

肝素钠主力、酶制剂专家

事件：千红制药首次发行 4000 万股。

研究结论

● 合理价格区间为 37.8—44.1 元

根据我们的盈利预测，公司 2010、2011、2012 年实现摊薄后每股收益为 0.98 元、1.26 元、1.58 元，以 2011 年的预测市盈率 30—35 倍计，对应合理价格区间为 37.8—44.1 元。

● 公司实际控制人为王耀方先生

公司控股股东及实际控制人王耀方先生持有 3648.60 万股，持股比例为 30.41%。按照本次发行 4000 万股计算，发行后，王耀方先生的持股比例将下降为 22.80%，实际控制地位不变。

● 公司主营肝素钠原料药和胰激肽原酶系列产品

公司主要产品有肝素钠原料药、胰激肽原酶肠溶片、肝素钠注射液、注射用胰激肽原酶、注射用门冬酰胺酶、弹性酶肠溶片、注射用三磷酸腺苷辅酶胰岛素、门冬酰胺酶原料药等品种，其中肝素钠系列和胰激肽原酶系列产品占据 95% 以上的份额。

● 肝素钠原研药到期提供市场新机遇

作为山德士原料认证供应商全球三家之一，公司将受益于肝素钠仿制药的上市。公司于 2009 年 3 月已经接受并通过了美国 FDA 对公司作为山德士依诺肝素仿制药中间体供应商符合人用药 cGMP 的现场检查。

● 国内肝素钠制剂业务刚起步

公司是仅有的几家同时持有肝素原料药和制剂生产批文的药品生产企业。目前公司肝素制剂产品在国内抗血栓药物市场已有一定的市场影响力，随着新项目达产，公司的国内肝素钠制剂业务正在逐步启动。

● 在生化药领域掌握多个优势品种

公司胰激肽原酶制剂的产品技术和质量已经达到国内领先水平，在所有胰激肽原酶制剂的主要竞争厂商中，公司的市场份额位居第一，处于市场主导地位。另一产品门冬酰胺酶制剂在国内市场占据 20% 份额，仅次于原研外企。

● 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 4000 万股，募集资金主要用于肝素原料药及制剂、胰激肽原酶原料药及制剂和门冬酰胺酶原料药及制剂的扩产。

● 风险提示

肝素粗品供应风险、肝素钠原料药毛利率波动风险、竞争格局改变风险



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

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

发行概况

本次发行股数（万股）	4000
发行后总股本（万股）	16000
行业	医药
报告发布日期	2011 年 1 月 27 日

财务预测

（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	744	1155	1413	1686
同比(%)	58%	55%	22%	19%
归属母公司净利润	126	157	202	253
同比(%)	39%	25%	29%	25%
毛利率(%)	35.1%	26.0%	26.0%	26.0%
ROE(%)	51.6%	35.7%	10.6%	11.7%
每股收益(元)	0.79	0.98	1.26	1.58

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经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 合理价格区间为 37.8-44.1 元	3
2 盈利预测	3
3 公司简介	5
3.1 公司立足于多糖和酶类生化药品	5
3.2 公司实际控制人为王耀方先生	5
4 业务分析	6
4.1 公司主营业绩增长迅速	6
4.2 进口与内销各占半壁江山	7
4.3 成本转移能力决定毛利率波动幅度	8
5 竞争力分析	9
5.1 肝素钠原研药到期提供市场新机遇	9
5.2 国内肝素钠制剂业务刚起步	10
5.3 在生化药领域掌握多个优势品种	11
6 募集资金项目分析	12
7 风险提示	13

1 合理价格区间为 37.8-44.1 元

根据我们的盈利预测，公司 2010、2011、2012 年实现摊薄后每股收益为 0.98 元、1.26 元、1.58 元，以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计，对应合理价格区间为 37.8-44.1 元。

2 盈利预测

主要假设：

- 公司主导产品肝素钠原料药行业景气度我们预计将保持至少两年不变，随着肝素钠原研药专利到期，下游仿制药销量将逐步上升，市场空间将进一步放大，但公司产能受限，未来三年产品的成长一方面来自于产能利用率的进一步挖掘、另一方面来自于吨原料价格的上升；
- 随着公司未来出口占比继续提高，销售费用率将会略有下降、2010-2012 年销售费用率预计依次为 3.3%、3.1%、2.9%；
- 尽管面临上游肝素粗品价格持续上涨的压力，我们乐观估计未来三年公司能够成功传导成本压力，毛利率水平稳定在 26%；

表 1：公司销售收入分产品预测表

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
肝素钠原料药	销售收入(万元)	16329	32098	53386	88087	108347	130016
	同比增速		96.57%	66.32%	65.00%	23.00%	20.00%
肝素钠注射液	销售收入(万元)	571	2000	3270	6540	8502	9777
	同比增速		250.26%	63.50%	100.00%	30.00%	15.00%
胰激肽原酶肠溶片	销售收入(万元)	9539	10518	13092	15710	18852	22623
	同比增速		10.26%	24.47%	20.00%	20.00%	20.00%
注射用胰激肽原酶	销售收入(万元)	684	1066	1498	1723	1981	2278
	同比增速		55.85%	40.53%	15.00%	15.00%	15.00%
门冬酰胺酶原料药及制剂	销售收入(万元)	727	662	1117	1285	1477	1699
	同比增速		-8.94%	68.73%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	销售收入(万元)	604	735	1921	2000	2000	2000
	同比增速		21.69%	161.36%	4.11%	0.00%	0.00%
合计	销售收入(万元)	28454	47079	74284	115345	141160	168394
	同比增速		65.46%	57.79%	55.28%	22.38%	19.29%

资料来源：公司数据，东方证券研究所

根据以上假设，我们预计 2010-2012 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 1.57 亿元、2.02 亿元、2.53 亿元，同比增长 25%、29%、25%，实现摊薄后每股收益为 0.98 元、1.26 元、1.58 元。

表 2：公司盈利预测表

利润表				单位:百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	744	1155	1413	1686
营业成本	483	855	1046	1248
营业税金及附加	3	6	7	8
营业费用	41	38	44	49
管理费用	59	62	78	93
财务费用	7	7	-1	-12
资产减值损失	0	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	151	185	238	298
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	151	185	238	298
所得税	25	28	36	45
净利润	126	157	202	253
少数股东损益	-0	0	0	0
归属于母公司净利润	126	157	202	253
EBITDA	169	207	283	391
EPS (元)	0.79	0.98	1.26	1.58

资料来源：东方证券研究所

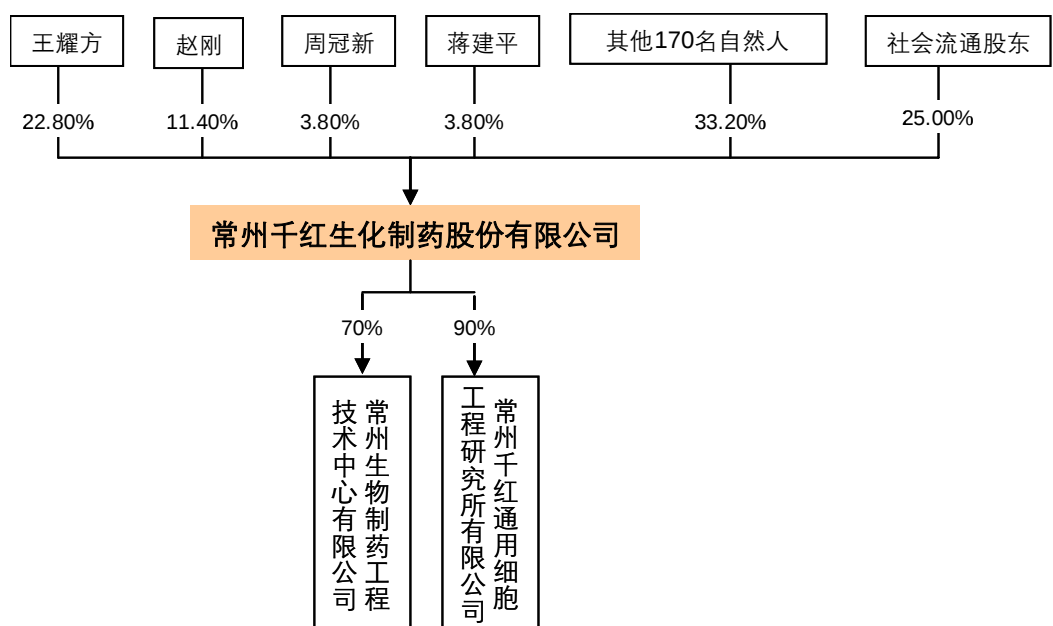
3 公司简介

3.1 公司立足于多糖和酶类生化药品

公司成立于 2003 年 4 月 30 日，注册资本 12000 万元，法定代表人为王耀方先生。

公司目前主要以生产多糖和酶类生化药品为主，共拥有 39 个药品生产批准文号，涵盖原料药和片剂、注射剂、胶囊剂等剂型；其中 22 个品规的药品被列入《国家医保目录》；3 个品种被列入《国家基本药品目录》；胰激肽原酶制剂被列为国家发改委单独定价（优质优价）药品；肝素钠原料药的质量控制水平已达到国际先进水平，已通过了欧盟 COS 认证及德国、澳大利亚、巴西、韩国 GMP 认证。

图 1：公司 IPO 后股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

3.2 公司实际控制人为王耀方先生

公司控股股东及实际控制人王耀方先生持有 3648.60 万股，持股比例为 30.41%。按照本次发行 4000 万股计算，发行后，王耀方先生的持股比例将下降为 22.80%，实际控制地位不变。

表 3：公司 IPO 前后股本变化

股东	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
王耀方	3648.60	30.41%	3648.60	22.80%
赵刚	1824.30	15.20%	1824.30	11.40%
周冠新	608.10	5.07%	608.10	3.80%
蒋建平	608.10	5.07%	608.10	3.80%
其他 170 名自然人	5312.00	44.27%	5312.00	33.20%
社会公众股	-	-	4000.00	25.00%
合计	12000.00	100.00	16000.00	100.00

资料来源：公司招股书

4 业务分析

公司共持有 39 个生产药品生产批文，目前生产包括固体制剂（片剂、硬胶囊剂）、注射剂（水针、冻干粉针）、原料药等三大类的十多个生物制品，主要产品有肝素钠原料药、胰激肽原酶肠溶片、肝素钠注射液、注射用胰激肽原酶、注射用门冬酰胺酶、弹性酶肠溶片、注射用三磷酸腺苷辅酶胰岛素、门冬酰胺酶原料药等品种。

表 4：公司主要产品的用途与功能

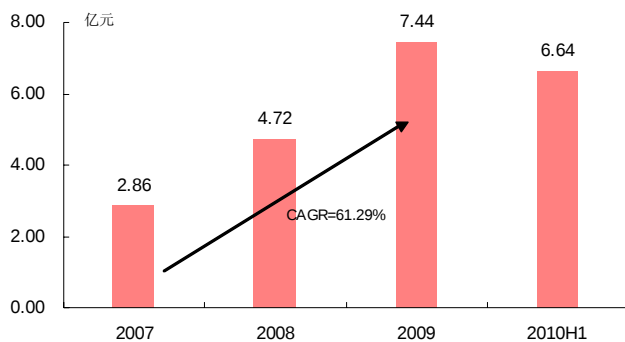
商品名	规格	化学名	生物制药分类	剂型
怡开	120 单位	胰激肽原酶肠溶片	酶类制品	肠溶
	60 单位	胰激肽原酶肠溶片	酶类制品	肠溶
	240 单位	胰激肽原酶肠溶片	酶类制品	肠溶
注射用胰激肽原酶	40 单位	注射用胰激肽原酶	酶类制品	注射剂
肝素钠注射液	2ml：12500 单位	肝素钠注射液	多糖类制品	注射剂
	2ml：5000 单位	肝素钠注射液	多糖类制品	注射剂
注射用门冬酰胺酶	1 万单位	注射用门冬酰胺酶	酶类制品	注射剂
千红怡甘	300 单位	弹性酶肠溶片	酶类制品	肠溶
	600 单位	弹性酶肠溶片	酶类制品	肠溶
千红怡美	复合酶	复方消化酶胶囊	酶类制品	胶囊
怡能	复合制剂	注射用三磷酸腺苷辅酶胰岛素	酶类复合制剂	注射剂
肝素钠	原料药	肝素钠	多糖类制品	原料药
门冬酰胺酶	原料药	门冬酰胺酶	酶类制品	原料药

资料来源：招股说明书

4.1 公司主营业务增长迅速

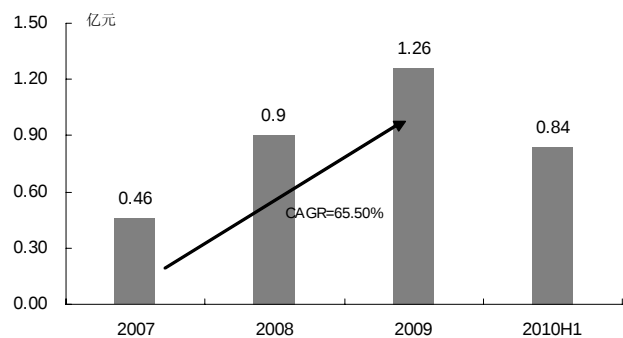
公司 2007 到 2009 年分别实现销售收入 2.86 亿元、4.72 亿元和 7.44 亿元，年复合增长率为 61.29%。实现归属于母公司的净利润 0.46 亿元、0.90 亿元和 1.26 亿元，年复合增长率为 65.50%。2010 年上半年，公司的营业收入为 6.64 亿元，达到 2009 年全年的 89.25%；公司的净利润为 0.84 亿元，达到了 2009 年全年的 66.67%。

图 2：公司近三年销售收入及增速



资料来源：招股说明书

图 3：公司近三年净利润及增速



资料来源：招股说明书

肝素钠系列和胰激肽原酶系列产品的销售收入是公司主营业务收入的主要来源，二者合计占据 95%以上的份额。

表 5：公司近三年分产品收入构成

	项目 (单位: 万元)	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
		金额	比重%	金额	比重	金额	比重	金额	比重
肝素系列	肝素钠 原料药	54918	82.72%	53386	71.91%	32098	68.18%	16329	57.39%
	肝素钠 注射液	3256	4.90%	3270	4.40%	2000	4.25%	571	2.01%
胰激肽原酶系列	胰激肽原酶 肠溶片	6567	9.89%	13092	17.64%	10518	22.34%	9539	33.52%
	注射用 胰激肽原酶	822	1.24%	1498	2.02%	1066	2.26%	684	2.40%
门冬酰胺酶系列	注射用门冬酰胺酶	354	0.53%	750	1.01%	488	1.04%	565	1.99%
	门冬酰胺酶原料药	145	0.22%	367	0.49%	174	0.37%	162	0.57%

资料来源：招股说明书

4.2 进口与内销各占半壁江山

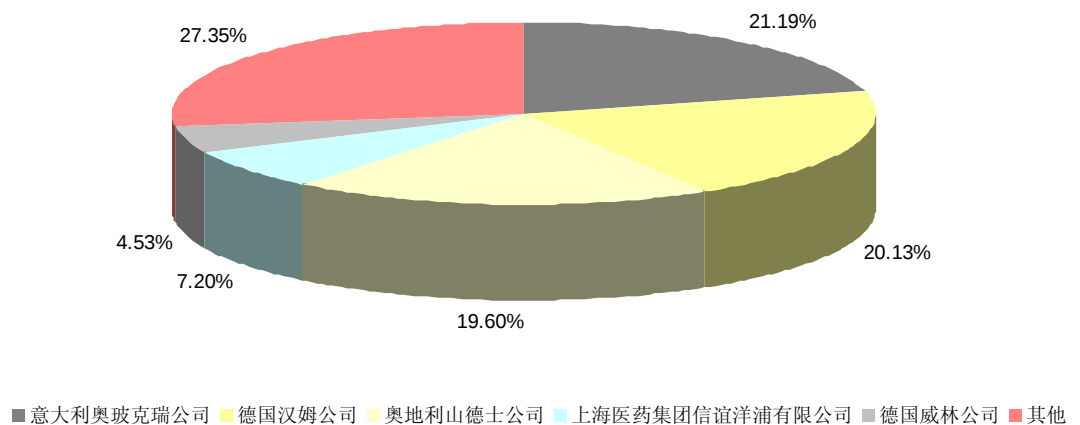
2010 年 1-6 月份，公司出口占销售收入的比例为 68.52%，占比逐年有所上升，主要是因为肝素钠原料药产品售价上升。公司产品内销占比逐年下降，但 2009 年度仍占公司总收入的接近 40%，且销售总额仍保持较好增长，主要得益于国内医药产品需求扩大和公司销售力度加强，内销收入约 80%集中在华东、华北及华南地区，这与公司目前营销渠道建设分布相适应。

表 6：近三年公司业务分区域占比

项目（单位：万元）	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
出口	45493.1	68.52%	46203.1	62.20%	26999.9	57.35%	14,830.8	52.12%
华东	8215.54	12.37%	10457.6	14.08%	7,971.36	16.93%	4,823.65	16.95%
华北	5230.31	7.88%	8892.72	11.97%	6,153.54	13.07%	4,863.13	17.09%
华南	4951.35	7.46%	4361.16	5.87%	1,853.15	3.94%	325.21	1.14%
其他地区	2499.20	3.77%	4368.87	5.88%	4,100.65	8.71%	3,611.49	12.69%

资料来源：招股说明书

公司肝素钠原料药在欧洲地区具有比较突出的市场地位，公司出口额占据欧洲市场约 20% 的份额，主要出口地为德国、意大利、奥地利三国，报告期内对以上三个国家的出口总额占据约 90% 的比重。公司是德国汉姆公司、意大利奥玻克瑞公司和奥地利山德士公司等著名跨国企业的重点供应商。

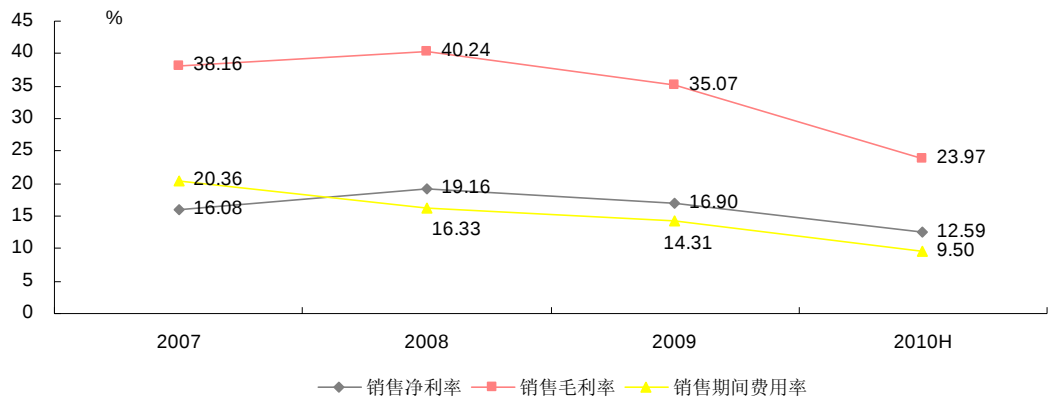
图 4：公司 2010 年 1-6 月份营业收入来源中主要客户分布


资料来源：招股说明书

4.3 成本转移能力决定毛利率波动幅度

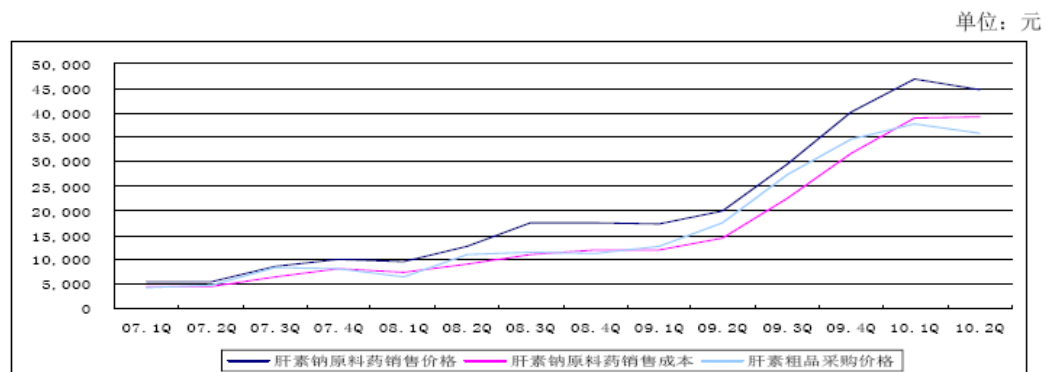
公司 2008 年综合毛利率较 2007 年有所上升，主要因受国际市场的影响，占当期总营业收入 68.18% 的肝素钠原料药产品毛利率上涨所致；2009 年和 2010 年 1-6 月公司综合毛利率较上年有所下降，主要因占当年总销售额分别为 71.91% 和 82.72 % 的肝素钠原料药的毛利率有所下降所致。

公司期间费用率控制得当，保持下降态势。其中 2007-2010 年公司销售费用率呈下降趋势，主要原因在于公司报告期内出口收入增长迅速，而出口产品的市场推广等营销费用较低，因此整体营业费用率逐年下降。

图 5：公司净利润变化分析


资料来源：招股说明书

公司肝素事业部根据库存肝素粗品的成本和市场采购价格，按照公司的每亿单位毛利指标、收率情况、汇率波动水平和效价单位换算关系来测算肝素原料药出口价格，并根据客户的需求数量、收率水平采购肝素粗品，确保每亿单位肝素钠原料药“毛利控制线”的稳定。近三年公司基本上能够转嫁原材料上升的成本压力，每亿单位毛利额保持了相对稳定。

图 6：近三年公司肝素钠原料药价格、成本和粗品采购价格波动情况


资料来源：招股说明书

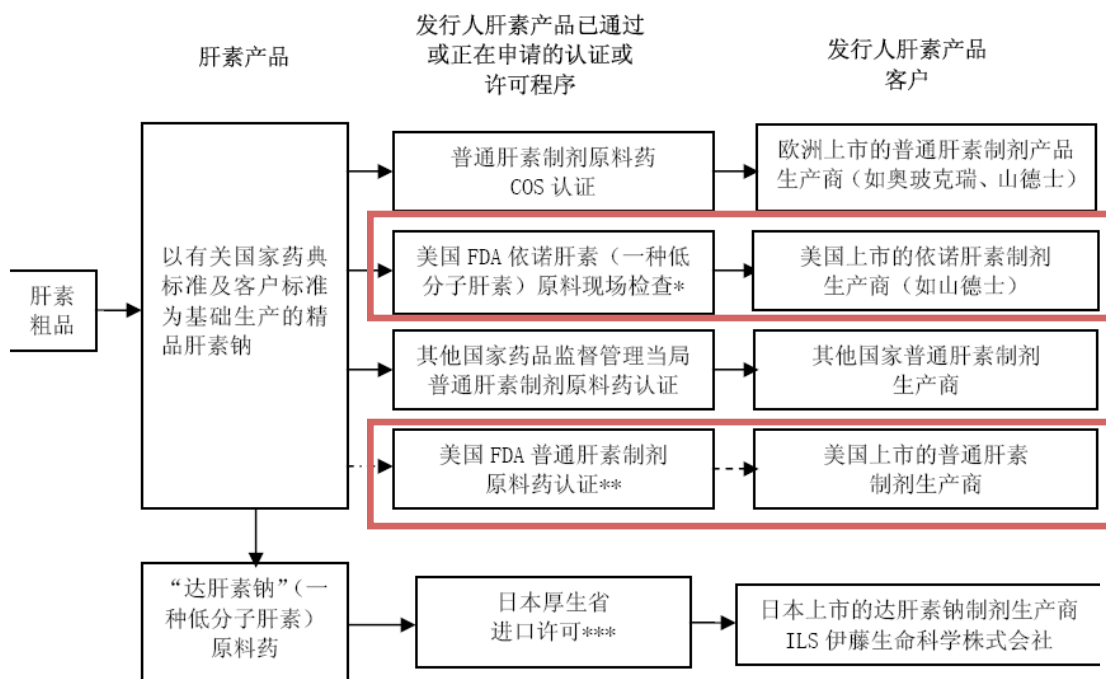
5 竞争力分析

5.1 肝素钠原研药到期提供市场新机遇

全球低分子肝素制剂主要有赛诺菲-安万特的“依诺肝素钠”、辉瑞的“法安明”和葛兰素史克的“速碧林”，其中依诺肝素钠是赛诺菲最畅销的药物，2009 年依诺肝素钠的全球销售额为 30.43 亿美元，约占全球低分子肝素钠市场份额的 70%，而依诺肝素钠的专利将逐步到期，并逐步成为通用药品。2010 年 7 月美国 FDA 已批准山德士依诺肝素钠的仿制药上市申请，低分子肝素制剂产品垄断的格局将被打破，未来低分子肝素制剂的市场规模将大幅度提高。2008 年全球肝素类制剂产品的需求量约为 25 万亿单位，预计到 2012 年将达到 35 万亿单位。

根据山德士 2010 年三季报信息，山德士生产的依诺肝素仿制药 7 月份获准在美国上市 69 天，即取得了 2.92 亿美元的销售业绩。根据赛诺菲-安万特公布的 2010 年三季报，仿制药已经占领美国依诺肝素制剂市场约 33% 的份额。根据 Boston Business Journal 推算，该仿制药上市 1 年后总销售收入可能会超过 10 亿美元。

图 7：公司肝素产品出口去向情况



资料来源：招股说明书

公司于 2009 年 3 月接受并通过了美国 FDA 对公司作为山德士依诺肝素仿制药中间体供应商符合人用药 cGMP 的现场检查。随着山德士产品在美国市场的强势成长，公司作为其原料认证供应商全球三家之一，未来将显著受益。

5.2 国内肝素钠制剂业务刚起步

2006 年以来我国抗血栓药物市场销售规模保持稳步增长趋势，2006-2008 年复合增长达到 33.29%。根据国家药监局检索数据显示，公司是仅有的几家同时持有肝素原料药和制剂生产批文的药品生产企业。目前公司肝素制剂产品在国内抗血栓药物市场已有一定的市场影响力，随着新项目达产，公司的国内肝素钠制剂业务正在逐步启动。

表 7：2006 年-2008 年国内抗血栓药物主要品种市场份额与增长率

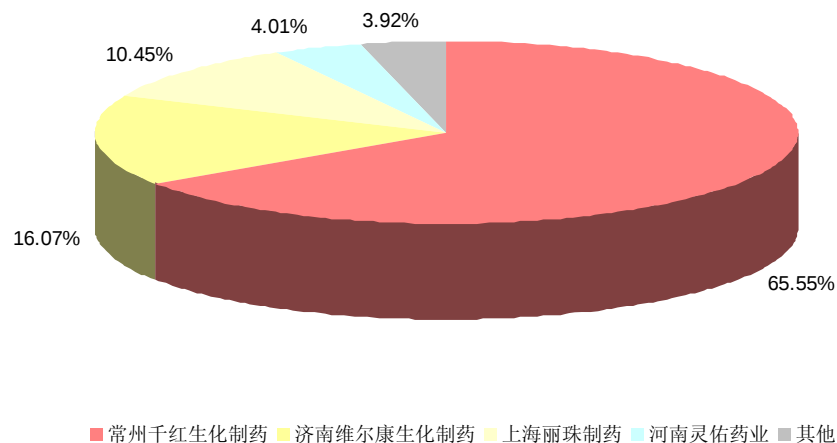
药品名	2006 年		2007 年		2008 年	
	市场份额	增长率	市场份额	增长率	市场份额	增长率
硫酸氯吡格雷	35.57%	106.38%	38.47%	65.70%	43.76%	38.19%
奥扎格雷钠	15.53%	48.82%	16.87%	66.38%	14.65%	5.47%
低分子肝素钙制剂	10.41%	10.94%	9.30%	36.88%	10.75%	40.45%
低分子肝素钠制剂	13.07%	14.14%	12.54%	47.08%	10.00%	-3.11%
蚓激酶	8.10%	-5.98%	6.30%	19.24%	5.42%	4.45%
肝素钠制剂	1.64%	1.03%	1.71%	59.10%	2.07%	47.32%

资料来源：招股说明书

5.3 在生化药领域掌握多个优势品种

胰激肽原酶制剂属于周围血管扩张药，临床上主要应用于预防和治疗糖尿病性肾病、眼底病变、脑动脉硬化和脑缺血、降低血粘度及血脂，在糖尿病并发症领域是常用药品，目前存在直接竞争的替代性药物仍较少。

根据华夏仲景的统计，2008 年全国胰激肽原酶制剂市场的销售额为 2.14 亿元，预计 2009 年全年销售额为 2.63 亿元。公司生产的胰激肽原酶在工艺上采用了蛋白质分子螯合技术、现代膜分子超滤技术和亲和层析技术，产品技术和质量已经达到国内领先水平。在所有胰激肽原酶制剂的主要竞争厂商中，公司的市场份额位居第一，处于市场主导地位。

图 8：2009 年国内胰激肽原酶制剂市场竞争格局


资料来源：招股说明书

公司另一产品门冬酰胺酶制剂(Asp)主要适用于急性淋巴细胞白血病(ALL)，是联合化疗的常用药物，系从埃希大肠杆菌中提取的酶制剂类抗肿瘤药物。目前我国注射用门冬酰胺酶制剂主要由日本协和发酵、美国默沙东和千红制药提供，国内三家合计市场份额超过 90%，千红一家约占 20%的市场份额。

表 8：目前国内门冬酰胺酶制剂生产厂家一览

生产厂家	生产批件
常州千红生化制药股份有限公司	国药准字 H20023613
天津生物化学制药有限公司	国药准字 H19993445
济南维尔康生化制药有限公司	国药准字 H37022254
广州白云山明兴制药有限公司	国药准字 H19993914
北京双鹭药业股份有限公司	国药准字 H20057369

资料来源：SFDA

6 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行 4000 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25%。具体项目如下：

表 9：公司募集资金项目情况（万元）

序号	项目名称	拟投入资金（万元）
1	肝素原料药及制剂扩产项目	20711
2	胰激肽原酶原料药及制剂扩产项目	21634
3	门冬酰胺酶原料药及制剂扩产项目	4268
4	生物医药技术研发中心建设项目	10100
5	营销网络建设项目	4462

资料来源：公司招股书

募集项目的实施主要用于完成公司以下战略规划：

- **肝素原料药及制剂扩产项目：**建成后，公司将形成年负荷肝素钠原料药 5.5 万亿单位、肝素钠注射液 3,000 万瓶的生产能力。项目建设期为两年，预计第三年的生产负荷达到 60%，第四年生产负荷 75%，第五年生产负荷 90%，第六年达到满负荷生产。
- **胰激肽原酶原料药及制剂扩产项目：**本项目实施完成后，公司将形成满负荷生产 4.8 亿片肠溶片、350 万瓶针剂的生产能力。项目建设期两年，投产期一年，预计项目第三年生产负荷为 70%，第四年为 80%，第五年为 90%，第六年达到满负荷生产。
- **门冬酰胺酶原料药及制剂扩产项目：**本项目实施完成后，公司将形成满负荷生产 50 亿单位、30 万支冻干粉针的生产能力。项目建设期为 2 年，投产期为 1 年，项目第 3 年的生产负荷为 60%，第 4 年为 75%，第 5 年为 90%，第 6 年达到满负荷生产。

7 风险提示

肝素粗品供应风险

公司募投项目实施后需要约 6 万亿单位的肝素粗品，对应约 1.2 亿根生猪小肠，如果公司主要供应商经营出现较大波动或与公司合作关系发生改变，或者随着募集资金投资项目的陆续完成，公司无法足额采购新增产能所需肝素粗品原材料，均可能造成肝素粗品供应不足的风险。

肝素钠原料药毛利率波动风险

2007-2009 年，快速上涨的肝素钠原料药和肝素钠粗品价格导致公司毛利率呈现较大幅度的波动，如果肝素粗品和肝素钠原料药价格未来继续大幅波动，公司肝素钠原料药业务毛利率也有大幅波动的风险。

竞争格局改变风险

目前国内肝素钠原料药市场集中度较高，其中海普瑞作为行业龙头主要供应美国市场，未来随着海普瑞产能的扩张，不排除公司竞争对手扩展客户群、进入仿制药市场和欧洲市场的可能。竞争格局的改变可能影响公司收入和利润增长。

附表：财务报表预测与比率分析

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	436	612	1262	889	营业收入	744	1155	1413	1686
现金	100	80	667	104	营业成本	483	855	1046	1248
应收账款	104	133	178	237	营业税金及附加	3	6	7	8
其它应收款	3	33	27	35	营业费用	41	38	44	49
预付账款	16	24	21	27	管理费用	59	62	78	93
存货	203	232	320	429	财务费用	7	7	-1	-12
其他	10	110	49	58	资产减值损失	0	2	2	3
非流动资产	98	164	756	1261	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	75	141	588	1057	营业利润	151	185	238	298
无形资产	13	4	-5	-40	营业外收入	1	0	0	0
其他	11	19	173	244	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	534	776	2018	2150	利润总额	151	185	238	298
流动负债	276	326	98	477	所得税	25	28	36	45
短期借款	107	228	0	387	净利润	126	157	202	253
应付账款	33	56	59	53	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	136	42	39	37	归属于母公司净利润	126	157	202	253
非流动负债	15	9	9	-491	EBITDA	169	207	283	391
长期借款	9	9	9	-491	EPS (元)	0.79	0.98	1.26	1.58
其他	6	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	290	335	107	-14	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	120	160	160	160	营业收入	57.7%	55.3%	22.4%	19.3%
资本公积	8	8	1308	1308	营业利润	40.8%	22.6%	28.5%	25.3%
留存收益	116	273	443	696	归属于母公司净利润	39.0%	25.1%	28.5%	25.3%
归属母公司股东权益合计	244	441	1911	2164	获利能力				
负债和股东权益	534	776	2018	2150	毛利率	35.1%	26.0%	26.0%	26.0%
现金流量表					净利率	16.9%	13.6%	14.3%	15.0%
单位:百万元					ROE	51.6%	35.7%	10.6%	11.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	44.1%	32.7%	19.2%	14.8%
经营活动现金流	8	16	194	159	偿债能力				
净利润	126	157	202	253	资产负债率	54.4%	43.2%	5.3%	-0.6%
折旧摊销	11	15	47	106	净负债比率				
财务费用	7	7	-1	-12	流动比率	1.58	1.88	12.93	1.86
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	0.84	1.16	9.65	0.96
营运资金变动	-132	-160	-54	-187	营运能力				
其它	-3	-4	0	0	总资产周转率	1.61	1.76	1.01	0.81
投资活动现金流	-13	-94	-648	-623	应收账款周转率	8	10	9	8
资本支出	13	100	656	656	应付账款周转率	26.00	19.20	18.18	22.45
长期投资	0	0	-0	0	每股指标 (元)				
其他	0	6	8	33	每股收益	0.79	0.98	1.26	1.58
筹资活动现金流	-10	58	1042	-100	每股经营现金流	0.05	0.10	1.21	1.00
短期借款	24	121	-228	387	每股净资产	1.52	2.76	11.94	13.53
长期借款	9	0	0	-500	估值比率				
普通股增加	0	40	0	0	P/E	11.63	9.30	7.24	5.78
资本公积增加	0	0	1300	0	P/B	6.00	3.32	0.77	0.68
其他	-43	-102	-31	12	EV/EBITDA	36	29	21	15
现金净增加额	-16	-20	587	-564					

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

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