

中药现代化领军企业

研究结论

- “老树发新芽”——行业面临发展新机遇。新医改大环境下，中医药在业内关注度得到明显提升，在大健康领域中占有越来越重要的地位，中医药产业链也得到了进一步延伸，业务多元化，业务“跨界”、“融合”，可谓“老树发新芽”。在新机遇面前，行业内会涌现不少优质企业。中医药行业产业升级势在必行，由于产业升级资金壁垒较高，大企业相对优势更强，我们认为大型中药企业中能先完成产业升级的公司能够分享行业的高速增长并且其产品将享受一定溢价，未来实现产品的大规模跨国营销也将成为大概率事件。
- 丹滴美国上市可期，销量平稳增长。复方丹参滴丸 FDA II 期试验结果良好，如果通过 III 期，根据 SPA 公司产品上市时间将大幅缩短，届时丹滴海外上市将为后期销量持续增长扫清障碍。复方丹参滴丸近两年销售收入的增速稳定在 10-15% 之间，2010 年收入超 13 亿，我们认为受益于国内医保扩容，丹滴销量有望平稳增长，2011 年税后丹滴销售额将有望达到 16 亿元。
- 二线品种销售强劲，收入占比增加。我们认为经过多年营销上的铺垫，公司二线品牌养血清脑颗粒，水林佳、益气复脉粉针、芪参益气滴丸等销售收入增速将加快，二线品种 11 年销售收入总计将有望超过 8 亿元，销售占比将逐渐增加。
- 积极推进生物类药品，步入新领域。公司的生物类新产品主要包括流感亚单位病毒疫苗和尿激酶原，其中流感亚单位疫苗预计今年下半年可以开始贡献业绩，重组人尿激酶是国家生物 I 类新药，主要用于急性 ST 段抬高性心肌梗死的溶栓治疗，目前已经公告取得新药证书，预计 2012 年开始也可以为公司贡献业绩。随着这两种药品的上市销售，公司将业务正式拓展到了除中成药、中药注射液之外的生物类制药，由于生物医药行业前景广阔，公司在医药主业更加多元化的同时也为未来业绩增长提供了新亮点。
- 盈利预测与投资建议。根据我们的盈利预测，公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.30 元、1.62 元和 2.02 元，考虑到公司是首个赴美进行 FDA 并且顺利通过 II 期的企业，在中药行业现代化中处于领军地位，并且未来两年业绩持续增长势头不减，采用 PE 法进行估值，参考中药行业中同仁堂、云南白药等可比上市公司 2011 年平均 PE，我们给予公司 11 年 40 倍的 PE，对应目标价为 52 元，目前还有 28.78% 的上涨空间，首次给予公司“买入”的投资评级。
- 主要不确定因素。1) 复方丹参滴丸美国 FDA III 期试验能否通过。2) 主要产品降价风险。

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申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

江维娜

医药行业资深分析师

8621-63325888 × 6005

jiangweina@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0850210040012

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

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 5 月 10 日) 39.97 元

目标价格 52.00 元

总股本/A 股 (万股) 51642/51642

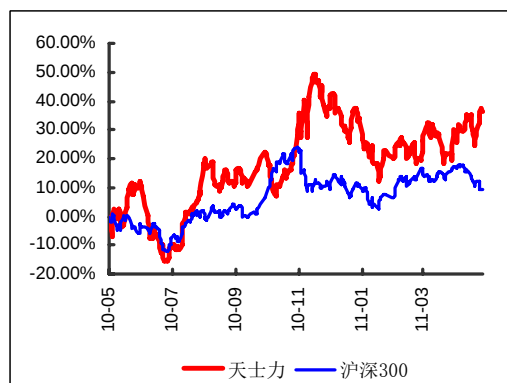
A 股市值 (亿元) 209

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 5 月 11 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4652	5691	6813	8142
同比(%)	16.50%	22.33%	19.72%	19.51%
归属母公司净利润	450	671	835	1041
同比(%)	41.96%	49.11%	24.44%	24.67%
毛利率(%)	33%	34%	36%	36%
ROE(%)	13%	17%	18%	18%
每股收益(元)	0.87	1.30	1.62	2.02
P/E (倍)	46.31	31.06	24.98	20.03
P/B (倍)	6.31	5.42	4.47	3.67

目录

1 “老树发新芽”——中医药行业面临新机遇	4
1.1 中药出口欧盟受阻，国际化势在必行	4
1.2 新版 GMP 加速行业洗牌	5
1.3 “十二五”促进行业集中度提升	6
2 扩大 GAP 基地，保证药材来源可控	7
2.1 自建 GAP 基地或成中成药企业必由之路	7
2.2 业内 GAP 基地建设排头兵	8
3 丹参滴丸敲开国际化大门，二线产品增长迅速	9
3.1 丹滴走向国际化，销量增长提速有望维持	9
3.2 二线品种增长迅速	11
4 后续产品值得期待，业绩增长新动力	13
4.1 植提类中药注射液产品有战略性意义	13
4.2 生物类产品上市值得期待	15
5 估值与投资建议	16
6 主要风险	19
7 天士力公司简述	19
7.1 公司股权结构	19
7.2 公司历史沿革	21
7.3 公司控股子公司情况	22
7.4 融资助力，成就专业现代化中药企业	23

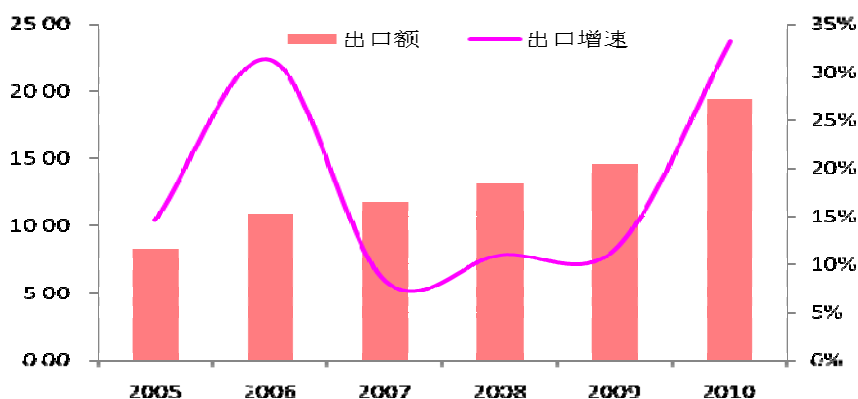
图表目录

图 1 中药出口增速（亿元）	4
图 2 同仁堂境外收入占比	5
图 3 公司商业、工业利润及毛利率变化	9
图 4 部分中成药公司毛利率变化	9
图 5 美国 FDA 认证步骤	10
图 6 复方丹参滴丸收入、利润及增速	11
图 7 二线产品收入占比逐渐增大	13
图 8 植物提取物出口（亿元）额及增速	15
图 9 公司收入利润及增速	19
图 10 公司销售收入及费用占比（亿元）	19
图 11 公司组织架构	20
图 12 公司历史沿革	21
图 13 公司融资和股价表现	24
表 1 近几年中成药相关政策	6
表 2 部分 GAP 种植基地现状	7
表 3 丹参滴丸和丹滴片药理学对比	10
表 4 公司一、二线产品展示	12
表 5 中药注射液相关政策	14
表 6 三代流感疫苗对比	16
表 7 业务拆分表（单位：百万元）	16
表 8 可比公司估值（PE 法）	17
表 9 天士力集团产品展示	18
表 10 公司控股子公司	22
表 11 天士力历次融资情况	23
表 12 业绩分季度情况	24
附表 公司财务预测表	25

1 “老树发新芽”——中医药行业面临新机遇

新医改大环境下，中医药在业内关注度得到明显提升，在大健康领域中占有越来越重要的地位，中医药产业链也得到了进一步延伸，从传统中药和现代中药这类纯预防、治疗的业态逐渐发展到了中药大健康产业，业务多元化，业务“跨界”、“融合”，药酒、中药保健品、中药药妆、中药概念的快消品等业态层出不穷，可谓“老树发新芽”。我们认为，在新机遇面前，行业内会涌现不少优质企业。

图 1 中药出口增速（亿元）



资料来源：中国医药保健品进出口商会，东方证券研究所

与此同时，与同为亚洲国家的韩国和日本的汉方药相比较，我国的中药虽然历史最为悠久，但在药物研发、农残、重金属等参数的控制、产品生产标准和中药材原料的溯源上都做得比较差，因此不仅价格上不能与日韩同类产品接轨，在进入欧美规范市场这方面也缺乏竞争力。因此，中医药行业产业升级势在必行，由于产业升级资金壁垒较高，大企业相对优势更强，我们认为大型中药企业中能先完成产业升级的公司能够分享行业的高速增长并且其产品将享受一定溢价，未来实现产品的大规模跨国营销也将成为大概率事件。

1.1 中药出口欧盟受阻，国际化势在必行

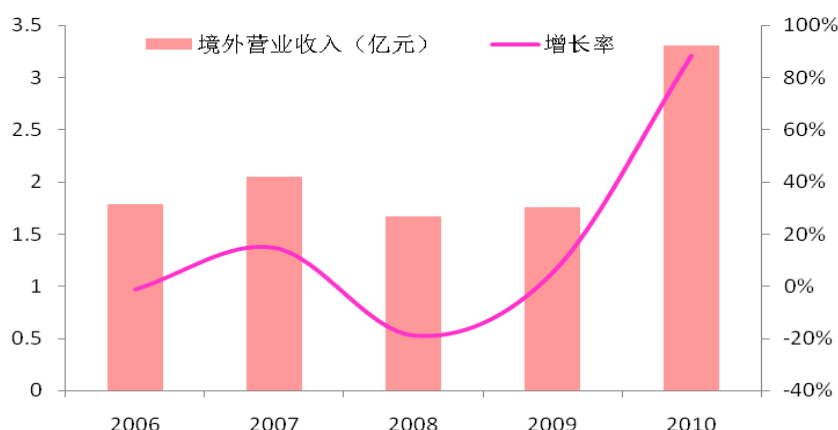
作为全球最大的植物药市场，欧盟市场规模已经达到了百亿欧元，占世界植物药市场份额的40%以上。2010年1-11月，我国中药类对欧盟的出口额为16.7亿人民币，同比增长31.2011年1-2月，我国中药类产品欧盟的数量为4845961公斤，出口额为6039.2万美元，折合4亿人民币，同比增长45.14%，占中药全球出口总额的17.6%。

欧盟2004年出台的《传统植物药注册程序指令》规定，若产品在2011年4月30日之前不能完成注册，将不能在欧盟境内销售和使用，至今尚无一家中药企业拿到准入证。究其原因，我们认为主要有以下两点：其一，中药申请注册成本较高，一个产品按照欧盟《指令》的规定注册，需要注册费80万元。其次要通过欧盟的GMP认证，生产设备等硬件投资需要至少400万元人民币，培训、专家指导等软件投资还需要400万元左右。第二，按照《规定》，传统草药在申请日之前至少要有30年的药用历史，其中包括在欧盟地区至少15年的使用历史，国内绝大多数在欧洲销售的中药产品都是以保健品或者食品的身份在欧洲销售，难以提供有

效的销售证明。比如 2004 年以前，海关已经对中药出口欧盟进行数据记录，但均是按照食品身份登记，而不是以药品身份来登记的。

中国医药保健品进出口商会的数据显示，2010 年中成药出口名单中，同仁堂名列首位，片仔癀位居第二，广药集团排名第三。其中同仁堂 2010 年的境外收入 3.3 亿元，同比增长 88.17%，占其总体收入的 8.7%，片仔癀境外收入占其总体收入的 15.40%，同仁堂科技出口额为 1.17 亿元，占比 44.86%。

图 2 同仁堂境外收入占比



资料来源：中国医药保健品进出口商会，东方证券研究所

中药企业欧盟进入受阻折射出内资企业目前在国际规范市场上仍然处于弱势地位，我们认为内资企业想要进入规范市场，提高产品生产标准，实现产业升级是非常必需的。作为中药企业而言，我们认为未来实现全球化销售是企业成长的重要一步，国际化是中医药行业面临的新挑战，也是新机遇。复方丹参滴丸是第一个成功完成 FDA II 期，并于 2011 年进入 III 期试验的中药产品，天士力在中药国际化的道路上为所有有志于进行中药现代化企业迈出了关键的一步，也象征着中药在研发、创新及临床表现上得到了规范社会阶段性的认可，而天士力中药产业联盟的建立也标志着天士力将带动一批中药企业启动中药现代化和销售国际化进程。

1.2 新版 GMP 加速行业洗牌

新版 GMP 于 2011 年 3 月 1 日起执行，其参照了 WHO、欧盟、美国 FDA 等相关标准，规定了所有制药企业在生产和销售药品前必须达到的标准，大大提高了制药行业门槛，在药品洁净级别和药厂关键人员资质方面的要求都大幅提高。大中型企业多数已经在过去几年的新建扩建中提升了自身标准，已提前消化实施新版 GMP 带来的技改成本和投入；无法承担成本的小型公司如不能达标将被淘汰，未来数年内中小药企的重组及大型药企的并购将趋于活跃，这将加速提高行业的集中度，将促进具有优势的大企业做大做强，最终带来行业洗牌的加剧，进一步促进医药行业优胜劣汰。

表 1 近几年中成药相关政策

政策措施	日期	主要内容
新版药品 GMP 正式施行	2011. 03.	强化了管理方面的要求，增加了对设备设施的要求，调整了无菌制剂生产环境的要求，强调了与药品注册和药品召回等其他监管环节的有效衔接。对现有药品生产企业将给予不超过 5 年的过渡期，并依据产品风险程度，按类别分阶段达到新版药品 GMP 的要求
中药注册管理补充规定	2010. 01	突出中医药特色，鼓励中药创新，注重中药原料来源、生产过程和检测指标控制，保证产品质量均一稳定。突出民族药特点，扶持民族药的发展等。
国家医保目录	2009. 12	对比现行的 2004 版医保目录，新版医保目录中药品总数有所增加，其中中成药 987 种，品种增加 20%；西药 1164 种，品种增加 10. 6%；民族药则减少两个品种。此前公布的 307 种国家基本药物全部被纳入目录。
中国药典 2010	2009. 10	中药材、中药饮片、中成药和中药提取物标准大幅提升，解决了中药饮片缺乏标准，对解决中药注射剂安全性问题将起到积极的作用。
国家基本药物目录	2009. 08	颁布国家标准的中药饮片为国家基本药物，国家另有规定的除外，化学和生物制品共 205 个品种，中成药 102 个品种。
扶持和促进中医药事业发展	2009. 05	充分认识扶持和促进中医药事业发展的重要性和紧迫性、发展中医药事业的指导思想和基本原则、积极发展中医医疗和预防保健服务、推进中医药继承与创新、加强中医药人才队伍建设、提升中药产业发展水平、加快民族医药发展、繁荣发展中医药文化、推动中医药走向世界和完善中医药事业发展保障措施等 10 部分。
中药品种保护指导原则	2009. 02	强调了中药保护品种的可保护性，突出保护先进的理念。共有 1257 个品种在保护期内，涉及 1002 家企业。
中医药创新发展规划纲要 (2006-2020)	2007. 03	中医药创新发展全局的纲领性文件，推动中医药传承与创新。不断提高中医药对经济社会贡献率，巩固和加强传统医药优势，重点突破中医药传承和医学及生命科学创新发展的关键问题，促进东西方医学优势互补、相互融合，为建立具有中国特色的新医药学奠定基础，应用全球科技资源推进中医药国际化进程。

资料来源：东方证券研究所

1.3 “十二五”促进行业集中度提升

《医药工业十二五规划》中明确，“十二五”期间，全国医药工业总产值目标年均增长 20% 以上，到 2015 年，全国医药工业总产值将达到 30000 亿元。截止 2015 年，全国销售收入居前 100 位的企业将占全行业销售收入的 40% 以上，而在基本药物领域，将保证主要品种的前

20 家生产企业所占市场份额达到 80% 以上，这意味着全行业集中度将得到迅速提升。医药行业产业升级动力不仅来自于企业自身需要发展壮大的需求，也来自于政府政策的推动，我们认为天士力作为已经上市的中药现代化领军企业，抵御风险的能力相对于其他中小型企业更高，在行业集中度提升的过程中应该能够受益。

2 扩大 GAP 基地，保证药材来源可控

2.1 自建 GAP 基地或成中成药企业必由之路

为了进一步提升中药在国际市场的知名度和竞争力，根据发展中药现代化的要求，不少中药生产企业和道地药材传统种植区域都在加强 GAP 基地建设力度，以确保中药材资源的可持续利用，保证资源的价格、数量和质量的稳定。我们认为长期来看，自建 GAP 基地或成中成药企业必由之路，而去年中药材成本暴涨俨然已经成为这一进程加快的催化剂。

表 2 部分 GAP 种植基地现状

企业规模	GAP 种植	面积	产能
天力士制药有限公司	陕西商洛药源基地（2003 年）	丹参基地 8500 亩	年产优质丹参 近 2000 吨
康美新开河（吉林）药业有限公司	东北集安人参基地	人参基地 3000 亩	年产人参近 2000 吨
贵州百灵企业集团 制药股份有限公司	紫云县山银花种植项目（与紫云县惠农种植养殖农民专业合作社合作 2011-2-16 合同 15 年有效）	山银花 10000 亩	第三年丰产产量： 130kg/亩/年
阜阳白云山和记黄埔中药科技有限公司	大庆市板蓝根 GAP 基地（2010 年 3 月-2016 年 3 月）	板蓝根基地 50000 亩	年产量 10000 吨板 蓝根药材
广州白云山和记黄埔中药有限公司	与云南文山三七研究院及云南鸿翔一心堂药业合作开展三七种植基地	三七种植基 地共 10000 亩	三七产量合计可达 到每年 1500 吨
吉林省西洋参集团有限公司	吉林省靖宇县西洋参基地	西洋参种植 基地共 1500 亩	年产优质西洋参 150 吨，种子 2 万 公斤
江西汇仁堂中药饮片有限公司	江西省樟树市，新干县栀子基地	栀子种植基 地共 3600 亩	年产量 700 吨
红河千山生物工程 有限公司	云南泸西县金盏花种植基地	金盏花种植 基地 4000 亩	年产金盏花 820 吨
贵州百灵企业集团 制药股份有限公司	贵州镇宁布依族苗族自治县及赫章县	虎耳草种植 基地 281 亩	年产虎耳草（干品） 712 吨

九州通集团 湖北省罗田、恩施、巴东、 茯苓、玄参、 6种药材的年销售
 荆州、英山和麻城 厚朴、半夏、 额可达1.45亿
 苍术、菊花

资料来源：东方证券研究所

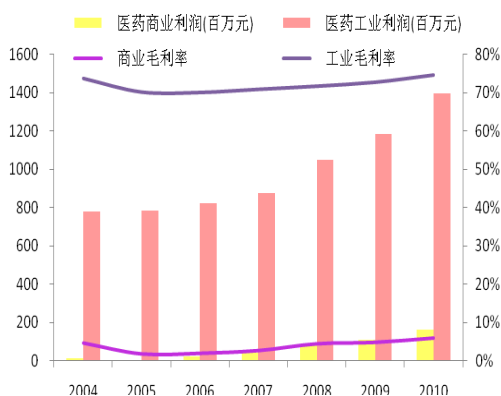
2.2 业内 GAP 基地建设排头兵

公司是业内最早提出和开展 GAP 基地建设的企业，从 98 年开始公司就在陕西商洛地区建立了自己的丹参 GAP 种植基地，并在那里成立了进行专业化运作的陕西天士力植物药业有限公司。目前公司通过十多年的努力，已经获得了丹参育种的突破，得到了天丹一号新品种，并已经完成了种苗的大规模培育。

公司在 4 月 4 日在商洛基地移栽了太空丹参的第二代种苗，根据公司中药现代化研究院技术顾问梁宗锁教授的观点，太空丹参经过一代和二代的温室培育，研究观察有大量遗传变异出现，部分植株丹参素含量最高达到 2.48%，说明选择高品质丹参存在可能，而此次将第二代种苗移栽大田目的在于未来可以获得高产、高含量、高抗病的优良品系。陕西商洛基地是公司复方丹参滴丸制造的“第一车间”，公司在育种上的锐意进取体现了公司在中药现代化道路上孜孜不倦的追求。

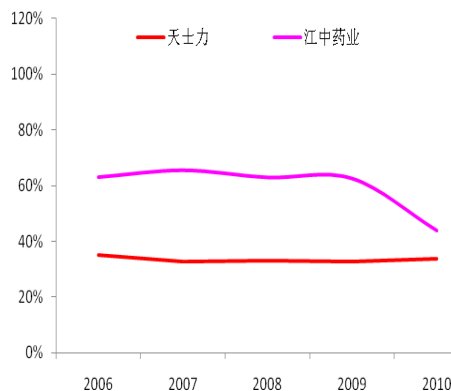
公司除已经初步建立丹参药材溯源体系之外，还与专业种植公司合作，建设了三七（天士力苗乡三七规范化种植基地）、黄芪、当归新的种植基地，加大了主要大宗药材的战略储备的同时，保障了整体药材资源的优质、安全、稳定及可持续性。我们认为通过 GAP 基地的建设，中成药企业可以更好地掌握药材生产的信息，对产品进行溯源管理，同时公司也可以通过分析药材产能动态变化协助判断价格走向，以此规避成本上涨压力。

图 3 公司商业、工业利润及毛利率变化



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 4 部分中成药公司毛利率变化



天士力自有的丹参 GAP 种植基地，较好地实现了上下游一体化，受上游药材价格波动影响较小，企业成本控制良好，毛利率也比较稳定，2010 年原材料上涨给众多中药企业带来了压力，由于公司 GAP 基地保证了原材料了自给自足，使得公司成本占比下降，同时公司销售和管理费用率进一步降低，使得利润得以大幅度提升。而部分企业由于没有规范的 GAP 种植基地，在去年中药材价格大幅上涨的情况下，成本变动较大，导致企业综合毛利率波动较大，因此

我们认为对于某些中药材原料有较大稳定需求的企业自建或者合作建设 GAP 种植基地是实现企业长足发展的必由之路。

3 丹参滴丸敲开国际化大门，二线产品增长迅速

3.1 丹滴走向国际化，销量增长提速有望维持

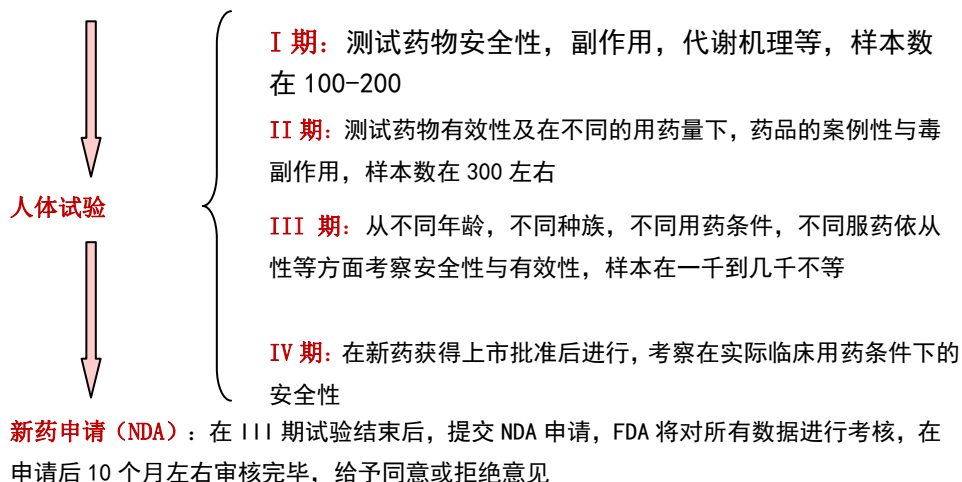
复方丹滴 FDA 之路回顾。复方丹参滴丸 1997 年获得 FDA IND 临床试验批件后，在国内进行大量深入的基础研究，1) 公司在国内首家建立的商洛丹参 GAP 种植基地，使中药材达到了来源可控，质量可控，供应稳定，2) 公司完成了复方丹参滴丸指纹图谱研究等一系列创新研究，从而保障了中成药从中药材到成药制造过程中的稳定可控，3) 公司聘请有 FDA 工作经验的孙鹤博士指导 FDA II 期的具体临床方案和适应症选择，并且研制出了适合欧美人服用习惯的类胶囊剂型复方丹参滴丸（超微丹滴）。

公司于 2006 年重新获得 IND 批件，于 2007 年启动 FDA II 期临床试验，并于 2010 年初完成 FDA II 期临床试验，公司对临床试验数据进行了详细的统计分析和二次解盲，完成了《复方丹参滴丸 II 期临床试验报告》。《报告》显示，复方丹滴在用于稳定性心绞痛二次发作预防和治疗上，临床试验黄金观察指标即对最大运动耐受时间（TED, Total Exercise Duration）的改善具有统计学显著和临床显著双重意义。

由于复方丹参滴丸 FDA II 期试验结果良好，因此 III 期方案获得 SPA (Special Protocol Assessment) 特许殊荣，这意味着只要 III 期实验结果符合预期，复方丹滴将可以直接上市，而不需要历经 10 个月左右的 NDA 申请。SPA 的获得将大大缩短产品上市的时间，为复方丹滴的跨国销售进一步扫清障碍。

图 5 美国 FDA 认证步骤

研究性新药申请 (IND): 针对新药的研发监测, 主要审核体外安全数据与动物试验数据, 以决定此药是否足够安全进入人体试验阶段。



资料来源: 东方证券研究所

规范、安全有效、副反应低是推广亮点。复方丹滴主要用于治疗稳定性心绞痛, 目前的标准治疗药物主要有三大类: 硝酸酯及亚硝酸酯类、 β -受体阻滞剂和钙通道阻滞剂。这三类药物都是西药, 具有不同程度的副作用, 服用对于心血管系统有一定影响, 会在某种程度上影响心率和血压。复方丹滴与之相较, 有效的同时安全, 副反应明显降低。而公司作为复方丹滴的唯一生产厂商, 其产品与传统的复方丹参片相比较, 优势也非常明显, 作为国内唯一以可朔源生药制成的成药, 公司产品规范安全。

复方丹滴良好的 II 期试验结果为该类疾病的治疗带来了新希望, 临床试验数据显示, 复方丹参滴丸每一类别的不良反应出现率都非常低, 轻微的不良反应与安慰剂组相比具有类同略低的发生率, 且均与试验药物复方丹滴无关, 其安全、有效、副作用小和经济性将成为推广的重点。

因此我们认为, 基于产品上述亮点, 以 FDA II 期通过为契机的学术营销将使复方丹滴持续放量。

表 3 丹参滴丸和丹参片药理学对比

	复方丹参滴丸	复方丹参片
适应症	冠心病心绞痛、高血脂、高血粘度、脑血管病、肾病、糖尿病并发症、肝炎等病	冠心病心绞痛
生药来源	符合 GAP 标准的药源基地	药材市场
主要成份	丹参素、三七皂苷、少量冰片	丹参酮、三七原粉、冰片 (六倍量)
速效对比	迅速缓解心绞痛, 3-8分钟见效, 用于	完全崩解大于30分钟

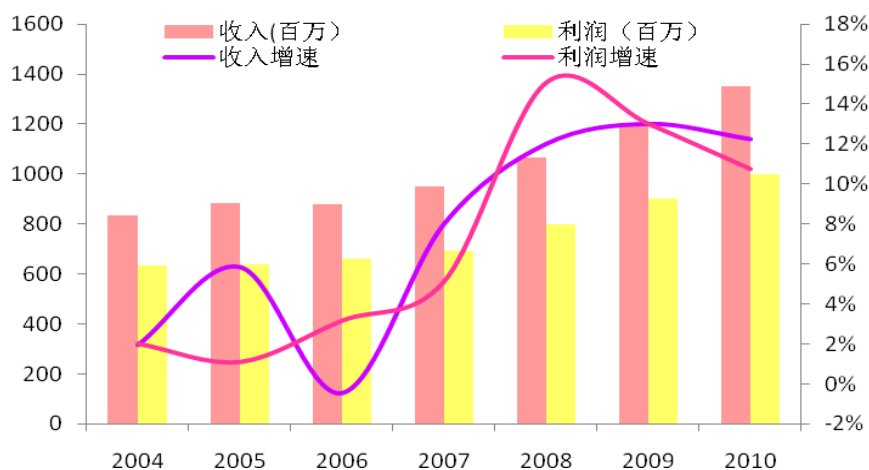
急救

质量控制	高效液相色谱法（HPLC）控制含量	没有法定的含量控制标准
毒副作用	毒副作用极微，为安全性药物	胃肠道反应较严重
制造工艺	采用滴丸新剂型	片剂
病人服用	服用方便可口服或舌下含服，携带便利	只能口服

资料来源：公司网站 东方证券研究所

丹滴走向国际化，销量增长提速有望维持。公司主力品种复方丹参滴丸的税后销售收入过 10 亿已经连续三年，复方丹滴是公司盈利的主要来源，为公司贡献 60% 以上利润，近两年销售收入的增速稳定在 10-15% 之间，2010 年收入超 13 亿。

图 6 复方丹参滴丸收入、利润及增速



资料来源：Wind, 东方证券研究所

公司在复方丹滴通过美国 FDA II 期后组织了大型的学术研讨会，加大医院学术营销。丹滴在中医中已经获得了很大范围的认可，但在数量众多的西医中认知度并不高。FDA II 期的通过为学界提供了客观的用药依据，同时也提供了新的临床科研方向。

对于已经广泛应用的中药而言，丹滴通过 FDA III 期的可能性远远高于西药的新药。FDA III 期的临床试验将持续 18 个月，如果试验顺利，该药可在美国上市。

复方丹滴顺利通过 FDA II 期，将中药现代化引入另一个新方向，对于提振天士力国内中药行业的市场地位和拉动其产品销量起到非常重要的作用，也为复方丹滴的跨国销售打开了希望之门。从一季报的情况来看，公司顺势在西医中进行的大规模推广也取得了良好的收益，复方丹滴销售收入增长明显提速，我们认为未来随着医改进入深水区，这种趋势有望维持。

3.2 二线品种增长迅速

二线中药产品主要包括养血清脑颗粒（丸）、水林佳、益气复脉注射粉针、芪参益气滴丸、消渴清和荆花胃康胶丸。

养血清脑颗粒（丸）主要用于失眠多梦的治疗，而水林佳主要用于急慢性肝病的治疗。经过多年的营销培育，目前两者销售收入增速可观，我们预计 2011 年养血清脑颗粒（丸）及水林佳的销售收入将分别达到 4 亿和 1.4 亿左右，收入增速均可以达到 25% 左右。

公司 2011 年重点推广的品种是益气复脉注射粉针和芪参益气滴丸，芪参益气滴丸是复方丹参滴丸的升级版，主要成分是黄芪、丹参和三七，与复方丹参滴丸分别可以被应用于心血管疾病治疗的不同临床阶段，是复方丹参滴丸治疗的补充，可以形成治疗上的产品组合，终端零售价 29 元/盒，每疗程价格约是复方丹参滴丸的 1.8 倍，目前该产品已进入国家新版医保目录。而益气复脉粉针也已经进入超过 15 个省市医保目录，未来目标是尽快进入国家医保目录我们预期 2011 年这两个产品的销售收入在较低基数上都可以实现 80% 左右的增长。

第二个中药粉针项目丹参多酚酸目前也已通过药监局的审批，丹参多酚酸是丹参有效水溶性成分中含量最高、活性最强的一种，具有抑制肝纤维化、降血脂、抗氧化、保护心脑血管等多种药理活性，可治疗脑梗塞等病症，我们认为该产品与公司现有产品渠道一致，其未来在市场上的表现值得期待。

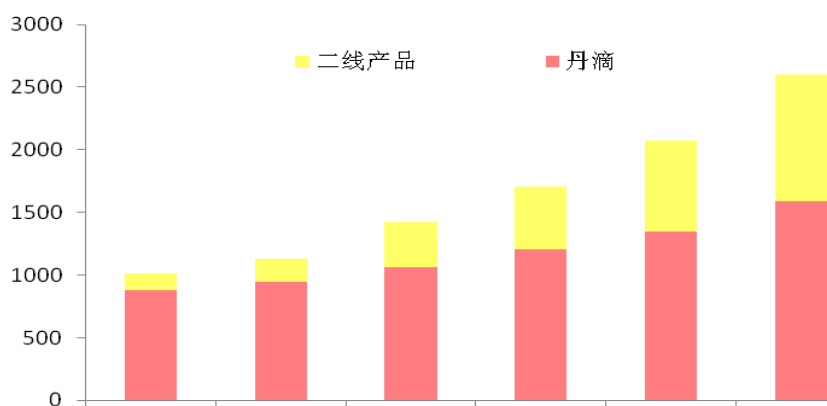
表 4 公司一、二线产品展示

产品类别	产品名称	2010年销售收入	适应症	进入医保情况	风险	产品展示
心血管疾病防治	复方丹参滴丸	13亿	冠心病、心绞痛等心血管疾病的预防、治疗和急救	进入国家基本药物目录	FDA III 期不通过，无法进入美国市场	
	养血清脑颗粒	3.2亿	治疗血虚肝亢所致的头痛、眩晕眼花、心烦易怒、失眠多梦等	进入 09 版医保目录	降价风险	
	益气复脉粉针	4000万	用于冠心病劳累型心绞痛气阴两虚证等	进入全国医保乙类目录及山西、甘肃等 14 省医保目录		
	芪参益气滴丸		益气通脉，活血止痛			
肝病治疗	水林佳	1.2亿	用于急慢性肝炎、脂肪肝的肝功能异常的恢复	进入 09 版医保目录		

资料来源：公司网站 东方证券研究所

经过公司对二线品牌的多年推广和酝酿，二线产品的销售占比呈现逐渐增大的趋势，根据我们的预测，2011 年复方丹参滴丸销售额将有望轻松达到 16 亿元，其它自产药品 11 年销售收入将有望超过 8 亿元。

图 7 二线产品收入占比逐渐增大



资料来源：东方证券研究所

4 后续产品值得期待，业绩增长新动力

一直以来，公司在新产品获批方面政府事务能力明显强于其他企业，注射用丹参多酚酸针剂成为中药注册管理办法实施后第一个通过现场审查的中药注射品种。彼时于国产疫苗信任危机之时，公司的亚单位流感疫苗也成功通过 SFDA 审批，顺利获得生产批文。**我们认为，公司后续产品尤其是生物类和中药注射液产品值得期待，将成为未来业绩增长的新动力。**

4.1 植提类中药注射液产品有战略性意义

中药注射液政策近年来监管趋严。中药注射剂首创于 1940 年，第一个产品是柴胡注射剂。由于中国人普遍相信“中药的毒副作用比西药小”，而中药注射剂又由于直接入血、见效迅速，能克服中医药“慢”的缺点，因此中药注射剂开始获得患者的青睐，它的出现为中药用于急症重症的治疗开辟了道路，改变了人们对中医中药“只能治疗慢性病”的传统看法，打开了中药发展的新空间，我国每年有近 4 亿人次每年使用中药注射剂。

但近来发生的“葛根素事件”、“鱼腥草事件”、“刺五加事件”、“茵栀黄事件”以及“双黄连事件”等为中药的发展蒙上了阴影，也引起了社会的普遍关注，中药引发的不良反应中有近半成都是来自中药注射剂，关于中药注射液的相关政策近年来也出现了较多变动。

表 5 中药注射液相关政策

日期	政策措施	主要内容
2010. 10	SFDA 公布《中药注射剂安全性再评价生产工艺评价技术原则（试行）》等 7 个技术原则	7 个技术指导原则涉及生产工艺、质量控制、非临床研究、临床研究、风险控制、风险效益评价、风险管理计划 7 个方面，规范和指导中

药注射剂安全性再评价工作

2009. 07	注射用双黄连（冻干）针剂过入《中华人民共和国药典》增补本	这是目前我国惟一一只进入药典的中药注射剂
2009. 07	全面启动《中药注射剂安全性再评价基本技术要求》	从中药注射剂的药学研究、非临床安全性研究、临床研究、企业对药品风险的控制能力和企业对本品的研究综述作出明确要求和详细说明
2009. 06	《中药注射剂临床应用指南》出台	从中药注射剂发展及应用概况、中药注射剂合理使用原则、“不良反应”表现与原因、不良反应分类处理方法及中药注射剂不良反应报告、说明书补充等方面对中药注射剂的临床应用进行规范
2009. 01	SFDA 制定了《中药注射剂安全性再评价工作方案》	将对中药注射剂风险效益进行综合分析，按照风险程度分类，加强中药注射剂的临床使用规范举措，分步推进中药注射剂再评价工作
2008. 1	《中药注册管理补充规定》正式发布	在中药质量方面，强调药材基源、产地和关键工艺参数的重要性，并明确了相关要求
2007. 12	SFDA 发布《中药、天然药物注射剂基本技术要求》	《要求》从安全性、有效性、必要性三个方面提高了研发中药注射剂的门槛，也为中药注射剂再评价提供了重要依据
2006. 6	SFDA 发布《关于加强中药注射剂注册管理有关事宜的通知（征求意见稿）》	由于中药注射剂不良反应的增多，《通知》旨在规范中药注射剂的研究、生产，整体提高中药注射剂的质量，保障人民用药安全
2006. 6	全国范围内暂停使用鱼腥草注射液等 7 种注射剂	由于在临床使用中存在严重不良反应，SFDA 暂停受理和审批鱼腥草注射液等 7 种注射剂的各类注册申请
2005. 12	SFDA 发文暂停受理葛根素注射剂的已有国家标准注册申请	因葛根素注射剂与急性血管内溶血相关
2002. 11	《药品注册管理办法（试行）》	对中药注射剂的研究有了明确的要求
2000. 8	《中药注射剂指纹图谱研究的技术要求（暂行）》发布	
1999. 11	《中药注射剂研究的技术要求》发布	

资料来源：东方证券研究所

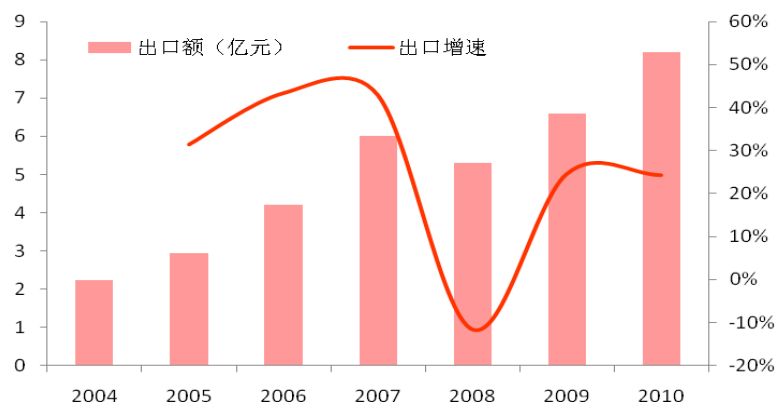
总结下来，中药注射剂引起不良反应的原因主要有以下四个方面：（1）所用中药材来源和辅料质量影响中药注射剂成品的质量；（2）中药注射剂的质量标准有待完善，质量管理不够严格；（3）中药注射剂同一品种不同工艺的现象仍然较多；（4）临床用药不规范。

植物提取物定义。所谓的植物提取物是指天然植物经提取而得的含有有效成份的物质，目前已经广泛应用于天然膳食补充剂、保健食品、化妆品等行业，在食品、饮料特别是功能性食品饮料、化妆品等领域的应用在迅速增长。

生物体内含的有效成份是生物体新陈代谢的产物，生物体的新陈代谢分为两大类，一类称为“初生代谢”，即生命必需物质的产生、利用、分解的过程，如合成糖类、氨基酸、蛋白质、脂肪、核酸的生命过程。另一种被称为“次生代谢”的过程，它是在初生代谢的基础上，进一步合成另类并非生物所必需的化合物，如生物碱、萜类、挥发油类、酚类、醌类、内脂类和多种甙类等等。它们均是中草药重要的有效成份，换言之，天然药物有效成份主要来自次生代谢产物这一过程的产物，称为次生代谢产物，又习称为“天然产物”。这种次生代谢产物与中药有效成分的密切关系，对植物次生代谢产物的研究将对中药有效成分和中药材道地性形成机理有重要意义。

植提行业是新兴的产业，中国是最大原料供应国。促进这一新兴产业涌动的原因主要是西方世界对中国中医学和植物药态度的转变。1994 年美国的 DSHEA(Dietary Supplement Health and Education Act of 1994)发布之后，美国 FDA 正式接受植物提取物作为一种食品补充剂使用，使得植物提取物的发展得以真正升级。植物提取行业的迅速发展也为中药的出口开辟了一条新的途径。近年来，植物提取物的国际需求稳定，增长势头强劲，作为全球最大的原料提供国，植物药在全球的风靡带来了中国植提行业的繁荣。

图 8 植物提取物出口额（亿元）及增速



资料来源：东方证券研究所

跨人植提行业有战略性意义，丹参多酚酸将成为业绩又一增长点。我国拥有丰富的植物和中草药资源，在植物提取物行业有着独特的基础理论优势，植物提取物产业化发展是未来中药现代化和中药技术创新的重要环节，也是中药进入国际市场的一种有效方式。公司所生产的中药注射液粉针产品比如丹参多酚酸粉针，就是植物提取物的一种，我们认为公司发展此类产品具有战略性意义，丹参多酚酸将会成为公司的业绩又一增长点。

4.2 生物类产品上市值得期待

同时公司研发及生产的生物类药品也在积极推进，目前公司获批的该类产品主要包括亚单位流感病毒疫苗和尿激酶原。重组人尿激酶是国家生物 I 类新药，主要用于治疗血栓引起的心梗、脑梗、肺梗等急救，同时也是预防和治疗下肢深静脉栓塞和眼底微循环的治疗用药。亚单位流感疫苗已经获得了 SFDA 颁发的药品注册批件，于 2010 年 5 月接受了国家食品药品

监督管理局认证管理中心对公司进行的 GMP 认证，并于 7 月份获颁 GMP 证书。

亚单位疫苗是利用微生物某种表面结构成分(抗原)制成的不含核酸、能诱发机体产生抗体的疫苗,是第三代流感疫苗,与前两代(流感全病毒疫苗和流感裂解疫苗)相比具有抗原保护性好、副反应小等特点。目前国内仅两家企业获得流感亚单位疫苗批件,另一家是海王生物子公司海王英特龙。

表 6 三代流感疫苗对比

	公司名称	优点	缺点
第一代：全病毒疫苗	由全病毒颗粒组成，生产只经过病毒颗粒灭活一个过程	免疫原性不错	副作用较大
第二代：裂解疫苗	通过健康鸡胚培养，经灭活、纯化、裂解再纯化后获得的有效成分混合的疫苗	免疫原性较好	仍有局部反应和全身反应
第三代：亚单位疫苗	提取或合成细菌或病毒外壳的特殊蛋白结构，即抗原决定簇	局部反应和全身反应最少	免疫原性稍低，需与佐剂合用

资料来源：东方证券研究所

流感亚单位疫苗预计今年下半年开始可以贡献业绩，重组人尿激酶预计 2012 年开始也可以为公司贡献业绩。随着这两种药品的上市销售，公司将业务正式拓展到了除中成药、中药注射液之外的生物类制药，由于生物医药行业前景广阔，公司在医药主业更加多元化的同时也为未来业绩增长提供了新亮点。

5 估值与投资建议

表 7 业务拆分表（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入						
医药工业	1652	1901	2459	3031	3717	4406
增长率	11.69%	15.06%	29.30%	23.28%	22.64%	18.52%
复方丹参滴丸	1203	1350	1593	1816	2070	2277
增长率	13.00%	12.24%	18.00%	12.00%	6.00%	5.00%
其它产品合计						
养血清脑颗粒	230	300	348	435	526	579
中药粉针系列	10	40	72	144	245	367
水林佳	75	101	137	181	238	315
荆花胃康	28	35	44	57	71	85
藿香正气滴丸	40	60	90	135	203	304
芪参益气滴丸	0	0	80	116	168	244
柴胡滴丸	30	60	75	83	91	100
亚单位流感疫苗	0	0	20	35	60	75

	重组人尿激酶原	0	0	0	30	45	60
	医药商业	2340	2750	3232	3782	4425	5177
	增长率	19.72%	17.52%	17.52%	17.00%	17.00%	17.00%
主营利润							
	医药工业	1195	1406	1774	2207	2688	3194
	增长率	13.42%	17.74%	26.14%	24.41%	21.81%	18.81%
	医药商业	111	161	189	234	259	303
	增长率	29.88%	45.35%	17.52%	24.00%	10.40%	17.00%
毛利率							
	医药工业	72.29%	73.97%	72.16%	72.82%	72.32%	72.50%
	医药商业	4.73%	5.85%	5.85%	6.20%	5.85%	5.85%

资料来源: Wind, 东方证券研究所

我们采用 PE 法进行估值, 中药行业中同仁堂、云南白药等可比上市公司 2011 年的平均 PE 为 32.41 倍, 根据我们的盈利预测, 公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.30 元、1.62 元和 2.02 元, 考虑到公司是首个赴美进行临床试验并且顺利通过 FDA II 期的企业, 为中药行业现代化开辟了新道路, 在业内目前处于领军地位, 并且未来两年业绩持续增长势头不减, 参考可比公司的平均 PE 情况, 我们给予公司 11 年 40 倍的 PE, 目标价为 52 元。

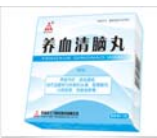
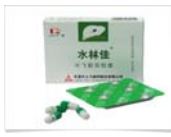
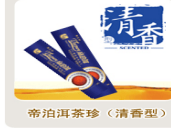
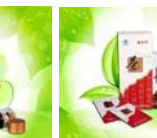
表 8 可比公司估值 (PE 法)

公司	股价	EPS		PE	
		2010	2011E	2010	2011E
康缘药业	16.25	0.48	0.59	33.85	27.54
桂林三金	16.51	0.52	0.55	31.75	30.02
江中药业	28.06	0.84	1.05	33.40	26.72
同仁堂	37.32	0.65	0.81	57.42	46.07
康美药业	14.36	0.34	0.52	42.24	27.62
云南白药	58.55	1.36	1.78	43.05	32.89
康恩贝	12.5	0.26	0.36	48.08	34.72
马应龙	37.84	0.99	1.17	38.22	32.34
东阿阿胶	47.33	0.99	1.40	47.81	33.81
平均	29.86	0.71	0.91	41.76	32.41

资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所, 价格采用 2011 年 5 月 9 日收盘价

此外, 我们认为公司未来不排除可能将集团优质医药资产注入上市公司, 这部分优质医药资产也为股价提供了安全边际。

表 9 天士力集团产品展示

产品类别	公司名称	产品名称	产品展示
现代中药	天士力制药股份有限公司	复方丹参滴丸、芪参益气滴丸、养血清脑丸、注射用益气复脉（冻干）	   
化学药	江苏天士力帝益药业有限公司	替莫唑胺、帝益洛、盐酸硫必利片、右佐匹克隆片	   
天然植物药	天士力制药股份有限公司	水林佳	
生物药	天士力金纳生物技术有限公司	流感病毒亚单位疫苗	
功能饮品	天士力集团	帝泊洱茶珍（清香型）、帝泊洱茶珍（古茶型）	 
生活健康	天津金士力佳友日化用品有限公司	纳米银牙膏、金丽妍、丹参精粹洗护系列	  
营养保健	金士力酒业有限公司	金士酒相邀金酱、银杏叶滴丸、芪参茶	  
健康酒业	贵州仁怀茅台镇金士酒业有限公司	国台双支高档礼盒、国台五年精品、国台十五年陈酿、国台单支高档礼盒	   

资料来源：公司网站 东方证券研究所

6 主要风险

- 1) FDA III 期不通过的风险;
- 2) 主要产品降价的风险

7 天士力公司简述

公司 2002 年 8 月在上海证券交易所挂牌上市 (600535), 是国内最大的滴丸剂型生产企业, 拥有全球最大的滴丸生产线, 公司是以现代化中药生产和销售为主业的企业, 也是天津市重点支持的几个大型医药集团之一, 我们认为复方丹参滴丸的 FDA II 期通过后, 公司成为了我国中药现代化的领军企业, 加之二线产品经过多年培育开始逐渐放量, 是中药企业中的一线公司。

图 9 公司收入利润及增速

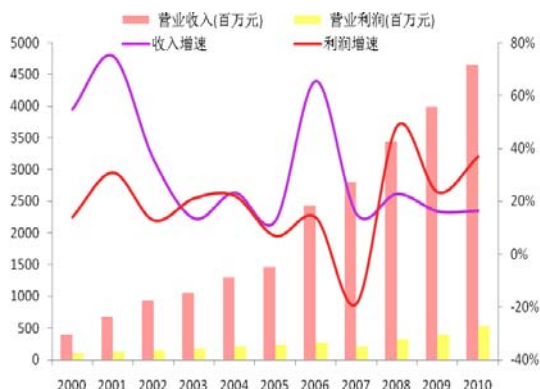
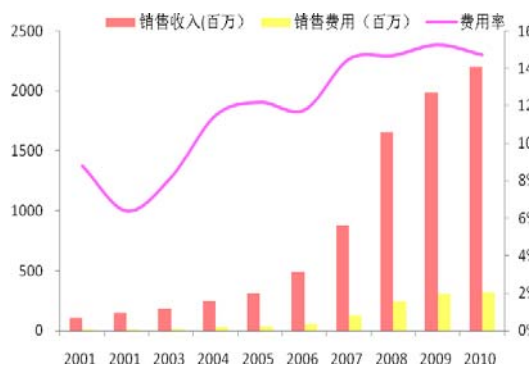


图 10 公司销售收入及费用占比 (亿元)

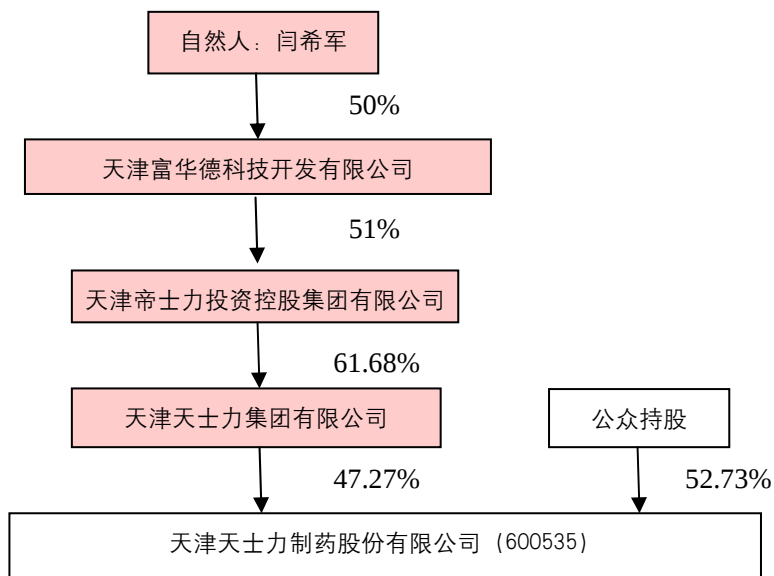


资料来源: Wind, 东方证券研究所

7.1 公司股权结构

目前公司总股本为 5.16 亿股, 其中流通 A 股为 4.88 亿股, 有限售条件的股份为 2842 万股。公司的控股股东为天津天士力集团有限公司 (持股比例 47.27%), 实际控制人为董事长闫希军。

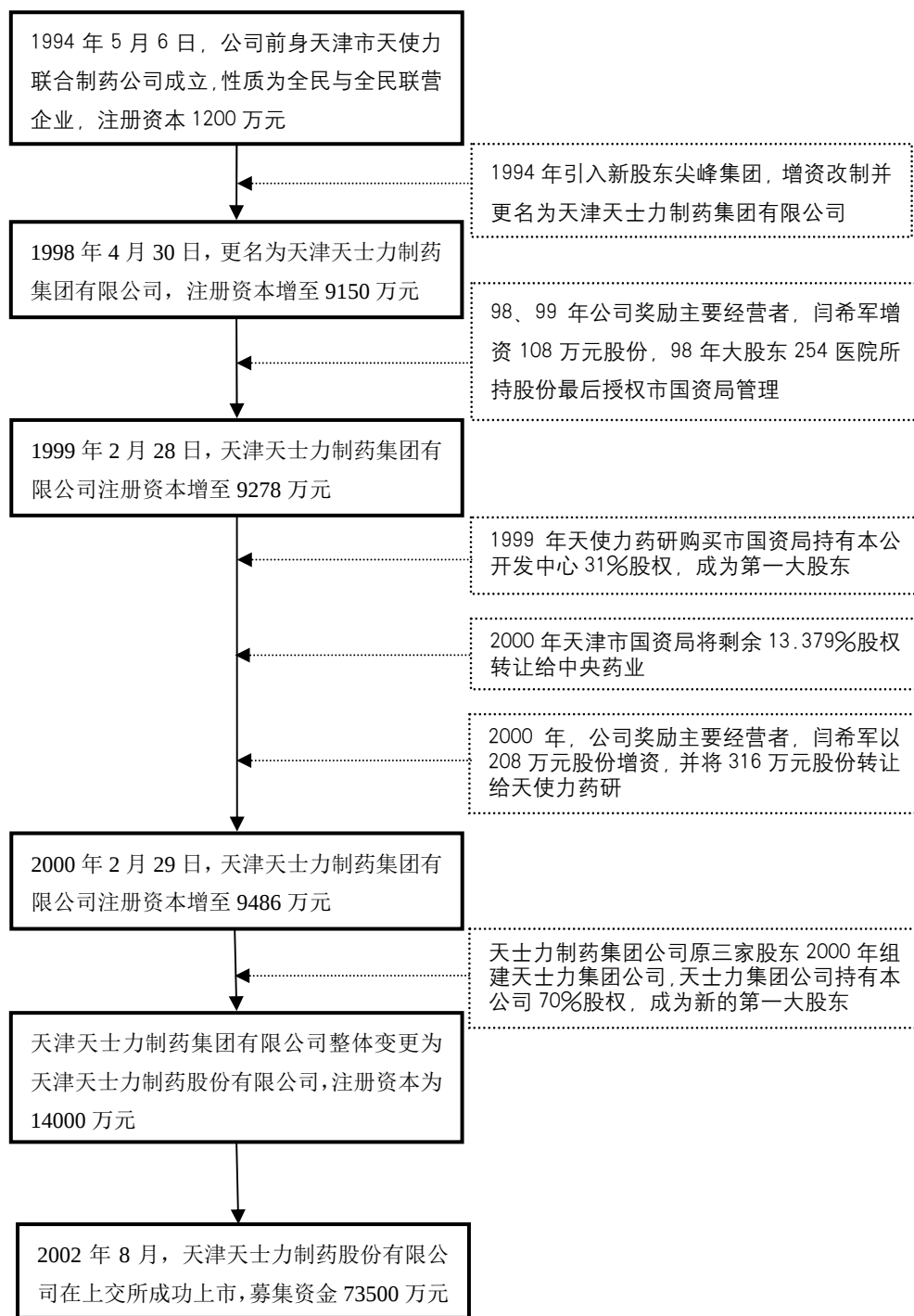
图 11 公司组织架构



资料来源：公司公告 东方证券研究所

7.2 公司历史沿革

图 12 公司历史沿革



资料来源：公司公告 东方证券研究所

7.3 公司控股子公司情况

表 10 公司控股子公司

公司名称	注册地	注册资金（万元）	持股比例	业务范围
天津天士力现代中药资源有限公司	天津市	18539.00	100%	中药数字仪器、制药设备及技术开发、生产、销售；中药材、日用化学品提取物的加工及销售
上海天士力药业有限公司	上海市	23202.60	100%	生物工程产品的生产，中西药制剂、保健品及其他生物医药产品的研发
天津天士力之骄药业有限公司	天津市	16091.79	100%	医药技术开发、转让、咨询、服务；冻干粉针剂、原料药生产
Tasly America Pharmaceuticals, Inc	美国马里兰州	USD100.00	100%	开发、制造、进出口、销售以及投资于营养和医药产品
天津天士力医药营销集团有限公司	天津市	7900.00	70%	中药饮片、中药材、中成药、化学原料药及其制剂等批发兼零售
陕西天士力植物药业有限责任公司	陕西商洛市	6556.60	83.53%	中药材种植、购销；中药饮片加工、销售。
云南天士力三七种植有限公司	云南文山州	900.00	100%	中药材种植、收购、泡制、精加工、销售
天津博科林药品包装技术有限公司	天津市	1900.00	75%	药品包装材料及容器的技术开发、制造、销售等；进出口业务
天士力金纳生物技术（天津）有限公司	天津市	3200.00	55%	研究、开发、生产和销售疫苗及其中间体；与产品相关的售后服务等

资料来源：公司公告 东方证券研究所

公司紧紧围绕“以现代中药制造为核心，集药材种植、药物研发、中间提取、药品制造、市场营销及售后服务于一体”的现代中药产业链建设，并较早建立了国内领先的中药材 GAP 药源基地、现代中药数字化制造平台、数字化提取中心以及国内最大的中药冻干粉针剂生产基地。继中药产业做强做大后公司又将眼光投向了生物制药在张江建设了中国最大的细胞培养基地，并与中国人民解放军军事医学科学院合作，研究开发用于治疗心脑血管疾病的国家 I 类新药“注射用重组人尿激酶原”。

7.4 融资助力，成就专业现代化中药企业

表 11 天士力历史融资情况

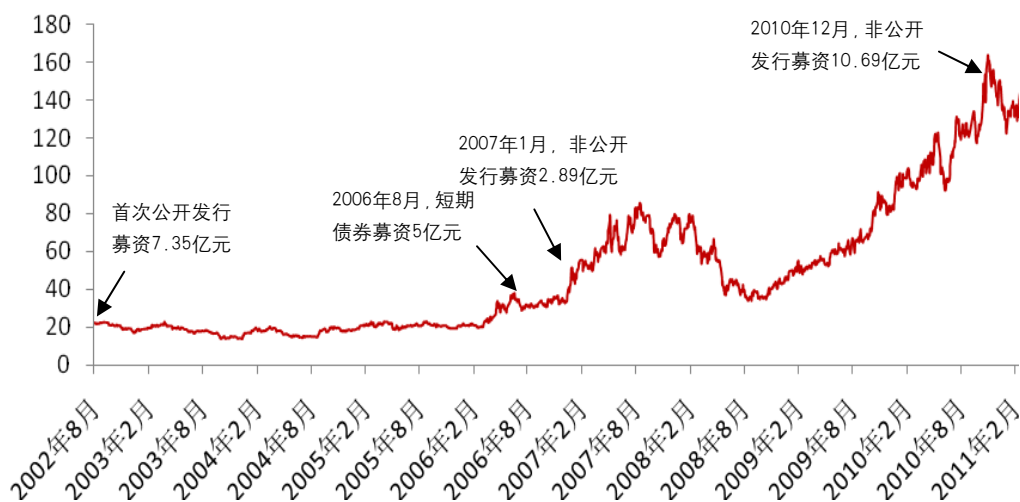
时间	募资金额	投资项目
2002. 08	首次公开发行 5000 万股，募资 7.35 亿元	扩建丹参、三七两个药材种植基地项目；投资组建天士力数字化中药中心有限公司和天士力生物制品公司；在芬兰建立欧严植物药研究所；复方丹参滴丸美国 FDA I 期、II 期临床试验项目
2006. 08	第一期短期债券，募资 5 亿元	满足公司短期流动资金的需求
2007. 01	增发 2000 万股，募资 2.88 亿元	注射用黄芪冻干粉等系列中药注射剂产业化生产建设项目；购买中药注射剂系列产品；现代中药制剂中试车间建设项目；对上海天士力药业有限公司增资
2010. 12	增发 2842 万股，募资 10.69 亿元	复方丹参滴丸扩产项目；现代中药固体制剂扩产建设项目；天士力现代中药资源有限公司 GMP 技改项目；天士力研发中心建设项目；现代物流配送中心建设项目；三七药材储备及种植基地建设项目；现代中药产业链信息系统建设项目
2011	拟发行规模不超过 10 亿元人民币的短期融资券	偿还银行借款，优化融资结构，补充公司生产经营所需的流动资金及经营过程中临时资金需求。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司自 2002 年首次公开发行以来，共增发 2 次，发行短期债券 1 次，募集资金共 25.92 亿元，总计向 A 股流通股东派现 8 次，共计 4.94 亿元。去年年底公司定向增发了 28421 万股股份，募集资金总额为 10.69 亿元，该部分新增股份预计今年 12 月 19 日可上市流通。

公司 2010 年募集资金项目拟支持复方丹参滴丸的 FDA III 期临床及国际化发展：

- 1) 现代中药出口生产基地集成控制建设项目，拟投资 9853 万元，建设符合美国 cGMP 的现代中药生产车间，设计产能为 1.6 亿只胶囊/年，以满足复方丹参滴丸 FDA III 期临床和美国 cGMP 认证的需要，以及进入欧美市场初期的市场需求。
- 2) 三七药材储备及种植基地建设项目，拟按照 GAP 标准进行种植基地建设，保证原材料的稳定与质量控制，有利于通过 FDA 批准，为产品进入国际医药主流市场奠定基础。项目的发展将提速公司的中药现代化的步伐。

图 13 公司融资和股价表现


资料来源: WIND 东方证券研究所

表 12 业绩分季度情况
利润表

会计年度	08 Q1	08 Q2	08 Q3	08 Q4	09 Q1	09 Q2	09 Q3	09 Q4	10 Q1	10 Q2	10 Q3	10 Q4	11Q1
营业总收入(元)	756.07	832.42	843.64	1002.09	846.41	990.36	1024.69	1131.18	994.18	1153.87	1218.14	1285.41	1373.22
营业收入(元)	756.07	832.42	843.64	1002.09	846.41	990.36	1024.69	1131.18	994.18	1153.87	1218.14	1285.41	1373.22
同比增长率	18.19%	26.55%	22.71%	23.73%	11.95%	18.97%	21.46%	12.88%	17.46%	16.51%	18.88%	13.63%	38.13%
环比增长率	-6.65%	10.10%	1.35%	18.78%	-15.54%	17.01%	3.47%	10.39%	-12.11%	16.06%	5.57%	5.52%	6.83%
营业总成本(元)	704.03	755.68	767.25	890.39	783.82	895.56	923.58	1005.14	909.59	1003.77	1068.62	1139.65	1256.98
营业成本(元)	550.95	517.95	548.17	678.67	607.78	640.97	687.02	751.62	688.54	756.44	837.89	801.41	954.57
营业税金及附加(元)	4.26	5.9	5.6	7.44	5.03	6.29	6.92	7.56	5.9	7.59	8.09	9.57	9.12
销售费用(元)	85.69	157.69	134.72	117.94	106.54	181.72	154.43	123.13	135.17	142.2	154.68	199.57	200.25
管理费用(元)	48.08	53.18	60.24	68.37	54.88	61.68	56.39	108.32	63.29	82.19	49.81	110.22	78.27
财务费用(元)	11.92	20.62	19.11	19.13	7.66	8.64	15.03	10.73	14.49	12.23	16.01	18.84	6.42
资产减值损失(元)	3.12	0.34	-0.58	-1.17	1.92	-3.74	3.79	3.79	2.2	3.12	2.14	0.06	8.34
其他经营收益													
投资净收益(元)	0.32	-0.13	-0.1	0.09	0.24	6.23	0.25	-0.13	0.07	-0.04	2.01	3.61	73.83
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益(元)												5.5	-0.06
营业利润(元)	52.36	76.61	76.29	111.79	62.84	101.03	101.37	125.9	84.66	150.06	151.53	149.36	190.08
加: 营业外收入(元)	0.11	1.21	0.4	5.14	0.54	2.06	3.34	7.87	2.32	7.83	1.22	14.07	1.93
减: 营业外支出(元)	0.3	4.1	0.25	4.67	0.33	0.54	0.09	4.88	0.06	0.08	0.81	4.47	0.15
其中: 非流动资产处置净损失(元)				0.91	0.3	0.4	0.01	0.17	0.03	0.06	0.23	0.3	0.11
利润总额(元)	52.18	73.72	76.44	112.26	63.04	102.55	104.61	128.89	86.93	157.81	151.94	158.95	191.86
减: 所得税(元)	13.33	20.91	16.34	13.63	11.94	16.89	16.91	29.73	18.06	25.86	21.8	30.47	33.09
净利润(元)	38.85	52.81	60.1	98.63	51.1	85.66	87.71	99.16	68.86	131.94	130.14	128.48	158.77
减: 少数股东损益(元)	-1.7	-4.91	0.7	0.4	-1.25	0.21	0.12	7.85	1.8	3.47	2.33	1.53	-1.36
归属于母公司所有者的净利润(元)	40.55	57.72	59.39	98.23	52.35	85.46	87.58	91.31	67.06	128.47	127.81	126.96	160.13

资料来源: Wind, 东方证券研究所

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3172	3942	4685	5764	营业收入	4652	5691	6813	8142
现金	1604	1962	2349	2994	营业成本	3084	3728	4371	5195
应收账款	564	690	827	988	营业税金及附加	31	38	46	55
其它应收款	54	66	79	95	营业费用	632	740	852	1001
预付账款	105	123	145	171	管理费用	306	374	447	529
存货	561	678	796	945	财务费用	62	57	67	77
其他	284	347	416	497	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	2281	2147	2149	2134	公允价值变动收益	0	74	0	0
长期投资	469	469	469	469	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1160	1262	1312	1327	营业利润	536	829	1030	1285
无形资产	172	169	165	162	营业外收入	25	0	0	0
其他	198	43	43	43	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	5453	6089	6834	7898	利润总额	556	829	1030	1285
流动负债	1780	1864	1758	1760	所得税	96	143	178	222
短期借款	802	667	329	40	净利润	459	685	852	1062
应付账款	193	234	274	326	少数股东损益	0	0	0	0
其他	785	964	1155	1394	归属于母公司净利润	450	671	835	1041
非流动负债	248	248	248	248	EBITDA	556	940	1128	1390
长期借款	225	225	225	225	EPS (元)	0.92	1.30	1.62	2.02
其他	23	23	23	23	主要财务比率				
负债合计	2028	2112	2006	2007	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	118	132	149	170	成长能力				
股本	516	516	516	516	营业收入	16.50%	22.34%	19.71%	19.51%
资本公积	1554	1554	1554	1554	营业利润	36.93%	54.69%	24.32%	24.73%
留存收益	1237	1908	2743	3784	归属于母公司净利润	9.68%	11.80%	12.25%	12.79%
归属母公司股东权益	3307	3845	4680	5721	获利能力				
负债和股东权益	5453	6089	6834	7898	毛利率	33%	34%	36%	36%
现金流量表					净利率	10%	10%	12%	12%
单位:百万元					ROE	13%	17%	18%	18%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11%	13%	13%	15%
经营活动现金流	665	722	1128	1577	偿债能力				
净利润	716	1147	1467	2019	资产负债率	37%	27%	26%	25%
折旧摊销	90	76	98	112	净负债比率	59%	37%	36%	34%
财务费用	140	-39	79	126	流动比率	1.78	2.68	2.99	3.28
投资损失	-66	0	0	0	速动比率	1.47	2.13	2.45	2.74
营运资金变动	-220	-462	-515	-678	营运能力				
其它	5	0	0	0	总资产周转率	0.25	0.26	0.28	0.28
投资活动现金流	-856	-100	-90	-80	应收账款周转率	8.46	8.46	8.46	8.46
资本支出	-768	-100	-90	-80	应付账款周转率	26.59	26.59	26.59	26.59
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-88	0	0	0	每股收益	0.87	1.30	1.62	2.02
筹资活动现金流	956	645	401	515	每股经营现金流	0.76	1.26	1.71	2.11
短期借款	-38	-57	-67	-77	每股净资产	6.40	7.45	9.03	11.01
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	28.4	0	0	0	P/E	46.31	31.06	24.98	20.03
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	6.31	5.42	4.47	3.67
其他	966	702	468	592	EV/EBITDA	29	25	21	17
现金净增加额	1012	-269	725	934					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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