

红日药业(300026)

研究员: 彭海柱 执业证书编号: S0570510120025

范炳昌 执业证书编号: S0570510120061

☎ 025-83290883 ✉ penghaizhu@htsc.com.cn

http://t.zhangle.com/4059

中药配方颗粒是亮点, 血必净营销改革后增长可期

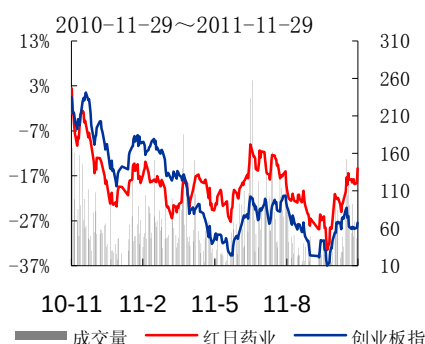
投资评级: 推荐

化学制药 II

当前价格(元): 28.98

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ **中药配方颗粒业务是亮点。**公司中药配方颗粒业务立足京津地区, 最近几年将主要在我国北方地区推广业务。目前, 产能是公司中药配方颗粒业务增长的主要瓶颈, 公司的扩大产能项目已进入尾声, 将于明年 2 月左右能够完工, 明年 6、7 月投入使用, 项目投产后中药配方颗粒产能将从目前的 100 吨提高到 300 吨。预计公司中药配方颗粒业务最近几年还将延续高增长和高毛利率情况。

◆ **血必净注射液消化营销改革影响, 明年重回增长轨道。**公司目前在进行营销改革, 将血必净和法舒尔多两个独立的营销中心合并, 同时将资源向实力雄厚的代理商归拢, 以方便公司的销售管理, 进而可以进行更有针对性的学术推广。受营销改革的影响, 今年上半年公司血必净销量有所下滑, 预计今年年内基本可以消化渠道改革的影响。血必净目前已入 21 个省市的地方医保目录, 且已在 18 个省市中标, 预计明年血必净的销售将重回增长轨道。公司的血必净新增 2600 万支产能项目也正在建设中, 预计 2012 年上半年达产。

◆ **法舒地尔和肝素钙有喜有忧, 对公司影响有限。**盐酸法舒地尔注射液面临量价双降局面, 但是由于目前占公司利润比重不足 5%, 对于公司业绩影响不大。低分子肝素钙注射液由于原材料肝素价格下降, 目前已经扭转亏损局面。

◆ **给予“推荐”评级。**预计公司未来三年 EPS 分别为 0.85、1.19、1.51, 对应的 P/E 分别为 34.25、24.34、19.16, 给予公司“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	15102.60
流通 A 股(万)	9573.88
52 周内股价区间(元)	22.62-53.66
总市值(亿)	43.77
总资产(亿)	13.05
每股净资产(元)	6.13

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	3.84	5.00	6.52	8.28
+/-%	70.55	30.27	30.46	26.93
净利润(百万)	102.03	127.79	179.81	228.37
+/-%	22.76	25.25	40.71	27.01
EPS(元)	0.68	0.85	1.19	1.51
P/E	42.48	34.25	24.34	19.16

一、主要观点

我们认为红日药业股价有望超越市场 5-20%，给予公司推荐评级。主要原因如下：

1、康仁堂中药配方颗粒业务增长迅速

北京康仁堂药业有限公司为一家立足京津地区的中药配方颗粒生产企业，公司目前拥有其 63.75% 的股权。康仁堂 2008 年以来的收入和净利润均增长较快，2008 至 2010 的收入复合增长率达到 290%。2011 年上半年度，康仁堂收入达到 1.08 亿元，占红日药业营业收入的比重达到 47.96%。鉴于国家政策对于中药配方颗粒行业的扶持和公司自身的质量以及渠道优势，预计该业务未来将保持高速增长。

2、血必净注射液市场空间巨大，明年将重回增长轨道

血必净注射液是目前国内唯一经 SFDA 批准的治疗脓毒症和多脏器功能失常综合征的国家二类新药，在细分市场具有垄断地位。按照国内年脓毒症发病患者 350 万人计算，假设有 10% 即 35 万人使用血必净注射液，那么每年血必净的市场容量将在 4500 万支以上，市场前景巨大。血必净目前已入 21 个省市的地方医保目录，且已在 18 个省市中标，全国三级医院覆盖在七成以上，预计今年消化营销改革影响后明年血必净的销售将重回增长轨道。

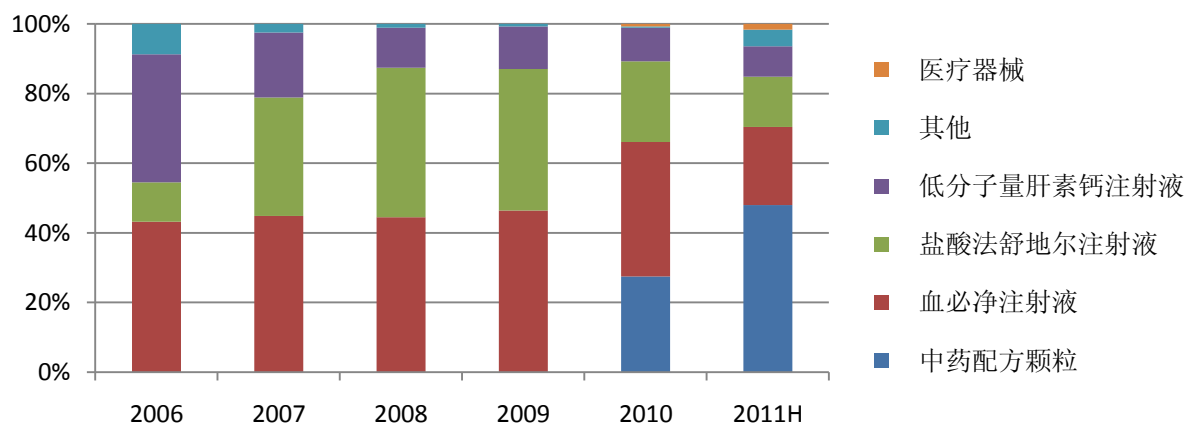
3、低分子量肝素钙成本压力缓解

公司低分子量肝素钙注射液去年受原材料肝素价格影响出现亏损，今年肝素价格进入下降通道，上半年公司肝素钙毛利率达到了 25.85%，扭转了亏损状态。

二、中药配方颗粒业务高速增长可期

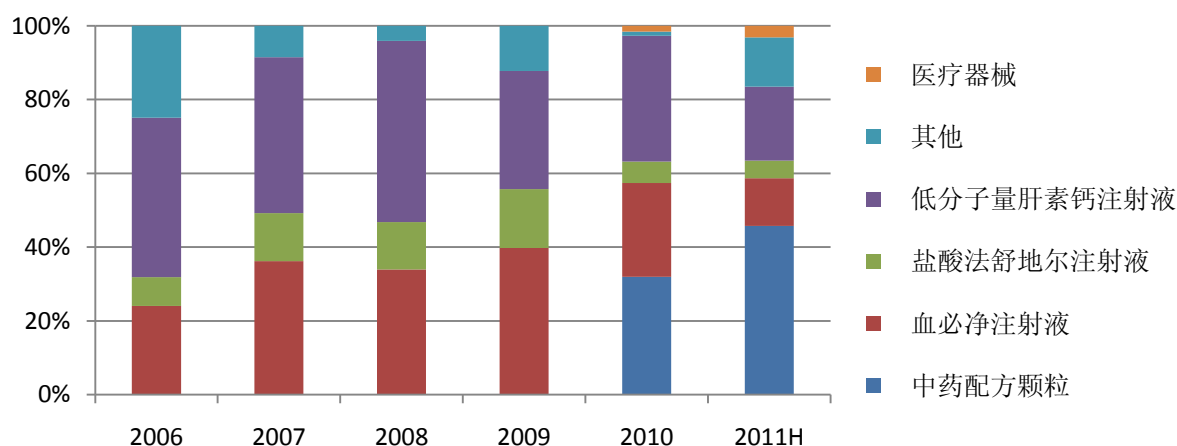
公司于 2010 年 4 月收购北京康仁堂药业有限公司 42% 的股权，开始进入中药配方颗粒领域。2010 年红日药业该业务实现营业收入和营业利润分别达到 1.06 亿元和 0.69 亿元，占到公司营业收入和营业利润的 27.47% 和 31.93%。2011 年上半年度，红日药业中药配方颗粒产品收入和利润增加至 1.08 亿元和 0.77 亿元，占比达到了 47.96% 和 45.78%。公司在 2011 年 8 月进一步收购康仁堂 21.75% 的股权，目前已经控制了康仁堂 63.75% 的股份，成为绝对控股股东。康仁堂 2008 年以来的收入和净利润均增长较快，预计中药配方颗粒业务将成红日药业近年最主要业绩增长点。

图表 1：红日药业各产品营业收入占比



数据来源：Wind

图表 2：红日药业各产品营业利润占比



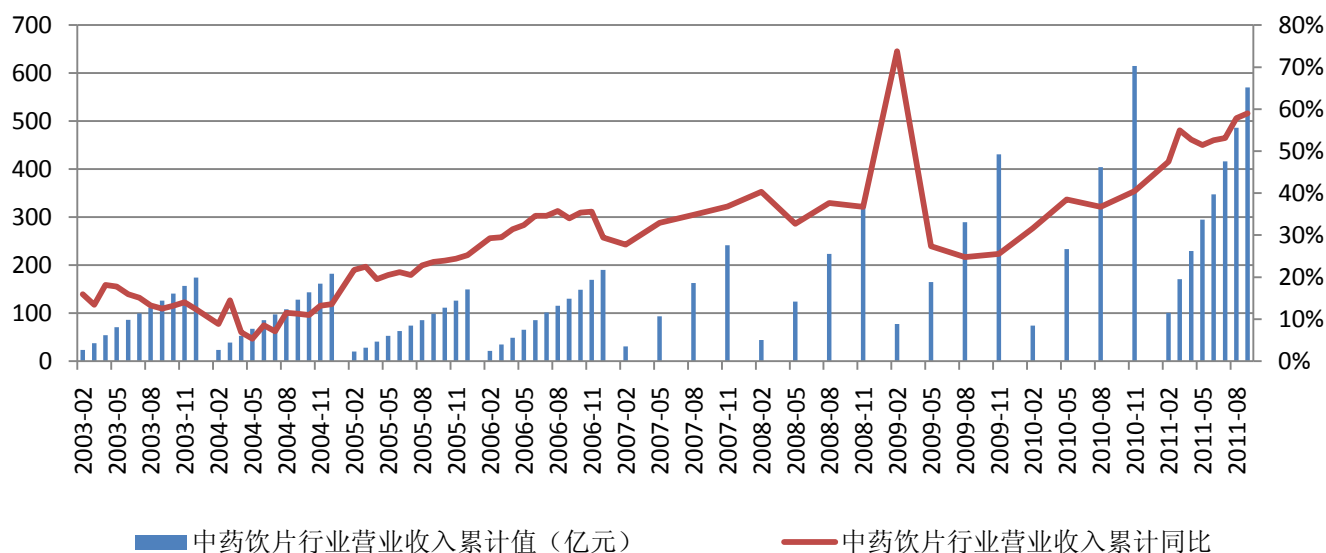
数据来源：Wind

1、中药配方颗粒相比中药饮片优点突出，市场潜力巨大

中药配方颗粒，即采用现代科技手段将传统中药饮片提取、浓缩、瞬间干燥成的粉状、颗粒状产品。用它组合成方冲服，可作为汤药及中成药之间的补充。

中药饮片市场是我国目前医药制造业中成长最迅速的子行业，2011 年 1-9 月我国中药饮片行业累计收入超过了 570 亿元，累计同比达到了 59%，预计全年中药饮片行业市场容量将在 800 亿元以上，而中药配方颗粒年市场容量仅为 10 亿元左右。在我国中药现代化、创新化的进程中，中药配方颗粒预计将有超越中药饮片行业的表现。

图表 3：中药饮片行业累计收入与同比增速



数据来源：Wind、华泰证券研究所

中药配方颗粒虽然目前被归入中药饮片类产品，但其在制作、存储与使用方面相对中药饮片有诸多优点。中药配方颗粒最大优势在于其制造过程中产品质量的可控性和患者服用的便利性，而其劣势在于价格要比中药饮片高 30% 至 50%。

图表 4：中药配方颗粒与中药饮片比较

	中药配方颗粒	中药饮片
制作	单味中药提取	多味中药复方制作
仓储运输	占用空间小，易于运输，自然损耗小	占用空间大，运输不便，损耗较严重（约 10%）
使用	冲泡后服用，使用方便	煎煮后服用，使用麻烦
安全性	标准化较高，安全性有保证	产品良莠不齐

价格	较高，比中药饮片高 30%-50%	较低
----	-------------------	----

数据来源：华泰证券研究所

2、政策鼓励发展，目前仅有七家试点企业

中药配方颗粒在我国台湾地区和日本、韩国、新加坡等地应用相对较多，已经有了比较丰富的临床实证经验，也取得了很好的疗效，而其在国内的应用时间较短，仍需大力推广。国家和地方政府目前对于中药配方颗粒的发展均持积极态度，该类项目符合国家中药现代化、创新化的发展要求。相关政府部门发布的《中医药创新发展规划纲要（2006~2020 年）》、《关于深化医药卫生体制改革的意见》、《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》、《产业结构调整指导目录（2011 年本）》等均在不同层面上鼓励和促进中药配方颗粒的发展，中药配方颗粒在北京和广东已经进入医保，其他地区的医保政策则参照中药饮片。

国家药品监督管理局 2001 年的《中药配方颗粒管理暂行规定》则对于中药配方颗粒行业实施文号管理，目前获得生产批准文号的只有七家企业，除去一家经营范围仅限外销，国内中药配方颗粒行业只有六家企业。这六家试点企业分布在江苏、广东（2 家）、广西、四川、北京，目前各家企业均是以所在地以及周边地市为主要发展区域；

图表 5：中药配方颗粒相关政策

政策层面	时间	内容
国家行业层面	2001 年 7 月	国家药品监督管理局的《中药配方颗粒管理暂行规定》及《中药配方颗粒质量标准研究的技术要求》正式发布，首次规定将中药配方颗粒纳入饮片管理范畴，并与饮片一样逐步实施文号管理，中药配方颗粒只能由批准的试点企业生产，并且只能在由试点生产企业确定并报当地省药品监督管理局备案的临床医院使用。
	2007 年 3 月	科技部、卫生部等发布的《中医药创新发展规划纲要（2006-2020 年）》中指出，要以建立现代中药产业链、保障中医药疗效为目标，不断提高中药产业和产品创新能力，为市场提供疗效确切、品质优良、安全方便、质量可控的中药产品。
	2009 年 4 月	国务院《关于深化医药卫生体制改革的意见》中提出，要坚持中西医并重的方针，充分发挥中医药作用。要充分发挥中医药在疾病预防控制、应对突发公共卫生事件、医疗服务中的作用。
	2011 年 4 月	发改委《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中，将中药现代化，包括中药有效成份的提取、纯化、质量控制新技术开发和应用；中药现代剂型的工艺技术、生产过程控制技术和装备的开发与应用；中药饮片创新技术开发和应用；中成药二次开发和生产列为鼓励建设项目。
地方层面	2009 年 4 月	北京市医疗保险事务管理中心的《北京市基本医疗保险和工伤保险药品目录》将中药配方颗粒纳入的报销范围。
	2009 年 11 月	北京市发改委《北京市调整振兴生物和医药产业实施方案》中指出，要充分发挥北京在中药和天然药物领域的优势，大力推进中药现代化，提升产品质量。积极推进新技术在中药生产领域的应用，通过工艺再优化、质量再提高、剂型系列化等手段，提高大品种的国内外市场占有率。

数据来源：华泰证券研究所

图表 6: 中药配方颗粒试点企业情况

企业名称	所在地	试点生产时间	有效期截止
天江药业	江苏	2001 年	2015 年 12 月 31 日
一方制药	广东	2001 年	2015 年 12 月 31 日
新绿色药业	四川	2002 年	2015 年 12 月 31 日
康仁堂	北京	2002 年	2015 年 12 月 31 日
华润三九药业	广东	2002 年	2013 年 7 月 27 日
培力(南宁)药业	广西	2004 年	2015 年 12 月 31 日

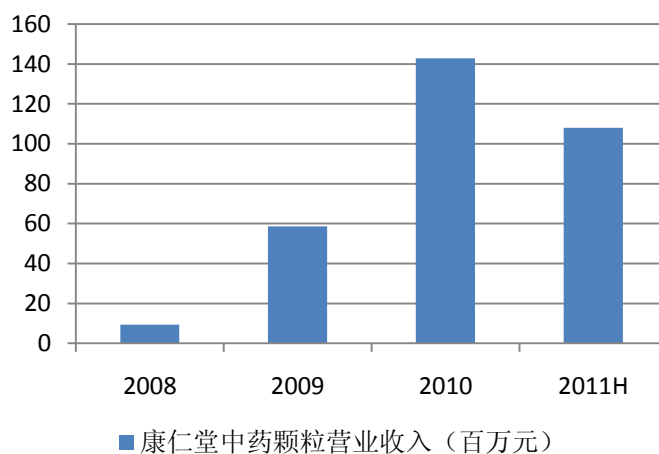
数据来源: 华泰证券研究所

3、康仁堂立足京津，前景看好

康仁堂原来业务基于北京，在被红日药业收购后目前也积极在天津地区拓展市场，目前已进入十余家天津医院。康仁堂业务中，北京约占 75%、天津 15%、其他地区 10%。北京市药监局的《关于规范中药配方颗粒管理的通知》规定 11 年 4 月 1 日起，辖地一级以上医院才能使用中药配方颗粒，导致公司在北京地区市场范围受限，但是由于一级医院和二三级医院相比销售额较小，所以该规定对于康仁堂业务影响不大。

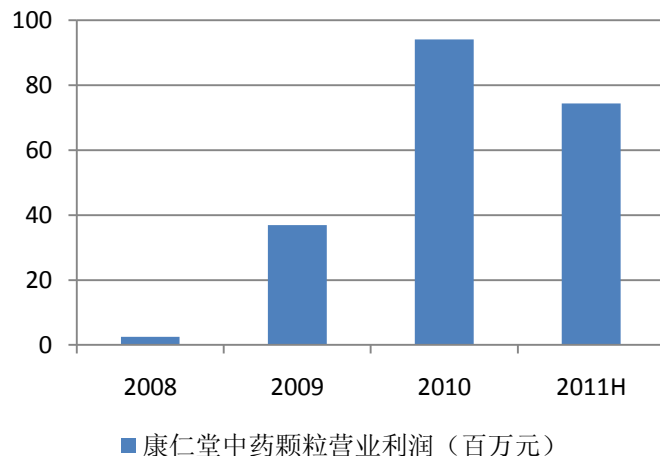
公司中药配方颗粒在京津地区的销售采取直营模式，公司派人进驻医院，并提供自动化药房服务，未来开拓其他地市公司考虑采用代理模式，利于迅速打开市场。目前，产能是公司中药配方颗粒业务增长的主要瓶颈，而公司的扩大产能项目已进入尾声，将于明年 2 月左右能够完工，明年 6、7 月投入使用，项目投产后中药配方颗粒产能将从目前的 100 吨提高到 300 吨。预计公司中药配方颗粒业务最近几年还将延续高增长和高毛利率情况。

图表 7: 康仁堂中药颗粒营业收入情况



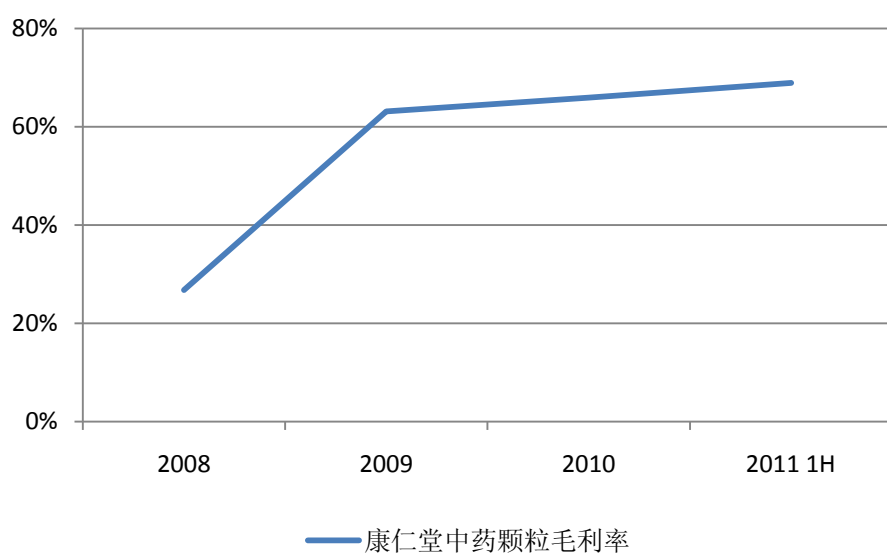
资料来源: Wind

图表 8: 康仁堂中药颗粒净利润情况



资料来源: Wind

图表 9: 康仁堂中药颗粒毛利率



数据来源: Wind

三、血必净注射液消化营销改革影响，明年重回增长轨道

血必净注射液是目前国内唯一经 SFDA 批准的治疗脓毒症和多脏器功能失常综合征的国家二类新药，在细分市场具有垄断地位。其组方成分包括红花黄色素 A、芍药苷、丹参素、阿魏酸、原儿茶醛及川芎嗪等活性成分。

脓毒症是指由感染或有高度可疑感染灶引起的全身炎症反应综合征，其病原体包括细菌、真菌、寄生虫及病毒等。脓毒症是创伤、烧伤、休克、感染等临床急危重症患者的严重并发症之一，也是诱发脓毒性休克、多器官功能障碍综合征的重要原因。全球每年有超过 1800 万的脓毒症患者，并且发病率以 1.5% 逐年递增。接近半数的脓毒症患者有可能进展为重症脓毒症和脓毒性休克，死亡率可高达 50% 以上。以美国为例，每年脓毒症患者约 75 万，死亡 21.6 万。而在我国据不完全统计，脓毒症的年发病人数超过 300 万，因此造成的死亡人数高达 100 万人以上。由此可见，脓毒症已成为严重威胁人类健康的重大疾病。

我们按照国内年脓毒症发病患者 350 万人计算，假设有 10% 即 35 万人使用血必净注射液，那么每年血必净的市场容量将在 4500 万支以上，市场前景巨大。

图表 10：国内血必净市场容量预测（按 35 万人次使用计算）

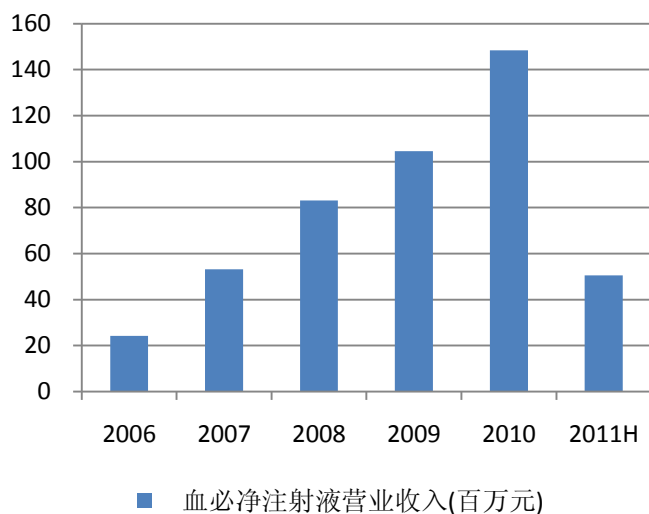
每天用量 使用天数	10 针	15 针
7 天	2450 万支	3675 万支
14 天	4900 万支	7350 万支
平均	4594 万支	

数据来源：华泰证券研究所

公司正在进行营销改革，将原来血必净和法舒尔多两个独立的营销中心合并，节约营销资源；同时公司逐步淘汰小代理商，将资源向实力雄厚的代理商归拢，以方便公司的销售管理和对于产品的去向把握，进而可以进行更有针对性的学术推广，公司目前已经即时掌握了 60% 的产品去向，对于剩下 40% 产品的梳理工作还在进行中。受营销改革的影响，今年上半年公司血必净销量有所下滑，但 1-9 月已经基本与去年持平，今年年内基本就可以将渠道改革的影响消化，整体销售额将达到 1300 万支左右。由于血必净于去年年末提价了 10%，预计今年销售收入会略有提高。

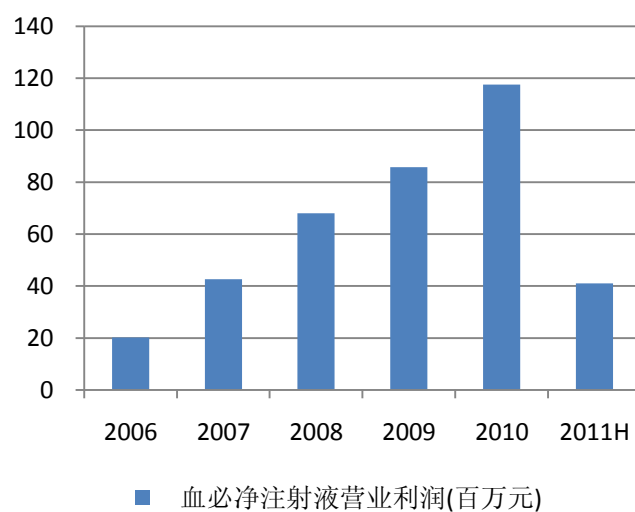
血必净目前已入 21 个省市的地方医保目录，且已在 18 个省市中标，全国三级医院覆盖在七成以上，预计明年血必净的销售将重回增长轨道。公司的血必净新增 2600 万支产能项目也正在建设中，预计 2012 年上半年达产，届时将打破血必净现有的产能瓶颈。毛利率方面，由于终端的招标价格已经确定，且目前中药材价格下行，预计产品将保持现有的高毛利水平。

图表 11: 血必净注射液营业收入情况



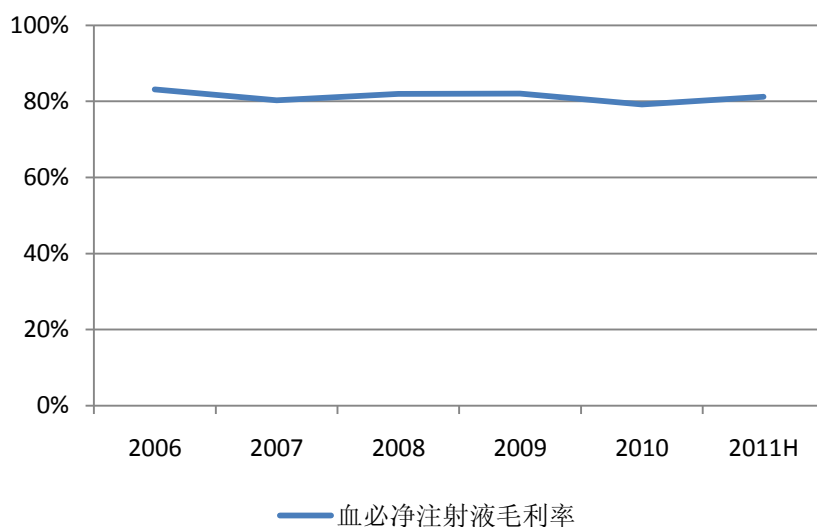
资料来源: Wind

图表 12: 血必净注射液营业利润情况



资料来源: Wind

图表 13: 血必净注射液毛利率



数据来源: 公司公告

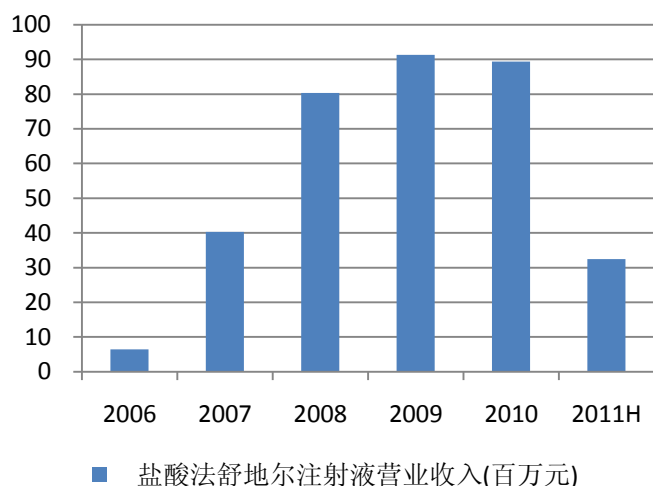
四、法舒地尔和肝素钙有喜有忧，对公司影响有限

1、盐酸法舒地尔注射液量价双降

公司另一主要产品盐酸法舒地尔注射液用于蛛网膜下腔出血后脑血管痉挛等引起的缺血性脑血管疾病症状的改善。该产品原为公司垄断品种，2006-2009 年销售收入的复合增长率达到了 142.55%。

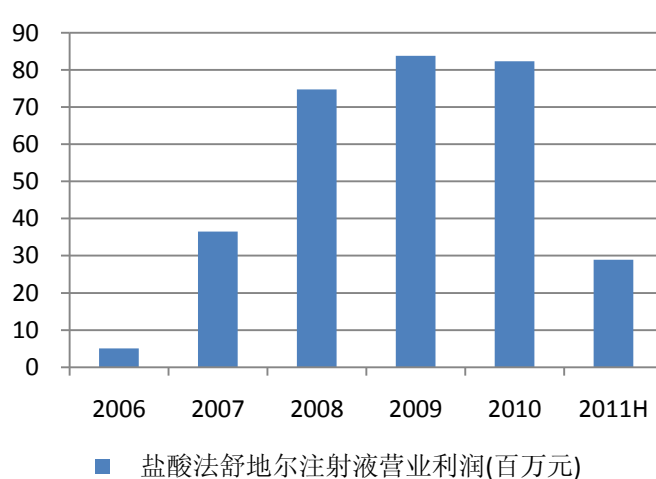
由于法舒地尔可能引起不良反应，2009 年被卫生部限制使用；成都宛东和山西普德两家企业也先后拿到生产批文，公司产品销售额受到较大的影响。在销售数量下降的同时，法舒地尔从今年 9 月 1 日起最高零售价下调 10%，量价双降使得今年公司法舒地尔销售额萎靡，预计今年销售额仅在七千万元左右。

图表 14: 盐酸法舒地尔注射液营业收入情况



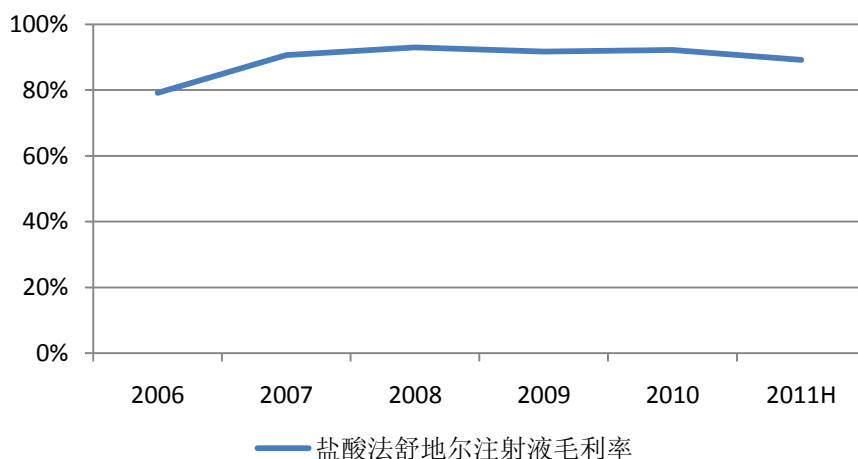
资料来源: Wind

图表 15: 盐酸法舒地尔注射液营业利润情况



资料来源: Wind

图表 16: 盐酸法舒地尔注射液毛利率



数据来源: 公司公告

2、原材料成本下降，低分子量肝素钙恢复盈利

低分子量肝素钙注射液主要用于预防和治疗深部静脉血栓形成，也可用于血液透析时预防血凝块形成。肝素钙与肝素钠作用机理相似，但皮下注射后不减少细胞间毛细血管的钙胶质，也不改变血管通透性，基本上克服了肝素钠皮下注射易致出血的副作用。低分子肝素钙在整个抗血栓药物市场的占有率在 10% 左右，由于其上述优点，肝素钙有逐渐替代肝素钠的趋势，其市场份额也在不断提高中。

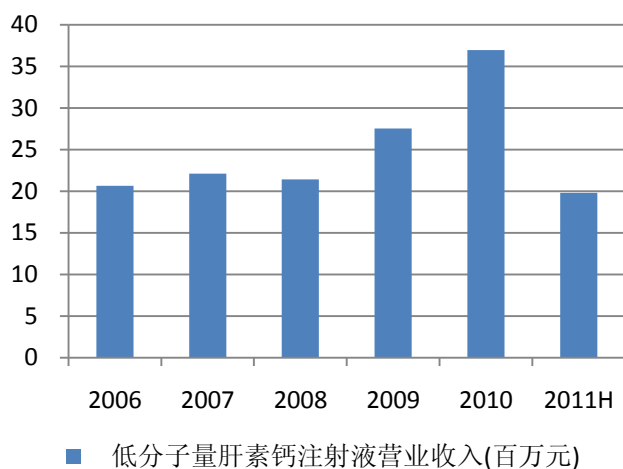
公司低分子肝素钙注射液博璞青在国内市场有一定优势，2009 年占到整个市场份额（金额）的 9.83%，在所有七家取得低分子肝素钙制剂编号的企业中位列第三。肝素钙原材料为肝素，其价格对于产品的利润空间影响较大。2010 年国际肝素市场需求旺盛，价格处于高位，国内肝素出口均价超过了 1 万美元/kg，导致当年公司的肝素钙产品出现亏损；去年年末至今，肝素价格进入下行通道，今年 9 月份肝素出口价格已经下跌至 8000 美元/kg 以下，公司肝素钙注射液的毛利率也上升至 25.85%。公司肝素钙产品目前的战略是加大原材料库存、销售自然走量，预计产品未来几年销售收入将保持约 10% 的增长，毛利率将稳定在 26% 左右。

图表 17：2009 年国内低分子量肝素钙制剂市场竞争格局

企业名称	产品名	市场份额	
		数量	金额
葛兰素史克	速碧林	43.22%	59.03%
常山药业	万脉舒	10.75%	12.03%
天津红日药业	博璞青	16.23%	9.83%
兆科药业（合肥）有限公司	立迈青	11.38%	7.25%
广东天普生化医药股份有限公司	-	7.20%	5.92%
海南通用同盟药业有限公司	尤尼舒	9.44%	5.05%
深圳赛保尔生物药业有限公司	赛博利	1.78%	0.87%

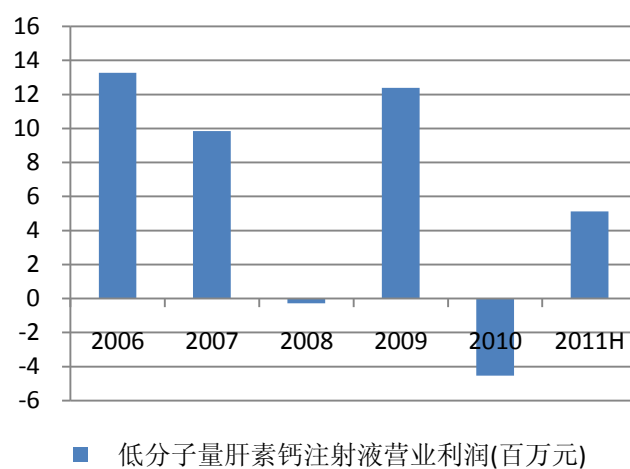
数据来源：常山药业招股说明书、华泰证券研究所

图表 18: 低分子量肝素钙注射液营业收入情况



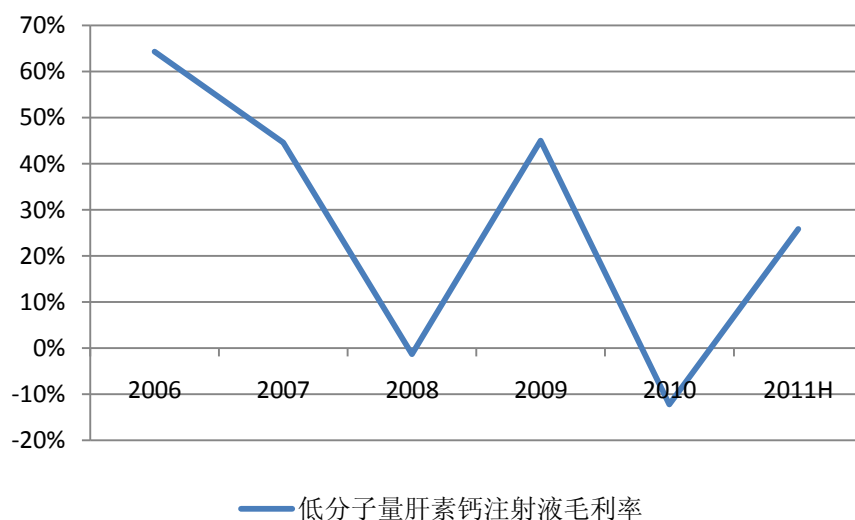
资料来源: Wind

图表 19: 低分子量肝素钙注射液营业利润情况



资料来源: Wind

图表 20: 低分子量肝素钙注射液毛利率



数据来源: 公司公告

五、盈利预测与估值

1、中药配方颗粒和血必净驱动公司业绩

盈利预测的基本假设：

(1) 中药配方颗粒 11~13 年分别保持 100%、50%、40% 的增长率，毛利率保持稳定；

(2) 血必净注射液今年销量基本与去年持平，价格略有上浮，明后两年将回到高增长轨道，产品保持高毛利率；

(3) 法舒地尔 11~13 年维持七千万左右的销售额，肝素钙注射液保持 10% 左右的自然增长，两类产品毛利率均保持稳定；

图表 21：公司分产品盈利预测

产品	指标	2009	2010	2011	2012	2013
中药配方颗粒	收入（百万）	--	105.68	211.37	317.05	443.87
	YOY	--	--	100%	50%	40%
	毛利率	--	63.32%	68%	67%	66%
血必净注射液	收入（百万）	104.51	148.44	155.86	194.83	233.79
	YOY	25.80%	42%	5%	25%	20%
	毛利率	82.04%	79.16%	81%	81%	81%
盐酸法舒地尔注射液	收入（百万）	91.32	89.38	70	70	70
	YOY	13.60%	-2%	-22%	0%	0%
	毛利率	91.76%	92.16%	89.21%	88%	88%
低分子量肝素钙注射液	收入（百万）	27.54	36.94	40.64	44.70	49.17
	YOY	28.49%	34.13%	10%	10%	10%
	毛利率	44.99%	-12.25%	26%	26%	26%
医疗器械	收入（百万）	--	2.95	7.20	10.80	16.20
	YOY	--	--	143.74%	50%	50%
	毛利率	--	34.47%	36%	36%	36%
其他	收入（百万）	1.67	1.35	15	15	15
	YOY	-20.81%	-18.82%	1007.51%	0%	0%
	毛利率	-245.68%	4.42%	8.71%	8%	8%
总计	收入（百万）	225.04	384.76	500.07	652.38	828.04
	YOY	20.36%	70.98%	29.97%	30.46%	26.93%
	毛利率	79.02%	68.45%	69.37%	68.75%	68.08%

资料来源：Wind、华泰证券

图表 22: 主要财务指标预测

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	384	500	652	828
同比(%)	71%	30%	30%	27%
归属母公司净利润	102	128	180	228
同比(%)	23%	25%	41%	27%
毛利率(%)	68.7%	69.4%	68.8%	68.1%
ROE(%)	10.1%	11.5%	14.2%	15.7%
每股收益(元)	0.68	0.85	1.19	1.51
P/E	42.48	34.25	24.34	19.16
P/B	4.29	3.94	3.46	3.00
EV/EBITDA	28	23	16	12

资料来源: 华泰证券

2、绝对估值情况

由 DCF 法给出的红日药业股票价格为 33.09, 高于目前市场价格 28.98 (2011 年 11 月 29 日收盘价)。红日药业目前的股价离 DCF 给出的内在价值存在上涨空间。

图表 23: DCF 估值基本参数

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	0.864	0.864
无风险利率 (%)	2.52%	2.52%
市场的预期收益率 (%)	9.00%	9.00%
股权资本成本 (K_e)	8.12%	8.12%
债务成本 K_d (%)	5.68%	5.68%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%	0.00%
WACC	8.12%	8.12%

资料来源: 华泰证券

图表 24: DCF 估值敏感性分析

	永续增长率 G_n (%)		
WACC (%)	1%	2%	3%

6.12%	40.82	49.05	62.57
7.12%	34.16	39.50	47.43
8.12%	29.39	33.09	38.24
9.12%	25.82	28.51	32.07
10.12%	23.05	25.07	27.66

资料来源：华泰证券

3、给予公司“推荐”评级

红日药业这三年 EPS 分别为 0.85、1.19、1.51，对应的 P/E 分别为 34.25、24.34、19.16。公司中药配方颗粒业务前景看好，血必净今年消化营销改革影响后明年将重回增长轨道，给予该股票“推荐”评级。

图表 25：红日药业与可比上市公司相对估值比较

简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
行业均值 (整体法)	--	0.52	0.68	0.81	1.08	47.19	27.21	21.86	17.34
行业中值	--	0.45	0.60	0.77	1.01	54.73	33.80	25.13	19.74
红日药业	28.98	0.68	0.85	1.19	1.51	42.48	34.25	24.34	19.16
莱美药业	21.46	0.48	0.46	0.64	0.85	89.52	46.34	33.67	25.19
北陆药业	10.46	0.42	0.28	0.38	0.49	37.35	37.25	27.86	21.23
振东制药	29.76	0.85	0.97	1.41	1.52	46.54	30.75	21.14	19.52
金城医药	17.04	1.16	1.09	1.40	1.73	19.71	15.68	12.15	9.82
仟源制药	15.20	0.48	0.41	0.56	0.73	42.38	36.90	27.23	20.87
常山药业	25.03	0.74	0.99	1.38	1.91	44.85	25.35	18.15	13.09

资料来源：Wind、华泰证券

附录

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	962	1326	1486	1698
现金	770	1093	1218	1366
应收账款	74	142	166	219
其它应收款	7	9	12	15
预付账款	2	9	9	12
存货	99	60	66	70
其他	10	12	15	16
非流动资产	318	477	648	788
长期投资	12	8	8	9
固定资产	142	284	420	542
无形资产	55	70	88	107
其他	109	114	132	129
资产总计	1280	1802	2133	2486
流动负债	173	585	750	895
短期借款	0	160	200	230
应付账款	91	87	128	161
其他	82	338	422	504
非流动负债	9	10	11	10
长期借款	0	0	0	0
其他	9	10	11	10
负债合计	182	595	761	905
少数股东权益	89	96	107	122
股本	101	151	151	151
资本公积	659	609	609	609
留存收益	249	352	506	698
归属母公司股东权益	1009	1111	1266	1458
负债和股东权益	1280	1802	2133	2486

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	46	156	233	255
净利润	113	135	191	244
折旧摊销	11	15	24	33
财务费用	-17	-17	-15	-16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-68	6	34	-8
其它	6	17	-1	2
投资活动现金流	-312	-184	-193	-172
资本支出	113	180	170	150
长期投资	-207	-4	1	0
其他	-406	-9	-23	-22
筹资活动现金流	-29	352	85	65
短期借款	0	160	40	30
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	50	0	0
资本公积增加	-49	-50	0	0
其他	-31	192	45	35
现金净增加额	-295	323	124	148

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	384	500	652	828
营业成本	120	153	204	264
营业税金及附加	4	6	8	10
营业费用	87	113	137	166
管理费用	51	83	91	112
财务费用	-17	-17	-15	-16
资产减值损失	4	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0
营业利润	134	161	225	290
营业外收入	2	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	135	164	229	293
所得税	22	30	38	49
净利润	113	135	191	244
少数股东损益	11	7	11	15
归属母公司净利润	102	128	180	228
EBITDA	129	158	234	307
EPS (元)	1.01	0.85	1.19	1.51

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	70.6%	30.3%	30.5%	26.9%
营业利润	48.3%	20.0%	40.1%	28.8%
归属于母公司净利润	22.8%	25.2%	40.7%	27.0%
获利能力				
毛利率	68.7%	69.4%	68.8%	68.1%
净利率	26.6%	25.6%	27.6%	27.6%
ROE	10.1%	11.5%	14.2%	15.7%
ROIC	41.0%	31.6%	35.7%	37.5%
偿债能力				
资产负债率	14.2%	33.0%	35.7%	36.4%
净负债比率	0.00%	60.49%	59.80%	59.66%
流动比率	5.56	2.27	1.98	1.90
速动比率	4.99	2.16	1.89	1.82
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.32	0.33	0.36
应收账款周转率	10	4	4	4
应付账款周转率	2.41	1.73	1.90	1.83
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.68	0.85	1.19	1.51
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	1.03	1.54	1.69
每股净资产 (最新摊薄)	6.68	7.36	8.38	9.65
估值比率				
P/E	28.60	34.25	24.34	19.16
P/B	2.89	3.94	3.46	3.00
EV/EBITDA	28	23	16	12

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。