

以全新的思维打造全新的产业

—— 精细化工与新材料系列报告之四

研究结论

- **农药、医药中间体产业转移的背景**：近几年随着国外原研药企一批重磅明星药专利的到期，企业降低自身成本的压力骤增，纷纷关闭其在发达地区的制造研发基地，将农药、医药产业链上一些非核心专利的生产逐渐向中国、印度等国家转移，形成了继劳动密集型、资本密集型产业转移后以国际分工改变为基础的第三次大的以知识技术密集为特征的产业转移，符合中国竞争优势的转变和产业升级的需求。
- **转移的农药、医药中间体市场规模预测**：仅从原研药到期角度分析，2011年至2021年，全球共有销售额超过3000亿美元的“重磅炸弹”药物专利到期，对应的潜在中间体市场规模600亿美元左右，如果再考虑到保护期内药物和在研药物的中间体转移生产以及农药中间体的转移，总体市场规模巨大。
- **联化科技“定制生产”商业模式大大有别于仿制原料药生产模式**：第一，合作方式的创新。定制生产服务专注于产业链特定环节，同原研药企长期合作形成互利共生的战略合作关系，其本质上相当于原研药企的一个体外虚拟组织，是其战略层面上不可或缺的一环，而仿制原料药生产企业则是纯粹的外部原料供应商，与下游制剂企业之间更趋于纯粹的“买卖关系”；第二，合作机制的创新。定制生产服务模式下，原研药企一般选择1-2家供应商为其长期战略合作伙伴，双方签署的合同对原材料价格、汇率波动等设置保障条款，因此定制产品毛利率相对稳定。原料药生产模式下，原料药生产处于医药产业链的最底端，其利润受到下游制剂厂商的挤压；第三，客户更换供应商的成本不同。医药、农药原研药企通常对长期中间体提供商的产品质量、环境、安全等方面要求严格，一般从考察、小规模试生产到最后选择定制生产服务供应商需要3-5年时间，相应转换供应商的潜在成本也就比较高。
- **联化科技独特的“大客户”战略**：联化科技目前核心的客户均是全球农药、医药行业的翘楚，拥有突出的技术研发、市场渠道等优势。据分析，公司核心医药客户即将到期的明星药对应中间体市场容量超过23亿美元，同时诺华和住友处于研发和临床试验阶段的产品分别23个和9个，这些药品均需要多批次的高级中间体；公司核心农药客户专利到期产品2009年销售额超过20亿美元，同时这些公司也有多个新项目处于研发阶段。客户的研发和市场优势为联化科技的发展提供了广阔的空间。
- 2008年以来，公司在金融危机等诸多不利背景下，联化科技实现了业绩季度的环比增长，显示了强劲的内生性增长动力，增发募投项目进一步夯实了未来业绩增长的基础。我们预计公司2011、2012年的每股收益分别为0.75元和1.09元，作为稳定高增长的公司，公司估值具有极大的吸引力，维持公司买入评级。

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

证券分析师

王晶(博士)

8621-63325888 × 6072

执业证书编号：S0860200010013

杨云

8621-63325888 × 6071

执业证书编号：S0860108121215

联系人

赵辰

8621-63325888 × 5101

虞小波

8621-63325888 × 6065

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年11月10日)

23.00元

目标价格

27.00元

总股本/A股(万股)

39699 / 22462

A股市值(百万元)

91.3亿元

国家/地区

中国

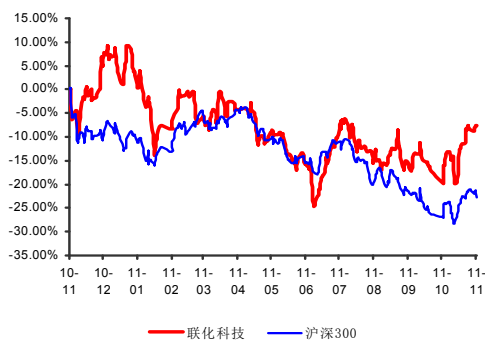
行业

化学原料

报告发布日期

2011年11月10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	2009	2010	2011E	2012E	
营业收入	1341	1973	2798	3474	
同比(%)	24%	47%	42%	24%	
归属母公司净利润	130	203	297	432	
同比(%)	72%	57%	47%	45%	
毛利率(%)	29.9%	26.1%	27.3%	29.8%	
ROE(%)	17.9%	23.0%	17.0%	20.4%	
每股收益(元)	0.33	0.51	0.75	1.09	
P/E (倍)	70.48	44.98	30.70	21.12	
P/B (倍)	4.10	6.39	5.18	4.27	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《内生增长强劲 成长空间巨大》

《抗经济周期波动能力强，自上而下选股的优质标的》

目 录

1 联化科技基本情况简介	4
2 全新的产业——全球医药、农药行业研发生产外包	4
2.1 产业形成的原因一：大量原研药专利到期.....	4
2.2 产业形成的原因二：比较优势变化下的全球产业重新分工.....	5
3 全新的思维——“定制生产”模式下的“大客户战略”	8
3.1 “定制生产”商业模式创新之处	8
3.2 公司核心大客户分析.....	9
4 联化科技盈利预测和投资建议	14

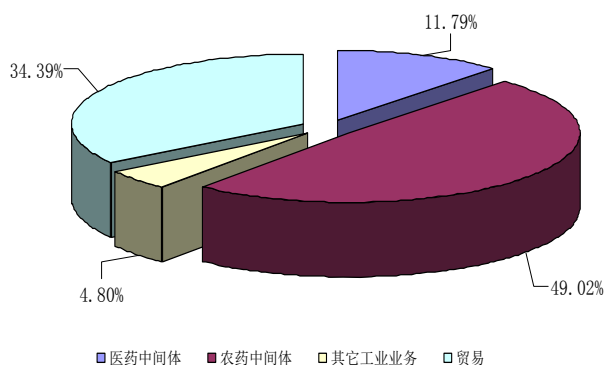
图表目录

图 1：联化科技营业收入构成	4
图 2：联化科技营业利润构成	4
图 3 2010 年-2015 原研药专利集中到期给中间体定制生产企业提供巨大机遇（单位：10 亿美元）	5
图 4 为降低成本，国外原研药企改变原有研发和生产体系来提高效率	6
图 5：中国历年大学毕业生人数	7
图 6：美国大学本科毕业生起薪情况	7
图 7：中科院上海有机所论文数量及影响因子变化	7
图 8：中国专利申请数量逐年上升	7
图 9 定制生产服务同原料药生产商业模式内涵不同导致毛利率波动差异大	9
图 10 联化科技现有核心客户资源	9
图 11. 高级中间体定制生产覆盖了新药发现、临床试验以及大规模生产制造等环节	10
图 12 诺华在研药物品种	11
附表：财务报表预测与比率分析	15

1 联化科技基本情况简介

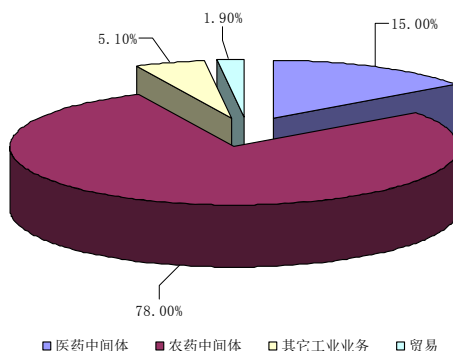
联化科技公司主营业务为精细化学高级中间体的研发、生产和销售,即工业研发生产和贸易两部分。其中工业业务包括医药中间体和农药中间体及其它业务。2011 年上半年,公司实现营业收入 12.3 亿元,同比增长 42.43%;实现利润 1.5 亿元,同比增长 49.53%。在主营收入构成方面,2011 年中期,农药中间体的营业收入达到 6.03 亿元,占总收入的 49.02%;医药中间体的营业收入达到 1.45 亿元,占总收入的 11.79%;贸易收入达到 4.23 亿元,占总收入的 34.39%。营业利润构成方面,2010 年,农药中间体营业利润达到 2.40 亿元,占总营业利润的 78%;医药中间体营业利润达到 0.46 亿元,占总营业利润的 15%;贸易的营业利润达到 0.06 亿元,占总营业利润的 1.9%。

图 1: 联化科技营业收入构成



资料来源: 公司 2011 年中报 东方证券研究所

图 2: 联化科技营业利润构成

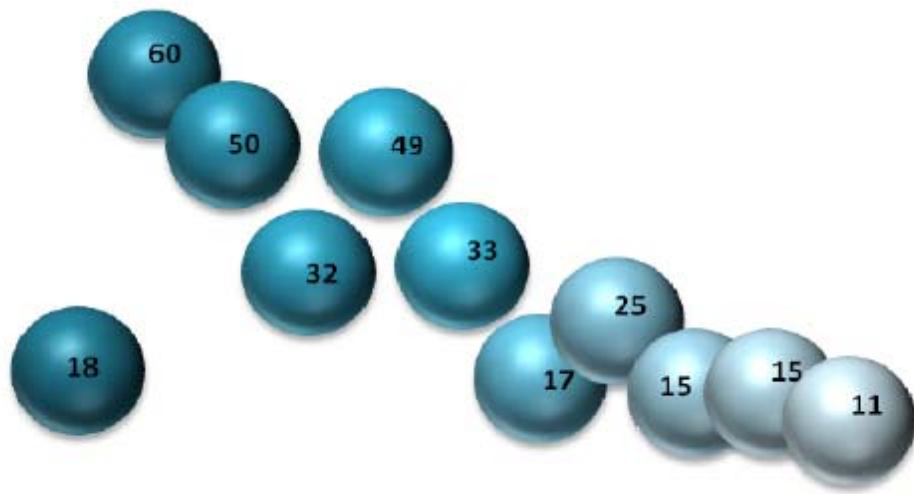


资料来源: 公司 2011 年中报 东方证券研究所

2 全新的产业——全球医药、农药行业研发生产外包

2.1 产业形成的原因一: 大量原研药专利到期

大部分明星药专利在 2010 年-2015 年间集中到期,2010 年到 2015 年到期的原研药对应其在 2009 年的市场销售额分别为 180 亿美元、600 亿美元、500 亿美元、320 亿美元、490 亿美元和 330 亿美元。对国外药品成本进行分拆,药品的制造成本占药物总成本的 30%左右(其中原料药占药物总成本的 20%左右),通常高级中间体占到原料药成本的 80%-90%,以此推算在 2010 年至 2015 年期间专利到期的原研药所对应高级中间体价值在 280 亿美元至 320 亿美元。

图 3 2010 年-2015 原研药专利集中到期给中间体定制生产企业提供巨大机遇（单位：10 亿美元）


2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021

资料来源：Bloomberg 东方证券研究所整理 注：圆圈中的数值为相应年份专利到期药品在 2009 年的销售金额

2.2 产业形成的原因二：比较优势变化下的全球产业重新分工

仿制药的出现，原研药价格将出现大幅下滑，国外制药公司为控制成本逐渐关闭其在本国的制造工厂（诺华、默克等诸多企业均大举关闭其在发达国家的生产基地）。这些制药公司无不把成本控制作为未来发展的重要目标，中间体外包生产符合成本控制目标。

表 1 近年来国外原研药企为控制成本纷纷关闭其在欧美的制造工厂和研发机构

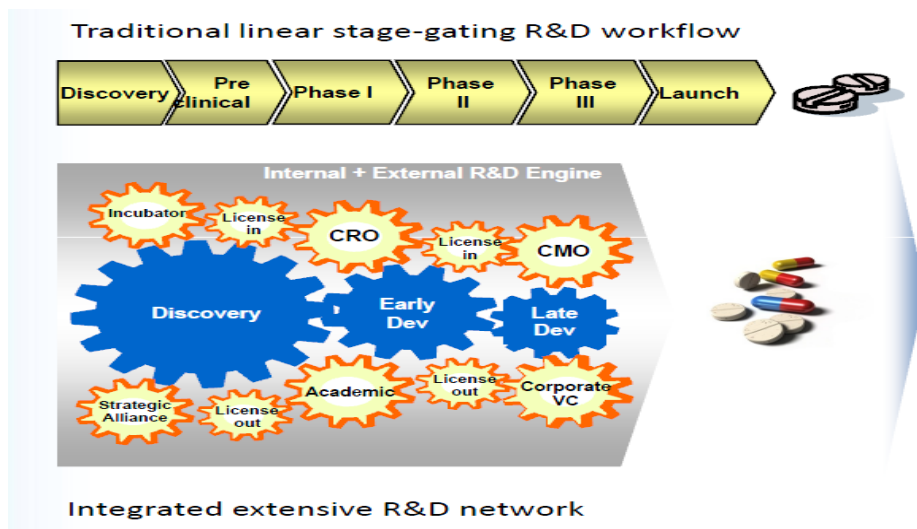
公告日期	公司名称	地点
10/26/11	诺华(Novartis)	诺华计划关闭意大利和巴塞尔的两个制造工厂，裁减其在瑞士和美国的 2000 名员工，同时增加其在中国和印度的人员配置
7/8/10	默克(Merk)	默克计划关闭了 7 个分别位于意大利、葡萄牙、墨西哥、巴西和阿根廷的制造工厂，同时关闭 8 个在北美和欧洲的研发机构。
5/18/10	辉瑞 (Pfizer)	2015 年前裁员 6000，同时计划关闭其在美国和波多黎各的 8 个制造工厂，同时减少 6 个在爱尔兰和德国的工厂的生产规模
1/22/07	辉瑞 (Pfizer)	辉瑞计划在 2010 年至 2012 年关闭其在纽约和内布拉斯加州的 2 个制造工厂以及位于密歇根州的 3 个研发机构
1/2/07	礼来 (Eli Lilly)	关闭其位于英格兰的制剂工厂

资料来源：Bloomberg News Market Watch 东方证券研究所整理

国外医药企业传统研发流程是从新药结构发现到早期开发最后制造生产销售等一系列环节都通过内部各组织机构来完成，这种模式最大的缺点是研发成本高、研发效率低。面对仿制药企业的冲击，

近年来大多数国外医药企业选择调整研发体系，通过同外部专业研发或制造企业达成战略合作，将药物结构发现、临床试验、中间体原料药生产等研发环节部分或全部外包给这些企业。这些企业相当于公司的一个虚拟部门，在战略层面保持一致，形成公司研发的动力。这些承接企业扮演的角色区别于一般的原料药供应商，其本质相当于国外医药企业的一个体外虚拟组织，是其战略的一个不可或缺的环节。

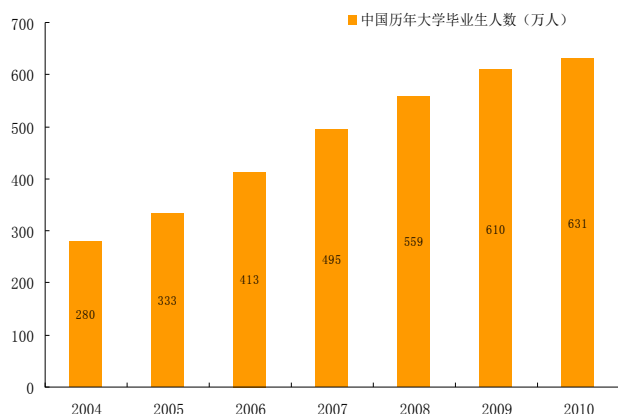
图 4 为降低成本，国外原研药企改变原有研发和生产体系来提高效率



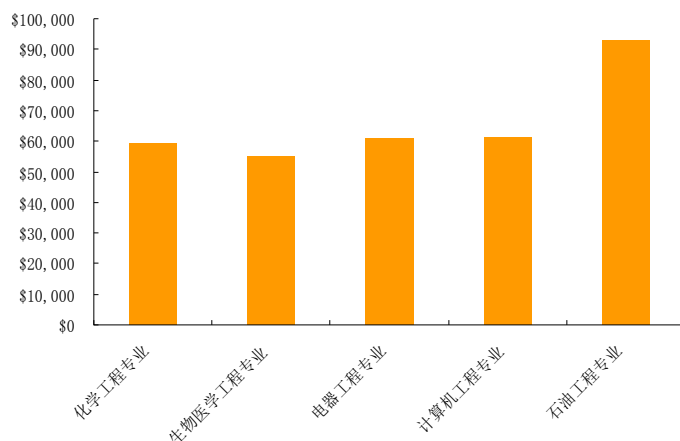
资料来源： 东方证券研究所整理

近几年随着国外原研药企一批重磅型明星药专利的到期，企业降低自身成本的压力骤增，急需将农药、医药产业链上一些非核心专利的生产逐渐向中国、印度等国家转移，形成了继劳动密集型、资本密集型产业转移后以国际分工改变为基础的第三次大的以知识技术密集为特征的产业转移，符合中国竞争优势的转变和产业升级的需求。现今中国的真正的比较优势：

- 大学毕业生数量，“物美价廉”的科研人员
2010 年中国大学毕业生超过 650 万，首次超过美国成为全球大学生毕业人数最多的国家。每年中国大学为社会各行各业输送大批毕业生，为企业提供新生力量。在美国化学工程、生物医学工程专业毕业生起薪工资在 6 万美金左右，石油工程专业本科毕业生的起薪更是达到 9 万美金，这三类工作是名副其实的“高薪”工作。而目前国内化工专业本科毕业生的起薪在 2000-3000 元/月左右，中国企业能够招聘到大量具备一定科研素质，工资水平相对国外也较低。中国大学毕业生人数以及工资待遇水平两个因素就决定了中国化工企业在研发生产成本上比国外的企业有很大的比较优势，是像联化科技这一类型的公司参与医药、农药行业全球化分工合作，承接以知识技术密集为特征的第三次产业转移的基础。

图 5：中国历年大学毕业生人数


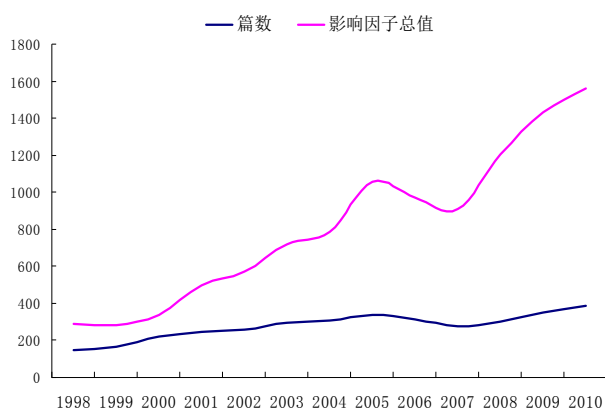
资料来源：中国教育部 东方证券研究所

图 6：美国大学本科毕业生起薪情况


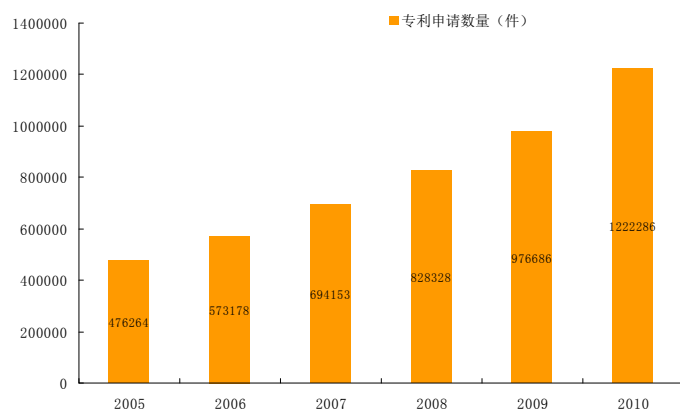
资料来源：2010 年美国大学毕业生薪资报告 东方证券研究所

- 产学研的紧密合作，扎实的科研基础支撑为企业研发提供了创新支持。

化学合成领域基础研究的进步，中国在化学合成、化学结构、分子动态学与化学催化以及大分子和超分子化学等领域取得长足发展，同时在基础研究、基础应用研究和应用研究结合发展上也取得显著进步。国内化学合成等化学基础领域的发展为企业研发提供了创新支持，为企业参与全球产业分工提供了智力支持。联化科技同国内知名的研究所合作，利用国内研究所在化学合成领域内的基础研究，将科研成果转化为实际生产力。

图 7：中科院上海有机所论文数量及影响因子变化


资料来源：东方证券研究所

图 8：中国专利申请数量逐年上升


资料来源：中国知识产权局 东方证券研究所

- 国内化工园区配基层套设施完善，产业集群效应显著

中国在化学园区建设配套设施成熟完善，经过多年的发展逐渐形成了石油化工、有机化工原料、精细化工产品产业集群。

3 全新的思维——“定制生产”模式下的“大客户战略”

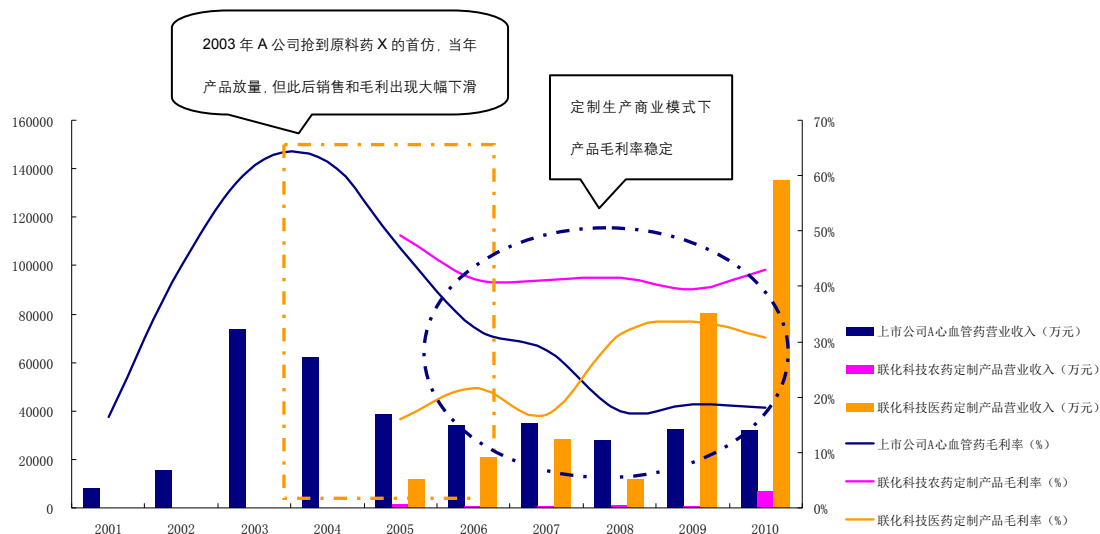
3.1 “定制生产”商业模式创新之处

在医药、农药定制生产服务商业模式出现之前，国内医药和农药原料药企业通常采取从原料药生产出口逐步向利润更高的制剂生产出口的策略。定制生产服务模式则专注于高级中间体的定制生产服务，专注于产业链的特定环节，做精做强，同原研药企达成互利共生的战略合作关系。联化科技是国内最早开创农药、医药定制生产的先河，并在同国际知名医药和农药大客户合作中不断提升和衍生定制生产商业模式的内涵。公司定制生产服务同单纯原料药生产商业模式有以下创新之处：

- 第一， 合作方式的创新。定制生产服务专注于产业链的某一环节，同原研药企经过长期合作形成互利共生的战略合作关系，定制生产服务提供商本质上相当于原研药企的一个体外虚拟组织，是其战略层面上不可或缺的一环。而原料药生产企业则是外部原料供应商，原料药企业向下游制剂发展的过程中，如果不能有效地开拓药品销售市场，就可能陷入原料药和制剂销售同时下滑的被动局面。
- 第二， 合作机制的创新。定制生产服务模式下，原研药企一般选择 1-2 家供应商为其长期战略合作伙伴，双方签署的合同对原材料价格、汇率波动等设置保障条款，因此定制产品毛利率相对稳定。原料药生产模式下，原料药企业通过公开市场竞价销售原料药，原料药生产处于医药、农药产业链的最底端，其利润容易受到下游制剂厂商的挤压。
- 第三， 客户更换供应商的成本不同。医药、农药原研药企通常对长期中间体提供商的产品质量、环境、安全等方面要求严格，一般从考察、小规模试生产到最后选择定制生产服务供应商需要 3-5 年时间，相应转换供应商的潜在成本也就比较高。

定制生产服务同原料药生产商业模式有着本质区别，表现在产品销售以及产品毛利率变化也有很大区别。以国内生产的某心血管原料药 X 的上市公司 A 为例。2003 年 A 公司通过两家贸易公司代理出口，其中销往西班牙 X 数量 32 吨，占 2003 年 X 总数量 63%，平均价格 2093 美元/公斤。但是从 2004 年起，X 产品出口价格大幅下降到 600-700 美元/公斤。主要因为 A 公司在西班牙订单终止。2004 年 A 公司出口 X 到香港，通过香港贸易商转口有 19.7 吨，但平均价格只有 488 美元/公斤。出口价格出现大幅下滑原因一方面因为原料药生产企业处于产业链最底端，受到制剂厂商的挤压。原料药销售市场是公开竞价市场，随着更多的原料药企业研制产品推向市场，价格竞争就日趋激烈，高毛利不可持续。另一方面，原料药企业不具备对下游渠道的控制，往往通过中间贸易商代理出口，中间商争取了其中一部分利润。

图 9 定制生产服务同原料药生产商业模式内涵不同导致毛利率波动差异大



资料来源：WIND 东方证券研究所整理

3.2 公司核心大客户分析

公司坚持走“大客户”战略，通过与国际知名医药和农药大客户的合作中学习这些知名企业先进的生产管理经验，了解医药和农药市场的最新发展趋势，为更好的拓展国际知名客户积累了丰富的经验。公司现有核心客户包括先正达、拜耳、巴斯夫、杜邦等一线农业生产企业以及诺华、住友这样的国际知名医药企业。

图 10 联化科技现有核心客户资源

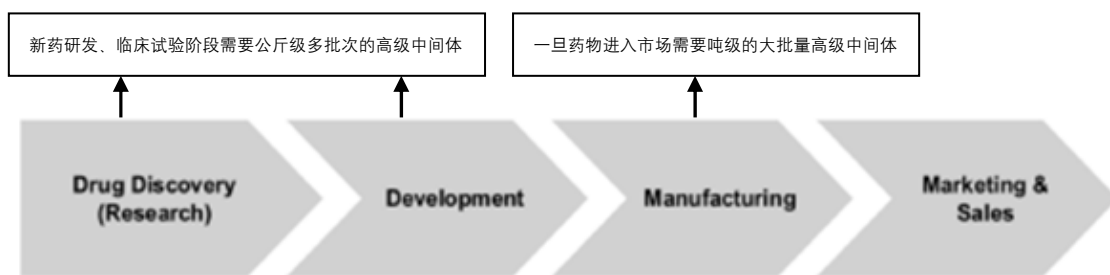


资料来源：东方证券研究所整理

本文对联化科技核心定制客户专利期即将到期的原研药对应的重要中间体进行梳理。这些中间体是未来十年联化科技重点发展的产品，是重要潜在的市场，是公司在未来成长性的重要保证。同时公司的定制客户也在新药研发上处于临床二期和三期的品种也较多，在研发和临床过程中需要定制相关中间体，公司依托成熟的研发和工程技术，能够完成从实验室小试、中试到工业化生产。

公司建设有符合 GMP 标准的多功能中试车间，能够高效率的为国外原研药企在新药研发和临床试验阶段定制生产相应的高级中间体。同时公司现代化工业生产车间能够承接大规模的定制生产业务。超过十年的定制生产服务经验为开拓市场，承接更多的定制提供了帮助。

图 11. 高级中间体定制生产覆盖了新药发现、临床试验以及大规模生产制造等环节



资料来源：东方证券研究所整理

公司医药重点定制客户专利即将到期的重磅明星产品 2009 年销售额超过 142 亿美元

不完全统计 2010-2015 年现有核心客户诺华制药有超过 5 个重磅明星药到期，其中有氟伐他汀钠、缬沙坦、唑来膦酸、唑来膦酸、Gleevec、Sandostatin 2009 年销售额分别达到 6.56 亿美元、60.13 亿美元、14.3 亿美元、39 亿美元和 11.6 亿美元，占在此期间专利到期明星药销售额的 6.3%。住友的美罗培南 2009 年销售额 11 亿美元，占在此期间到期明星药销售额的 0.5%。对国外药品成本进行分拆，药品的制造成本占药物总成本的 30% 左右(其中原料药占药品制造成本的 20% 左右)，通常高级中间体占到原料药成本的 80%-90%。仅公司现有重点医药定制客户诺华和住友专利即将到期的明星药对应的中间体价值就在 23 亿美元至 26 亿美元之间。

表 2 公司重点定制客户专利即将到期的重磅明星产品对应的中间体市场容量在 23-26 亿美元

中文药名	英文商品名	通用名	原研企业	专利到期日	2009 年销售金额 (亿美元)	重要中间体及原料药
美罗培南		Meropenem	住友	6/21/10	11	MVP/MAP 及美罗培南双环母核
氟伐他汀钠	Fluvastatin Sodium	Lescol	诺华	4/11/12	6.56	氟伐他汀系列 6 个高级中间体
缬沙坦	Valsartan	Diovan	诺华	3/21/12	60.13	缬沙坦酰胺甲酯 N-(三苯基甲基)-5-(4'-溴甲基联苯

						-2-基)四氮唑
唑来膦酸	Zoledronic acid	Zometa	诺华	3/2/13	14.3	
Gleevec	格列卫	伊马替尼	诺华	4/20/15	39	N-(5-氨基-2-甲基苯基)-4-(3-吡啶基)-2-氨基嘧啶等 8 个高级中间体
Sandostatin	善龙	醋酸奥曲肽	诺华	7/4/15	11.6	
				合计:	142.6	

资料来源：健康网 Bloomberg 东方证券研究所整理

重点医药定制客户处于新药研发、临床试验的产品需要少量多批次高级中间体

诺华的用于治疗晚期肾癌的新药 Afinitor 今年 3 月 30 日获得 FDA 批准。在新药研发方面，2011 年至 2015 年诺华共有 23 个在研新药。

图 12 诺华在研药物品种



资料来源：Novartis 网站 东方证券研究所整理

日本住友在研产品有 AmBisome(SM-26000)、SMP-536(agalsidase alfa)、AD-5423 (blonanserine)、AD-810N (唑尼沙胺, zonisamide)、AS-3201 (ranirestat)、SM-11355(miriplatin hydrate)、SM-13496(lurasidone)、SMP-114、AC-3933 等九个在研药品。

农药核心定制客户专利即将到期产品

拜耳销售的超过 1 亿美金的产品甲基磺隆和甲酰胺基嘧磺隆分别于专利于 2011 年和 2014 年到期。巴斯夫销售的氟吡草胺 2009 年销售额达到 1.1 亿美元，其专利于 2012 年即将到期。

表 3 公司核心的农药定制客户专利到期产品市场销售额超过 20 亿美元

重点客户	专利到期产品	到期时间	销售额 (亿美元)
先正达	三氟啶磺隆 (trifloxysulfuron)	2011	0.7
	嘧菌环胺 (cyprodinil)	2014	1.4
拜耳	甲基磺隆 (iodosulfuron)	2011	1.5
	甲酰胺基嘧磺隆 (foramsulfuron)	2014	1.15
	噁嗪草酮	2012	0.35
巴斯夫	氟吡草胺 (diflufenzopyr)	2012	1.1
	二甲噁草胺	2013	0.3
	醚菌胺 (dimoxystrobin)	2012	0.5
	三氟钾磺隆 (triflurosulfuron)	2014	0.3
	氟吡酰草胺 (picolinafen)	2011	0.6
陶氏化学	磺酰磺隆 (sulfonamide)	2011	0.2
	氟硫草定	2012	0.3
	唑啉磺草胺	2013	0.27
	多杀菌素		0.46
	腈苯唑		0.72
	虫酰肼		0.6
杜邦	氟啶磺隆	2014	0.65
	灭多威	2012	1.1
	氟硅左	2011	0.9
	苯磺隆		1.25
住友化学	烯草酮		0.35
	吡唑硫磷		0.51

	吸啞虫胺 吡丙醚	2015	0.93 0.5
FMC	异噁草酮	2010	1.8
	联苯菊酯	2011	1.2
		合计:	19.64

资料来源: 世界农药新进展 东方证券研究所整理

农药核心定制客户近两年新上市新药以及在研产品

表 4 公司重点农药定制客户近年新上市产品以及在研产品介绍

重点客户	近年新上市产品	上市时间	在研产品
先正达	Bicydopyrone Pinoxaden 鱼尼汀受体抑制剂 Isopyrazam Sedaxane Revus	2003 2006 2006 2005 2007	SYN523
拜耳	Tembotrione pyradonil Indaziflam Tefuryltrione Fluoxastrobin bixafen fluopyram penflufen	2007 2008 2011 2005 2004 2005 2010 2005	BYF1047 BYI0833 fluopyram bixafen thiencarbaone tefuryltrione pyrasulfotole
巴斯夫	pramezone metaflumizon d900167 ametoctradin fluxapyroxad	2006 2006 2006 2007 2010	F600 saflufenacil
陶氏化学	Aminopyralid Pyroxsulam Butenyl-spinosyns	2006 2002 2002	DAS734

	sulfoxaflor meptyldinocap	2007	
杜邦	氯虫酰胺 proguinazid	2008	Cyantranilprole aminocyclopyrachlor
住友化学	propyrisulfuron flufenerim ple	2004 2006 2004	BYF1047 S-1947
FMC	Cacbine Ranman		
三菱化学	Simeconazole dinotefuran penthiopyrad lepimectin		
日产化学	Bifenazate amisulbrom	2000 2008	NC-512

资料来源：各公司网站 东方证券研究所整理 注：在研产品列包括即将上市产品

4 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年归属母公司所有者净利润为 2.97 亿和 4.32 亿，预测全面摊薄后每股收益为 0.75 元和 1.09 元，对应 11、12 年的动态市盈率 30.70 倍和 21.12 倍，作为稳定高成长的公司，公司目前股价具有较大吸引力，维持公司买入评级。

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	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	
流动资产	537	792	1884	2333	营业收入	1341	1973	2798	3474	
现金	89	253	1060	1327	营业成本	940	1458	2034	2439	
应收账款	155	194	354	439	营业税金及附加	3	5	7	9	
其它应收款	44	39	56	69	营业费用	43	28	70	104	
预付账款	43	54	81	98	管理费用	173	218	283	354	
存货	202	231	305	366	财务费用	8	8	6	-9	
其他	5	19	28	35	资产减值损失	5	10	12	12	
非流动资产	737	710	886	946	公允价值变动收益	0	0	0	0	
长期投资	27	7	32	32	投资净收益	1	2	4	4	
固定资产	489	654	686	726	营业利润	169	248	391	569	
无形资产	50	35	56	56	营业外收入	6	7	1	1	
其他	171	13	113	133	营业外支出	8	8	1	1	
资产总计	1274	1705	2770	3280	利润总额	167	248	391	569	
流动负债	532	807	992	1127	所得税	37	45	91	134	
短期借款	155	339	340	340	净利润	130	203	299	435	
应付账款	114	201	264	317	少数股东损益	0	0	2	3	
其他	263	21	388	470	归属于母公司净利润	130	203	297	432	
非流动负债	17	15	16	16	EBITDA	215	306	457	640	
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.33	0.51	0.75	1.09	
其他	17	8	16	16						
负债合计	549	582	1008	1142	主要财务比率					
少数股东权益	0	4	2	4	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	
股本	129	245	397	397	成长能力					
资本公积	284	167	701	701	营业收入	23.6%	47.2%	41.8%	24.1%	
留存收益	285	425	593	930	营业利润	94.2%	47.2%	57.2%	45.7%	
归属母公司股东权益合计	725	883	1760	2133	净利润	72.4%	56.6%	47.4%	45.4%	
负债和股东权益	1274	1705	2770	3280	获利能力					
					毛利率	29.9%	26.1%	27.3%	29.8%	
现金流量表		单位:百万元				净利率	9.7%	10.3%	10.7%	12.5%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROE	17.9%	23.0%	17.0%	20.4%	
经营活动现金流	175	121	420	450	ROA	10.2%	11.9%	10.8%	13.3%	
净利润	130	203	299	435	偿债能力					
折旧摊销	47	59	67	72	资产负债率	43.1%	48.2%	36.4%	34.8%	
财务费用	8	8	6	-9	净负债比率					
公允价值变动损失	0	0	0	0	流动比率	1.01	0.97	1.90	2.07	
营运资金变动	-9	-147	47	-48	速动比率	0.63	0.57	1.59	1.75	
其它	-1	-2	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-173	-240	-34	-133	总资产周转率	1.05	1.16	1.01	1.06	
资本支出	-137	-231	-30	-131	应收账款周转率	-	-	-	-	
长期投资	-21	-2	-2	0	应付账款周转率	8.27	7.26	7.69	7.69	
其他	-15	-7	-1	-1	每股指标（元）					
筹资活动现金流	-77	129	574	-50	每股收益	0.33	0.51	0.75	1.09	
短期借款	-27	185	0	0	每股经营现金流	1.36	0.49	1.06	1.13	
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.62	3.60	4.44	5.38	
普通股增加	0	116	152	0	估值比率					
资本公积增加	-1	-116	533	0	P/E	70.48	44.98	30.70	21.12	
其他	-49	-56	-111	-50	P/B	4.10	6.39	5.18	4.27	
现金净增加额	-75	10	961	267						

资料来源：东方证券研究所预测

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

分析师声明

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