

以岭药业 002603.SZ

创新中药的领先企业

事件：以岭药业首次发行不超过 6,500 万股。

研究结论

● 合理价格区间为 30.30 - 35.35 元

根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 1.01 元、1.29 元、1.74 元，以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计，对应合理价格区间为 30.30 - 35.35 元。

● 实际控制人为吴以岭教授、吴相君先生和吴瑞女士

发行人的控股股东为以岭医药集团，实际控制人为吴以岭先生、吴相君先生和吴瑞女士，分别持有发行人 14,400 万股、9,512 万股和 1,068 万股股份，分别占发行人发行前总股本的 40.00%、26.42% 和 2.97%。

● 公司在优势领域有优秀产品，支撑高成长

公司凭借通心络胶囊和参松养心胶囊在心脑血管领域占据优势地位，其中通心络胶囊过去三年的收入从 6.4 亿增长到 9.2 亿，位列行业前列，而参松养心胶囊也从 2.0 亿增长到 5.6 亿，从 2009 年起进入行业第六。公司新推出的芪苈强心胶囊目前销售额较低，但是增长极快，将是公司在此领域的有效补充。我们预计这三款产品未来收入均会在 10 亿元以上。而公司凭借连花清瘟胶囊在感冒和呼吸系统领域也有优势，尤其在 2009 年甲流期间此产品 3 个月内销售额达到 5 亿，并在治疗中证明了其良好的抗病毒能力。我们认为未来大范围的流感还会发生，届时已经得到证明的公司产品预计将再有爆发式增长，给公司业绩带来较大弹性。此外已经推出的养正消积胶囊和津力达颗粒都是大病种下的大品类，预计会有较好表现。

● 基于络病理论，公司学术营销与研发实力均有独特竞争力

公司基于络病理论进行学术推广，通过学科建设和医学分会等组织，加强络病理论在中医药界的影响，因此向中医医院和医生推广公司相关产品能获得较高的认同；而向西医院和医生的推广则重视循证医学的研究，由权威医院和权威专家组织的循证医学研究为公司产品做了最好的证明。公司的研发也是基于络病理论，无论是已经推向市场的成功产品，还是在研的未来明星产品，都集中在公司优势的心脑血管领域、感冒呼吸系统领域，以及肿瘤和糖尿病等领域，形成集群化的优势地位。

● 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不超过 6,500 万股，募集资金全部用于公司主营业务相关的项目。募投项目将解决公司生产瓶颈、夯实公司研发水平、加快市场销售能力，并且加强公司信息化管理，为公司进一步发展奠定基础。

● 风险提示

药品降价的风险、原材料供应和涨价风险、控股股东和实际控制人控制风险等。

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。



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

宋敏

8621 - 63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

合理股价区间	30.30 - 35.35 元
发行后总股本（万股）	42,500
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 7 月 14 日

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	1649	2131	2754	3614	
同比(%)	1%	29%	29%	31%	
归属母公司净利润	316	430	549	738	
同比(%)	6%	36%	28%	34%	
毛利率(%)	66.4%	66.5%	66.7%	66.8%	
ROE(%)	28.9%	28.3%	26.5%	26.7%	
每股收益(元)	0.74	1.01	1.29	1.74	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1 合理价格区间为 30.30-35.35 元.....	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	6
3.1 公司是络病学科第一股.....	6
3.2 公司实际控制人为吴以岭先生、吴相君先生和吴瑞女士.....	7
4 业务和 product 分析	7
4.1 公司主营业绩保持高速增长	7
4.2 产品梯队有利持续发展.....	9
5 络病理论体系下公司独特的竞争力.....	10
5.1 基于络病理论的学术营销	10
5.2 基于络病理论的研发	10
6 募集资金项目分析.....	12
7 风险提示	13

图表目录

图 1：公司业务结构	6
图 2：公司 IPO 前股权结构图	6
图 3：公司近三年销售收入	8
图 4：公司近三年净利润及增速	8
图 5：公司研发支出占收入比例	9
图 6：公司即将推出的在研产品	9
表 1：可比公司估值	4
表 2：公司销售收入分类别预测表	4
表 3：公司盈利预测表	5
表 4：公司 IPO 前后股本变化	7
表 5：公司各产品近三年对业绩的贡献	8
表 6：公司主要产品循证医学结论	10
表 7：公司主要研发项目	11
表 8：公司募集资金项目情况	12
表 9：公司主要产品产能	12
附表：财务报表预测与比率分析	14

1 合理价格区间为 30.30-35.35 元

根据我们的盈利预测，公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 1.01 元、1.29 元、1.74 元，以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计，对应合理价格区间为 30.30 - 35.35 元。

表 1：可比公司估值

简称	每股收益（元）				市盈率			
	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
益佰制药	0.5540	0.7348	0.9701	1.2317	36.87	27.82	21.07	16.59
康缘药业	0.4300	0.5801	0.7434	0.9266	35.32	26.00	20.29	16.27
中新药业	0.4000	0.5238	0.6652	0.8155	31.03	23.50	18.51	15.09
同仁堂	0.6590	0.3213	0.3992	0.4869	62.06	50.92	40.98	33.60
仁和药业	0.5200	0.5039	0.6404	0.8270	45.65	31.56	24.83	19.23
康恩贝	0.5600	0.3684	0.4704	0.6298	53.97	38.62	30.25	22.59
天士力	0.9200	1.2383	1.5386	1.9325	49.25	34.68	27.91	22.22
平均					44.88	33.30	26.26	20.80

资料来源：WIND，东方证券研究所

2 盈利预测

主要假设：

- 预计公司通心络胶囊、参松养心胶囊等仍有较好增长，维持心脑血管领先地位；
- 预计公司芪苈强心胶囊和连花清瘟胶囊等产品在相对较低基数上将有高增长；
- 预计销售毛利率略有上升、而费用率保持稳定；
- 预计公司未来三年无重大非经常性损益；
- 预计公司能保持高新技术企业资格。

表 2：公司销售收入分类预测表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
通心络胶囊	销售收入	640.00	717.00	921.00	1105.20	1270.98	1398.08
	增长率		12.0%	28.5%	20.0%	15.0%	10.0%
参松养心胶囊	销售收入	198.00	366.00	564.00	733.20	953.16	1239.11
	增长率		84.8%	54.1%	30.0%	30.0%	30.0%
芪苈强心胶囊	销售收入	9.00	14.00	29.00	58.00	116.00	232.00
	增长率		55.6%	107.1%	100.0%	100.0%	100.0%
连花清瘟胶囊	销售收入	66.00	505.00	73.00	109.50	164.25	246.38
	增长率		665.2%	-85.5%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	销售收入	25.56	30.33	62.32	124.64	249.28	498.56

	增长率		18.7%	105.5%	100.0%	100.0%	100.0%
销售收入合计	销售收入	938.56	1632.33	1649.32	2130.54	2753.67	3614.12
	增长率		73.9%	1.0%	29.2%	29.2%	31.2%

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

根据以上假设，我们预计 2011-2013 年公司实现归属于母公司股东的净利润为 4.30 亿元、5.49 亿元、7.38 亿元，同比增长 36.3%、27.7%、34.3%，实现每股收益 1.01 元、1.29 元、1.74 元。

表 3：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1649	2131	2754	3614
营业成本	555	714	917	1200
营业税金及附加	22	28	36	47
营业费用	571	714	923	1212
管理费用	154	169	218	286
财务费用	6	10	24	12
资产减值损失	-5	0	0	0
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	346	496	636	857
营业外收入	29	18	18	18
营业外支出	6	8	8	8
利润总额	369	506	646	868
所得税	54	76	97	130
净利润	315	430	549	738
少数股东损益	-1	0	0	0
归属于母公司净利润	316	430	549	738
EBITDA	352	547	729	955
EPS (元)	0.74	1.01	1.29	1.74

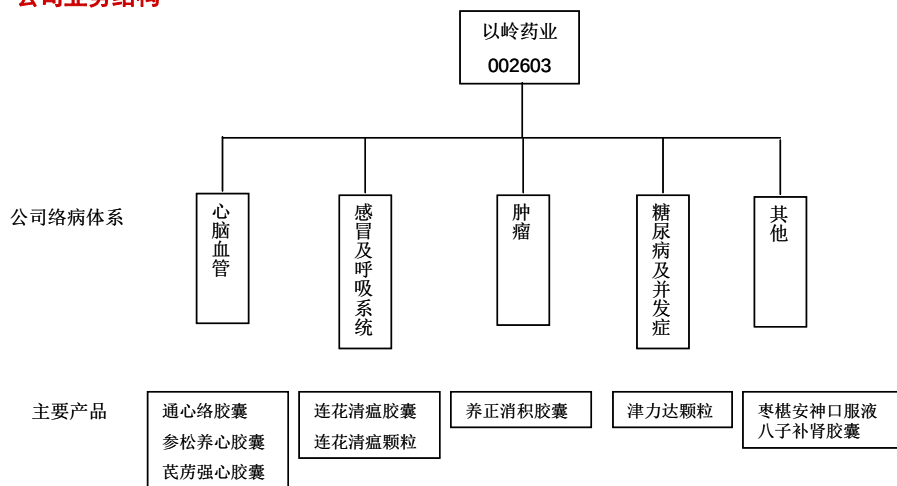
资料来源：东方证券研究所

3 公司简介

3.1 公司是络病学科第一股

公司董事长吴以岭教授致力于中医络病理论和临床应用研究，首次系统构建“络病证治”理论体系和络脉学说。以岭药业便是以络病理论为基础，创建了“理论-科研-新药-生产-营销”五位一体的独特运营模式。

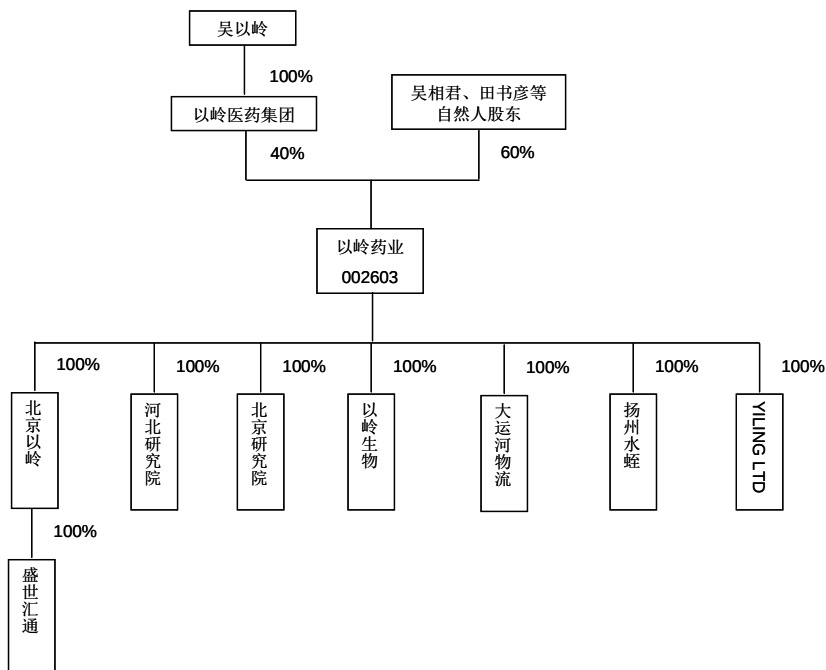
图 1：公司业务结构



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

公司发起人为公司前身以岭有限的五名股东：以岭医药集团、吴以红、赵韶华、李志宇、高学东。

图 2：公司 IPO 前股权结构图



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

经过多年的发展，公司以络病理论指导难治性疾病治疗研究，系统研究心脑血管病、感冒呼吸系统疾病、肿瘤、糖尿病及其并发症等多种难治性疾病的防止规律，带动了具有自主知识产权的新药研发。公司还充分吸收现代制药技术，奠定了现代特色中药研发、生产的基础。

3.2 公司实际控制人为吴以岭先生、吴相君先生和吴瑞女士

发行人的控股股东为以岭医药集团，实际控制人为吴以岭先生、吴相君先生和吴瑞女士，分别持有发行人 14,400 万股、9,512 万股和 1,068 万股股份，分别占发行人发行前总股本的 40.00%、26.42% 和 2.97%。

表 4：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（%）
以岭医药集团	14,400	40.00%	14,400	33.88%
吴相君	9,512	26.42%	9,512	22.38%
田书彦	3,373	9.37%	3,373	7.94%
吴瑞	1,068	2.97%	1,068	2.51%
陈金亮等自然人股东	7,647	21.24%	7,647	18.00%
社会公众股	-	-	6,500	15.29%
合计	36,000	100.00%	42,500	100.00%

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

4 业务和 product 分析

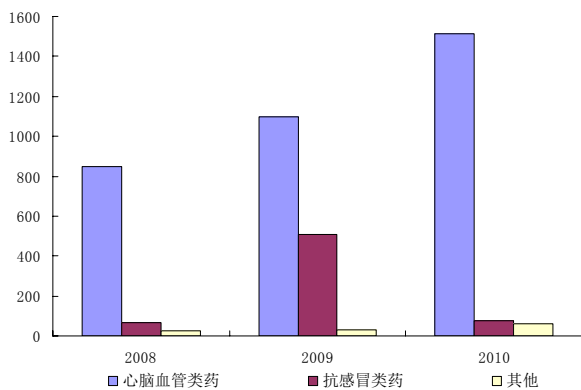
公司自设立以来，一直专业从事创新中药的研发与销售。凭借着在心脑血管和感冒呼吸系统领域的优势地位，公司近年来保持了较高的增长。

4.1 公司主营业务保持高速增长

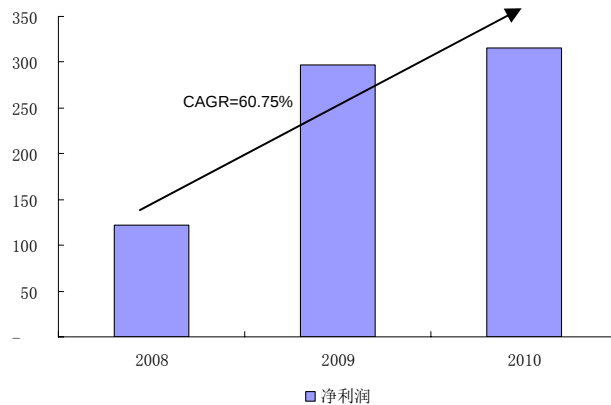
近年来，公司凭借通心络胶囊和参松养心胶囊几款优秀的药物，在心脑血管领域占据优势地位。其中通心络胶囊位居前列，尤其在一线城市的二、三级医院市场上领先于竞争对手，位居第一。而参松养心胶囊也增速明显，2009 年以来已升至第六位。公司另一款产品芪苈强心胶囊也已推向市场，近年来在相对较低的基数上增长非常快，我们预计销售额很快将达到亿元水平。以上三款产品均是 10 亿元级别的药物，我们认为公司将保持在心脑血管的优势地位。

随着医改进行，公司心脑血管产品将进一步向二三线城市的医院下沉，预计凭借其优秀的疗效和便宜的价格，有效推动公司业绩的进一步发展。

此外公司感冒呼吸系统领域也有优质产品，连花清瘟胶囊凭借对病毒明显的抑制作用、相对国外产品低廉的价格、以及国家政策支持，为公司业绩带来较大弹性。尤其是 2009 年因甲流爆发，公司在 3 个月内销售额达到 5 亿多，为国家抗甲流做出了贡献，也大大增强了公司当年的业绩。

图 3：公司近三年销售收入


资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图 4：公司近三年净利润及增速


资料来源：公司招股书、东方证券研究所

如前所述，产品的内生增长是公司过去几年高增长的动因。

表 5：公司各产品近三年对业绩的贡献

(单位：百万元)	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
通心络胶囊	921	61%	717	65%	640	76%
参松养心胶囊	564	37%	366	33%	198	23%
芪苈强心胶囊	29	2%	14	1%	9	1%
心脑血管类药物	1514	100%	1097	100%	847	100%
连花清瘟胶囊	73	97%	505	100%	66	100%
连花清瘟颗粒	2	3%	1	0%	0	0%
感冒呼吸系统药物	75	100%	506	100%	66	100%
其他	60		28		25	

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

我国心脑血管领域发展的空间还很大，尤其是心脑血管中成药市场近三年的复合增长达到了 21.95%，我们认为公司产品在此领域还大有可为。公司占据行业领先地位，但目前市场集中度并不高，我们认为仍有较大的上升空间。

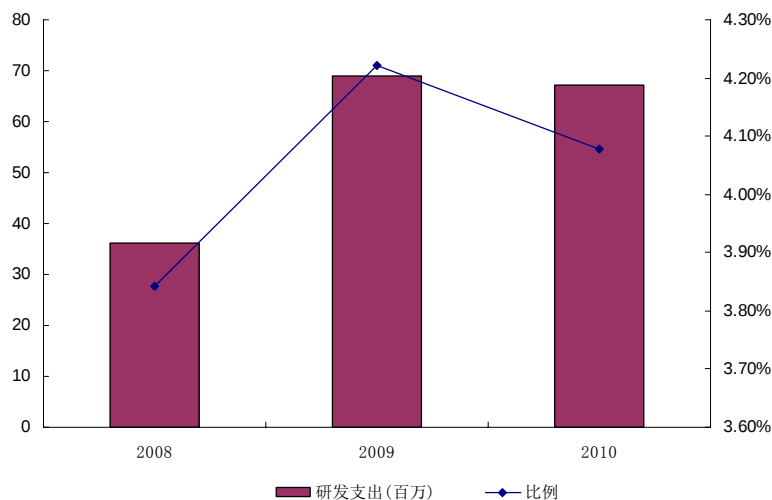
另外公司原来更有优势的是在一线城市的二三级医院，随着医改的深入公司渠道将进一步下沉，预计会给公司业务带来新的增长区域。

而连花清瘟胶囊如前所述，具有广谱抗病毒、抑菌消炎的作用，而且对照国外西药产品，公司产品在临床同等疗效的基础上具有价格便宜、副作用小等优势。我们预计未来仍会在较大范围内产生较严重的流感，届时已经在甲流疫情中获得检验的公司产品有望继续贡献突出业绩。

4.2 产品梯队有利持续发展

公司的董事长是中国工程院院士，公司从上至下尊重科学、重视研发，已经诞生的具有自主知识产权的产品为公司过去的高增长奠定基础，而公司最近三年研发支出占收入的比重均在 4% 左右，在国内医药企业中处于较高水平。

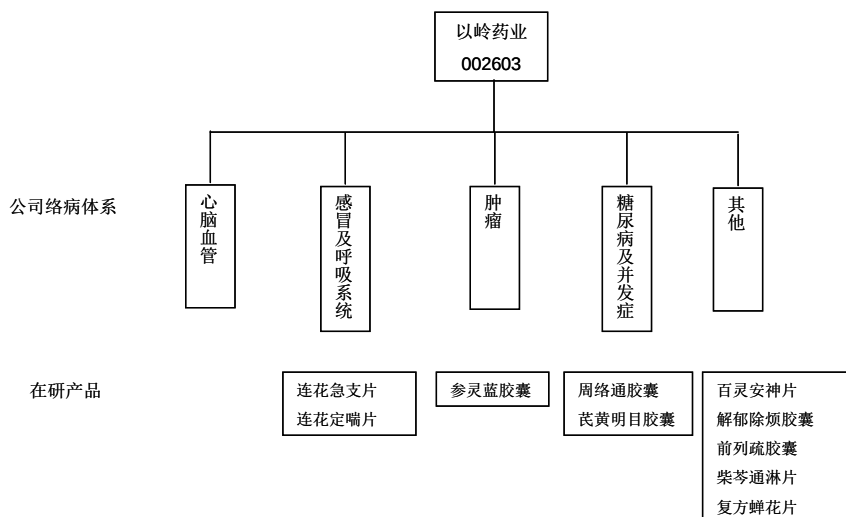
图 5：公司研发支出占收入比例



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

公司以中医络病理论创新带动产品研发，创建了“理论-科研-新药-生产-营销”五位一体的独特运营模式，以中医络病理论创新指导国家专利新药研发取得了显著成效。而且公司的研发仍然紧盯自己的优势领域，使公司的络病体系不断成长。

图 6：公司即将推出的在研产品



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

从公司的产品线看,除了目前表现突出的通心络胶囊和参松养心胶囊外,已经推出的芪苈强心胶囊、养正消积胶囊和津力达颗粒也都是 10 亿元的品种,预计 3-5 年内将为公司作出较大贡献。而在研产品中不乏进入临床试验的品种,为公司的可持续发展奠定了基础。

5 络病理论体系下公司独特的竞争力

5.1 基于络病理论的学术营销

有别于其他公司的学术营销,公司的推广坚持基于络病理论,走专业化学术推广模式。

公司不断在上层带动络病学科的发展,成立中华中医药学会络病分会,在中医医院和医生中形成广泛影响。公司营销团队再结合络病理论推广公司产品,能获得较高程度的认可;

而针对西医医院和医生,公司遵循西方主流的循证医学,通过权威医院、权威医生主持的各项医学临床研究,为公司主要产品做出证明。

表 6：公司主要产品循证医学结论

产品	主要服务及产品	具体内容
通心络胶囊	北京阜外心血管医院主持的随机双盲多中心循证医学	可明显减少急性心梗介入后心肌无复流,改善心功能
参松养心胶囊	北京阜外医院、北京朝阳医院、南京医科大学一附院牵头的 32 家大型综合性三甲医院开展的临床循证医学研究	该药治疗室性早搏明显优于西药的慢心律、治疗阵发性房颤疗效与心律平相当,但改善症状明显优于心律平,对目前尚无针对性治疗药物的缓慢性心律失常疗效确切,可明显提高心室率,填补了该类心律失常长期药物治疗的空白
连花清瘟胶囊	国内 9 家大型传染病医院、疾控中心联合开展的连花清瘟胶囊循证医学研究	对 H1N1 病毒转阴率与达菲相当,退烧、缓解咳嗽、肌肉酸痛、乏力、头痛等症状优于达菲

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

此外公司董事长吴以岭教授主编了多部络病理论专著,包括新世纪全国高等医药院校创新教材《络病学》,从学术学科领域培养医学生对络病理论的认知。而且公司的主要产品均在教材中自成章节作了详细论述,我们相信随着这批医学生毕业工作,将更大程度上推动络病学的发展,同样利好公司给予络病理论的发展。

5.2 基于络病理论的研发

我们前面已经说到,公司每年投入的研发支出占收入的比例在 4%左右,在国内同类上市公司中处于较高水平。

公司下设河北研究院、北京研究院从事药品的研发。以发展创新中医药为主题，在创新络病理论指导下，围绕心脑血管、糖尿病及其并发症、肿瘤、神经、泌尿、呼吸系统等重大疾病，开发系列特色专利中药，完善公司专利新药的产品结构，巩固业已形成的络病理论指导下的专利新药竞争优势。主要的研发项目中进入临床研究阶段的已经有 8 个。

表 7：公司主要研发项目

序号	类别	名称	适应症	目前进展状况	拟达到的目标
1	中药六类	前列舒胶囊	良性前列腺增生症	通过药审中心评审	预计 2011 年获得新药证书和生产批件
2	中药六类	周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	完成三期临床	预计 2012 年获得新药证书和生产批件
3	中药六类	芪黄明目胶囊	糖尿病视网膜病变	进行三期临床数据统计	预计 2012 年获得新药证书和生产批件
4	中药六类	柴芩通淋片	下尿路感染	完成二期临床	预计 2013 年获得新药证书和生产批件
5	中药六类	解郁除烦胶囊	轻中度抑郁症	进行二期临床数据统计	预计 2013 年获得新药证书和生产批件
6	中药六类	百灵安神片	失眠症	召开了二期临床筹备会 正在临床前筹备	预计 2014 年获得新药证书和生产批件
7	中药六类	连花急支片	急性支气管炎	进行二期临床前筹备	预计 2014 年获得新药证书和生产批件
8	中药六类	连花定喘片	支气管哮喘	进行二期临床前筹备	预计 2014 年获得新药证书和生产批件
9	化药六类	吡哌帕胺片	高血压	试验完成	预计 2011 年底获得新药证书和生产批件
10	化药六类	盐酸特拉唑嗪片	前列腺增生症	试验完成, 正在重新统计	预计 2011 年底获得新药证书和生产批件
11	化药六类	非诺贝特片	高血脂	重新进行样品检测	预计 2011 年底获得新药证书和生产批件
12	化药五类	吡哌帕胺口崩片	高血压	等待试验药品, 预计 10 月份开展	预计 2012 年底获得新药证书和生产批件
13	化药五类	盐酸特拉唑嗪口崩片	前列腺增生症	等待试验药品, 预计 10 月份开展	预计 2012 年底获得新药证书和生产批件
14	中药六类	甲亢平片	甲状腺机能亢进	申请临床研究	获得新药证书和生产批件
15	中药八类	津力糖平片	二型糖尿病胰岛素抵抗与 糖耐量异常者	申请临床研究	获得新药证书和生产批件
16	中药六类	通心络胶囊滴丸	冠心病、脑梗塞	申请临床研究	获得新药证书和生产批件
17	中药六类	络痹通片	类风湿性关节炎	临床前研究	获得新药证书和生产批件
18	中药六类	复方蝉花片	间质性肾炎	临床前研究	获得新药证书和生产批件
19	中药六类	脂肝清片	酒精性肝损伤	临床前研究	获得新药证书和生产批件
20	中药六类	骨密片	骨质疏松	临床前研究	获得新药证书和生产批件
21	中药六类	补肾益气方	运动神经元病	临床前研究	获得新药证书和生产批件
22	中药六类	红藤止痛胶囊	习惯性流产	临床前研究	获得新药证书和生产批件
23	中药六类	莪夏散结胶囊	妇女盆腔炎	临床前研究	获得新药证书和生产批件
24	中药六类	肌萎灵粉针	乳腺增生、子宫肌瘤	临床前研究	获得新药证书和生产批件
25	中药六类	SZ0801 粉针	脑梗塞	临床前研究	获得新药证书和生产批件
26	中药六类	1001 小复方	老年痴呆	临床前研究	获得新药证书和生产批件
27	中药六类	C601	抗 HP 及胃黏膜保护	临床前研究	获得新药证书和生产批件
28	中药六类	C701	宫颈癌前病变	临床前研究	获得新药证书和生产批件
29	中药六类	C806	抗心律失常前体药物	临床前研究	获得新药证书和生产批件
30	中药六类	C802	抗流感	临床前研究	获得新药证书和生产批件
31	中药六类	C101	动脉粥样硬化	临床前研究	获得新药证书和生产批件

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

此外，公司与国内外高等院校、科研院所的院士、知名专家进行合作，引进创新药物和先进技术，进一步提升公司的科技创新能力。

6 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行不超过 6,500 万股普通股，占发行后总股本的比例为 15.29 %。本次发行募集资金全部用于公司主营业务相关的项目，具体项目如下：

表 8：公司募集资金项目情况

序号	项目名称	预计投资总额 (亿元)	建设周期
1	专利中药生产基地建设项目	11.72	2 年
2	以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目	3.70	2 年
3	专利中药营销网络建设项目	0.97	3 年
4	企业信息化平台建设项目	0.51	3 年
	合计	16.90	

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

募投项目将解决公司生产瓶颈、夯实公司研发水平、加快市场销售能力，并且加强公司信息化管理，为公司进一步发展奠定基础。

尤其是第一项专利中药生产基地的建设项目，将大大缓解公司目前产能的压力。

表 9：公司主要产品产能

序号	剂型	产能	产量	产能利用率	销量	产销比率
2010 年	胶囊(亿粒)	29	28.25	97.40%	25.92	91.76%
	片剂(亿片)	2	2.36	117.93%	3.37	142.88%
2009 年	胶囊(亿粒)	29	32.55	112.20%	31.62	97.16%
	片剂(亿片)	2	1.53	76.50%	1.31	85.62%
2008 年	胶囊(亿粒)	17	15.11	88.90%	15.08	99.80%
	片剂(亿片)	2	1.82	91.00%	1.13	62.24%

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

7 风险提示

药品降价的风险

公司生产的通心络胶囊已列入《国家基本药物目录》与国家医保甲类目录、参松养心胶囊已列入国家医保甲类目录，芪苈强心胶囊、养正消积胶囊、津力达颗粒及连花清瘟胶囊、颗粒、片剂均已列入《医保目录》，由政府统一定价。随着国家推行药品降价措施的力度不断加大，本公司上述品种存在降价风险。

原材料供应和涨价风险

公司产品的原材料主要为中药材，多为自然生长、季节采集，产地分布具有明显的地域性，其生长受到气候、环境、日照等自然因素的影响。公司虽然成立专家组进行采购，甚至开立水蛭基地进行养殖，但自然灾害、市场供求变化等仍会导致一定的供应风险和涨价风险。

控股股东和实际控制人控制风险

公司注重公司治理结构和规章制度的建设，逐步建立和完善了《公司章程》、独立董事制度、专业委员会制度、关联交易决策制度，形成了权力、决策、执行相互制衡的良性运行机制，维持了持续、健康、快速的发展。而公司控股股东和实际控制人仍可能存在通过行使在股东大会的表决权，对公司发展战略、经营决策、人事安排、利润分配、关联交易和对外投资等重大事项施加控制或重大影响的可能性，从而有可能影响甚至损害公司及公众股东的利益。

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	893	870	1050	1360	营业收入	1649	2131	2754	3614
现金	403	247	247	308	营业成本	555	714	917	1200
应收账款	168	211	273	359	营业税金及附加	22	28	36	47
其它应收款	1	2	3	3	营业费用	571	714	923	1212
预付账款	83	107	138	180	管理费用	154	169	218	286
存货	210	271	348	456	财务费用	6	10	24	12
其他	28	32	41	54	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	878	1486	2066	2063	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	533	1063	1579	1560	营业利润	346	496	636	857
无形资产	247	297	347	397	营业外收入	29	18	18	18
其他	98	126	140	107	营业外支出	6	8	8	8
资产总计	1771	2356	3116	3423	利润总额	369	506	646	868
流动负债	534	689	900	511	所得税	54	76	97	130
短期借款	160	293	455	0	净利润	315	430	549	738
应付账款	87	114	147	192	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	288	282	298	319	归属于母公司净利润	316	430	549	738
非流动负债	146	146	146	146	EBITDA	352	547	729	955
长期借款	46	46	46	46	EPS (元)	0.74	1.01	1.29	1.74
其他	100	100	100	100	主要财务比率				
负债合计	680	835	1046	657	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	360	425	425	425	营业收入	1.0%	29.2%	29.2%	31.2%
资本公积	59	-6	-6	-6	营业利润	1.8%	43.4%	28.3%	34.9%
留存收益	672	1103	1652	2347	归属于母公司净利润	6.2%	36.3%	27.7%	34.3%
归属母公司股东权益合计	1091	1521	2071	2766	获利能力				
负债和股东权益	1771	2356	3116	3423	毛利率	66.4%	66.5%	66.7%	66.8%
现金流量表					净利率	43.3%	19.1%	20.2%	19.9%
单位:百万元					ROE	28.9%	28.3%	26.5%	26.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	35.2%	29.7%	27.3%	33.5%
经营活动现金流	300	384	512	654	偿债能力				
净利润	315	430	549	738	资产负债率	38.4%	35.4%	33.6%	19.2%
折旧摊销	0	41	70	86	净负债比率				
财务费用	6	10	24	12	流动比率	1.67	1.26	1.17	2.66
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	1.28	0.87	0.78	1.77
营运资金变动	0	-101	-135	-187	营运能力				
其它	-21	3	4	5	总资产周转率	1.01	1.03	1.01	1.11
投资活动现金流	-307	-649	-650	-83	应收账款周转率	9	11	11	11
资本支出	285	600	600	33	应付账款周转率	5.48	7.11	7.03	7.09
长期投资	1	-1	0	0	每股指标 (元)				
其他	-21	-50	-50	-50	每股收益	0.74	1.01	1.29	1.74
筹资活动现金流	200	108	138	-510	每股经营现金流	0.71	0.90	1.20	1.54
短期借款	160	133	162	-455	每股净资产	2.57	3.58	4.87	6.51
长期借款	46	0	0	0	估值比率				
普通股增加	280	65	0	0	P/E				
资本公积增加	-17	-65	0	0	P/B				
其他	-270	-24	-24	-55	EV/EBITDA				
现金净增加额	192	-156	0	61					

资料来源：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