

战略清晰，步入新增长收获期

研究结论：

- **定西是中药材产业链上又一成功布点。**公司最近收购的甘肃定西项目包括中药饮片及药材提取生产基地以及仓储物流和交易中心。定西作为“千年药乡”，是当归、党参、黄芪等道地药材的主产区。我们分析认为，由于该地是道地药材传统种植区之一，预期公司建造此项目后可以更深入了解到该地区的药材产新情况，借助这一优势未来可能会进行一部分西北地区个别品种的大宗中药材贸易，而定西饮片厂也可以因地制宜进行当地的大品种的单品种提取。
- **中药企业建立上游基地符合产业政策。**近年来中药材价格持续上涨，最近价格都处于历史高位，追高后亏损的药材商会逐步出现。我们认为近年下游原材料价格的急剧上涨可能会影响到中成药企业集中度得提升。工信部5月份也在“2011年度中药材生产扶持项目”中明确表示，要以常用中药材品种为重点对象，围绕中药大品种紧缺原料药材的生产，以及中药注射剂、中药基本药物和创新重要产品的支撑性原料药材的生产，大力扶持中药材生产基地，公司目前的战略布局完全符合国家产业政策方向。
- **亳州市场整合初现端倪，明年有望收取3%交易费用。**交易额从公开资料上看约为20亿左右，由于该市场以贵细药材交易为主，交易金额远远超过20亿。亳州的收入主要依靠租金、铺位销售增值，亳州市场原有容量太小，公司希望通过引入外部贸易商以提升市场地位。我们预计今年会产生一部分收入。其次收入中还包括管理费用的收取。我们预计管理费用率有望实现3%。此外公司在完成市场整合后将花更多时间做信息平台，整合已经收购的市场的资源，对数据进行对接和挖掘。
- **新开河品牌红参产业将成为公司另一利润增长点。**去年新开河实现了9000多万元的销售收入，今年一季度已经完成了近8000万的销售收入，11年全年我们预计红参可以轻松实现2亿元销售收入，公司今年以来一直在进行渠道的整理，考虑到新开河和韩国高丽参之间的价差，我们认为渠道理顺后公司将会在未来几年内逐步将人参的价值回归到合理水平，基于品牌红参对于原材料的要求，公司将加大对于种植户的管理，希望能进一步改善原材料的品质。我们预期依托新开河这一国内红参唯一品牌，新开河系列产品在未来的3-5年内有望实现10亿左右的销售收入
- **投资建议：**公司各块业务进展良性，中报预计会有40%的增长，我们认为公司的业绩基本符合之前预期，预计11年的主业可以达到0.52元，预测12-13年的每股收益分别为0.67元和0.92元，我们将持续跟踪新开河和市场利润情况，维持公司“买入”的投资评级，目标价18.20元。



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

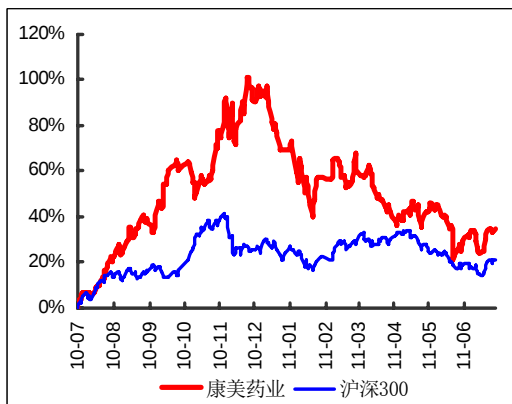
lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年7月4日)	13.82元
目标价格	18.20元
总股本/A股(万股)	219871/219871
A股市值(亿元)	262
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011年7月4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	3309	4828	6565	8990
同比(%)	39.2%	45.9%	36.0%	36.9%
归属母公司净利润	716	1147	1467	2019
同比(%)	42.7%	60.3%	27.8%	37.7%
毛利率(%)	36.6%	37.4%	37.8%	38.1%
ROE(%)	14.5%	17.4%	18.2%	20.1%
每股收益(元)	0.42	0.52	0.67	0.92
P/E(倍)	40.81	25.53	19.91	14.46
P/B(倍)	5.93	4.44	3.64	2.90

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。

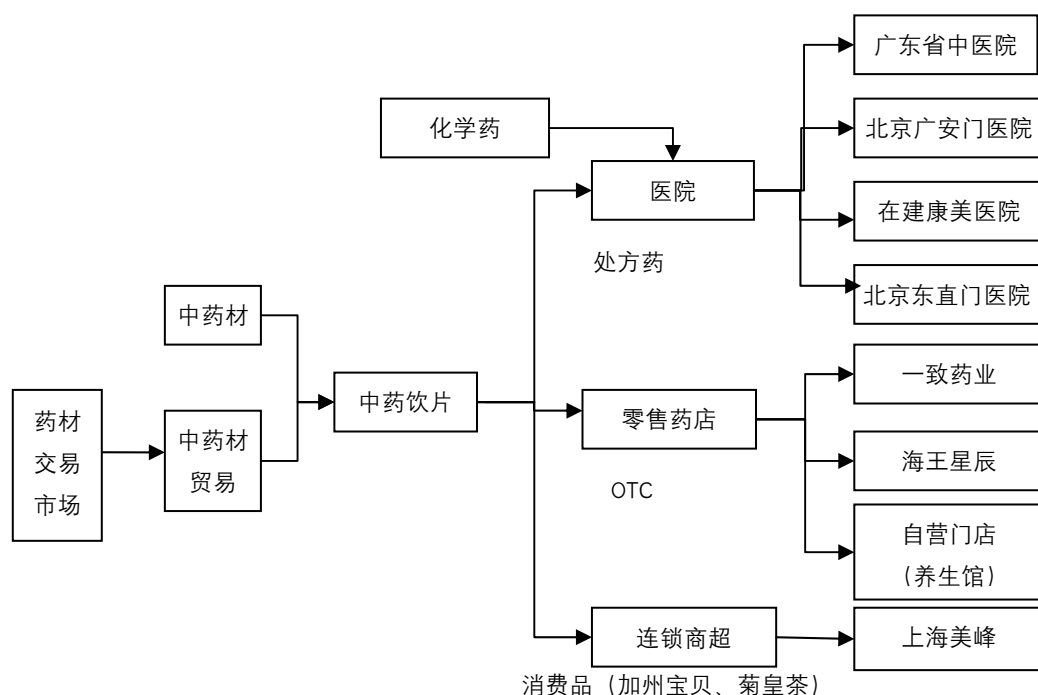
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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申明。

战略清晰，市场、产能释放和新开河都将成为新的增长点

最近几年公司先后完成了不少收购，但由于各种原因整合速度略低于市场预期，我们经过调研后认为公司将步入新增长的收获期。首先公司新建产能释放是一个增长点，其次收购的市场也已经进入了良性发展轨道，未来可以逐步贡献利润，另外新开河今年处于控货惜售状态，渠道调整逐步提价完成后也将是公司的又一利润增长点。近期公司的工作重点是将收购过来的几个市场和基地夯实，此外由于公司近年来收购频繁，管理输出上存在一定缺口，因此人才引进是公司的每日功课，我们认为在人才引进并且现有人员稳定的同时，未来公司有可能以股权激励等方式对核心员工进行激励。此外公司还在摸索营销模式的改变，并且同时正在进行一些终端产品的研发，做好产品线的延伸，我们认为人参周边产品、中成药以及其他类似菊皇茶、加州宝贝等的快消品可能是公司产品线延伸的首要选择。由于在 A 股医药股中，公司融资较为频繁，因此投资者对于公司的融资需求较为关注，我们和公司沟通后认为，考虑到刚完成配股和发行 25 亿公司债不久，目前公司账上现金充裕，可能暂时没有融资需求。

图 1 公司上下游一体化产业链



资料来源：东方证券研究所

公司在中药饮片行业内优势明显，配方颗粒暂时无法替代中药饮片

中药饮片加工和贸易表面看似简单，实际行业有几个壁垒，比大家想象的要高。中药材贸易需要渠道，买卖都和重要，并不是有资金就可以做的。而中药饮片加工则要实现多种产品的生产能力、销售能力、包括存货周转等各种管理能力的提升并达到一定规模才能够实现盈利能力超越行业平均水

平。当饮片成为产品后，储存周期很短，需要很快的周转速度，否则损失很大。工厂能够生产一个品种没关系，但客户需要很多产品配套，为医院供货，一定要有量和规模还要有配送速度。公司的小包装现在是一天供货一次，没有过期，周转特别快，库存也很少，作为小包装饮片的推行者和行业领军人物，未来公司将和中药管理局联合举办一个对小包装的联合推广。比较通俗测来说，只有一个很好的销售平台，生产赶不上不行，生产出来卖不掉，或者周转速度太慢也不行。还有就是中药企业最大的浪费是投料，没有针对药材相应的部位做分类提取，每个企业只提取了自己需要的部分，其他部分就浪费了，如果能够实现对于不同部位分离提取，将不同的显效的都提取出来的话，毛利率将明显高于行业平均水平。目前中药配方颗粒行业增速较快，有传言说中药配方颗粒未来有可能会替代中药饮片，我们认为这个可能性在目前看来并不大。原因在于目前国家对中药配方颗粒有一定的限制，生产厂商不多，在目前缺乏颗粒所用中药材原料的相应标准的情况下，厂商会趋于使用较为廉价的低质量原料生产颗粒，并且随着对于相应原料提取的部位不同，效果差别也较大，因此颗粒配方和饮片配方的药效差别将较大。其次传统中药讲究几味中药按照君臣佐使配伍后一起煎煮共同产生效果，因此单独做成配方颗粒后混合使用的效果可能并不等同于饮片混合后煎煮的效果。

饮片安全隐患爆发，未来溯源等行业政策出台，有望进一步提升中药饮片行业集中度，利好龙头企业

一直以来中药饮片的集中度比较分散，行业有新进入者但发展并不快，公司02年进入行业后，历经九年，目前饮片的产量也并不是很大。虽然饮片的行业规范在这些年中逐步完善，但行业还有很大的改进余地。饮片行业的很多GMP认证企业存在由于种种原因中药饮片并没有都在认证的厂房里生产以及农民自己收割完在家里切割以后就卖这种情况，今年下半年政府将会密集出台一些中药行业政策，旨在整顿终端用药和前端的饮片生产，溯源的制度今年会认真执行，重视质量的企业的市场份额会逐渐提起来。而目前安全隐患爆发已经从食品上延伸到了中药饮片行业上，比如打磺菊花等中药饮片的曝光，但这些违规行为的存在对于公司而言反而是个好事，因为随着行业政策的逐步规范化，像公司这样的规范化企业的订单逐步增加。

中药饮片新产能下半年陆续投放，“打磺”暴露后需求旺盛，毛利率稳定

公司的各地产能建设较慢，低于市场预期，我们认为可能是由于公司当时建设这些项目时都选择了当地工程队去外面建设的原因，因此很难与项目所在地部门进行沟通，涉及开工证等流程上的问题就非常多，很大程度上延误了工程进度，公司在意识到问题之后现在都找当地大型工程队进行施工，且工期都在合同里约定。比如亳州三期产能的工期就是约定的，明年3月份左右就可以释放产能，全部完工是明年9月份。成都的产能大概今年7月份释放，大兴由于开工证的问题今年比较紧一点，广安门医院的话小包装中药饮片的年需求约1亿销售收入，虽然北京地区的产能建设短期无法满足新增需求，但我们预计今年中药饮片的产值仍然有接近30%的增长。从销售的角度来说，中药饮片在北京成都广东亳州东北都有布点，四川饮片的产能扩张后，重庆和四川的医院也都已经开发了，就等发货，因此需求上也没有问题。饮片质量出现问题后（各地中药材“打磺”暴露），公司在各地又接到了不少订单，随着下半年新增产能的陆续投放，上述这些产能的释放和需求的成长将会支撑中药饮片明年的增长。公司存货一季度约有10.21亿元左右，除贸易所需之外，部分是生产所需，需要根据生产情况流动采购补货，由于中药材价格不断上涨，投资者可能会关心中药饮片毛利率的

情况，从报表上看今年一季度中药饮片单项毛利率下滑了0.59个百分点，公司跟医院的定价体系一直在协商调整，可以跟医院阶段性自主调价，销售价格随着中药材原材料价格的上涨上浮，基本可以保证毛利率不变。

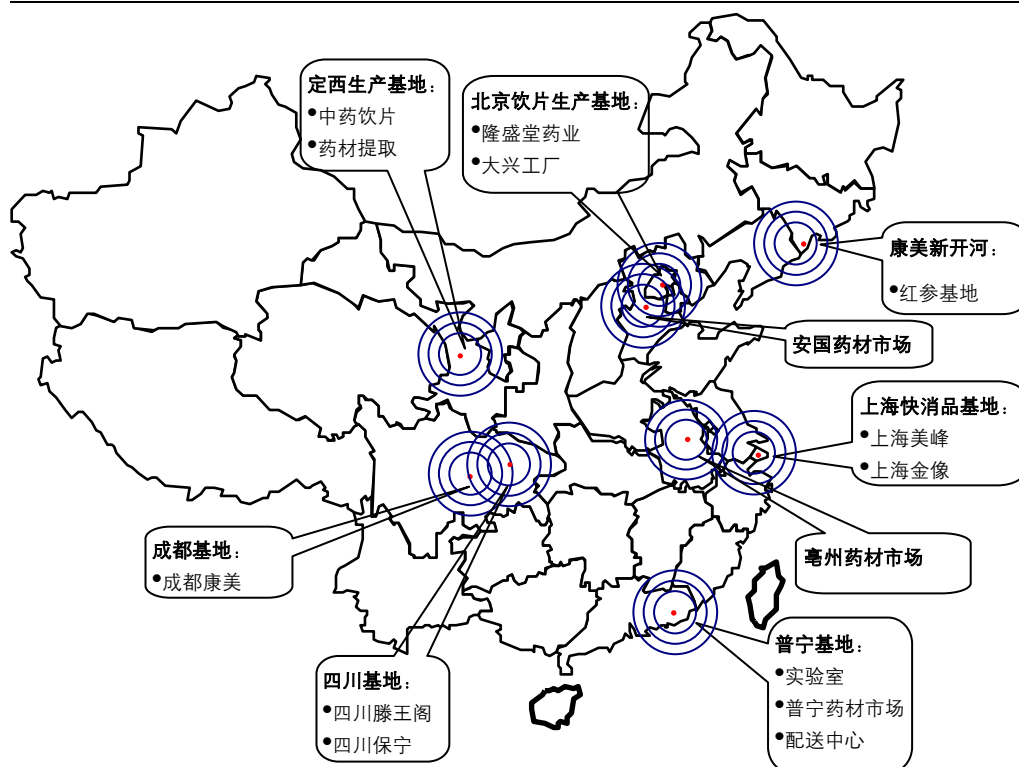
图2 广东“打磺”菊花



资料来源：羊城晚报，东方证券研究所

定西是中药材产业链上又一成功布点

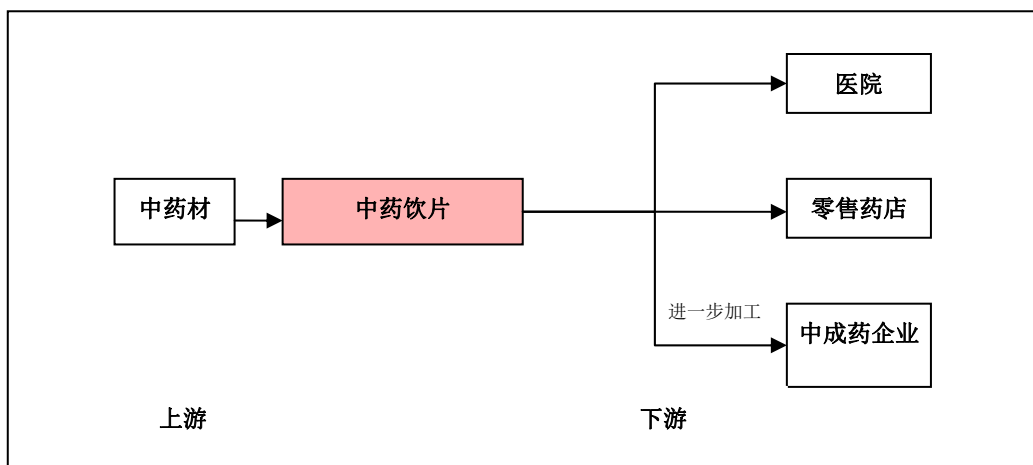
公司最近公告收购的甘肃定西项目包括中药饮片及药材提取生产基地以及仓储物流和交易中心。我们在之前的点评公告中也指出，定西作为“千年药乡”，是当归、党参、黄芪等道地药材的主产区，定西中药材据不完全统计在全国市场上占有率超过20%，且由于当地气候环境优良，被称为天然药库，非常适合建造仓储中心，该地交通便利，是兰州的门户。我们认为，由于该地是道地药材传统种植区之一，公司建造此项目后可以更深入了解到该地区的药材产新情况，借助这一优势未来可能会进行一部分西北地区个别品种的大宗中药材贸易，而定西饮片厂也可以因地制宜进行当地的大品种的单品种提取，由于公司目前没有中药配方颗粒的执照，因此我们认为应该不会涉及到中药配方颗粒这一业务。

图 3 公司产业布局


资料来源：东方证券研究所

药材贸易行业集中度提升是大势，中药企业建立上游基地符合产业政策

长期看药材价格是周期性波动的，资金建仓需要有合理的切入点，近年来中药材价格持续上涨，但并不是所有人都是盈利的，尤其是最近价格都处于历史高位，追高后亏损的药材商也会逐步出现，药材贸易的集中度也会进一步的提升，以前药材交易大部分是农民为主，以后可能会逐渐变成企业化行为，我们认为近年下游原材料价格的急剧上涨甚至可能会影响到中成药企业集中度得提升。工信部 5 月份也在“2011 年度中药材生产扶持项目”中明确表示，要以常用中药材品种为重点对象，围绕中药大品种紧缺原料药材的生产，以及中药注射剂、中药基本药物和创新重要产品的支撑性原料药材的生产，大力扶持中药材生产基地。为了改变中药材价格飞涨的情况，我们认为政府可能将从几方面着手，建立国家收储是一方面，鼓励大型中药企业建立上游基地，建立溯源制度是另外一个重要方面，未来产业方面可能会出台一些政策。公司的战略布局符合国家产业政策方向，工信部对于公司在定西的投资表示支持，从工信部上述文件的内容上来看，未来在资金上也可能会有一定的扶持。

图 4 中药饮片产业链


资料来源：东方证券研究所

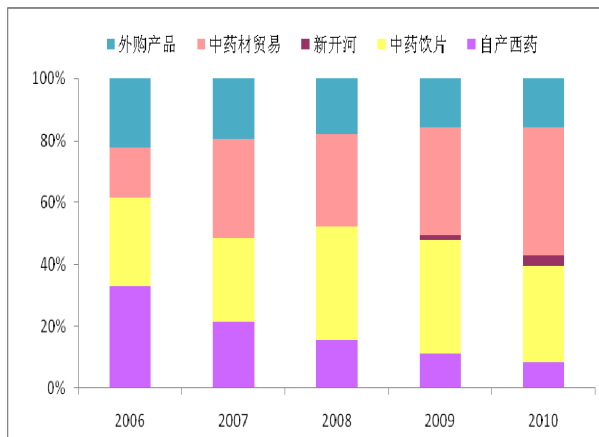
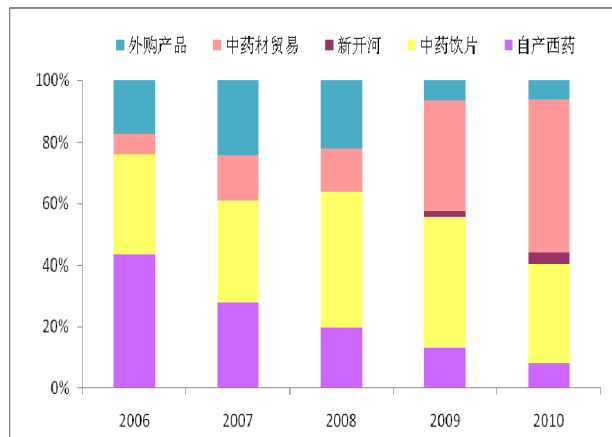
今年贸易去库存化，大品种点对点、溯源管理是业务摸索方向

1) 今年贸易去库存化，毛利率维持 35%左右。从财务报表来分析，去年二季度以来公司存货一直在下降，其中包含的预期是中药材一部分的品种价格到了高点，今年全年来看，涨的品种要比跌的品种要多一些，板蓝根的话是跌的，走势和大部分药材不同。从结构上来看，现在的品种覆盖面不是很广，品种也和之前有所变化。目前公司各地调研力度在增加，公司一直在做这方面的分析，今年下半年有些品种价格已经开始波动，上周对 20 个品种进行了监测，6 个稳中有涨，14 个是跌的，今年旱灾和洪灾，可能部分品种会出现结构性机会。分品种看，不是所有品种都可以做到，能做到的也就是一部分的品种，相对可控的品种就不错了。我们预计公司今年中药材贸易收入可能达到约 30 亿，毛利率维持在一季报 35%左右的水平，去年三七库存占比较多，所以毛利率比较高 40%左右。公司目前账上现金充裕，今后中药材贸易的量也会相应增加，每年贸易额的增长都应该保持在一个较高的增速上，并且每年相应都会逐步增加一些品种，但贸易额增加的情况下，比较固定的利润率是公司长期追求的方向，下面两种业务模式都是公司未来的摸索方向。

2) 大品种点对点业务占比可能加大。公司长期为各大中成药生产企业提供大宗的原料，我们认为公司在个别大品种贸易上有丰富经验，未来可能会延续大品种的点对点业务。有些大型中成药企业一年单品种的采购量可能有几千吨，由于药材采购中间也有很多灰色地带，下游的大型中成药企业也有与公司这样的大型贸易商合作的意愿，希望能够实现双赢目的。我们认为，中药行业从药材种植—贸易—中成药企业加工生产—产成品定价销售是一个产业链，在目前中药材价格不断上涨的过程中，这个产业链上的利润可能需要在药农、中间商和中成药企业之间以一个更加合理的方式重新分配。

3) 溯源管理符合产业发展方向。销售环节过长也是药材成本增加的重大原因之一，如果产业链中间环节减少、采购价格更加合理的话农民也可以避免收购价格的大起大落。我们认为如果从头做起的话，公司产业链将贯穿种植、贸易、产品，但公司的种植基地可能更加倾向于与种植户联盟，约定种植户的产品标准，提供包括施肥、农药等种植上的指导，实际种植将由农户自己操作，公司定期进行检查，在快采收的周期对药材进行定价，然后进行收购，协议可能并不是排他性的，主要靠企业的运作能力和信誉去吸引农户，公司在文山设立的三七种植子公司将主要以这种方式运营，同

时我们在行业内也已经看到了其他上市公司的成功案例,如果做的好的话这种模式应该是可以复制的。

图 5 公司收入构成

图 6 公司毛利构成


资料来源: Wind、东方证券研究所

亳州市场整合初现端倪，铺面全国认购踊跃，明年有望收取交易额 3%交易费用。

几个市场的区别在于，亳州品种最齐，但单品种的规模小，安国品种少，并且以储货为主，单品规模大，陇西品种更少，单品规模更大。市场的经营和公司之前的经营模式差别很大，由于人手问题，三个市场的整合顺序是先亳州、接着是普宁，最后是安国，安国市场暂时没有太大的进展。普宁的交易市场建设已经进场，靠路边的开始动工。交易额的话从公开资料上看约为 20 亿左右，实际由于该市场以贵细药材交易为主，交易金额远远超过 20 亿，单单虫草这一品种可能就已经超过了这个数额。

1) 铺面全国认购踊跃。亳州的收入主要依靠租金、铺位销售增值，亳州市场原有容量太小，场外交易金额较大，通过此次市场搬迁希望可以将场外经营都改为场内经营，目前亳州市场的商铺认购是全国性的，各地商户认购踊跃，公司也希望可以通过引入外部的贸易商以提升市场地位。目前老市场的置换方案和商铺销售时间尚未确定，我们预计今年会产生一部分收入，但是估计实际收入确认还需要公司和会计师沟通后决定。

2) 明年有望收取 3%的交易费用率。其次收入中还包括有管理费用的收取，这一点主要通过公司对于市场的各种管理来获取，比如亳州现货交易标准将由公司制定，中药材将参照公司的定价标准进行交易，在销售摊位的合同上将附加有接受公司相应管理的条款，我们预计管理费用率有望实现 3%。

3) 建设信息化平台对接市场资源，间接利好中药材贸易。此外公司在完成市场整合后将花更多时间做信息平台，整合几个已经收购的市场的资源，对数据进行对接和挖掘，因此亳州市场收购后作为一种资源对药材贸易也会有一定贡献。

新开河品牌红参产业将成为公司另一利润增长点

去年按照发货的量算新开河实现了 9000 多万元的销售收入，今年一季度已经完成了近 8000 万的销售收入，11 年全年我们预计红参可以轻松实现 2 亿元销售收入，这个是基于公司惜售的基础上作出的预测。去年经过两次价格调整，目前价格较之前上涨了 40% 左右，考虑到新开河是国内唯一品牌红参，与以韩国正官庄为代表的品牌红参相比，尚存在很大价值回归空间。目前新开河产品的新包装已经生产出来，产品分为府、家、国、贡等几个档次，新产品从选料和定价上与老产品都会有一定的差别，我们预计完整系列要 9-11 月份产新以后才能生产出来并面世，这也可以配合公司将原有老包装的库存消化完毕同时完成渠道的梳理。从红参的原料来说，之前收购的集安大地参业能够在未来为公司提供大约 50% 的原料，目前公司主要是依靠人参的库存和收购来支持原料的供给，基于品牌红参对于原材料的要求，公司将加大对于种植户的管理，希望能进一步改善原材料的品质，在采购标准上也较高。现在公司还没有红参的衍生产品，但相应研发一直在进行中，我们认为，依托新开河这一国内红参唯一品牌，新开河系列产品在未来的 3-5 年内有望实现 10 亿左右的销售收入。

表 1 新开河与正官庄业务对比

品牌	新开河	正官庄
开始人参业务时间	1981	1989
人参种类	红参，白参，西洋参等	红参，白参等
政府扶持力度	吉林省政府扶持	国家级支柱产业
产品类型	速溶参片，参粉胶囊，人参精华素口服液，模压红参，人参药膳袋	红参系列，干参系列，曲参系列，人参粉、糖系列等上千个品种，涉及滋补品，食品，化妆品，洗涤品等
产品品种	吉林红参三种等级	红参（天字参，地字参，良字参，切参，尾参）；白参（直参，半曲参，尾参，粮参等）
种植模式	林下参	园参

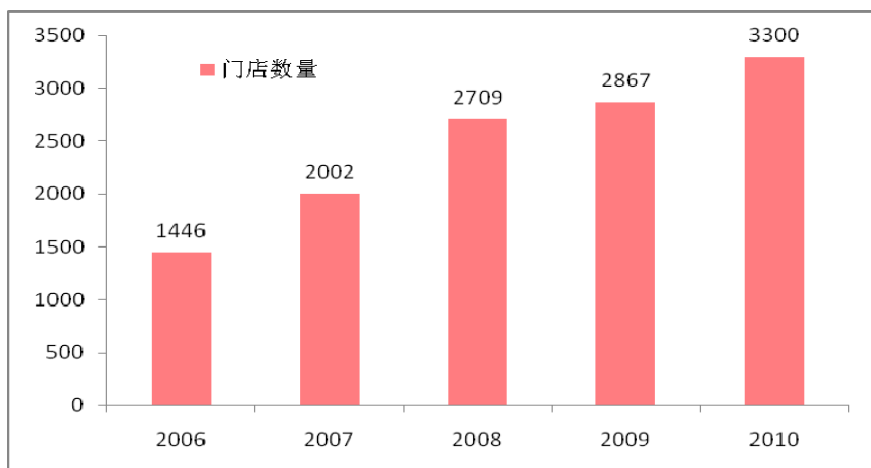
资料来源：公司公告 东方证券研究所

包括直营店、B2C 电子商务平台等下游终端将配合产品线的丰富逐步建设

公司与海王星辰和一致药业之前都公告有合作，进行终端中药饮片的店中店销售，公司的红参产品在社区等终端上也和东阿阿胶一起进行推广，目前公司的中药饮片与一心堂和金象大药房等也有合作。现在公司的连锁药店数量在增加，也有销售贡献，直营店将作为新的经营模式和连锁药店互补，公司在自有门店上规划有 3 年投入期，预计今年年底会新开 20 家终端直营店，包括有康美人生和新开河品牌店两种。同仁堂有几百家自有门店，康美人生的话和同仁堂的门店有类似，但品种上可能有所不同，康美人生可能还会包括汤料等多种终端产品。公司自有门店之所以开店速度较慢的原因在于公司认为在加强终端力度之前，练好内功、丰富产品线是首要任务，产品线问题解决后，需求就能增加。在产品线上治疗性和消费类的产品都会考虑，但首先考虑做消费类，此类产品周期短、消费群体大。公司产品内部挖掘的话滕王阁和保宁有三个中成药产品，虽然现在销售额不大，但随着产能的扩张明年每个可能过亿也有可能，其中保宁半夏颗粒是全国独家品种，这三个品种市场竞

争不太激烈，市场份额较大，定价还可以，毛利率相对较高。其他终端产品还包括有三七的下游产品，竞争对手特安娜做品种的较多，值得参考，此外之前我们也讨论过，认为红参产业有非常大的潜力。公司除自有实体门店之外，还在探索中药交易的 B2C，目前中药材交易网站有天地网和药通网，药通网是亳州市金桥信息服务部变更而来，现在公司现有的电子商务平台是康美医药网，在年报中公司也明确表示过建设完善中药材交易的电子商务平台是公司今年的重点，我们认为从行业发展的角度来看，医药行业 B2C 的时代或许应该来临。

图 7 海王星辰门店数量快速增长



资料来源：东方证券研究所

各项业务进展顺利，中报和全年业绩都有望符合预期

公司各块业务进展良性，明年开始，亳州市场可以为公司贡献利润。今年下半年开始，期待已久的产能建设也将逐一完工，随着招工的进行产能将逐步释放。贸易的话虽然部分产品价格有所回落，但总体仍处于高位，因此目前来看并不是大规模储备中药材的时候，由此看来今年下半年还是一个去库存的过程。新开河人参今年处于控货惜售状态，随着新包装的推出，公司或将完成渠道的梳理，实现红参的价值回归，于此同时，公司将完成一部分的自有门店建设以及对于电子商务的探索。快消品的话今年增长势头也很不错，长期来看有望成为公司业绩的新增长点。医院的I期结构已经封顶，现在人员部分招募完毕，已经进入培训阶段。中报预计是40%的增长，原因是资料才刚刚报上去，所得税中报来不及实现先征后返。我们认为公司的业绩基本符合之前预期，11年的主业可以达到0.52元左右，12-13年的每股收益分别为0.67元和0.92元，这个预测略为保守，我们将跟踪新开河和市场利润情况调整盈利预测，维持之前18.20元的目标价和“买入”的投资评级。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4608	6648	8996	12267	营业收入	3309	4828	6565	8990
现金	2760	4027	5476	7498	营业成本	2101	3021	4086	5565
应收账款	463	676	919	1259	营业税金及附加	18	26	35	48
其它应收款	33	48	65	89	营业费用	194	282	384	526
预付账款	199	239	293	367	管理费用	138	201	274	375
存货	1144	1646	2226	3031	财务费用	126	-39	79	126
其他	0	0	0	0	资产减值损失	5	0	0	0
非流动资产	3600	3616	3608	3577	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	198	198	198	198	投资净收益	66	0	0	0
固定资产	1801	1829	1824	1796	营业利润	794	1336	1708	2351
无形资产	1352	1349	1345	1342	营业外收入	49	0	0	0
其他	0	0	0	0	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	8208	10265	12605	15844	利润总额	833	1336	1708	2351
流动负债	1633	2037	2911	4132	所得税	118	189	241	332
短期借款	1140	1408	2120	3117	净利润	716	1147	1467	2019
应付账款	269	387	524	713	少数股东损益	0	0	0	0
其他	223	242	268	302	归属于母公司净利润	716	1147	1467	2019
非流动负债	1650	1650	1650	1650	EBITDA	960	1297	1787	2477
长期借款	900	900	900	900	EPS (元)	0.42	0.52	0.67	0.92
其他	750	750	750	750	主要财务比率				
负债合计	3282	3687	4561	5782	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	1694	2199	2199	2199	营业收入	39.19%	45.91%	35.98%	36.93%
资本公积	1819	1819	1819	1819	营业利润	38.46%	68.25%	27.83%	37.65%
留存收益	1413	2560	4027	6045	归属于母公司净利润	42.67%	60.34%	27.83%	37.65%
归属母公司股东权益合计	4926	6577	8044	10062	获利能力				
负债和股东权益	8208	10265	12605	15844	毛利率	36.55%	37.42%	37.76%	38.10%
现金流量表					净利率	21.62%	21.62%	23.76%	22.34%
单位:百万元					ROE	14.53%	17.44%	18.23%	20.06%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	10.15%	11.49%	12.92%	14.28%
经营活动现金流	665	556	906	1231	偿债能力				
净利润	716	1147	1467	2019	资产负债率	40%	36%	36%	36%
折旧摊销	90	76	98	112	净负债比率	44%	46%	67%	56%
财务费用	140	-39	79	126	流动比率	2.82	3.26	3.09	2.97
投资损失	-66	0	0	0	速动比率	2.12	2.46	2.33	2.24
营运资金变动	-220	-628	-737	-1025	营运能力				
其它	0	0	0	0	总资产周转率	0.11	0.13	0.14	0.16
投资活动现金流	-856	-100	-90	-80	应收账款周转率	2.23	3.57	2.06	2.06
资本支出	-768	-100	-90	-80	应付账款周转率	2	3	2	2
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	0	0	0	每股收益	0.33	0.52	0.67	0.92
筹资活动现金流	956	811	633	871	每股经营现金流	0.30	0.25	0.41	0.56
短期借款	30	40	390	1031	每股净资产	2.24	2.99	3.66	4.58
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	504	0	0	P/E	40.81	25.53	19.91	14.46
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	5.93	4.44	3.64	2.90
其他	926	267	543	-160	EV/EBITDA	38	27	19	15
现金净增加额	769	1267	1449	2022					

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