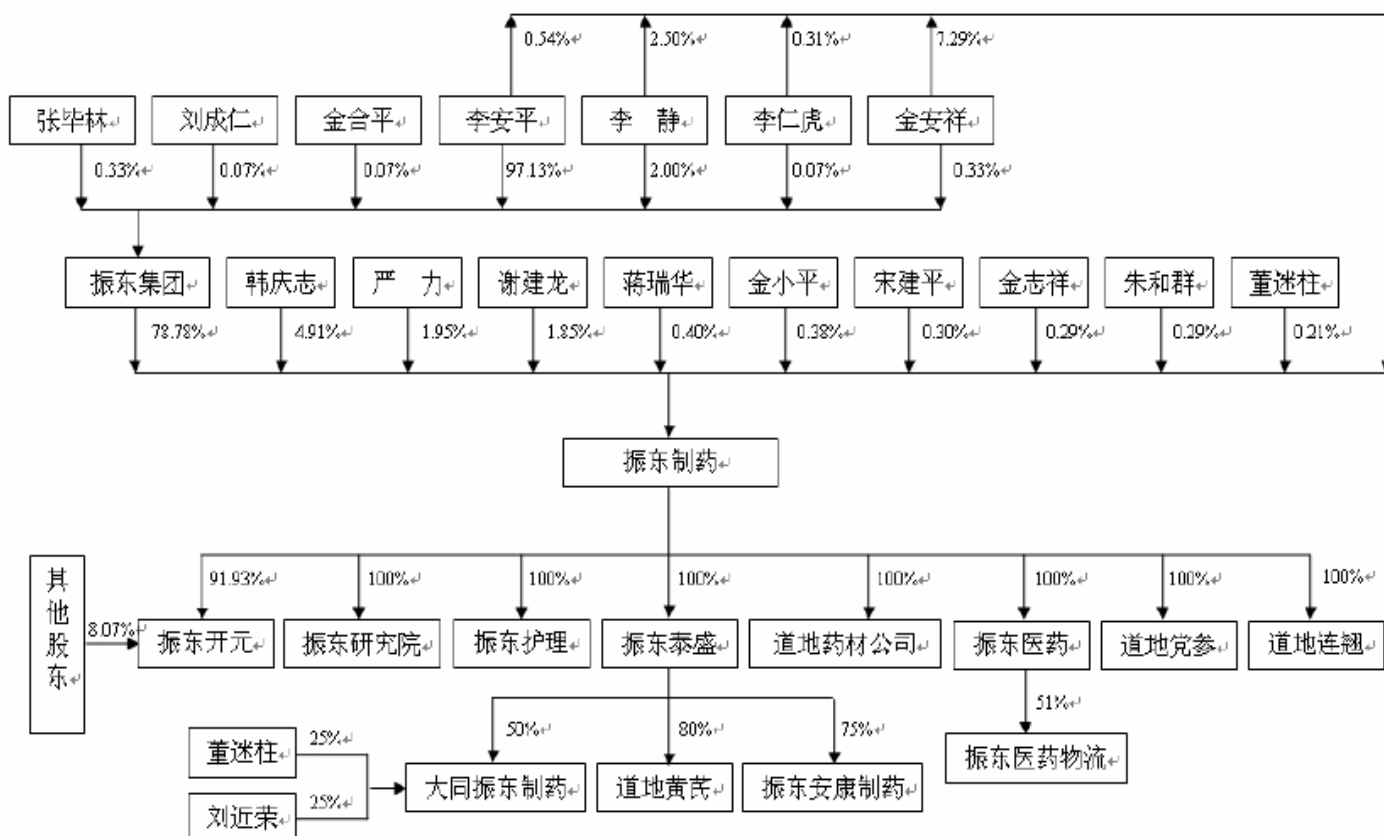


来源: 招股说明书

公司是民营企业覆盖全产业链

- 公司的实际控制人为李安平, 本次股票发行前, 公司实际控制人李安平持有公司 0.54%股份, 并通过振东集团间接持有公司 78.78%股份。按发行 3,600 万股测算, 本次发行后, 李安平直接与间接合计持有公司 59.48%股份。

图表5：公司股权结构图



来源：国金证券研究所，招股说明书

成熟品种岩舒注射液仍将实现稳定增长

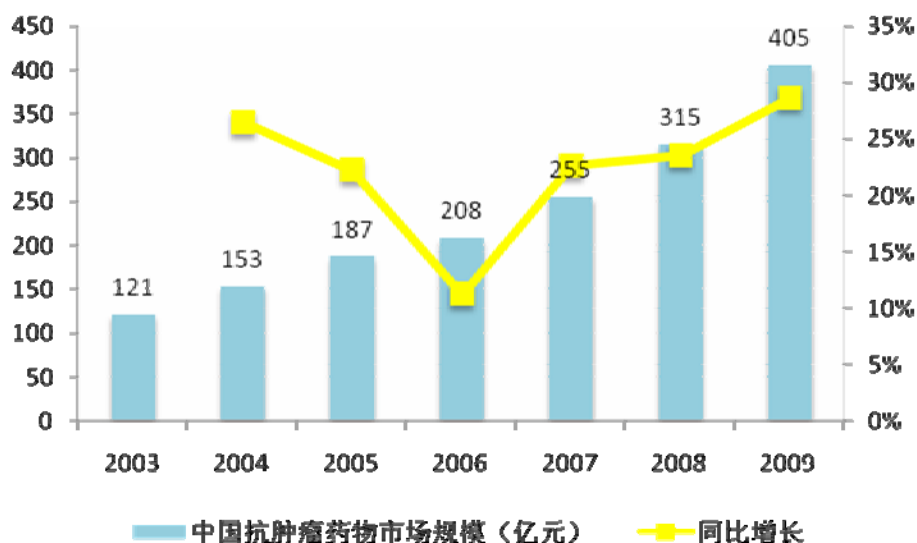
岩舒注射液是抗肿瘤中药注射剂的一线用药

- 公司主导产品岩舒注射液是癌症的辅助治疗药物，具有抑制癌性疼痛、癌性出血，抑制肿瘤生长、联合放化疗增效减毒、止痛止血等功效，用于治疗晚期肿瘤、癌肿疼痛、肿瘤放化疗、多脏器保护、肝炎肝损伤、癌性出血等，其产品配方及制备技术为公司独有。
- 岩舒注射液成分为苦参、白土苓，适应症为治疗癌症疼痛与出血。岩舒是国家中药保护品种，国家医保乙类产品，独家生产。
- 岩舒注射液主要竞争产品为抗肿瘤中药注射剂，包括艾迪注射液、康艾注射液、参芪扶正注射液、康莱特注射液、华蟾素注射液等。
- 岩舒注射液是国家二级中药保护品种（保护期至 2012 年），且制备专利到 2017 年才过期，在一定的时间内将没有仿制品种威胁。岩舒目前正在加大剂量临床研究，预期将在明年完成临床。加大剂量临床研究如果能通过，岩舒注射液使用剂量有望翻番，这将有力促进岩舒注射液产品的销售增长。
- 岩舒注射液由于其显著的止痛疗效以及相对低廉的价格受到市场广泛认可。2008 年抗肿瘤中药注射剂市场当中，岩舒注射液以 15% 的市场占有率排名第四。

我国抗肿瘤药物增长迅速

- 抗肿瘤药物是大品种高增长用药领域。在我国医院用药排名中，抗肿瘤药物已仅次于抗感染药，市场份额 17.6%，比五年前提高了 5 个百分点，并保持近 40% 的高速增长。
- 20 世纪 90 年代我国肿瘤发病率已上升为 127 例/10 万人。近年来我国每年新增肿瘤患者 160-170 万人，众多的肿瘤患者形成了对抗肿瘤医药市场的巨大需求。
- 2008 年城乡居民前五位疾病死亡专率及死亡原因构成中，恶性肿瘤以 28.53% 及 25%.39% 的比率分别居城市和农村死亡原因的首位。
- 我国抗肿瘤药物除 2006 年受国家宏观政策环境影响销售额增长速度放缓之外，其他年份均保持着 20% 的增长速度。2009 年我国抗肿瘤药物市场销售规模超过 220 亿元。

图表6：中国抗肿瘤药市场规模统计



来源：国金证券研究所，招股说明书，健康网

- 在众多抗肿瘤药物中，以抗肿瘤中药注射剂为主的抗肿瘤中成药由于疗效确切，毒副作用低，并在长期大量的临床实践中得到了充分验证，已为广大肿瘤患者和医生所大量使用。
- 根据 2008 年上半年全国重点城市中成药医院市场最畅销品牌排名，最畅销的前十位产品中有一半都属于抗肿瘤中成药。

图表7：中成药畅销品牌排行

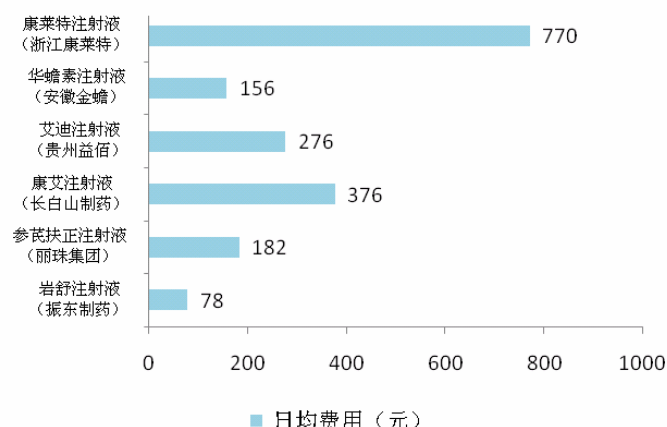
排名	名称	生产企业	市场份额	疾病大类
1	康艾注射液	吉林长白山制药股份有限公司	1.65%	肿瘤疾病用药
2	丹红注射液	山东步长制药有限公司	1.61%	心脑血管疾病用药
3	参芪扶正注射液	广东丽珠集团利民制药厂	1.52%	肿瘤疾病用药
4	醒脑静注射液	江苏无锡山禾药业股份有限公司	1.26%	心脑血管疾病用药
5	血栓通注射液	广西梧州制药（集团）股份有限公司	1.24%	心脑血管疾病用药
6	金水宝胶囊	江西济民可信金水宝制药有限公司	1.23%	肿瘤疾病用药
7	复方苦参注射液	山西振东制药股份有限公司	1.22%	肿瘤疾病用药
8	艾迪注射液	贵州益佰制药股份有限公司	1.20%	肿瘤疾病用药
9	通心络胶囊	河北石家庄以岭药业股份有限公司	1.17%	心脑血管疾病用药
10	复方丹参滴丸	天津天士力制药股份有限公司	1.03%	心脑血管疾病用药

来源：国金证券研究所，招股说明书，健康网

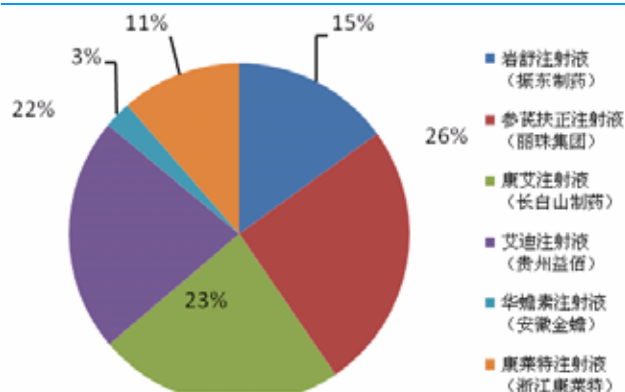
岩舒注射液将持续稳定较快增长

- 公司主导产品岩舒注射液是目前主流的中药抗肿瘤注射剂用药，是独家品种。在临床使用过程中，具有镇痛、提高免疫力等疗效的癌症辅助用药对公司产品有一定的替代作用。
- 镇痛功能类的主要竞争对手有安徽金蟾生化股份有限公司、浙江康莱特药业有限公司，两公司竞争产品分别为华蟾素注射液、康莱特注射液；
- 癌症辅助治疗的主要竞争对手有丽珠集团利民制药厂、长白山制药股份有限公司、贵州益佰制药股份有限公司，三公司竞争产品为参芪扶正注射液、康艾注射液、艾迪注射液。
- 较其他产品相比，岩舒注射液在缓解癌性出血、癌症疼痛有突出效果，日均花费较低，岩舒的日均费用 78 元，具备一定竞争优势。

图表8：岩舒注射液竞争产品比较（日均费用）



图表9：岩舒注射液竞争产品比较（市场份额）



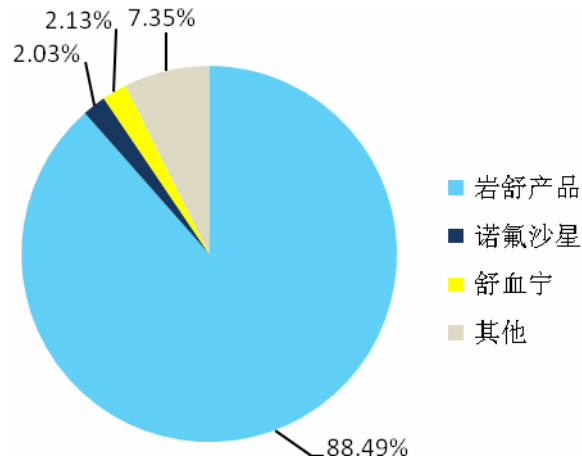
来源：国金证券研究所，招股说明书

- 我们认为岩舒注射液未来将继续稳定较快增长，主要原因为：（1）抗肿瘤用药市场的持续高增长；（2）临床覆盖的进一步扩大；（3）增加用量临床试验可能获批；（4）可能进入基本药物目录。
- 我国抗肿瘤药物市场的潜力为一线抗肿瘤产品提供了持续的增长动力。
- 全国二级以上医院中收治肿瘤患者较多的有 3000 家左右，目前该公司覆盖了 1400 余家，还有很大的销售增长空间。
- 每日指导用量可能会提高，带来临床用量增长。2009 年 5 月，岩舒注射液增加用量的临床试验申请获国家药监局批准（批件号：2009L03484），现已由中国中医科学院广安门医院牵头，组织多家医院开展增加用量的 I 期临床试验。如果经过证明需要增加岩舒注射液的指导用量，产品需求将迅猛增长。
- 《国家基本药物目录》有扩充的可能，岩舒注射液有可能进入《基本药物目录》。如果岩舒注射液能够进入扩充后的基本药物目录，则公司岩舒注射液将以独家产品的身份充分受益于基本药物制度的市场扩容。

二线产品不乏潜力品种，在研产品较丰富

- 公司主要二线产品为心血管类和抗感染类，主要有舒血宁、冠心宁、阿莫西林钠氟氯西林钠、芪蛭通络胶囊等。其中芪蛭通络胶囊以及阿莫西林钠氟氯西林钠未来两年有望实现高速增长，成为公司业绩的催化剂。

图表10：公司主要产品销售收入拆分



来源：招股说明书

芪蛭通络有较大成长的潜力

- 芪蛭通络为心血管类口服中成药，适用于中风恢复期后遗症表现为半身不遂，肢体麻木，口眼歪斜，语言不利，身体倦怠者的辅助治疗。
- 芪蛭通络为公司独家产品，原由开元制药生产。由于开元制药规模较小，销售能力较弱，该品种销售一直没有放量。振东制药收购开元制药后，为配合学术推广，由王永炎院士主持，重新进行临床研究，预期将在明年完成临床研究。
- 心脑血管口服中成药中，以步长脑心通和以岭通心络为最主要竞争对手，脑心通年销售规模约为 5 亿元，通心络年销售规模约为 8 亿元。芪蛭通络是步长脑心通和以岭通心络的升级产品，其主要成分为黄芪、水蛭、人参、麦冬等 26 味药组成。通心络仅由 12 味中药组成。
- 芪蛭通络目前在全国 20 个以上省份中标，其中海南、湖南、陕西、新疆 4 个省份进入省级医保目录。预计等该 4 个省份执行新医保目录以后，芪蛭通络销售将出现快速增长势头。

注射用阿莫西林钠氟氯西林钠

- 阿莫西林钠氟氯西林钠用于各种敏感菌所致感染，国内共批准 2 个生产企业，另外一家为天津华津。抽样显示，振东泰盛的昆柏占 75% 的市场份额，位居绝对领先地位。
- 公司的产品已进入超过 17 个省份的省级医保目录，预计等到这 17 个省份全面执行新医保目录之后，该品种在未来两年将有望成为公司最大的增长驱动力。

黄芪总皂苷预计明年完成 III 期临床

- 黄芪总皂苷主治益气养元、扶正祛邪、养心通脉、健脾利湿；主要用于中风、冠心病、心绞痛等心脑血管疾病。黄芪有活血化瘀功效，在上世纪 70-80 年代，就大量用于治疗心、脑血管疾病。由于疗效确切、价格低廉、副作用低、使用方便，至今仍为临床常用药。

- 黄芪活血化瘀的主要成分为四环三萜类化合物。黄芪总皂苷由公司与第二军医大联合开发，采用现代天然药物的提取、纯化工艺制备四环三萜皂苷类化合物，使黄芪制剂更有效、安全。
- 黄芪总皂苷是与黄芪注射液的升级替代产品，黄芪注射液已经在市场销售多年，市场销售过亿元。黄芪总皂苷与之相比有三大优势：首先，有效成分含量高、转移率高，明确的总皂苷含量为 80%以上，转移率达 90%以上；第二，质量控制先进，采用 HPLC 控制其含量较薄层扫描更可靠；第三，通过改进生产工艺，使产品质量更加稳定。
- 鉴于目前目前治疗心脑血管的中药注射剂，例如血栓通、疏血通、脑醒静、丹红注射液等销售收入都超过 10 亿。如果黄芪总皂苷能获批上市，该产品也有望成为极具潜力的中药注射剂。

以抢仿为主的研发策略，不断充实产品线

- 公司基于自身较强的销售实力，采取了抢仿为主的研究开发策略，从而以较多的产品满足渠道需求。在产品选择上，挑选市场较大的，竞争压力小的品种申报，力争在较快的时间内丰富公司的产品线。
- 公司现有各类技术人员 171 人，聘任国内知名专家担任专家委员会委员。2010 年开始，公司统一了研发平台，确定了以北京研发中心为主，各个子公司研发为辅的策略，缩减了子公司的研发队伍和费用，提高公司的研发效率。
- 公司在研品种进入注册程序 13 个，临床前研究品种 15 个。除了仿制药外，在研品种中黄芪总皂苷是独家品种，也是未来最值得期待的品种。

图表11：公司在研品种

序号	项目名称	研发类别	新药类别	适应症类别
1	复方苦参注射液变更用法用量临床试验	临床试验	补充申请	肿瘤用药
2	黄芪总皂苷氯化钠注射液临床试验	临床试验	中药7类	心脑血管用药
3	寒痰舒胶囊临床试验	临床试验	中药6类	呼吸系统用药
4	灯盏花素分散片	申报生产	中药8类	心脑血管用药
5	替莫唑胺胶囊	申报生产	化药3.1类	肿瘤用药
6	盐酸二甲双胍片	申报临床	化药6类	糖尿病用药
7	盐酸特拉唑嗪片	申报临床	化药6类	高血压用药
8	格列吡嗪片	正在研发	化药6类	糖尿病用药
9	硫酸氢氯吡格雷及片	小试工艺优化	化药6类	抗血栓用药
10	乌骨藤冻干粉	小试工艺优化	中药5类	肿瘤用药
11	生白颗粒	小试工艺优化	中药6类	肿瘤用药
12	灌肠剂	小试工艺优化	中药6类	消化系统用药
13	来曲唑片	待中试	化药6类	肿瘤用药
14	依西美坦及胶囊	待中试	化药3.5类	肿瘤用药
15	硫酸长春地辛及冻干粉	待中试	化药6类	肿瘤用药

来源：招股说明书

- 公司过去几年中的研发费用支出在营业收入比重成逐年提升的趋势，目前 5%的比重任然较低，未来随着公司盈利能力的加强，研发投入有望进一步提升。

募集资金项目：原料基地和扩产

- 公司本次发行 3600 万股，募集资金主要用于建设苦参的 GAP 生产基地以及产能扩建，包括岩舒注射液新增 1400 万支产能生产线。在完成建设后，公司形成“种、研、产、供、销”为一体的产业链布局。

图表12：募集资金项目

序号	项目	投入资金(万元)	实施主体	投入方式
1	3.2 万亩苦参GAP 中药材种植基地及中药饮片加工项目	4,844	振东中药材	增资
2	小容量注射剂扩能改造项目	9,666	振东制药	
3	泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂工程项目	8,026	泰盛制药	增资
4	开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目	8,024	开元制药	增资

来源：招股说明书

- 小容量注射剂产能和中药原药提取能力的限制已成为制约公司业务进一步发展的瓶颈。3.2 万亩苦参 GAP 中药材种植基地及中药饮片加工项目和小容量注射剂扩能改造项目将有效解决公司产能瓶颈，岩舒产品的产能由目前的年产 1,600 万支增加到 3,000 万支。
 - 3.2 万亩苦参 GAP 种植基地建设期为 4 年（每年 8000 亩），中药饮片加工厂及技术站建设期为 1 年，生产期 11 年。本项目将采用“公司+农户”合作模式，由公司负责基地规划，提供种子、化肥，技术指导，药材回购。项目全部建成后，年产苦参饮片 2400 吨，50%供公司生产所用，50%外销。
 - 小容量注射剂扩能改造项目主要包括新建水针二车间和改造提取一车间两部分。其中，新建水针二车间主要用于扩大复方苦参注射液生产能力，设计规模为年产小容量注射剂 4000 万支，包括复方苦参注射液生产能力增加 1400 万支，其余生产能力用于新品种的开发生产及其他子公司品种；改造提取一车间主要用于提高苦参等中药材的提取能力，苦参碱中药提取能力扩大 85%，即由目前的年提取中药材 400 吨增加至 740 吨。
- 泰盛制药新建冻干粉针和无菌粉针综合制剂工程项目：主要为抗生素类药物，主要包括年产 2000 万支冻干粉针注射剂生产线（其中注射用泮托拉唑钠 500 万支、注射用核黄素磷酸钠 500 万支、注射用细辛脑 500 万支及其它冻干剂 500 万支）和年产 7000 万支无菌注射剂生产线（其中注射用阿莫西林钠氟氯西林钠 2000 万支、注射用头孢硫脒 2000 万支及其它无菌粉针注射剂 3000 万支）
- 开元制药年产 1.5 亿袋颗粒剂工程项目：主要包括新建颗粒剂生产车间、新建中药提取车间、改造综合制剂车间和前处理提取车间。全部达产后，年生产能力将达到颗粒剂 1.5 亿袋（年产 800 万袋扶正固本颗粒、5000 万袋感冒清热颗粒、3000 万袋板兰根无糖颗粒、3200 万袋小儿复方磺胺甲噁唑颗粒、3000 万袋小儿酚氨咖敏颗粒），提取中药材 943 吨。

盈利预测与估值

- 假设岩舒注射液未来三年能够继续保持 25%以上的增长，舒血宁、阿莫西林钠氟氯西林钠、芪蛭通络胶囊未来三年能够陆续实现 1 亿左右的销售收入，综合预计公司整体销售收入能够实现 25%左右的增长；

- 我们预测公司 2010、2011、2012 年 EPS 为 0.643 元、0.980 元、1.271 元，复合增速 40%。参考行业平均估值，给予 30-35 倍估值，对应价格区间为 29.4 元-34.3 元。

风险提示

- 对岩舒注射液单一产品依赖的风险。
- 中药注射剂行业性政策的风险。
- 新药销售进程低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	315	461	529	939	1,217	1,568
增长率		46.2%	14.7%	77.5%	29.6%	28.8%
主营业务成本	-42	-93	-117	-406	-536	-710
% 销售收入	13.2%	20.1%	22.1%	43.2%	44.0%	45.3%
毛利	274	368	412	533	681	857
% 销售收入	86.8%	79.9%	77.9%	56.8%	56.0%	54.7%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-10	-12	-16
% 销售收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%	1.0%
营业费用	-178	-229	-259	-310	-377	-455
% 销售收入	56.4%	49.8%	49.0%	33.0%	31.0%	29.0%
管理费用	-24	-41	-50	-89	-113	-141
% 销售收入	7.5%	8.9%	9.4%	9.5%	9.3%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	68	91	96	124	178	246
% 销售收入	21.4%	19.8%	18.2%	13.2%	14.7%	15.7%
财务费用	-7	-12	-9	-8	-1	-16
% 销售收入	2.3%	2.7%	1.8%	0.9%	0.0%	1.0%
资产减值损失	-4	-6	-4	-6	-7	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	56	74	82	110	171	223
营业利润率	17.9%	16.0%	15.6%	11.7%	14.1%	14.2%
营业外收支	1	-1	0	3	1	0
税前利润	57	73	83	113	172	223
利润率	18.1%	15.8%	15.7%	12.0%	14.1%	14.2%
所得税	-18	-13	-15	-20	-31	-40
所得税率	31.3%	18.5%	17.8%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	39	59	68	93	141	183
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	39	59	68	93	141	183
净利率	12.4%	12.9%	12.9%	9.9%	11.6%	11.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	39	59	68	93	141	183
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	20	23	35	57	72
非经营收益	7	11	8	18	19	36
营运资金变动	70	-57	-56	-66	-61	-80
经营活动现金净流	129	33	42	79	156	211
资本开支	-42	-29	-28	-473	-508	-310
投资	-102	-5	-25	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-144	-34	-53	-474	-508	-310
股权募资	0	36	30	1,370	-10	0
债权募资	50	-27	43	-139	449	134
其他	-7	-16	-14	-18	-20	-36
筹资活动现金净流	43	-7	59	1,213	419	99
现金净流量	28	-8	48	818	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	33	29	82	900	967	967
应收款项	145	149	176	235	300	383
存货	31	38	56	150	198	263
其他流动资产	6	10	15	43	56	73
流动资产	215	227	329	1,328	1,521	1,686
% 总资产	46.0%	45.6%	51.1%	63.6%	55.5%	53.6%
长期投资	1	1	1	2	1	1
固定资产	171	184	215	592	1,048	1,289
% 总资产	36.7%	37.0%	33.4%	28.4%	38.3%	41.0%
无形资产	77	82	95	163	167	170
非流动资产	252	270	315	759	1,217	1,462
% 总资产	54.0%	54.4%	48.9%	36.4%	44.5%	46.4%
资产总计	467	497	643	2,087	2,738	3,148
短期借款	115	88	160	27	476	610
应付款项	131	93	88	198	257	333
其他流动负债	38	40	30	40	53	68
流动负债	284	221	278	265	785	1,011
长期贷款	5	5	0	0	0	1
其他长期负债	2	4	6	0	0	0
负债	290	230	284	265	785	1,012
普通股股东权益	176	267	359	1,821	1,952	2,135
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	467	497	643	2,087	2,738	3,148

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.594	0.630	0.643	0.980	1.271
每股净资产	4.503	2.667	3.324	12.646	13.557	14.828
每股经营现金净流	3.283	0.332	0.391	0.551	1.084	1.467
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.24%	22.27%	18.95%	5.08%	7.23%	8.57%
总资产收益率	8.41%	11.96%	10.58%	4.43%	5.16%	5.81%
投入资本收益率	15.68%	20.77%	15.20%	5.49%	6.02%	7.34%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	46.25%	14.67%	77.52%	29.64%	28.84%
EBIT增长率	N/A	35.43%	4.95%	28.85%	44.24%	37.74%
净利润增长率	N/A	51.39%	14.55%	36.01%	52.57%	29.66%
总资产增长率	N/A	6.43%	29.49%	224.44%	31.21%	14.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.9	102.6	96.3	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	135.2	135.7	147.0	135.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	87.3	97.1	88.0	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	188.7	131.1	128.3	179.8	215.3	176.8
偿债能力						
净负债/股东权益	49.20%	23.58%	21.63%	-47.90%	-25.13%	-16.68%
EBIT利息保障倍数	9.3	7.4	10.3	15.3	333.6	15.7
资产负债率	62.20%	46.30%	44.14%	12.71%	28.69%	32.16%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室