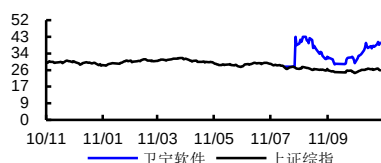


证券研究报告—深度报告
信息技术
软件与服务
卫宁软件(300253)
推荐

目标价 50.00 元 昨收盘: 41.88 元

2011 年 12 月 2 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	53.5/13.5
总市值 (百万元)	2,137.3/539.3
沪深 300/深圳成指	2,416.56/10,025.17
12 个月最高/最低 (元)	43.01/27.50

相关研究报告:
证券分析师: 段迎晟

电话: 0755-82130761-1835
 E-mail: duanyingsheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120014

联系人: 高耀华

电话: 010-88005321
 E-mail: gaoyhua@guosen.com.cn

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。

首次覆盖

专注且专业的医疗信息化软件龙头, 受益于行业开始高速增长

●新医改及“3521”工程带来医疗信息化行业高速增长

从 09 年年开始的新医改在推动医药体制改革的同时, 后续将陆续增加信息化投资, 预计总投资额 2%-3% 会用于医疗信息化领域的投资; 卫生部的“十二五”信息化建设规划将重点发展的信息化建设总结为“3521”工程, 建设以健康档案和电子病历为核心的三级卫生信息平台, 推动五项业务应用; 从 10-11 年完成规划并设定 14 个试点省份开始, 中国医疗卫生信息化建设将进入一个高速增长的全新阶段。

●卫宁软件作为国内医疗信息化领域的领军企业, 专业且专注

公司一直是国内医疗信息化领域的领导企业, 产品包括医院信息系统 (HIS)、临床信息系统 (CIS) 以及公共卫生信息系统, 专注于医疗信息化建设, 在所从事的领域都是最领先的企业, 软件产品收入一直保持高速增长的趋势。

●三大软件产品全面增长, 业务结构合理, 业绩增长确定

公司的 HIS 系统保持国内领先, 产品化的软件系统将在销售规模增加的情况下明显的提升盈利能力, 随着医院需求的持续提升, 公司产品在功能深化和模块拓展上的优势也将更明显; 公司的 CIS 产品国内领先, 但是由于市场启动较晚, 收入仅为 HIS 业务的 1/4, 在拥有客户基础和领先技术的情况下, CIS 将保持高速增长; 在政府近几年重点投入的区域医疗卫生领域, 公司已经取得了初步的进展, 由于长期的行业积累和技术能力, 公司未来有望获得较高市场份额。相比 A 股其他从事医疗信息化的企业, 公司最专注, 由于产品结构布局合理, 业绩增长较为确定。

●盈利保持高速增长, 给予“推荐”评级

预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.50 元和 2.16 元, CAGR 达到 48.6%, 2012 年由于政策推进以及公司的业务拓展将实现盈利大幅增长, 鉴于政策支持以及预期的投资推动, 预计公司的盈利和估值都将维持高位, 我们给予公司“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	113.41	120.23	171	239	336
(+/-%)	5.59%	6.02%	42.1%	40.0%	40.4%
净利润(百万元)	26.16	35.35	49	80	116
(+/-%)	53.73%	35.10%	37.8%	64.5%	44.5%
每股收益 (元)	0.65	0.88	0.91	1.50	2.16
EBIT Margin	15.3%	23.6%	30.7%	34.2%	37.0%
净资产收益率 (ROE)	32.92%	37.28%	9.7%	14.4%	18.2%
市盈率 (PE)	61.08	45.21	44.5	27.1	18.7
EV/EBITDA	91.9	56.8	41.2	26.4	17.4
市净率 (PB)	20.11	16.86	4.33	3.90	3.40

投资摘要

估值与投资建议

预计公司的利润在 2012 年会出现明显的大幅增长，我们预测 11-12 年每股盈利分别为 0.91 元、1.50 元和 2.16 元，目前股价对应市盈率分别为 45 倍、27 倍和 19 倍。作为国内医疗信息化领域的龙头企业，潜在医疗信息化市场数百亿规模，考虑到明年可以看到的政策支持力度以及投资的增加，公司有望在盈利和估值方面维持高位，我们给予公司“推荐”评级。

核心假设或逻辑

(1) 假设公司的 HIS 系统收入 2011-2013 年增长率分别为：55%、50%和 50%，随着规模提升毛利率相对稳定在高位，假设为 80.5%、80%和 80%；(2) CIS 系统由于渗透率大幅提升，增长率为 60%、60%和 50%，由于 CIS 系统标准化程度更高，所以毛利率将维持在高位，假设为 72%、72%和 70%；(3) 公共卫生系统由于行业性爆发机会，公司在公共卫生系统的增长率为 70%、70%和 60%，受项目运作以及价格竞争的影响，毛利率相对较低，假设为 60%、55%和 54%。

与市场预期的差异之处

市场有观点认为公司是上海的区域性公司，上海之外拓展较难；我们认为公司的业务在全国范围保持领先，公司目前的收入来自全国 28 个省，而且在上海的收入已经占到收入的 50%以下；作为国内医疗信息化领域的龙头企业，公司在区域扩张不存在明显的障碍，未来将有更多来自于其他地区的收入。

市场有观点认为公司主要从事 HIS 系统，在政府主导的区域医疗领域没有机会；我们认为公司作为国内医疗信息化领域中产品最多、案例最丰富的企业，在区域医疗领域有望获得较大市场份额；而且公司已经有区域医疗和社区卫生的收入，而且在上海市的金山、宝山、奉贤、浦东等地区已经在实施区域医疗相关的试点项目，凭借着丰富的项目案例、在医院层面系统的接口以及领先的技术优势，公司在区域医疗领域具备非常强的竞争力。

股价变化的催化因素

如果有后续的医疗信息化方面的政策出台，对于公司的股价变化有积极影响；此外，在陆续进行的 13 个试点省（区、市、兵团）如果有区域医疗的项目公司能够中标，将带动公司股价提升。

核心假设或逻辑的主要风险

如果卫生部及政府部门对于医疗体制改革推进放缓，或者医疗信息化的财政投资放缓，对公司的股价和盈利都有一定影响。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
新医改及“3521 工程”带来医疗信息化风起云涌	5
政策推动医疗卫生信息化行业快速增长	5
试点陆续扩大，专项制定政策及支持落实到位	6
公司专注于医疗行业信息化，业务线齐全且竞争力强	8
业务线全面，专业且专注	8
HIS 市场领先，随着行业深化持续增长，实现产品化保持高利润	8
CIS 有较强竞争力，具备客户基础和技术优势	10
区域医疗市场已经起步，群雄逐鹿、三分天下有其一	11
未来将保持高速增长，给予“推荐”评级	13
基本假设	13
估值及投资建议	14
核心判断的主要风险	14
附表 1：财务预测与估值	15
国信证券投资评级	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

图 1: 2009-2014 年国内医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模.....	5
图 2: “十二五”卫生信息化建设的总体框架	6
图 3: “十二五”卫生信息化建设的推进步骤	6
图 4: “十二五”卫生信息化综合试点省份及目标	7
图 5: 医疗信息化行业的发展阶段	7
图 4: A 股上市公司从事医疗信息化领域的优劣势对比	8
图 5: 医院信息系统 (HIS) 的各子系统	9
图 6: 卫宁软件的 HIS 系统产品线及增强功能	9
图 7: 医院各应用系统受重视程度	10
图 8: 三级医院临床信息系统实施状况	11
表 1: 医疗卫生信息化相关政策或规划	12
图 9: 区域医疗及社区卫生信息系统市场规模及增长率 (单位: 亿元)	12
图 10: 卫宁软件现有的公共卫生产品及拟增强模块	13

新医改及“3521 工程”带来医疗信息化风起云涌

政策推动医疗卫生信息化行业快速增长

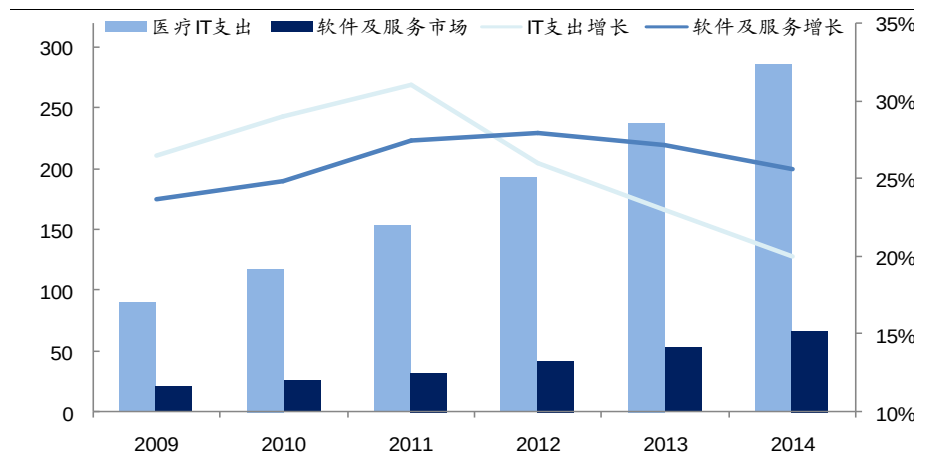
2009 年 1 月，国务院常务会议审议并原则通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，即推出新医改方案，新医改标志着中国医疗卫生行业进入一个全新的发展时期。

新医改为了保障 5 个方面的改革，计划各级政府于 2009-2011 年投资约 8500 亿元用于医疗机构的建设和提高居民医疗保障水平；随着医改的深入和投入的增加，医疗信息化作为配套和支持的重要方面，投入和需求也在持续增加。

根据第三方统计机构的统计数据，过去几年，医疗行业 IT 花费（包括软件、硬件及服务）占医疗总费用的比例约为 0.5%-0.8%，且逐步提升；其中，医疗行业 IT 解决方案（软件及相关服务）占 IT 花费的比例约为 20-30%，且逐年持续升高。

我们可以看出来的趋势是：随着医疗及卫生行业的投入增加，后期信息化的需求在持续增加；其中，在前期的基础硬件设备配套之后，软件及服务的配套需求在持续增加。

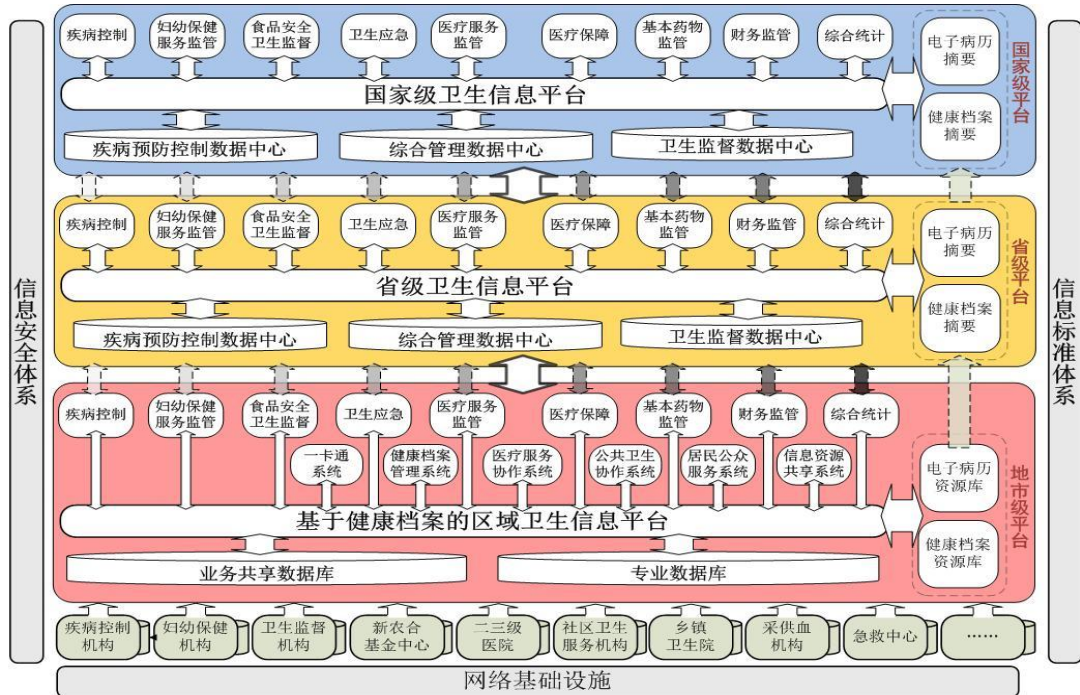
图 1：2009-2014 年国内医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模



资料来源：IDC，国信证券经济研究所

2011 年，卫生部完成了“十二五”卫生信息化建设工程规划，初步确立了卫生信息化建设路线图，即“3521 工程”，即建设国家级、省级和地市级三级卫生信息平台，加强公共卫生、医疗服务、新农合、基本药物制度、综合管理 5 项业务应用，建设健康档案和电子病历 2 个基础数据库和 1 个专用网络建设。

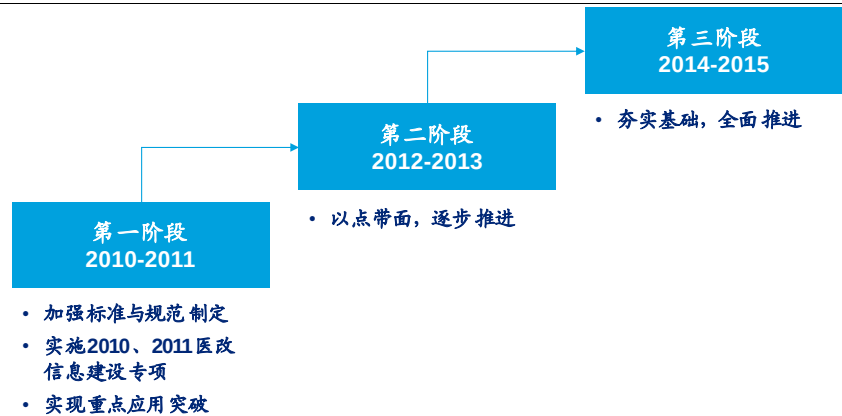
图 2：“十二五”卫生信息化建设的总体框架



资料来源：卫生部统计信息中心

“十二五”卫生信息化建设将分三个阶段实施，2010-2011 年的第一阶段主要着重于标准和规范的制定，实施专项建设，并实现重点应用突破。

图 3：“十二五”卫生信息化建设的推进步骤



资料来源：卫生部统计信息中心，国信证券经济研究所

试点陆续扩大，专项制定政策及支持落实到位

卫生部及各级政府对卫生信息化的给予重视并将政策逐步落实到位，2010 年国家投入 39 亿的专项资金用于卫生信息化建设，上海、浙江、安徽、重庆、新疆等 5 个省（市）级地区作为信息化第一批综合试点的省份，率先启动了基于电子健康档案、电子病历、门诊统筹管理的基层医疗卫生信息系统试点项目建设并与卫生部签定了目标任务书。

2011 年，国家财政加大投入，并扩大试点范围，新增北京、内蒙、江苏、河南、

湖南、云南、宁夏、新疆兵团等 8 个省（区、市、兵团）作为卫生信息化建设综合试点省份。

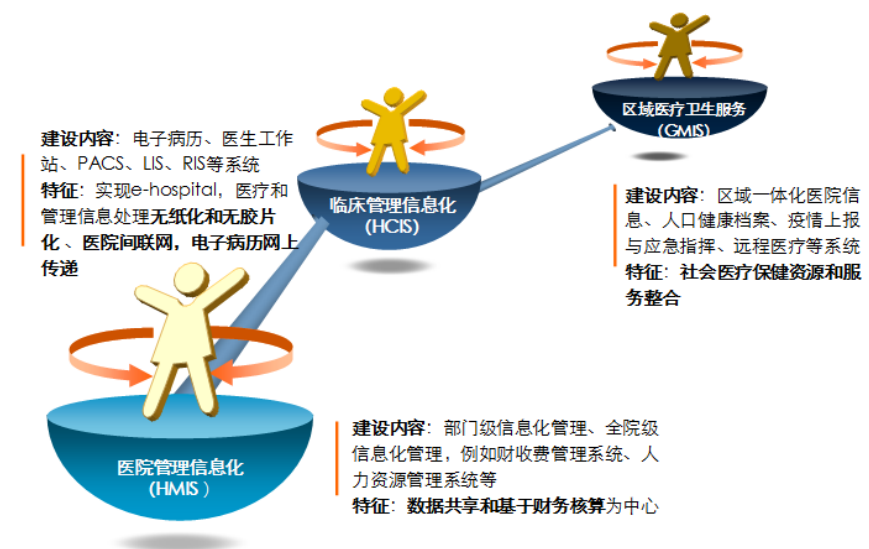
图 4：“十二五”卫生信息化综合试点省份及目标



资料来源：卫生部统计信息中心，国信证券经济研究所

按照 IDC 于 2010 年的统计和预测，在各类医疗行业解决方案中，HIS、CIS 和 GMIS 都将保持较高增速，其中，HIS 系统将以 16.4% 的年均复合增长率保持稳定发展；CIS 系统预计会保持 23.6% 的年均复合增长率，市场份额不断提高；社区卫生信息系统将保持高速增长，预计年均复合增长率为 72.3%；区域医疗解决方案也进入高速增长，将保持 50.3% 的年均复合增长率。

图 5：医疗信息化行业的发展阶段



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

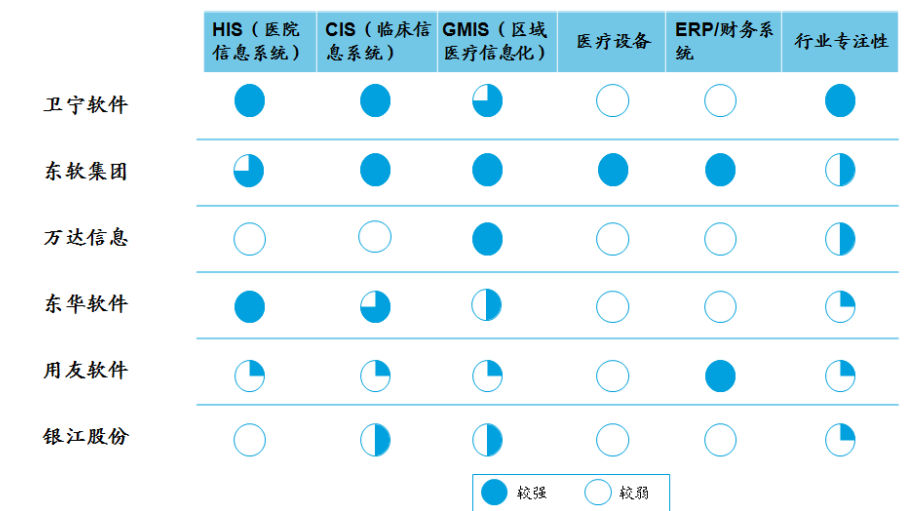
由于近两年的政策促进和政府部门直接投资加大，可能行业增速更快，而且惠及领域包括区域医疗、医院信息系统以及临床医疗等各个方面。

公司专注于医疗行业信息化，业务线齐全且竞争力强

业务线全面，专业且专注

卫宁软件作为国内医疗卫生行业信息化的领导厂商，业务线齐全，产品涵盖医院信息系统、临床信息系统、公共卫生系统，且在各领域都有较强竞争力，同国内相关上市公司比，最专业且专注。

图 4: A 股上市公司从事医疗信息化领域的优劣势对比



资料来源：上市公司公告，国信证券经济研究所整理

公司具有完整的医疗信息化软件产品线，过去几年在医疗信息化行业的收入一直排名第一。HIS 系统作为公司目前最大的收入组成部分，在国内市场的份额遥遥领先，仅东华软件引进国外成熟的 HIS 产品 Medtrak&TrakCare 同样有较强竞争力，东华医疗由于引进国外成熟产品，所以 HIS 系统一直定位于高端市场。

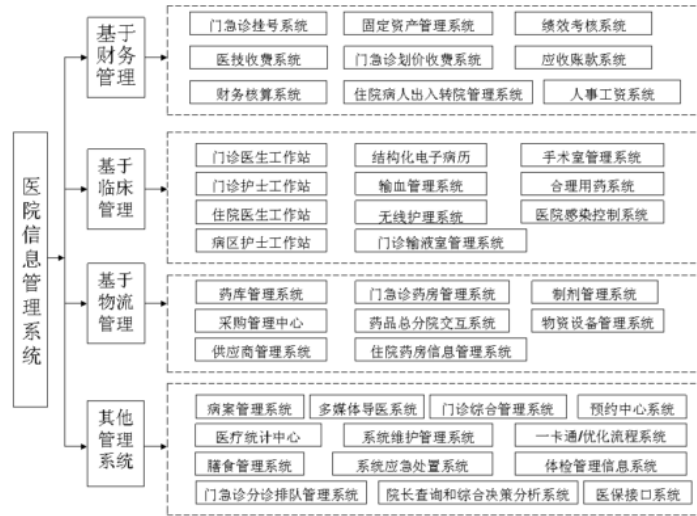
由于医疗是 IT 行业近几年的增长亮点，综合性的软件厂商也纷纷加入或者医疗信息化领域，用友于 2009 年底 1800 万并购广州安易医疗公司，加强医疗领域的业务系统；2011 年初，东软集团 1.14 亿元收购医疗行业 ERP 厂商望海康信，完整其医疗产业链。行业内整合的陆续发生，一方面是为大型软件厂商更加注重医疗市场的布局，另一方面行业内众多的中小厂商将更加难以为继，行业集中度加强是非常明显的趋势。

我们判断，卫宁软件作为医疗信息化领域的领导厂商，未来仍然将在 HIS、CIS 和区域医疗领域保持领先优势；另外，上市之后有望借助于资本的力量整合其他中小厂商，更快速的增长。

HIS 市场领先，随着行业深化持续增长，实现产品化保持高利润

公司的 HIS 系统保持国内领先，市场占有率国内第一，未来仍将保持明显优势。随着国内卫生信息化的投资和区域医疗建设的进程加剧，医院信息系统也有更高的要求，医院处于自身管理的需求增加和卫生部的规范要求增加，功能也在持续增加，所以，HIS 系统未来仍将保持约 20% 的市场增速，且 11-15 年有市场加速增长的趋势。

图 5: 医院信息系统 (HIS) 的各子系统



资料来源: 公司资料

市场有观点认为国内医院的 HIS 系统已经建设较完备, 市场渗透率较高, 增长有限。实际上, 许多二级医院的 HIS 系统只实施了简单的挂号、收费、划价等基本功能, 广义的医院信息系统包含了同临床相关的医生/护士工作站、用药系统、无线护理、电子病历、档案管理系统等众多子系统, 医院有持续的功能深化的需求。

图 6: 卫宁软件的 HIS 系统产品线及增强功能



资料来源: 公司资料

在实现医院信息系统的过程中，以卫宁软件、东华医疗、重庆中联等少数厂商实现了软件系统的产品化，通过标准化产品在具体实施中的配置和二次开发实现医院的需求；而包括东软医疗、北京天健等在内的国内绝大多数 HIS 系统供应商采取的是项目的形式实现 HIS 系统。

采用产品化的形式实现的系统，虽然在初始的个性化需求上面缺少一定灵活性，但是在产品的运行稳健性、后续功能模块扩展性、标准接口等方面都有较强优势；对于软件提供上来说，产品化的系统在实施规模较大之后，销售的毛利率可以逐步提升，体现软件产品的销售规模优势。

卫宁软件的 HIS 系统将持续进行功能升级，满足卫生部门的信息化监管需求和医院的业务功能需求；在软件需求不断深化的情况下，一些中小软件厂商在技术上无法实现，未来行业整合会更加明显；而且卫宁等领导企业随着新功能的收费增加和产品的标准化，毛利率有上升趋势。

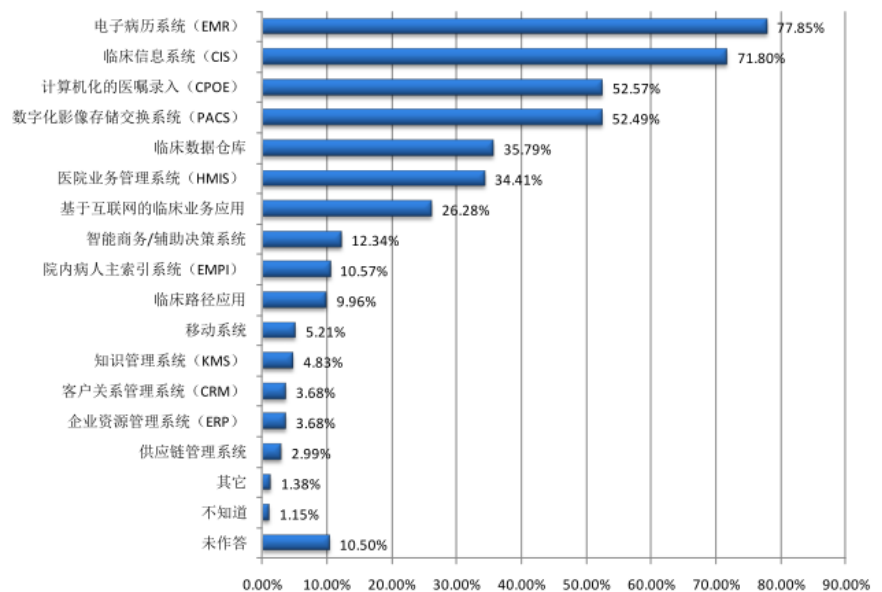
CIS 有较强竞争力，具备客户基础和技术优势

公司的临床医疗系统上也有较强优势，金额占比较高的影像存储交互系统（PACS）稳居国内第一梯队，而 LIS（实验室检验系统）、RIS（射线信息系统）等系统公司也在国内保持较大领先优势。

目前，医院在已经初步实施了 HIS（医院信息系统）之后，更关注与临床治疗相关的 CIS（临床信息系统）、以及同临床治疗相关的 HIS 系统模块；这标志着医院的信息化建设从“收费为中心”逐渐的转向“以病人为中心”。

根据中国医院协会所做的 2010-2011 年中国医院信息化状况调查，医院对于同临床相关的系统更加关注，包括电子病历系统（EMR）、临床信息系统（CIS）、计算机医嘱录入（CPOE）、数字化影像存储交换系统（PACS）以及临床数据仓库等。

图 7：医院各应用系统受重视程度



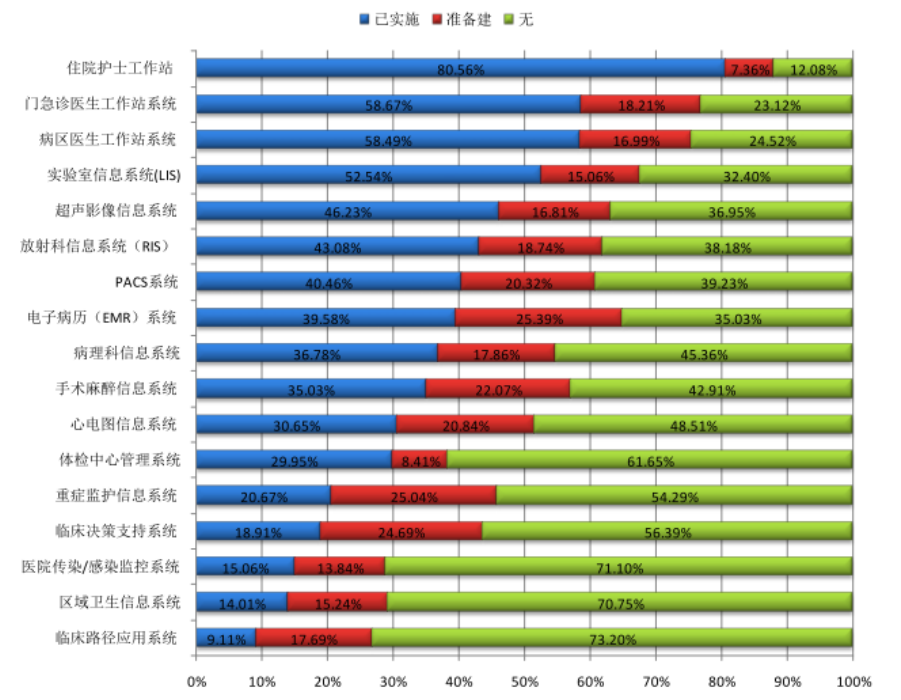
资料来源：2010-2011 中国医院信息化状况调查

同 HIS 系统相比，国内医院的临床信息系统实施比例还比较低，按照较高端的三级医院统计结果，目前实施比例较高的也仅是住院护士工作站、门诊急诊工作站、

病区医生工作站等系统。

当前医院在重点建设、渗透率提升较快的子系统包括实验室信息系统（LIS）、超声影像信息系统、放射科信息系统（RIS）、PACS系统及电子病历系统（EMR）等。而临床路径、传染/感染、临床检测、重症监测等系统的渗透率都比较低，一般还不到 20%。

图 8：三级医院临床信息系统实施状况



资料来源：2010-2011 中国医院信息化状况调查

卫宁软件现有的 HIS 医院客户都是潜在的 CIS 系统的客户，按照公司 10 年的收入统计，公司 HIS 系统收入约 4893 万元，而 CIS 系统仅为 1206 万元；同一个医院的 CIS 系统建设规模将达到 HIS 系统的规模，未来公司有望将 CIS 系统做到 HIS 系统的规模。

公司具备在 CIS 领域的客户基础和技术优势，未来临床医疗系统业务将获得较高增速。

区域医疗市场已经起步，群雄逐鹿、三分天下有其一

区域医疗（GMIS）是区域内医疗信息的联网和共享，为每个人建立医疗信息档案，公共卫生机构利用这些信息有效地进行监控管理，分配医疗资源，监测疫情，减少居民的看病成本，同时方便政府更好地监控居民的健康状况，能够更好地服务于大众。

同 HIS 和 CIS 由医院主导不同，区域医疗将主要由各级政府和卫生部为主导，而国内卫生信息化制度的落后、“新医改”的后续信息化支撑以及“十二五”卫生信息化的建设推进，使得区域医疗信息化市场将在未来 3-4 年迎来一个高速成长的阶段。

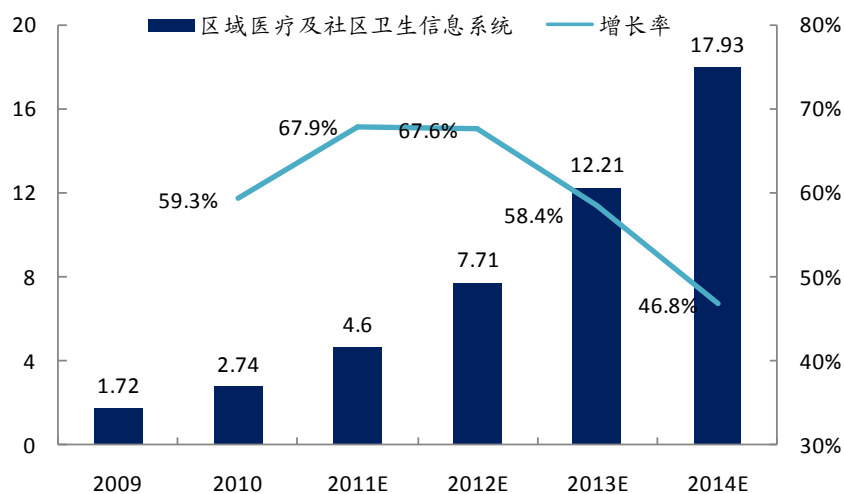
表 1: 医疗卫生信息化相关政策或规划

	政策或规划名称	出台单位及时间	主要内容
1	卫生事业“十二五”规划(初步意见)	卫生部	“十二五”卫生信息化建设工程规划初步确定了我国卫生信息化建设路线图,简称“3521 工程”,即建设国家级、省级和地市级 3 级卫生信息平台,加强公共卫生、医疗服务、新农合、基本药物制度、综合管理 5 项业务应用,建设健康档案和电子病历 2 个基础数据库和 1 个专用网络建设。
2	《卫生信息化建设指导意见与发展规划(2011-2015)》	2010 年 12 月 8 日,卫生部	到 2015 年,初步构建全国卫生信息系统基本框架,加强信息标准化和卫生信息平台建设,逐步实现统一高效、互联互通,逐步建立可共享的健康档案与电子病历基础数据资源库,为全国 30%的人口办理健康卡和建立符合统一标准的居民电子健康档案。
3	《2010 年基于电子健康档案、电子病历、门诊统筹管理的基层医疗卫生信息系统试点项目管理方案的通知》	2010 年 12 月,卫生部	到 2015 年,全国所有三级医院为每个就诊患者建立符合统一标准的全内容电子病历数据资源库;三分之一的二级医院建立符合统一标准的部分内容电子病历数据资源库。
4	《2010 年中西部地区村卫生室信息化建设项目管理方案的通知》	2010 年 12 月,卫生部	为积极探索建设以健康管理和服务为中心、居民电子健康档案和电子病历为基础的卫生信息平台及重点业务应用系统,促进区域卫生信息化建设和发展,在上海、浙江、安徽、重庆、新疆 5 省开展试点,中央财政将安排 2.24 亿投资。
5	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	2009 年 4 月 6 日,国务院	为中西部地区 90%的村卫生室配备电脑,70%以上的农村居民配备健康卡,开发整合村卫生室信息化软件,加快区域(地级市和县级)卫生信息平台建设。该项工程将涉及 22 个省、2,164 个县,423,405 个村。中央财政将安排 19.05 亿元投资。
6	《2006—2020 年国家信息化发展战略》	2006 年 5 月,中共中央办公厅、国务院办公厅	明确了到 2020 年,我国覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度基本建立。明确我国信息化发展的战略重点之一是:加强医疗卫生信息化建设。建设并完善覆盖全国、快捷高效的公共卫生信息系统。统筹规划电子病历,促进医疗、医药和医保机构的信息共享和业务协同,支持医疗体制改革。

资料来源:公开资料,国信证券经济研究所整理

行业政策频出的效果就是带来行业高速增长,区域医疗和社区卫生近两年都能看到行业性超过 60%的增长。在市场爆发式增长的过程中,作为在行业内最专注、积累最久的龙头企业,卫宁软件有望获得较大市场份额。

图 9: 区域医疗及社区卫生信息系统市场规模及增长率(单位:亿元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

在公共卫生领域，卫宁软件在社区卫生和基层医疗的信息系统上有成熟的解决方案，而在建设跨区域操作平台的项目中，公司由于医院和基层医疗的长期积累，可以提供完善的接口。公司当前正在做的就是加强其公共卫生信息系统领域的产品和功能，提高系统集成能力，以获得更强的系统集成能力和更大规模的区域医疗系统订单。

图 10：卫宁软件现有的公共卫生产品及拟增强模块



资料来源：公司资料

未来将保持高速增长，给予“推荐”评级

基本假设

根据对公司基本面的分析，我们假设公司的 HIS 系统收入 2011-2013 年增长率分别为：55%、50%和 50%，随着规模提升毛利率相对稳定在高位，假设为 80.5%、80%和 80%；CIS 系统由于渗透率大幅提升，增长率为 60%、60%和 50%，由于 CIS 系统标准化程度更高，所以毛利率将维持在高位，假设为 72%、72%和 70%；公共卫生系统由于行业性爆发机会，公司在公共卫生系统的增长率为 70%、70%和 60%，受项目化运作模式以及价格竞争的影响，毛利率相对较低，假设为 60%、55%和 54%。根据这些假设，我们测算公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.50 元和 2.16 元。

2012 年由于国内医疗卫生信息化的投资加速，公司明显受益；而公司经过上市之后的业务拓展，预计募投项目和业务增速将在 2012 年明显体现，2012 年公司的净利润将实现较高增速，2013 年在行业增长较为明朗的情况下，公司仍有较高增速。

我们预计公司 2011-2013 年收入增长达到 42.1%、40.0%和40.4%，由于收入结构调整，软件所占收入比例大幅提升，利润增长高于收入增长速度，2011-2013 年的净利润增长分别为 37.8%、64.5%和 44.5%。

估值及投资建议

我们预测卫宁软件 11-13 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.50 元和 2.16 元，对应当前股价市盈率分别为 45 倍、27 倍和 19 倍。公司三年的复合增长率将达到 48.6%，其高增长将对冲掉部分估值溢价，作为国内医疗信息化领域的龙头企业，对应着国内医疗信息化百亿以上规模的潜在市场，公司目前市值为 22.4 亿元。考虑到明年可以看到的政策支持力度以及投资的增加，公司有望在盈利和估值方面维持高位，我们给予公司“推荐”评级。

核心判断的主要风险

如果政府对于医疗体制改革和医疗卫生信息化的整体支持下降，则政策支持力度和投资将放缓，将对公司公共卫生业务产生较大影响，而医院信息系统也有一定影响，将部分影响公司业绩。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	75	465	496	554	营业收入	120	171	239	336
应收款项	35	47	66	92	营业成本	50	65	84	111
存货净额	0	0	0	1	营业税金及附加	2	2	2	3
其他流动资产	3	3	5	7	销售费用	18	25	34	47
流动资产合计	113	515	567	654	管理费用	21	27	37	50
固定资产	3	7	21	42	财务费用	(0)	(2)	(12)	(13)
无形资产及其他	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(0)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	118	524	589	698	营业利润	29	54	93	137
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	10	10	14	18
应付款项	3	5	6	8	利润总额	39	64	107	155
其他流动负债	18	12	8	17	所得税费用	4	6	11	15
流动负债合计	21	16	14	24	少数股东损益	0	9	16	24
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	35	49	80	116
其他长期负债	2	2	2	2					
长期负债合计	2	2	2	2	现金流量表（百万元）				
负债合计	23	18	16	26		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	6	18	34	净利润	35	49	80	116
股东权益	95	500	556	637	资产减值准备	(0)	0	0	1
负债和股东权益总计	118	524	589	698	折旧摊销	1	1	1	2
					公允价值变动损失	0	1	1	1
关键财务与估值指标					财务费用	(0)	(2)	(12)	(13)
	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	2	(17)	(23)	(17)
每股收益	0.88	0.91	1.50	2.16	其它	0	6	11	16
每股红利	0.50	0.27	0.45	0.65	经营活动现金流	38	39	71	118
每股净资产	2.37	9.35	10.40	11.91	资本开支	(2)	(5)	(15)	(25)
ROIC	30%	49%	67%	76%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	37%	10%	14%	18%	投资活动现金流	(2)	(5)	(15)	(25)
毛利率	58%	62%	65%	67%	权益性融资	0	371	0	0
EBIT Margin	24%	31%	34%	37%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	31%	35%	38%	支付股利、利息	(20)	(15)	(24)	(35)
收入增长	6%	42%	40%	40%	其它融资现金流	20	0	0	0
净利润增长率	35%	38%	65%	44%	融资活动现金流	(20)	357	(24)	(35)
资产负债率	20%	5%	6%	9%	现金净变动	16	390	32	58
息率	1.2%	0.9%	1.5%	2.1%	货币资金的期初余额	59	75	465	496
P/E	45.9	44.5	27.1	18.7	货币资金的期末余额	75	465	496	554
P/B	17.1	4.3	3.9	3.4	企业自由现金流	27	26	37	72
EV/EBITDA	56.8	41.2	26.4	17.4	权益自由现金流	46	27	48	84

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 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 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

宏观		固定收益		策略	
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		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432			黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟					
机械		基础化工		医药	
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
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勍	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	0755-82133920
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
轻工		家电		建筑	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	邱 波	0755-82133390
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	刘 萍	0755-82130678
计算机及电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
欧阳仕华	0755-82151833				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741	周 琦	0755-82133568
孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
		吴美玉	010-66026319		
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163	秦国文	0755-82133528
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	韦 敏	0755-82130833-3772
刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165	张璐楠	0755-82130833- 1379
潘小果	0755-82130843	郑亚斌			
蔡乐祥	0755-82130833-1368				
钱 晶	0755-82130833-1367				

数据与系统支持

赵斯尘 021-60875174
 徐左乾 0755-82133090
 李扬之 0755-82136165
 陈爱华 0755-82133397
 袁 剑 0755-82139918

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 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
杨 柳	010-66026341 18601241651 yangliu1@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 18620399819 zhengcan@guosen.com.cn	