

药用辅料与新型抗生素双驱动

事件：尔康制药首次发行不超过 4,600 万股。

研究结论

● 合理价格区间为 18.34 - 21.40 元

根据我们的盈利预测，预计公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.61 元、0.92 元、1.16 元，以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计，对应合理价格区间为 18.34-21.40 元。

● 实际控制人为帅放文先生

发行人的控股股东为帅放文先生，持有发行人 90,602,028 股，占发行人发行前总股本的 65.66%、发行后总股本的 49.24%。

● 药用辅料方兴未艾

公司近三年药用辅料的复合增长率达到 61%。尽管近几年药用甘油等大宗辅料受到产能限制增长不快，但是公司还是根据需求尽量扩张了药用蔗糖的产能，从而带动了整个药用辅料的增长。另外作为行业龙头，公司有能力提供一些新品种的药用辅料，这些产品能够获得更高的利润水平。我们认为公司的药用辅料产品未来仍将快速发展，一方面只有公司是通过 GMP 认证的药用辅料生产企业，其余很多份额被化工厂、食品厂占据，而随着未来行业监管的加大，公司应该能攫取更大的市场份额；另一方面是药用辅料行业受医药工业“十二五”规划的鼓励，未来发展将超越医药总体水平，也有利于公司这样的行业龙头。此外公司的 GMP 质量优势、成本优势、客户资源都让其将竞争者甩开，我们预计募投项目产能达产后，公司将快速消化产能、提高销售。

● 新型抗生素空间巨大

磺苄西林钠 2009 年底进入医保目录，公司在 2010 年 3 月推出此产品后当年销售达到 7500 万以上，而 2011 年上半年更是超过了 2010 年全年。公司可同时生产磺苄西林钠原料药和制剂，产品性状和质量均好于同类产品。公司是国内唯一一个具有 1g、2g 和 4g 全部三个制剂规格批准文号的企业，在可以预见的将来即使发改委行降价政策，公司也能有效地应对、甚至抢占更多市场。此外作为新型抗生素，磺苄西林钠未来几年的市场将有非常大的增长，有利于具有产品优势的公司扩大销售。

● 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 4,600 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、加强营销网络建设，为投产后公司药用辅料和磺苄西林钠制剂的双增长打下基础。

● 风险提示

药用辅料行业规范化进程的不确定性带来的风险、医疗卫生体制改革的不确定性带来的风险、控股股东和实际控制人控制风险等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

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	18.34 - 21.40 元
发行后总股本（万股）	18,400
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 9 月 9 日

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	364	653	946	1330	
同比(%)	131%	79%	45%	41%	
归属母公司净利润	66	113	169	213	
同比(%)	192%	69%	50%	26%	
毛利率(%)	40.6%	39.0%	37.9%	36.3%	
ROE(%)	37.9%	10.1%	13.1%	14.4%	
每股收益(元)	0.36	0.61	0.92	1.16	

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 18.34-21.40 元	4
2 盈利预测	4
3 公司简介	5
3.1 公司主营药用辅料与新型抗生素	5
3.2 公司实际控制人为帅放文先生	6
4 业务和 product 分析	7
4.1 公司主营业务保持高速增长	7
4.2 药用辅料方兴未艾	8
4.3 新型抗生素空间巨大	10
5 募集资金项目分析	11
6 风险提示	12

图表目录

图 1：公司 IPO 前股权结构图	6
图 2：公司近三年销售收入(百万).....	7
图 3：公司近三年净利润(百万)及增速.....	7
图 4：药用辅料增长	8
图 5：我国药用辅料质量标准构成情况	9
图 6：药用辅料行业持续增长.....	9
图 7：磺苄西林钠增长情况（百万）	10
图 8：磺苄西林钠市场规模（万）	11
表 1：可比公司估值	4
表 2：公司销售收入分类别预测表	5
表 3：公司 IPO 前后股本变化	6
表 4：公司各产品近三年对业绩的贡献	7
表 5：公司各药用辅料产能情况	8
表 6：公司募集资金项目情况.....	11
表 7：公司主要产品产能	12
附表：财务报表预测与比率分析	13

1 合理价格区间为 18.34-21.40 元

根据我们的盈利预测，预计公司 2011、2012、2013 年实现摊薄后每股收益为 0.61 元、0.92 元、1.16 元，以 2011 年的预测市盈率 30-35 倍计，对应合理价格区间为 18.34-21.40 元。

表 1：可比公司估值

简称	股价 (09/08)	每股收益（元）				市盈率			
		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
药用辅料									
东宝生物	30.21	0.3795	0.4082	0.5945	0.7760	106.15	74.01	50.81	38.93
抗生素									
仟源制药	20.63	0.4800	0.4120	0.5582	0.7285	57.53	50.08	36.96	28.32
鲁抗医药	7.44	0.2200	0.2053	0.2373	0.2735	33.38	36.25	31.35	27.20
福安药业	30.10	1.2300	1.2490	1.6633	2.0374	32.61	24.10	18.10	14.77
亚太药业	11.51	0.3700	0.3149	0.3625	0.5119	55.84	36.56	31.75	22.49
平均						44.84	36.75	29.54	23.20
其他化药龙头									
恒瑞医药	30.55	0.9697	0.8184	1.0350	1.3107	47.42	37.33	29.52	23.31
人福医药	21.80	0.4600	0.6273	0.8263	1.0669	49.69	34.75	26.38	20.43
海正药业	37.15	0.7560	0.9703	1.3249	1.7106	53.31	38.29	28.04	21.72
平均						50.14	36.79	27.98	21.82

资料来源：WIND，东方证券研究所

其中生产明胶的东宝生物 2011 年 PE 为 74.01 倍；抗生素龙头企业 2011 年平均 PE 为 36.75 倍；其他化药龙头 2011 年平均 PE 为 36.79 倍。结合公司未来几年增长率，以及公司在药用辅料的龙头地位，给予公司 2011 年 30-35 倍 PE。

2 盈利预测

主要假设：

- 预计药用蔗糖产能不受限制，未来两年保持高增长；
- 预计其他药用辅料暂时产能受限，2011-2012 保持平稳，到 2013 募投项目投产后高增长；
- 预计预计磺苄西林钠维持高增长，且募投项目能提供足够原料和制剂的产能；
- 预计公司总体毛利率降低，主要是药用辅料为保证销量、以及为支持小品种发展而降低售价；
- 预计公司未来期间费用率与 2010 年相近，无重大变动；
- 预计公司能保持高新技术企业资格。

表 2：公司销售收入分类别预测表

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
药用蔗糖	销售收入	21.46	104.92	232.57	348.86	488.40
	增长率		388.89%	121.66%	50.00%	40.00%
药用甘油	销售收入	26.95	42.82	31.03	40.00	56.00
	增长率		58.88%	-27.55%	28.92%	40.00%
药用丙二醇	销售收入	12.51	17.40	19.04	19.00	26.60
	增长率		39.07%	9.44%	-0.21%	40.00%
药用氢氧化钠	销售收入	10.31	10.44	9.91	10.00	14.00
	增长率		1.25%	-5.14%	0.94%	40.00%
药用乙醇	销售收入	8.69	16.07	21.01	21.00	29.40
	增长率		84.85%	30.77%	-0.06%	40.00%
其他药用辅料	销售收入	57.65	74.81	141.44	183.88	239.04
	增长率		29.76%	89.07%	30.00%	30.00%
复方甘草片	销售收入	8.06	5.54	4.67	6.07	7.89
	增长率		-31.31%	-15.67%	30.00%	30.00%
磺苄西林钠	销售收入	0.00	75.41	165.14	280.75	421.12
	增长率		#DIV/0!	118.98%	70.00%	50.00%
其他成品药	销售收入	11.67	16.13	27.16	35.31	45.90
	增长率		38.19%	68.36%	30.00%	30.00%
其他业务收入	销售收入	0.52	0.39	1.22	1.50	1.50
	增长率		-25.06%	214.97%	23.34%	0.00%
销售收入合计	销售收入	157.83	363.93	653.19	946.36	1329.85
	增长率		130.58%	79.48%	44.88%	40.52%

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 1.13 亿元、1.69 亿元、2.13 亿元，同比增长 69%、50%、26%，实现每股收益 0.61 元、0.92 元、1.16 元。

3 公司简介

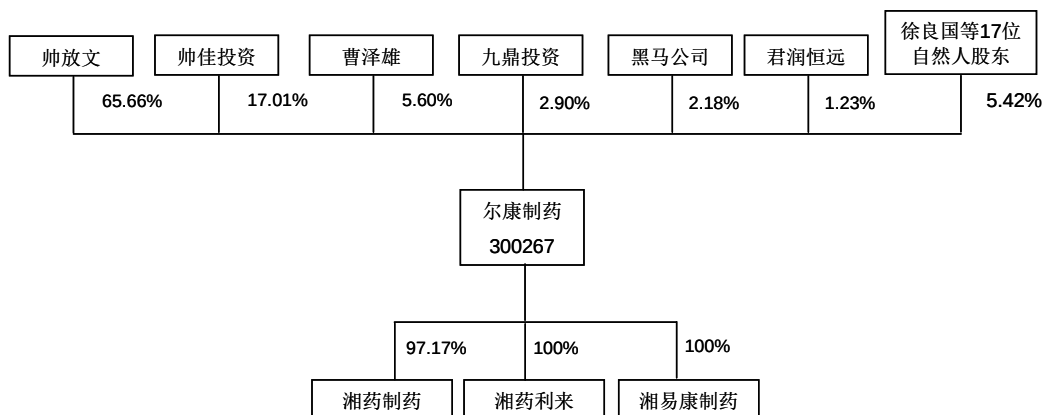
3.1 公司主营药用辅料与新型抗生素

公司是国内品种最全、规模最大的专业药用辅料生产企业之一，拥有 100 多个药用辅料品种，可以为各种片剂、针剂、硬胶囊剂、颗粒剂、丸剂、口服液等药品提供药用辅料，主要产品包括药用蔗糖、药用甘油、药用丙二醇、药用氢氧化钠、药用乙醇，以及其他一些小品种药用辅料。

另外公司还是我国少数几家拥有新型青霉素类抗生素磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业之一，也是唯一拥有该品种 1g、2g、4g 全部三个制剂规格批准文号的企业。

公司发起人为公司前身尔康有限的全体股东，主要发起人为帅放文先生、帅佳投资和曹泽雄先生。

图 1：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

3.2 公司实际控制人为帅放文先生

发行人的控股股东为帅放文先生，持有发行人 90,602,028 股，占发行人发行前总股本的 65.66%、发行后总股本的 49.24%。

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（股）	比例（%）	股数（股）	比例（%）
帅放文	90,602,028	65.66	90,602,028	49.24
帅佳投资	23,466,701	17.01	23,466,701	12.75
曹泽雄	7,723,673	5.60	7,723,673	4.20
九鼎投资	4,004,984	2.90	4,004,984	2.18
君润恒远	3,001,545	2.18	3,001,545	1.63
黑马公司	1,696,486	1.23	1,696,486	0.92
徐良国等自然人股东	7,504,583	5.42	7,504,583	4.08
社会公众股	-	-	46,000,000	25.00
合计	138,000,000	100.00	184,000,000	100.00

资料来源：公司招股书，东方证券研究所

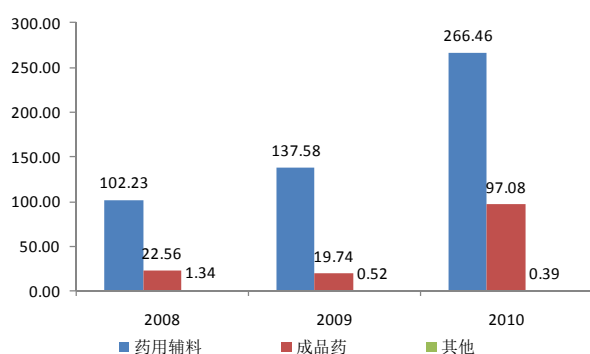
4 业务和-product 分析

公司自成立以来一直从事医药产品的研发、生产和销售,主要业务包括药用辅料及新型抗生素产品,且主营业务未发生重大变化。

4.1 公司主营业务保持高速增长

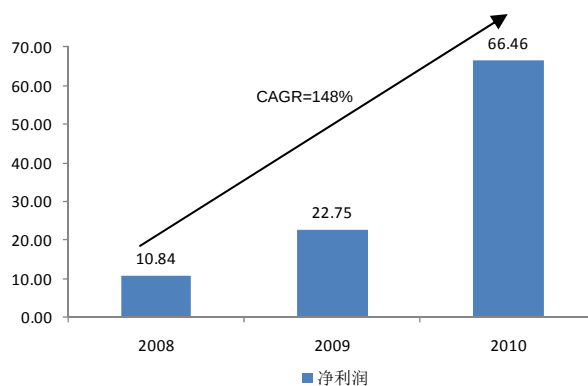
在药用辅料和新型抗生素制剂的双轮驱动下,公司近年来业绩保持高速增长。

图 2: 公司近三年销售收入(百万)



资料来源: 公司招股书、东方证券研究所

图 3: 公司近三年净利润(百万)及增速



资料来源: 公司招股书、东方证券研究所

产品的内生增长, 以及新的磺苄西林钠制剂的推出, 是公司过去几年高速增长的双重动因。

表 4: 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%
药用蔗糖	104.92	28.83	21.46	13.60	7.36	5.84
药用甘油	42.82	11.77	26.95	17.08	32.02	25.38
药用丙二醇	17.40	4.78	12.51	7.93	12.39	9.83
药用氢氧化钠	10.44	2.87	10.31	6.54	9.14	7.25
药用乙醇	16.07	4.41	8.69	5.51	3.52	2.79
其他药用辅料	74.81	20.56	57.65	36.53	37.80	29.97
复方甘草片	5.54	1.52	8.06	5.11	4.71	3.73
磺苄西林钠	75.41	20.72	0.00	0.00	0.00	0.00
其他成品药	16.13	4.43	11.67	7.40	17.85	14.15
其他业务收入	0.39	0.11	0.52	0.33	1.34	1.07
营业收入	363.93	100.00	157.83	100.00	126.13	100.00

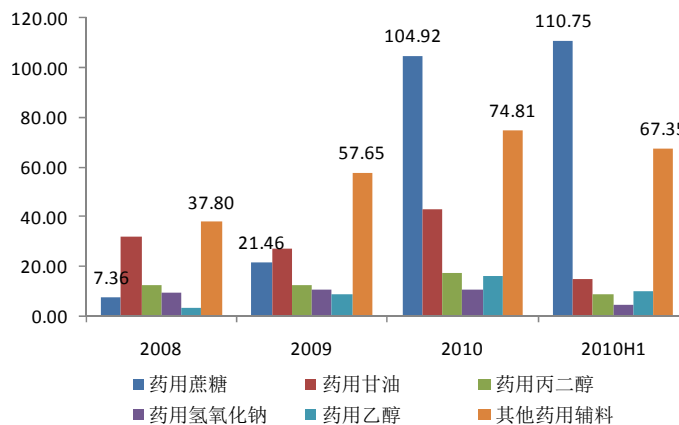
资料来源: 公司招股书、东方证券研究所

4.2 药用辅料方兴未艾

● 增长受产能限制，未来发展迅猛

公司深耕药用辅料多年，最近三年销售量大幅提升，主要体现在药用蔗糖收入的快速提高，以及其他小品种药用辅料的增长。

图 4：药用辅料增长



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

这几年整个药用辅料市场增长很快，但是公司大宗药用辅料产能中，药用甘油、药用丙二醇、药用氢氧化钠和药用乙醇产能利用率均已超过 100%，所以是产能限制了其增长。

而药用蔗糖产能虽然也接近 100%，但产能一直随着需求在增加，所以保持了三年来几乎每年翻番的增速。我们认为这也预示着一旦公司其他药用辅料的产能扩大，增速将非常惊人。

表 5：公司各药用辅料产能情况

时间	主要产品	药用甘油（吨）	药用乙醇（吨）	药用丙二醇（吨）	药用氢氧化钠（吨）	药用蔗糖（吨）
2011 年 1-6 月	产量	1,838.91	1,324.05	588.59	194.21	17,435.00
	销量	1,754.35	1,248.56	558.98	197.65	17,351.23
	产销率(%)	95.40%	94.30%	94.97%	101.77%	99.52%
2010 年	产能	4,500	1,500	1,000	300	15,000
	产量	6,954.55	2,389.30	1,133.63	418.68	21,030.49
	销量	6,101.64	2,239.27	1,186.79	443.75	20,547.59
	产能利用率(%)	154.54%	159.27%	113.36%	139.56%	140.20%
	产销率(%)	87.74%	93.72%	104.69%	105.99%	97.70%
2009 年	产能	4,500	1,500	1,000	300	5,000
	产量	5,019.66	1,903.50	955.71	459.38	4,787.47
	销量	3,576.94	1,456.82	925.1	441.02	4,705.42
	产能利用率(%)	111.55%	126.90%	95.57%	153.13%	95.75%
	产销率(%)	71.26%	76.53%	96.80%	96.00%	98.29%

2008 年	产能	3,000	1,500	1,000	300	2,000
	产量	3,284.03	591.83	955.93	413	1,412.68
	销量	2,449.42	462.41	793.53	360.35	1,299.34
	产能利用率(%)	109.47%	39.46%	95.59%	137.67%	70.63%
	产销率(%)	74.59%	78.13%	83.01%	87.25%	91.98%

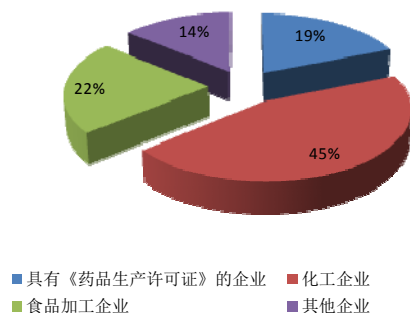
资料来源：公司招股书、东方证券研究所

与此同时，小品种的药用辅料增长也较快，主要是随着与客户合作的加深，公司辅料品种齐全的优势开始呈现，众多小品种辅料销售收入实现大幅增长，由于公司许多小品种属于国内特色品种和独家品种，公司可制定较高价格，毛利率相应较高。

● 发展空间巨大

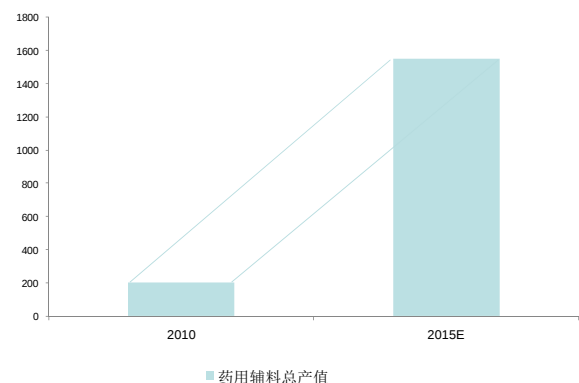
“十二五”期间，医药工业发展目标为总产值年均增长 20%，到 2015 年达到 31000 亿元，工业增加值率较“十一五”末提高 2 个百分点。大幅提升企业技术创新能力将成为医药工业“十二五”发展目标的一大重点。重点领域包括生物技术药物、现代中药、先进医疗器械、新型药用辅料、制药装备及包装材料等。其中，药用辅料、制药装备及包装材料为首次进入医药工业发展规划。

图 5：我国药用辅料质量标准构成情况



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

图 6：药用辅料行业持续增长



资料来源：公司招股书、东方证券研究所

所以公司的药用辅料发展空间很大，一方面药用辅料产品的注册文号管理制度和 GMP 认证制度将成为未来药用辅料生产的发展趋势，公司所占 19% 的范围将持续扩大，抢占其他未进行 GMP 认证的企业的份额；另一方面就是行业本身在以超越整个医药板块的速度成长，同样利好公司这样的龙头企业。

● 竞争环境

有形壁垒：公司已经是行业龙头，而且所有产品均通过 GMP 认证，此外持续研发新的药用辅料，还有几十种药用辅料正在申报国家批文；与之对比，药用辅料行业第二、三、四名的三家企业，所生产药用辅料品种分别只有 18 种、23 种和 25 种。

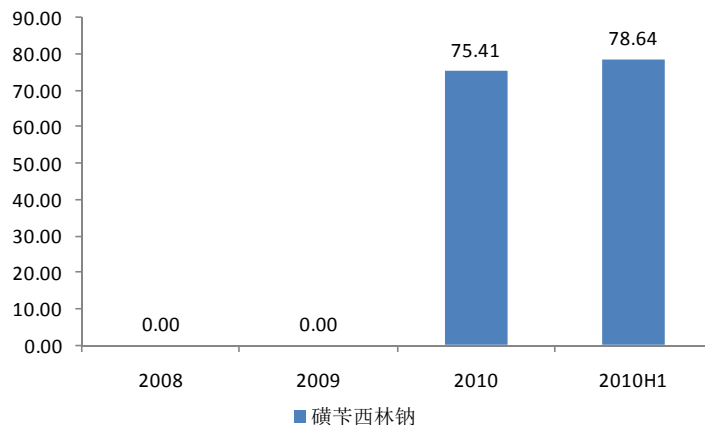
而如果后面企业想要与公司竞争，首先硬性指标要通过 GMP 认证。按照公司发展历程看，如果一切顺利，药用辅料的 GMP 认证至少需要 30 个月以上约 3 年左右，而在此期间公司具有先发优势，而且携募投项目之威早已占据更多市场。

无形壁垒：前面所述为有形壁垒，但看不见的壁垒其实更高，即客户。公司用了七八年时间做到现在的规模，如果有新的公司想要挑战公司，那么需要花更大代价去抢公司的客户。一方面公司客户关系维护良好，另一方面其他公司制造工艺比不上公司、即成本其实更高，在此情况下要想用价格战来抢夺客户也不可行。

4.3 新型抗生素空间巨大

- **磺苄西林钠上市以来高速增长**

图 7：磺苄西林钠增长情况（百万）



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

作为广谱抗生素领域的其中一个品类，磺苄西林钠制剂在 2009 年 12 月被纳入《国家基本医保药品目录》乙类品种。公司所生产的注射用磺苄西林钠制剂工艺水平领先，具有澄明度高、溶解性好、溶解速度快、注射痛感小的特点。

公司产品是 2010 年 3 月才上市的，当年就取得了 7500 多万的收入，而 2011 年上半年的收入已经超过去年全年收入，体现出强大的市场需求性。

- **磺苄西林钠竞争优势明显**

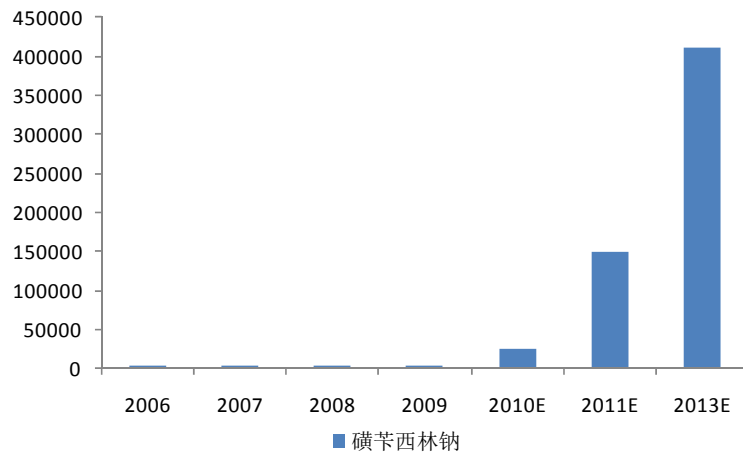
除了前述制作工艺领先、产品性状质量均较高外，公司的磺苄西林钠还具有价格优势。此产品在 2009 年底被纳入国家医保目录，促进了其在后续期间销量的增长，另外也为降价埋下伏笔。

按照发改委过去降价的频率和幅度，我们假设 2011 年底开始每两年产品均降价 30%。那么按照目前价格，1g 规格的产品即使降价 30% 还有利润空间，公司与其他几家一起竞争也能够存活，而 2g、4g 将带来额外更大的收益；而 2013 年底再次降价后 1g 规格的产品基本退出市场，而 2g 规格的与此前产品一样还有利润空间，此时竞争者只剩下 2 家，公司将享有更大的市场份额；到 2015 年底又一次降价，虽然 1g、2g 的产品基本没有利润，但是作为公司独家的 4g 规格产品仍有利润空间，而且从目前来看国产磺苄西林钠没有与公司竞争的，公司将享有更大的空间。

● 市场规模突飞猛进

磺苄西林钠属于抗生素青霉素制剂里的新型产品，由于生产工艺难度较大，在我国发展较晚。但青霉素类抗生素具有安全性高、毒性小的特点，已被广泛认知，因此随着磺苄西林钠生产工艺的突破，并受进入国家基本医疗保险目录等因素刺激，该产品市场发展前景广阔。

图 8：磺苄西林钠市场规模（万）



资料来源：公司招股书，东方证券研究所

根据南方医药经济研究所的研究结果，磺苄西林钠制剂继 2006-2009 年保持平稳增长后，2010 年随着该产品在二三城市医院以及新农合市场的快速释放，产品市场出现快速发展，2010 年预计市场规模将超过两亿元，2013 年将达到 41 亿元。

5 募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众发行不超过 4,600 万股普通股，占发行后总股本的比例为 25 %。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 6：公司募集资金项目情况

序号	项目名称	预计投资总额 (万元)	建设周期
1	药用辅料及抗生素原料药扩产项目	19,942	2 年
2	药用辅料工程技术研究中心建设项目	5,033	2 年
3	五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目	19,332	2 年
4	营销网络建设项目	5,739	2 年
5	其他与主营业务相关的营运资金	-	-

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、加强营销网络建设，为投产后公司药用辅料和磺苄西林钠制剂的双增长打下基础。

表 7：公司主要产品产能

序号	产品	2010 年 产能	2010 年 产能利用率	2010 年 产销率	新增产能 (吨)	订单需求 (吨)
1	药用甘油	4,500 吨	154.54%	87.74%	5000	5,934
2	药用乙醇	1,500 吨	159.27%	93.72%	10000	9,150
3	药用丙二醇	1,000 吨	113.36%	104.69%	5000	5,860
4	药用氢氧化钠	3,00 吨	139.56%	105.99%	2000	1,270

资料来源：公司招股书、东方证券研究所

注射用磺苄西林钠由于在 2010 年 3 月才正式投产，生产设备还处于调整磨合期，产能还无法完全发挥。预计未来几年将充分利用产能，并有效利用募投项目的新增产能。

6 风险提示

药用辅料行业规范化进程的不确定性带来的风险

我国药用辅料行业监管较为松散，管理制度及标准尚不健全，对生产药用辅料的企业及药用辅料产品尚无严格的准入制度和标准，参与市场竞争的企业参差不齐，造成了药用辅料市场的不规范，以及产品质量的不稳定。近年来药监部门逐渐重视对药用辅料生产环节的控制。随着监管部门对药用辅料市场的整顿，以及药用辅料相关管理制度和标准的建设和完善，行业的管理将日趋严格。从目前颁布的规范性文件来看，药用辅料产品的注册文号管理制度和 GMP 认证制度将成为未来药用辅料生产的发展趋势。由于公司产品均已符合 GMP 认证，产品的安全性得到了有效保证，未来行业监管标准的提高将使本公司在行业格局的重新调整中具备先发优势，能够迅速抢占市场份额。然而，药用辅料管理制度的建设和完善尚存不确定性，整个行业的标准化和规范化需要一段时间，药用辅料行业规范化进程的不确定性将会对公司未来的发展造成一定影响。

医疗卫生体制改革的不确定性带来的风险

随着我国医疗保险制度的不断完善以及新医改和新农合政策的全面推进，作为基础用药核心的抗生素产品的用药量将继续增长，作为广谱抗生素领域的其中一个品类，磺苄西林钠制剂在 2009 年 12 月被纳入《国家基本医保药品目录》乙类品种，在新医改的推动下，其未来的市场需求将会不断扩大。然而，虽然国家医药卫生体制改革的政策已经逐步明朗，但未来基层医疗服务机构的发展壮大，多层次医疗保障体系的建设以及药品生产流通领域的规范将会是一个渐进的过程，人们改变长期以来形成的就医习惯需要一定时间。因此，新医改进程与结果存在的不确定性，将对本公司未来的经营业绩能否达到预期目标带来一定影响。

控股股东和实际控制人控制风险

虽然发行人已经建立了较为完善的内部控制制度，但如果帅放文先生利用其控制地位，从事有损于发行人利益的活动，将对发行人和其他投资者的利益产生不利影响。

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	148	906	857	1060	营业收入	364	653	946	1330
现金	30	699	554	626	营业成本	216	399	587	847
应收账款	40	60	87	123	营业税金及附加	2	3	5	7
其它应收款	1	6	8	11	营业费用	37	72	104	146
预付账款	5	12	18	25	管理费用	26	46	66	93
存货	66	120	176	254	财务费用	3	-1	-18	-18
其他	6	10	14	20	资产减值损失	3	1	1	2
非流动资产	147	360	572	612	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	122	142	240	556	营业利润	78	133	201	253
无形资产	21	21	21	21	营业外收入	0	1	1	1
其他	4	197	312	36	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	296	1266	1430	1672	利润总额	78	134	201	254
流动负债	117	146	139	184	所得税	11	20	30	38
短期借款	60	40	0	0	净利润	67	114	171	216
应付账款	14	52	76	110	少数股东损益	1	1	2	2
其他	44	54	63	74	归属于母公司净利润	66	113	169	213
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	81	133	183	235
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.61	0.92	1.16
其他	2	2	2	2	主要财务比率				
负债合计	119	148	141	186	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	1	3	4	7	成长能力				
股本	138	184	184	184	营业收入	130.6%	79.5%	44.9%	40.5%
资本公积	5	787	787	787	营业利润	202.3%	71.2%	50.3%	26.3%
留存收益	32	145	314	509	归属于母公司净利润	192.1%	69.3%	50.1%	26.3%
归属母公司股东权益合计	175	1116	1285	1480	获利能力				
负债和股东权益	296	1266	1430	1672	毛利率	40.6%	39.0%	37.9%	36.3%
现金流量表					净利率	43.3%	18.3%	17.2%	17.8%
单位:百万元					ROE	37.9%	10.1%	13.1%	14.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	39.4%	29.0%	24.9%	27.4%
经营活动现金流	42	72	90	112	偿债能力				
净利润	67	114	171	216	资产负债率	40.3%	11.7%	9.8%	11.1%
折旧摊销	0	0	0	0	净负债比率				
财务费用	3	-1	-18	-18	流动比率	1.26	6.21	6.16	5.75
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.70	5.39	4.90	4.37
营运资金变动	-0	-45	-69	-92	营运能力				
其它	-27	5	6	7	总资产周转率	1.51	0.84	0.70	0.86
投资活动现金流	-66	-213	-213	-40	应收账款周转率	11	11	11	11
资本支出	65	213	213	40	应付账款周转率	16.32	12.15	9.16	9.09
长期投资	-1	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-1	0	0	0	每股收益	0.36	0.61	0.92	1.16
筹资活动现金流	19	809	-22	-0	每股经营现金流	0.23	0.39	0.49	0.61
短期借款	22	-20	-40	0	每股净资产	0.95	6.06	6.98	8.04
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	50	46	0	0	P/E				
资本公积增加	2	782	0	0	P/B				
其他	-54	1	18	-0	EV/EBITDA				
现金净增加额	-4	669	-145	72					

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