

## 证券研究报告—深度报告

医药保健

化学制药

## 尔康制药(300267)

合理价位: 17.71-19.25 元 发行价: 17.97 元

2011年9月27日

### 股票数据

|              |                    |
|--------------|--------------------|
| 总股本(百万股)     | 184.0/36.8         |
| 总市值(百万元)     | 3,306.5/661.3      |
| 沪深300/深圳成指   | 2,433.16/10,538.40 |
| 12个月最高/最低(元) | 17.97/17.97        |

相关研究报告:

### 新股上市定价

## 国内药用辅料行业领先者

**联系人: 胡博新**

电话: 0755-82133263

E-mail: hubx@guosen.com.cn

**证券分析师: 丁丹**

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

**证券分析师: 贺平鸽**

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

### ●药用辅料: 行业竞争分散, 期待上游走向规范

公司是国内品种最全、规模最大的药用辅料生产企业之一, 共拥有 112 种药用辅料产品。09 年公司辅料占市场份额的 1.05%。目前国内药用辅料总产值只有 150 亿元, 相当于药品制剂的 2%, 而且竞争格局非常分散。随着我国药用辅料管理制度与标准的不断完善, 行业集中度将逐步提高。目前国内制药企业所用辅料中食品级和化工级仍占据较大比重, 公司是国内少有按照 GMP 规范生产的辅料企业, 有望受益于行业的规范化发展。

### ●磺苄西林钠: 新进 09 版医保目录、快速增长

公司的制剂产品主要是磺苄西林钠, 09 年纳入新版医保目录, 未来 2 年有望保持较快增长。公司是拥有磺苄西林钠制剂批文的 5 个企业之一。10 年公司的磺苄西林首次上市就实现销售 7541 万元销售额和 30% 市场份额。

### ●募集资金主要用于产能扩大

公司此次发行 4600 万股, 发行价 17.97 元, 共募资 8.3 亿元, 扣除发行费用后实际募资净额 7.67 亿元, 超募约 2.67 亿元。募集资金主要用于药用辅料和抗生素原料药、磺苄西林钠制剂的扩产, 其次用于研发中心和营销网络的建设。

### ●风险提示

主要增长点和利润来源磺苄西林钠可能受新抗菌药物管理办法影响。

### ●给予一年期合理价值区间 17.71-19.25 元/股

公司 08、09 年净利润仅 1084、2275 万元, 在 2 年内快速增长到 10 年的 6646 万元, 主要是依靠 10 年初推广的新产品磺苄西林钠、以及原有主力产品线药用辅料在 10 年的加速增长。11 年磺苄西林延续新进医保带来的快速增长趋势, 有望带动公司整体净利润过亿。预计未来 3 年药用辅料在上游行业走向规范的过程中将保持 20% 以上的稳定增长, 但制剂产品仍较单一且可能受政策影响增速将放缓。我们预计 11-13 年 EPS0.57、0.77、0.93 元/股, 给予一年期合理价值区间为 17.71-19.25 元/股, 相当于 12PE23-25X。公司发行价 17.97 已处于合理区间范围内。

### 盈利预测和财务指标 (EPS 按发行股本摊薄)

|              | 2009    | 2010    | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|---------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 157.83  | 363.93  | 584   | 782   | 1,036 |
| (+/-%)       | 25.13%  | 130.58% | 60.6% | 33.9% | 32.5% |
| 净利润(百万元)     | 22.75   | 66.46   | 105   | 141   | 170   |
| (+/-%)       | 109.80% | 192.14% | 58.5% | 33.8% | 20.9% |
| 每股收益(元)      | 0.12    | 0.36    | 0.57  | 0.77  | 0.93  |
| EBIT Margin  | 18.00%  | 22.22%  | 20.6% | 20.4% | 18.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 20.92%  | 37.93%  | 9.6%  | 11.4% | 12.2% |
| 市盈率 (PE)     | 149.7   | 49.91   | 31.4  | 23.5  | 19.4  |
| EV/EBITDA    | 48.40   | 27.85   | 26.5  | 20.3  | 16.9  |
| 市净率 (PB)     | 14.57   | 14.15   | 3.00  | 2.67  | 2.36  |

### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 内容目录

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| <b>发行概况</b>             | <b>3</b> |
| 公司简况                    | 3        |
| 发行简况                    | 3        |
| <b>行业分析</b>             | <b>4</b> |
| 药用辅料行业概况                | 4        |
| 需求拉动——发达国家安全性药用辅料市场前景看好 | 4        |
| 品种单一，监管乏力——我国药用辅料行业现状   | 4        |
| 我国药用辅料行业的市场容量与发展前景      | 4        |
| 抗生素行业概况                 | 5        |
| 中国抗生素市场持续稳定增长           | 5        |
| 磺苄西林钠——高速增长的新型抗生素       | 6        |
| <b>主营业务分析</b>           | <b>6</b> |
| 公司经营概况                  | 6        |
| 药用辅料                    | 7        |
| 注射用磺苄西林钠                | 7        |
| <b>募投项目分析</b>           | <b>8</b> |
| <b>盈利预测及估值</b>          | <b>8</b> |

## 图表目录

|                                        |   |
|----------------------------------------|---|
| 图 1: 尔康制药发行前股权结构                       | 3 |
| 图 2: 药用辅料行业企业结构                        | 4 |
| 图 3: 2009 年全球抗生素市场结构                   | 5 |
| 图 4: 2006~2009 国内抗生素销售收入（亿元）           | 5 |
| 图 5: 2007~2009 国内青霉素类抗生素销售收入（亿元）       | 5 |
| 图 6: 08~10 年尔康制药销售收入构成（百万元）            | 6 |
| 图 7: 08~10 年尔康制药销售毛利构成（百万元）            | 6 |
| 图 8: 08~10 年尔康制药销售收入、净利润及增速（百万元）       | 7 |
| 图 9: 08~10 年尔康制药毛利率及净利率                | 7 |
| 图 10: 2009 年尔康制药与其他主要药用辅料生产企业销售额比较（亿元） | 7 |
| 图 11: 2010 年尔康制药与其他磺苄西林钠生产企业销售额比较（百万元） | 8 |
| 表 1: 尔康制药募投项目                          | 8 |
| 表 2: 尔康制药分产品盈利预测（单位：百万）                | 9 |

## 发行概况

### 公司简况

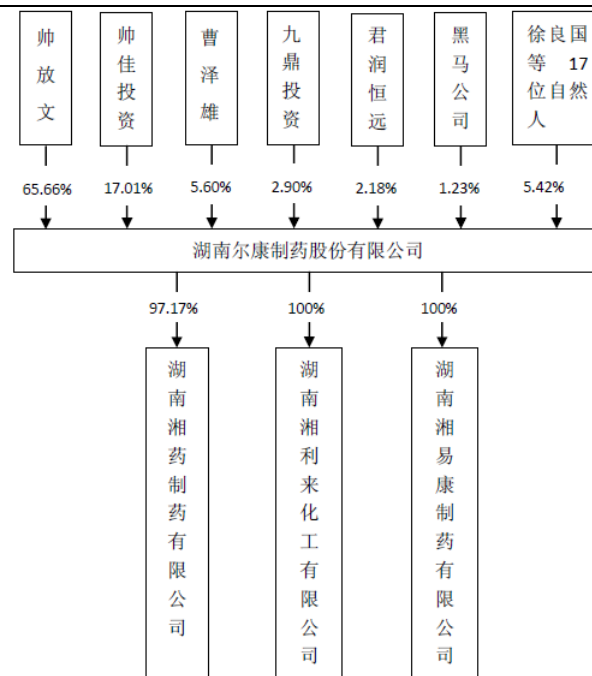
湖南尔康制药股份有限公司成立于 2003 年 10 月。公司的实际控制人为帅放文先生，发行前合计持有公司 65.66% 的股份。

公司主营业务为药用辅料和抗生素的研发、生产和销售。药用辅料主要产品包括药用蔗糖、药用甘油、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠等，可为片剂、针剂、硬胶囊剂、颗粒剂、丸剂口服液等药品制剂的生产提供药用辅料，是国内品种最全、规模最大的专业药用辅料生产企业之一。抗生素产品主要是磺苄西林钠原料药及制剂。

### 发行简况

本次发行前，公司总股本为 13800 万股，本次发行 4600 万股，发行后总股本为 1.84 亿股。本次发行新股占总股本的 25%，发行完成后，实际控制人仍为公司的董事长兼总经理帅放文先生，实际持有公司 49.24% 的股份。上海复星医药和青岛富和分别持有公司发行后 14.88% 和 5.95% 的股权。其他主要高管等 17 名自然人共持有公司发行后 5.42% 的股权。

图 1：尔康制药发行前股权结构



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

## 行业分析

### 药用辅料行业概况

#### 需求拉动——发达国家安全性药用辅料市场前景看好

近年来，发达国家的药物研究逐渐转向新型药物制剂的开发，而这依赖于新型辅料“骨架”的发展，因而推动了药用辅料的研究、开发和利用。目前，国外被认可的药用辅料已达 1000 种以上，近 10 余年来国外开发的新辅料逾 300 种，新药用辅料还在逐年增加。

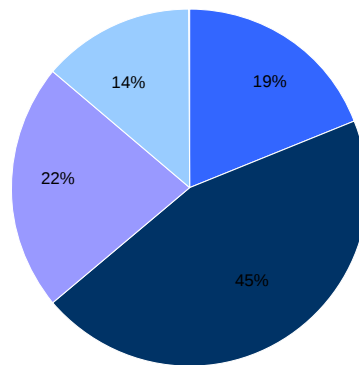
安全性是药用辅料最重要的标准之一。发达国家多药用辅料的安全性非常重视，监管也比较严格。在美国，大多数药用辅料由专业生产厂家进行生产并进行 GMP 管理。

#### 品种单一，监管乏力——我国药用辅料行业现状

目前，我国制剂使用的药用辅料大约有 500 多种，但具有药用质量标准的占少数，其中收载于 2010 版《中国药典》的药用辅料仅有 132 种，其余大部分为国家标准、行业标准和企业标准。药用辅料的质量稳定性和安全性为我国药用辅料行业重大隐患。而国家层面的法规尚未强制药用辅料行业取得药品注册批件和 GMP 认证，监管体制不健全。并且多数企业技术力量薄弱，新产品的研究和应用落后。

图 2：药用辅料行业企业结构

■ 具有《药品生产许可证》的企业 ■ 化工企业 ■ 食品加工企业 ■ 其他企业



资料来源：招股书，国信证券经济研究所

#### 我国药用辅料行业的市场容量与发展前景

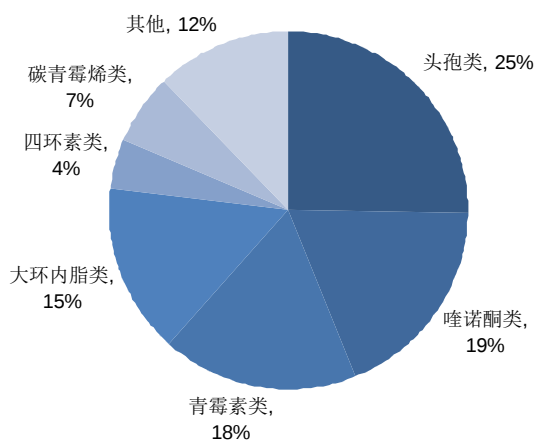
2009 年国内药用辅料的总产值为 150 亿元左右，占药品制剂总产值的 2% 左右，远小于 10%~20% 的世界平均水平，存在巨大的发展空间。目前，药用辅料生产制造环节正向我国转移，我国药用辅料市场规模逐年扩大，预计市场需求将以 15%~20% 的速度增长。

目前,我国生产专业药用辅料的企业很少,且大多数企业仅能生产部分产品,生产的品种也各不相同,生产规模和产品数量也十分有限。随着我国药用辅料管理制度与标准的不断完善,国内行业分散的问题有望改善。

## 抗生素行业概况

2009年,抗生素全球市场销售为373亿美元,占抗感染药市场47%,占整个药品市场5%。从市场结构上看,传统的青霉素类是全球第三大抗生素药物,占抗生素市场容量18%。

图3: 2009年全球抗生素市场结构

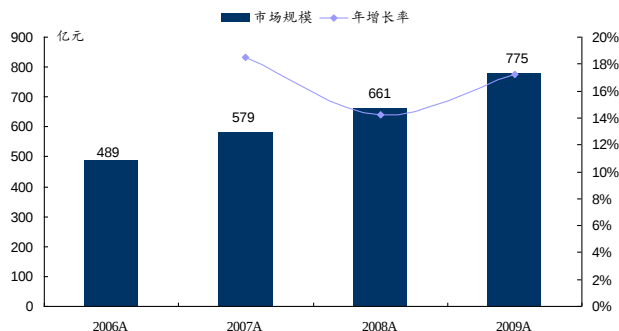


资料来源: bbc research, 招股书, 国信证券经济研究所

## 中国抗生素市场持续稳定增长

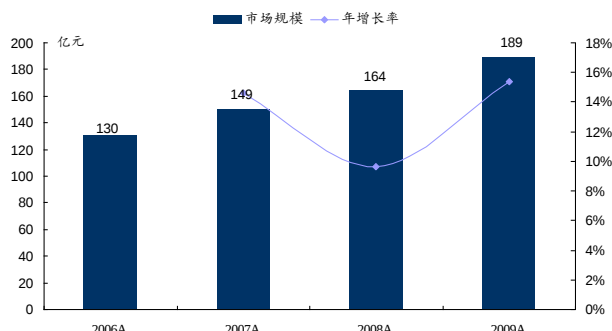
2009年,国内抗感染药物市场销售额为925亿元,其中抗生素药物销售额为775亿元,占国内抗感染市场份额高达84%。青霉素类是传统的抗生素类药物,近几年受国家政策和新产品推出较慢的影响,青霉素类抗生素总体市场规模增速略有放缓,2009年同比增长15.41%,略低于整个抗生素用药市场的增长速度。预计国内青霉素制剂在未来几年将速度增长仍将放缓。

图4: 2006~2009国内抗生素销售收入(亿元)



资料来源: SFDA 南方所, 招股书, 国信证券经济研究所

图5: 2007~2009国内青霉素类抗生素销售收入(亿元)



资料来源: SFDA 南方所, 招股书, 国信证券经济研究所

## 磺苄西林钠——高速增长的新型抗生素

磺苄西林钠属于半合成类青霉素，通过干扰细菌细胞壁的合成而产生抗菌作用，与其他青霉素类相比具有抗菌谱广、对  $\beta$ -内酰胺酶的稳定性更高、体内的吸收度和生物利用度更好等优点。

磺苄西林钠最早由日本武田研究所研制，于 1972 年上市，1992 年其专利在中国到期。该药物侧链合成难度较大，生产工艺路线较为复杂。直至 2009 年，我国的部分企业才攻克技术难关，掌握了磺苄西林钠原料药的生产技术，使得注射用磺苄西林钠得以大规模投入市场。注射用磺苄西林钠于 2009 年年底进入《国家基本医保药品目录》，这使其在临床应用和推广拥有了市场基础。2010 年随着该产品大规模投入生产及其在二三线城市医院以及新农合市场的快速释放，市场发展快速，市场规模达 2.47 亿元。

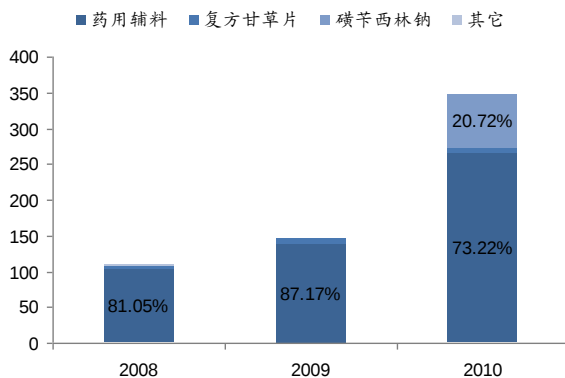
## 主营业务分析

### 公司经营概况

公司 2010 年销售收入 3.64 亿元，08-10 年复合增长率为 70.68%。2010 年净利润为 0.67 亿元，08-10 年复合增长率达 150.53%。2011 年上半年销售收入 3.10 亿元，净利润 0.61 亿元，逼近 2010 年全年水平，营业收入与净利润均实现了快速增长。

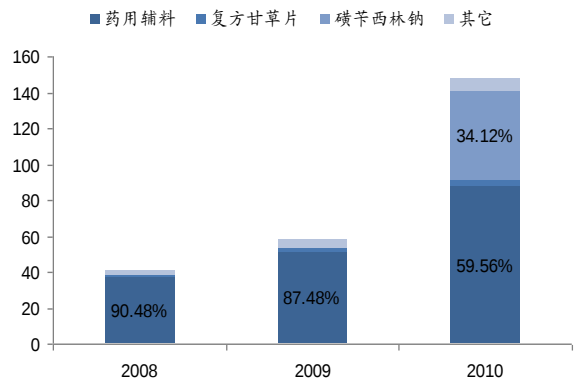
公司的主导产品包括药用辅料、复方甘草片和磺苄西林钠注射剂，合计占总收入和毛利的 90% 以上，其中药用辅料类是公司第一大产品，2010 年分别占收入和毛利的 73%、60%。而成药类的磺苄西林钠增长迅速，2010 年初投产即分别占收入和毛利的 21%、34%。

图 6：08~10 年尔康制药销售收入构成（百万元）



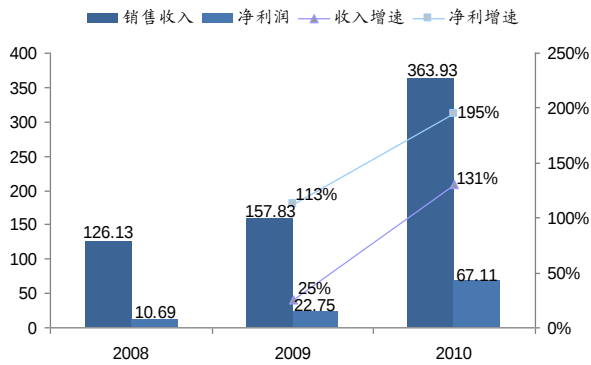
资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 7：08~10 年尔康制药销售毛利润构成（百万元）



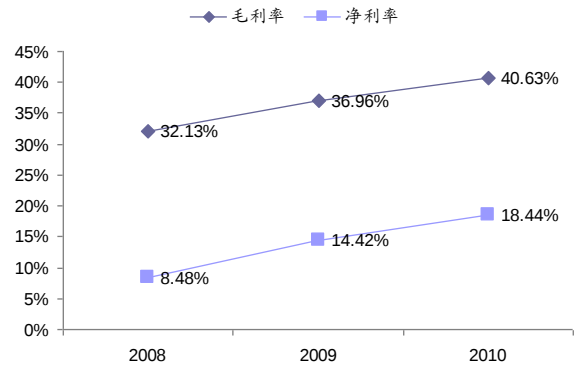
资料来源：招股书，国信证券经济研究所

图 8: 08~10 年尔康制药销售收入、净利润及增速 (百万元)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

图 9: 08~10 年尔康制药毛利率及净利率

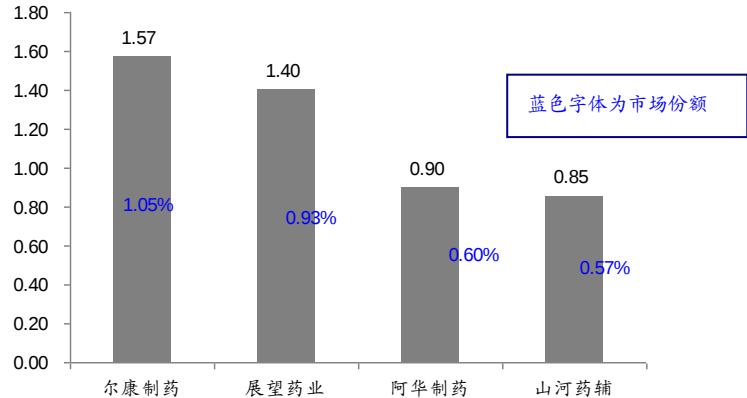


资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

## 药用辅料

截至 2011 年 8 月 31 日, 公司共拥有 112 种药用辅料产品, 其中主要产品包括药用甘油、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠及药用蔗糖。目前, 公司是国内拥有药用辅料注册批件最多, 销售规模最大的专业药用辅料企业之一, 并且率先在行业内采用 GMP 认证环境下进行药用辅料生产。

图 10: 2009 年尔康制药与其他主要药用辅料生产企业销售额比较 (亿元)



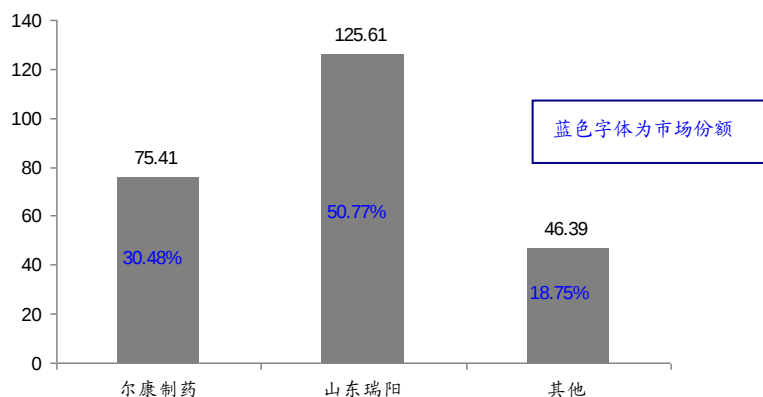
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

## 注射用磺苄西林钠

由于目前磺苄西林钠批文很少, 市场份额相对较为集中, 竞争暂不激烈。截至 2011 年 8 月 31 日, 国内拥有原料药注册批件的企业仅有 5 家, 拥有成品药注册批件的企业也仅有 5 家, 而同时拥有其原料药和成品药注册批件的企业在国内仅有 3 家。相比于传统抗生素的数百家生产企业的规模来说, 注射用磺苄西林钠的市场尚处于发展初期, 先期进入市场的企业将具有较大的先发优势。据南方医药经济研究所的统计, 目前产品大批量投入市场的仅有山东瑞阳制药有限公司与湖南尔康制药股份有限公司。公司是国内最早取得磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业, 并且是唯一拥有注射用磺苄西林钠成品药全部三个规格 (1g、2g、4g) 批准文号的企

业。公司注射用磺苄西林钠生产线于 2010 年 3 月正式投产，10 年销售额达 7541 万元，已占据 30% 市场份额。

图 11: 2010 年尔康制药与其他磺苄西林钠生产企业销售额比较 (百万元)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所

## 募投项目分析

公司此次发行 4600 万股, 发行价 17.97 元, 共募资 8.3 亿元, 扣除发行费用后实际募资净额 7.67 亿元, 超募约 2.67 亿元。募集资金主要用于药用辅料和抗生素原料药、磺苄西林钠制剂的扩产, 其次用于研发中心和营销网络的建设。

表 1: 尔康制药募投项目

| 项目名称                 | 投资额 (万元) | 建设期 | 说明                                                               |
|----------------------|----------|-----|------------------------------------------------------------------|
| 药用辅料及抗生素原料药扩产项目      | 19942    | 2年  | 新增年产5000吨药用甘油, 5000吨药用丙二醇, 10000吨药用乙醇, 2000吨药用氢氧化钠, 50吨磺苄西林钠原料药。 |
| 药用辅料工程技术研究中心         | 5033     | 2年  | 新建3000平方米药用辅料工程技术研究中心, 选址为浏阳生物医药工业园厂区内。                          |
| 5000万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目 | 19332    | 2年  | 新建2500平方米生产车间, 用于年产五千万支注射用磺苄西林钠生产线扩建。                            |
| 营销网络建设项目             | 5739     | 2年  | 在长沙地区建设全国营销中心, 并在全国15个城市建立办事处形成配送网络。                             |

资料来源: 招股书、国信证券经济研究所

## 盈利预测及估值

公司 08 年净利润仅 1084 万元, 在 2 年内快速增长到 10 年的 6646 万元, 主要是依靠 10 年初推广的新产品磺苄西林钠、以及原有产品线药用辅料在 10 年的加速增长, 11 年磺苄西林延续新进医保带来的快速增长趋势, 有望带动公司整体净利润过亿。预计未来药用辅料在上游行业走向规范的过程中将保持 20% 以上的稳定增长, 但制剂产品仍较单一且可能受政策影响增速将放缓。

我们预计 11-13 年 EPS0.57、0.77、0.93 元/股, 给予一年期合理价值区间为 17.71-19.25 元/股 (即 12PE23-25X)。公司发行价 17.97 元已处于合理价值区间

范围内。

**表 2: 尔康制药分产品盈利预测 (单位: 百万)**

|                | 2008   | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>1. 药用辅料</b> |        |        |        |        |        |        |
| 收入             | 102    | 138    | 266    | 402    | 538    | 790    |
| 同比增长           |        | 35%    | 94%    | 51%    | 34%    | 47%    |
| 毛利率            | 35.87% | 37.09% | 33.05% | 25.65% | 23.01% | 18.96% |
| 1.1 药用蔗糖       | 7      | 21     | 105    | 210    | 315    | 535    |
| 同比增长           |        | 192%   | 389%   | 100%   | 50%    | 70%    |
| 毛利率            | 28.15% | 10.47% | 6.83%  | 6.40%  | 6.40%  | 6.40%  |
| 1.2 药用甘油       | 32     | 27     | 43     | 43     | 45     | 47     |
| 同比增长           |        | -16%   | 59%    | 0%     | 5%     | 5%     |
| 毛利率            | 25.16% | 39.12% | 39.75% | 36.00% | 36.00% | 36.00% |
| 1.3 药用乙醇       | 4      | 9      | 16     | 19     | 21     | 23     |
| 同比增长           |        | 147%   | 85%    | 20%    | 10%    | 10%    |
| 毛利率            | 8.63%  | 11.55% | 18.97% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 1.4 药用丙二醇      | 12     | 13     | 17     | 18     | 19     | 20     |
| 同比增长           |        |        | 39%    | 5%     | 5%     | 5%     |
| 毛利率            | 16.03% | 23.61% | 20.98% | 18.50% | 18.50% | 18.50% |
| 1.5 药用氢氧化钠     | 9      | 10     | 10     | 10     | 11     | 13     |
| 同比增长           |        |        | 1%     | 0%     | 10%    | 10%    |
| 毛利率            | 67.18% | 62.64% | 70.53% | 70.00% | 65.00% | 63.00% |
| 1.6 其他药用辅料     | 38     | 58     | 75     | 101    | 126    | 151    |
| 同比增长           |        | 53%    | 30%    | 35%    | 25%    | 20%    |
| 毛利率            | 47.91% | 48.25% | 66.59% | 60.00% | 58.00% | 55.00% |
| <b>2. 成品药</b>  |        |        |        |        |        |        |
| 收入             | 5      | 8      | 81     | 156    | 217    | 280    |
| 同比增长           |        | 71%    | 904%   | 93%    | 39%    | 29%    |
| 毛利率            | 34.27% | 28.33% | 65.73% | 66.87% | 64.26% | 62.47% |
| 2.1 注射用磺苄西林钠   |        |        | 75     | 151    | 211    | 274    |
| 同比增长           |        |        |        | 100%   | 40%    | 30%    |
| 毛利率            |        |        | 66.90% | 68.00% | 65.00% | 63.00% |
| 2.2 复方甘草片      | 5      | 8      | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 同比增长           |        | 71%    | -31%   | 0%     | 0%     | 0%     |
| 毛利率            | 34.27% | 28.32% | 49.76% | 36.00% | 36.00% | 36.00% |
| <b>3. 其他</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 收入             | 18     | 12     | 16     | 30     | 32     | 33     |
| 同比增长           |        | -35%   | 38%    | 86%    | 5%     | 5%     |
| 毛利率            | 12.56% | 43.01% | 40.83% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| <b>合计</b>      |        |        |        |        |        |        |
| 收入             | 125    | 157    | 364    | 588    | 786    | 1103   |
| 同比增长           |        | 26%    | 131%   | 62%    | 34%    | 40%    |
| 毛利率            | 32.48% | 37.08% | 40.68% | 37.09% | 34.86% | 30.48% |
| 毛利             | 41     | 58     | 148    | 218    | 274    | 336    |

资料来源: 招股书、国信证券经济研究所

## 附表 1：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2010       | 2011E       | 2012E       | 2013E       | 利润表 (百万元)        | 2010      | 2011E      | 2012E      | 2013E      |
|------------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-----------|------------|------------|------------|
| 现金及现金等价物         | 30         | 874         | 923         | 1000        | 营业收入             | 364       | 584        | 782        | 1036       |
| 应收款项             | 47         | 80          | 116         | 156         | 营业成本             | 216       | 365        | 500        | 687        |
| 存货净额             | 66         | 114         | 162         | 232         | 营业税金及附加          | 2         | 3          | 4          | 5          |
| 其他流动资产           | 5          | 8           | 11          | 15          | 销售费用             | 37        | 58         | 70         | 88         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>148</b> | <b>1076</b> | <b>1212</b> | <b>1403</b> | 管理费用             | 26        | 38         | 48         | 63         |
| 固定资产             | 123        | 156         | 193         | 217         | 财务费用             | 3         | (6)        | (9)        | (10)       |
| 无形资产及其他          | 21         | 20          | 20          | 19          | 投资收益             | 0         | 0          | 0          | 0          |
| 投资性房地产           | 3          | 3           | 3           | 3           | 资产减值及公允价值变动      | (3)       | (1)        | (1)        | (1)        |
| 长期股权投资           | 0          | 0           | 0           | 0           | 其他收入             | 0         | 0          | 0          | 0          |
| <b>资产总计</b>      | <b>296</b> | <b>1256</b> | <b>1428</b> | <b>1642</b> | 营业利润             | 78        | 125        | 167        | 203        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 60         | 50          | 50          | 50          | 营业外净收支           | 0         | 0          | 0          | 0          |
| 应付款项             | 14         | 24          | 33          | 45          | <b>利润总额</b>      | <b>78</b> | <b>125</b> | <b>167</b> | <b>203</b> |
| 其他流动负债           | 44         | 73          | 99          | 134         | 所得税费用            | 11        | 19         | 25         | 30         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>117</b> | <b>147</b>  | <b>181</b>  | <b>229</b>  | 少数股东损益           | 1         | 1          | 1          | 2          |
| 长期借款及应付债券        | 0          | 0           | 0           | 0           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>66</b> | <b>105</b> | <b>141</b> | <b>170</b> |
| 其他长期负债           | 2          | 3           | 5           | 7           |                  |           |            |            |            |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2</b>   | <b>3</b>    | <b>5</b>    | <b>7</b>    |                  |           |            |            |            |
| <b>负债合计</b>      | <b>119</b> | <b>151</b>  | <b>186</b>  | <b>235</b>  |                  |           |            |            |            |
| 少数股东权益           | 1          | 2           | 3           | 5           |                  |           |            |            |            |
| 股东权益             | 175        | 1103        | 1238        | 1402        |                  |           |            |            |            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>296</b> | <b>1256</b> | <b>1428</b> | <b>1642</b> |                  |           |            |            |            |

| 现金流量表 (百万元)    | 2010        | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润            | 66          | 105         | 141         | 170         |
| 资产减值准备         | 3           | (3)         | 0           | 0           |
| 折旧摊销           | 10          | 10          | 13          | 15          |
| 公允价值变动损失       | 3           | 1           | 1           | 1           |
| 财务费用           | 3           | (6)         | (9)         | (10)        |
| 营运资本变动         | (29)        | (46)        | (51)        | (65)        |
| 其它             | (2)         | 4           | 1           | 1           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>52</b>   | <b>71</b>   | <b>105</b>  | <b>123</b>  |
| 资本开支           | (69)        | (40)        | (50)        | (40)        |
| 其它投资现金流        | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(69)</b> | <b>(40)</b> | <b>(50)</b> | <b>(40)</b> |
| 权益性融资          | 0           | 827         | 0           | 0           |
| 负债净变化          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 支付股利、利息        | (3)         | (4)         | (6)         | (7)         |
| 其它融资现金流        | 19          | (10)        | 0           | 0           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>14</b>   | <b>812</b>  | <b>(6)</b>  | <b>(7)</b>  |
| <b>现金净变动</b>   | <b>(4)</b>  | <b>844</b>  | <b>49</b>   | <b>76</b>   |
| 货币资金的期初余额      | 34          | 30          | 874         | 923         |
| 货币资金的期末余额      | 30          | 874         | 923         | 1000        |
| 企业自由现金流        | (16)        | 27          | 47          | 75          |
| 权益自由现金流        | 4           | 22          | 55          | 83          |

| 关键财务与估值指标     | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益          | 0.36 | 0.57  | 0.77  | 0.93  |
| 每股红利          | 0.10 | 0.02  | 0.03  | 0.04  |
| 每股净资产         | 0.95 | 5.99  | 6.73  | 7.62  |
| ROIC          | 38%  | 36%   | 37%   | 36%   |
| ROE           | 38%  | 10%   | 11%   | 12%   |
| 毛利率           | 41%  | 38%   | 36%   | 34%   |
| EBIT Margin   | 23%  | 21%   | 20%   | 19%   |
| EBITDA Margin | 26%  | 22%   | 22%   | 20%   |
| 收入增长          | 131% | 61%   | 34%   | 32%   |
| 净利润增长率        | 192% | 59%   | 34%   | 21%   |
| 资产负债率         | 41%  | 12%   | 13%   | 15%   |
| 息率            | 0.1% | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%  |
| P/E           | 49.7 | 31.4  | 23.5  | 19.4  |
| P/B           | 18.9 | 3.0   | 2.7   | 2.4   |
| EV/EBITDA     | 36.4 | 26.5  | 20.3  | 16.9  |

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间    |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 国信证券经济研究所团队成员

|                  |                    |                |                    |               |                    |
|------------------|--------------------|----------------|--------------------|---------------|--------------------|
| <b>宏观</b>        |                    | <b>固定收益</b>    |                    | <b>策略</b>     |                    |
| 周炳林              | 0755-82130638      | 李怀定            | 021-60933152       | 黄学军           | 021-60933142       |
| 林松立              | 010-66026312       | 侯慧娣            | 021-60875161       | 林丽梅           | 021-60933157       |
| 崔 嵘              | 021-60933159       | 张 旭            | 010-66026340       | <b>技术分析</b>   |                    |
| <b>交通运输</b>      |                    | <b>银行</b>      |                    | 闫 莉           | 010-88005316       |
| 郑 武              | 0755- 82130422     | 邱志承            | 021- 60875167      | <b>房地产</b>    |                    |
| 陈建生              | 0755- 82133766     | 黄 飙            | 0755-82133476      | 方 焱           | 0755-82130648      |
| 岳 鑫              | 0755- 82130432     | 谈 煊            | 010- 66025229      | 区瑞明           | 0755-82130678      |
| 周 俊              | 0755-82130833-6215 |                |                    | 黄道立           | 0755- 82133397     |
| 糜怀清              | 021-60933167       |                |                    |               |                    |
| <b>商业贸易</b>      |                    | <b>汽车及零配件</b>  |                    | <b>钢铁及新材料</b> |                    |
| 孙菲菲              | 0755-82130722      | 左 涛            | 021-60933164       | 郑 东           | 010- 66025270      |
| 祝 彬              | 021-60933156       |                |                    | 秦 波           | 010-66026317       |
| 常 伟              |                    |                |                    | 郭 莹           | 010-88005303       |
| <b>机械</b>        |                    | <b>基础化工</b>    |                    | <b>医药</b>     |                    |
| 郑 武              | 0755- 82130422     | 刘旭明            | 010-66025272       | 贺平鸽           | 0755-82133396      |
| 陈 玲              | 0755-82130646      | 张栋梁            | 0755-82130532      | 丁 丹           | 0755- 82139908     |
| 杨 森              | 0755-82133343      | 罗 洋            | 0755-82150633      | 杜佐远           | 0755-82130473      |
| 后立尧              | 010-88005327       | 吴琳琳            | 0755-82130833-1867 | 胡博新           | 0755-82133263      |
| <b>电力设备与新能源</b>  |                    | 梁 丹            | 0755- 82134323     | 刘 勃           | 0755-82130833-1845 |
| 杨敬梅              | 021-60933160       | <b>传媒</b>      |                    | <b>有色金属</b>   |                    |
| 张 弢              | 010-88005311       | 陈财茂            | 010-88005322       | 彭 波           | 0755-82133909      |
| <b>电力与公用事业</b>   |                    | 刘 明            | 010-88005319       | 龙 飞           |                    |
| 谢达成              | 021-60933161       | <b>非银行金融</b>   |                    | <b>通信</b>     |                    |
|                  |                    | 邵子钦            | 0755- 82130468     | 严 平           | 021-60875165       |
|                  |                    | 田 良            | 0755-82130513      | 唐俊杰           | 021-60875160       |
|                  |                    | 童成敦            | 0755-82130513      |               |                    |
| <b>造纸</b>        |                    | <b>家电</b>      |                    | <b>计算机</b>    |                    |
| 李世新              | 0755-82130565      | 王念春            | 0755-82130407      | 段迎晟           | 0755- 82130761     |
| 邵 达              | 0755-82130706      |                |                    | 欧阳仕华          | 0755-82151833      |
| <b>电子元器件</b>     |                    | <b>纺织服装</b>    |                    | <b>农业</b>     |                    |
| 段迎晟              | 0755- 82130761     | 方军平            | 021-60933158       | 张 如           | 021-60933151       |
| 高耀华              | 0755-82130771      |                |                    |               |                    |
| 熊 丹              | 0755-82133528      |                |                    |               |                    |
| <b>建材</b>        |                    | <b>旅游</b>      |                    | <b>食品饮料</b>   |                    |
| 郑 东              | 010- 66025270      | 曾 光            | 0755-82150809      | 黄 茂           | 0755-82138922      |
| 马 彦              | 010-88005304       |                |                    |               |                    |
| <b>建筑</b>        |                    | <b>新兴产业</b>    |                    | <b>研究支持</b>   |                    |
| 邱 波              | 0755-82133390      | 陈 健            | 010-66022025       | 沈 瑞           | 0755-82132998      |
| 刘 萍              | 0755-82130678      | 李筱筠            | 010-66026326       | 余 辉           | 0755-82130741      |
|                  |                    | 孙 伟            | 010- 66026320      | 王越明           | 0755-82130478      |
| <b>量化投资产品</b>    |                    | <b>基金评价与研究</b> |                    | <b>量化投资策略</b> |                    |
| 焦 健              | 0755-82133928      | 杨 涛            | 0755-82133339      | 葛新元           | 0755-82133332      |
| 阳 瑾              | 0755-82133538      | 康 亢            | 010-66026337       | 董艺婷           | 021-60933155       |
| 周 琦              | 0755-82133568      | 刘舒宇            | 0755-82133568      | 郑 云           | 021-60875163       |
| 邓 岳              | 0755- 82150533     | 李 腾            | 0755-82130833-6223 | 毛 甜           | 021-60933154       |
|                  |                    | 刘 洋            | 0755-82150566      | 李荣兴           | 021-60933165       |
|                  |                    | 潘小果            | 0755-82130843      | 郑亚斌           |                    |
|                  |                    | 蔡乐祥            | 0755-82130833-1368 |               |                    |
|                  |                    | 钱 晶            | 0755-82130833-1367 |               |                    |
| <b>量化交易策略与技术</b> |                    | <b>数据与系统支持</b> |                    |               |                    |
| 戴 军              | 0755-82133129      | 赵斯尘            | 021-60875174       |               |                    |
| 黄志文              | 0755-82133928      | 徐左乾            | 0755-82133090      |               |                    |
| 彭甘霖              | 0755-82133259      | 李扬之            | 0755-82136165      |               |                    |

|     |                     |     |               |
|-----|---------------------|-----|---------------|
| 秦国文 | 0755-82133528       | 陈爱华 | 0755-82133397 |
| 韦 敏 | 0755-82130833-3772  | 袁 剑 | 0755-82139918 |
| 张璐楠 | 0755-82130833- 1379 |     |               |

### 国信证券机构销售团队

| 华北区（机构销售一部） |                                                       | 华东区（机构销售二部） |                                                      | 华南区（机构销售三部） |                                                        |
|-------------|-------------------------------------------------------|-------------|------------------------------------------------------|-------------|--------------------------------------------------------|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |
| 王晓建         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |
| 焦 骥         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    |
| 原 祎         | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |
|             |                                                       | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn  | 徐 冉         | 0755-82130655<br>13632580795<br>xuran1@guosen.com.cn   |
|             |                                                       |             |                                                      | 颜小燕         | 0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn    |
|             |                                                       |             |                                                      | 赵晓曦         | 0755-82134356<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn  |
|             |                                                       |             |                                                      | 郑 灿         | 0755-82133043<br>13421837630<br>zhengcan@guosen.com.cn |