

日期: 2012年1月5日

行业: 化学制剂



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

农药业务成为新利润增长点

基本数据 (11Q3)

报告日股价 (元)	33.60
12mth A 股价格区间 (元)	32.04/52.80
总股本 (百万股)	167.49
无限售 A 股/总股本	59.86%
流通市值 (亿元)	33.69
每股净资产 (元)	8.24
PBR (X)	4.08
DPS (Y10, 元)	不分配

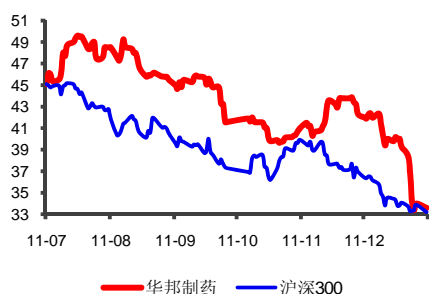
主要股东 (11Q3)

重庆汇邦旅业有限公司	13.53%
张松山	12.43%
潘明欣	8.53%
李生学	7.14%

收入结构 (11H1)

制药业	97.62%
旅游服务	2.38%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB12-CI01b

相关报告:

首次报告日期: 2012年1月5日

■ 报告目的:

近期我们对华邦制药进行了实地调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

主要皮肤病药明年增速将回归

我们认为,银屑病用药在全国的用药市场规模约为 10 亿元左右,根据每年银屑病用药占比推测,其市场规模一直较为稳定。由于皮肤病行业前八位厂家市场份额总和 2008 年为 46.32%,根据日本学者植草益的八厂集中度理论来看,皮肤病药物市场属于低集中寡占型(40% ≤ CR8 < 70%)。由于公司的产品以处方药、化学药为主,因此要在这样的市场中脱颖而出,走 OTC 与差异化竞争策略是必由之路。预计,公司主要制剂类产品的增速明年将回归 10-25% 左右。

利润补偿协议显示公司对农药业务发展前景的信心

12月21日,公司公告换股吸收合并颖泰嘉和完成最后手续。根据协议,公司承诺,若2011-2013年颖泰嘉和扣非后归母公司的净利润不能实现盈利预测的11,280.26万元、14,629.99万元和18,920.00万元(相当于每年利润增速为30%),颖泰嘉和将把其本次认购的股份总数按一定比例向华邦制药补偿。如果按照公司增发后1.67亿股本测算,相当于增厚12-13年每股收益约0.87和1.13元。

布局农药产业链,业绩有待释放

近期,公司在农药产业链上的布局动作频繁。12月8日,公司公告拟以自有资金不超过2000万美元参与巴西CCAB的增资扩股,取得其7.5%股权。12月21日,公司公告拟以自有资金4160万元参与禾益化工增资扩股。公司参与巴西CCAB的增资扩股主要意图在于未来产品打入巴西市场。而参股禾益化工,主要是为了进军农药原药领域,从而提升华邦制药在农药行业里的核心竞争力和地位,具有很强的战略意义。预计这两笔投资未来均能与颖泰嘉和形成协同效应。

■ 投资建议:

未来六个月内,给予“大市同步”评级

预计公司11年、12年实现每股收益为1.17元和1.86元,以1月4日收盘价33.60元计算,动态PE分别为36.35倍和19.33倍。化学制剂行业11年、12年动态PE分别为20.78倍和16.72倍;农药行业11年、12年动态PE分别为26.57倍和17.26倍,公司目前的估值水平稍高于行业平均水平,且基本反映了12年颖泰嘉和合并报表对利润的增厚。考虑到公司皮肤病药未来有望向OTC渠道拓展,而农药业务有望成为未来重要看点,

我们仍给予公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥,百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	541.22	612.51	3562.15	4462.62
年增长率	-0.61%	13.17%	481.57%	25.28%
归属于母公司的净利润	132.04	154.82	291.19	340.58
年增长率	3.41%	17.25%	88.08%	16.96%
每股收益 (元)	0.79	0.92	1.74	2.03
PER (X)	42.62	36.35	19.33	16.52

注: 有关指标按当年股本摊薄

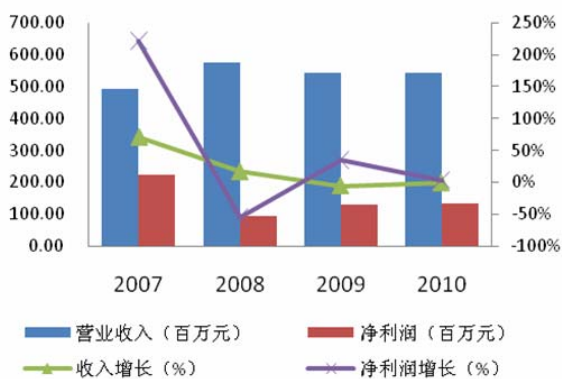
一、皮肤科专业生产企业

公司以银屑病药品市场及其他皮肤细胞功能异常类皮肤病药品市场为主，逐渐向抗过敏、抗真菌、激素类等其他品种拓展。公司在皮肤病治疗领域、结核病治疗领域树立了良好的企业品牌形象，已经成为了开发、生产、销售维甲酸类药物的专业厂家。公司还相继以控股与参股的方式涉足旅游业、能源业、保健品等领域。

公司近几年收入增速平稳，2009 与 2010 年的收入增长率分别为 -5.42%和-0.61%；同期，利润增速表现平稳，2009 与 2010 年的利润增速分别为 35.37%和 3.41%。根据今年三季报，公司实现营业收入 4.77 亿元，同比增长 20.43%；营业利润 1.10 亿元，同比增长 17.73%；归属于母公司净利润 1.04 亿元，同比增长 23.19%；基本每股收益 0.79 元。同时，公司预计全年净利增幅为 10-40%。公司业绩增长的主要动力来自于主导产品方希、地奈德乳膏销量增长较快。

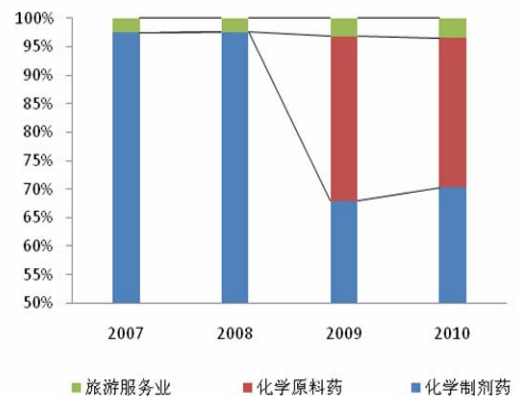
公司目前主营业务可分为三大板块：化学制剂、原料药和旅游业。近三年，三大业务的毛利率均比较稳定。其中，原料药收入约为 1.5 亿元，主要为汉江药业生产，其产品较多，但没有突出的大品种。目前公司的主营业绩主要由制剂业务贡献。从三费占收入比重来看，近三年公司期间费用控制良好，收入增速大于费用增长，使公司盈利能力增强。

图 1 公司近年来的收入利润增速



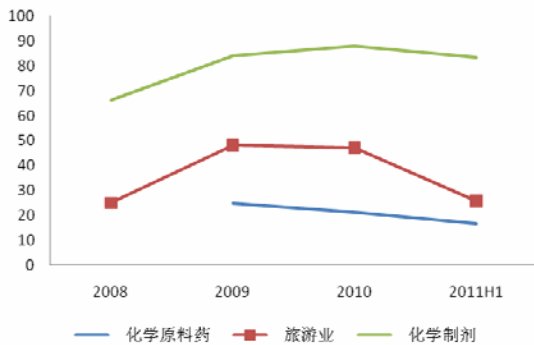
数据来源：Wind，上海证券研究所

图 2 公司近年来的收入业务构成情况



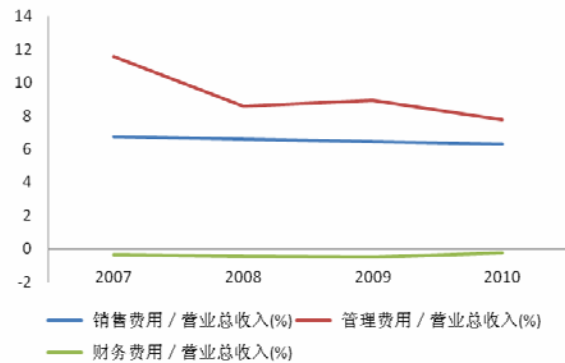
数据来源：Wind，上海证券研究所

图3 公司近年来的毛利率构成情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图4 公司三费构成情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、2012 年皮肤病药增长将回归行业平均增速

2.1 营销队伍调整致主导产品增速加快

公司化学制剂业务主要产品是迪皿、方希、地奈德乳膏、复方氨肽素片、维胺脂胶囊、维胺酯维E乳膏等。虽然公司制剂产品品种较多,但是由于销售瓶颈,导致公司历来没有较大的过亿单品种出现。根据中报显示,2011 年上半年方希、地奈德乳膏销量增长较快(均同比增长 50%),而 15g 迪皿和复方氨肽素片销量平稳。据了解,公司老品种的增速加快源于公司对营销队伍的调整。预计 2011 年方希有望达到 5 千万的销量,而地奈德乳膏销售则有望过亿。

表1 公司主导产品及用途

主要产品	用途
15g 迪皿	通用名: 盐酸左西替利嗪片。适应症: 荨麻疹、过敏性鼻炎、湿疹、皮炎、皮肤瘙痒症等。
方希	本品为胶囊剂,内容物为黄色颗粒和粉末。主要成分是阿维A。本品具有促进表皮细胞分化和增殖等作用,适用于治疗以下疾病: 1、严重的银屑病: 包括红皮病型银屑病,脓疱性银屑病等; 2、其他角化性皮肤病等。
地奈德乳膏	适用于对皮质类固醇治疗有效的各种皮肤病,如接触性皮炎、神经性皮炎、脂溢性皮炎、湿疹、银屑病、扁平苔藓、单纯性苔藓、汗疱疹等引起的皮肤炎症和皮肤瘙痒的治疗。
复方氨肽素片	用于银屑病(牛皮癣)。
20 粒维胺脂胶囊	胺酯胶囊为维A酸衍生物

数据来源: 上海证券研究所

2.2 皮肤病用药市场特征研究

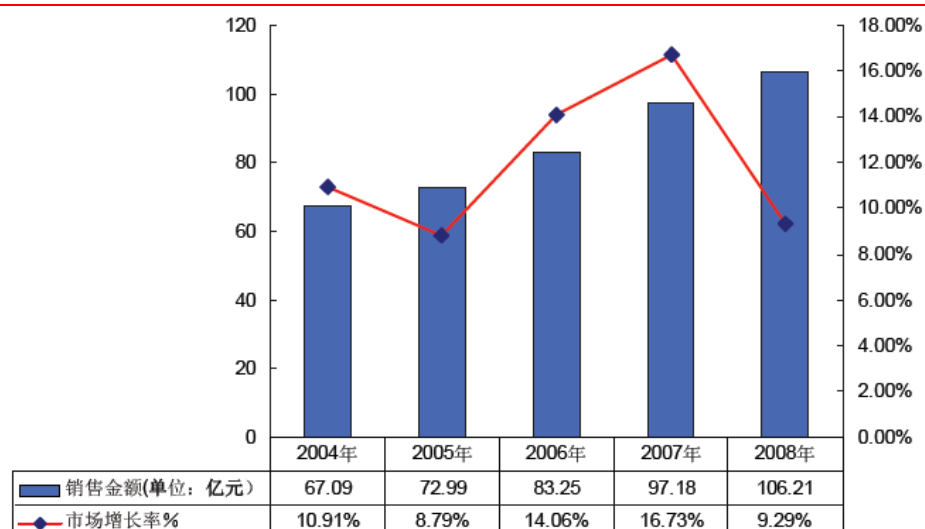
2.2.1 病患基数大，但增速慢

在我国，皮肤病的发病率很高，是一种常见病、多发病。据有关资料统计，国内皮肤病总患病率为 1.23%，即约有 0.16 亿人患有不同程度的皮肤病。我国居民比较常见的皮肤病包括真菌感染（足癣、体癣、灰指甲、妇科真菌感染等）、湿疹、细菌感染、痤疮用药、牛皮癣等类别。

目前皮肤药在零售渠道的销售量位于复合维生素和钙制剂类药品、感冒咳嗽类药品之后列第三位，增长率仅次于感冒咳嗽药，位列第二。数据显示，皮肤病药物市场销售规模自 1999 年以来除 2002 年和 2003 年基本持平外，其他年份一直处于增长态势，2008 年市场规模为 106.21 亿元，同比增长为 9.29%，增速有所回落。2008 年，全国皮肤病药零售市场总规模达到 53 亿元，占当年药店营业收入的 3.62%。虽然 OTC 渠道销售的皮肤病药占据了其总销售额的一半，但皮肤病药的增长速度明显低于其他 OTC 药物。

我们认为，皮肤病市场增速较慢的主要原因或许与皮肤病的患者就医习惯有关。以皮肤病中的银屑病为例，研究发现，寻常型银屑病有以下几个特点：1) 良性疾病；2) 慢性复发性；3) 自我缓解倾向；4) 不当干预会使远期复发加重。由于皮肤病通常不致命，因此在很多患者的认知中皮肤病属于可治可不治的疾病，同时患者也比较倾向于通过 OTC 渠道获得简便快速的治疗。

图 5 2004-2008 年皮肤病药物整体市场销售规模和市场增长率



数据来源: Menet, 上海证券研究所

2.2.2 外用抗真菌药是主要用药类别

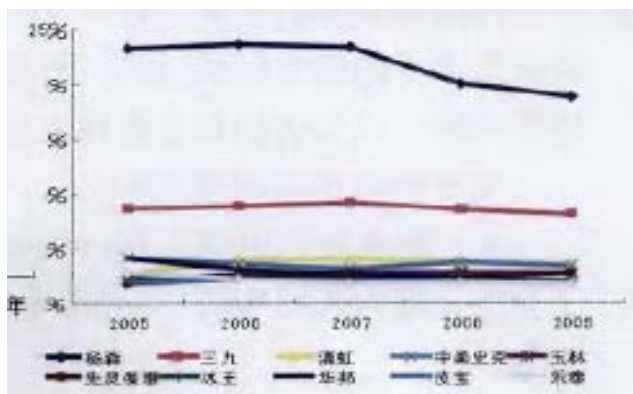
从全国皮肤病药的大类结构来看，化学药在市场中占据主导地位，份额达70%左右，而且还呈明显的上升趋势；中成药的份额则稳定在15%左右，消字号产品和其他产品的市场份额则呈逐渐下降趋势。目前，对皮肤病的治疗多以外用药为主，皮肤外用药占整个皮肤病药市场的份额为85%左右。在皮肤病药各细分市场中，抗真菌药和皮炎、湿疹药市场规模最大，二者合计占皮肤病用药市场80%左右的份额。在皮肤病药前10大品牌中，杨森和三九的份额明显高于其他品牌，其他8个品牌则比较接近。此外，辉瑞公司的氟康系列产品、西安杨森的施皮仁诺(伊曲康唑)、派瑞松(硝酸益康唑/曲安缩松)、达克宁(硝酸咪康唑)、采乐(酮康唑)，以及北京诺华、山东齐鲁制药、中美天津史克的特比萘芬、联苯苄唑等相关品牌产品占了较大市场份额。

表 2 2004-2008 年皮肤病药物各细分类所占市场份额

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
皮肤病用抗真菌药	30.55%	29.25%	30.54%	25.57%	23.98%
润肤剂和保护剂	0.20%	0.46%	0.96%	1.64%	2.90%
创伤和溃疡治疗药	0.03%	0.05%	0.05%	0.06%	0.02%
止痒药，包括抗组织胺药、麻醉药等	2.17%	2.40%	2.44%	2.31%	2.18%
治疗牛皮癣药	6.65%	7.36%	8.62%	10.50%	10.48%
皮肤病用抗生素和化学治疗药物	6.36%	7.03%	6.83%	6.83%	7.12%
皮肤病用皮质激素制剂	15.28%	16.11%	19.24%	20.03%	21.36%
抗菌剂和消毒剂	17.88%	17.56%	16.09%	14.47%	14.85%
含药敷料	1.24%	0.58%	0.63%	1.05%	0.92%
抗痤疮制剂	11.05%	10.83%	9.66%	10.25%	9.51%
其他皮肤病用制剂	8.59%	8.36%	4.93%	7.29%	6.67%

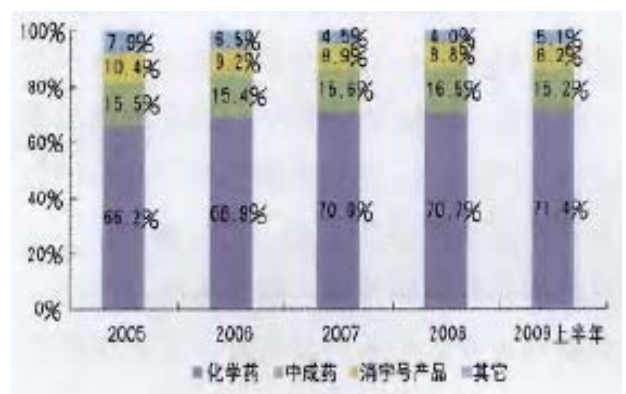
数据来源: Menet, 上海证券研究所

图 6 2005-2009 上半年主要皮肤病药品牌市场份额变化



数据来源: 中国药店杂志, 上海证券研究所

图 7 全国皮肤病药中各主要品类的比例构成 (%)



数据来源: 中国药店杂志, 上海证券研究所

2.3 OTC 与差异化竞争是公司未来脱颖而出的关键

公司目前主导产品集中于银屑病（俗称牛皮癣）细分领域。银屑病是一种慢性皮肤疾患，属于自身免疫疾病之一，以表皮增生过度 and 皮肤炎症为特征，症状的严重程度不等，从较小的局部斑块至累及全身。从国际市场看，根据美国决策资源公司的一项最新研究报告，包括治疗遗传性过敏性皮炎，风疹及银屑病在内的全球皮肤病用药市场年增长 8%。其中，银屑病药物市场的增长最为强劲，其次是遗传性过敏性皮炎药物市场。而风疹治疗药市场实际是呈下降趋势的。从美国市场情况看，据市场研究公司（Markdt Research.com）的研究报道，随着新生物技术衍生创新的出现，已重新激发了牛皮癣治疗剂不景气的领域。与传统全身用药物相比，能够特异性地靶向免疫系统的生物制剂因具有更好的安全性和耐受性，所以适于用作更长期的银屑病治疗药物。从全球发展趋势看，银屑病治疗市场的发展受到通用名药和非处方药物的约束，这两类药物价廉，适用于大多数患者。然而，在全球年价值 35 亿美元的银屑病治疗市场上，68% 的市场份额由生物制剂占有，而局部用药物和传统全身用药物的市场份额仅分别为 25% 和 7%。

我们认为，银屑病用药在全国的用药市场规模约为 10 亿元左右，根据每年银屑病用药占比推测，其市场规模一直较为稳定。由于皮肤病行业前八位厂家市场份额总和 2008 年为 46.32%，根据日本学者植草益的八厂集中度理论来看，皮肤病药物市场属于低集中寡占型（ $40\% \leq CR8 < 70\%$ ）。由于公司的产品均属于处方药、化学药为主，因此，要在这样的市场中脱颖而出，走 OTC 与差异化竞争策略是必由之路。预计，公司主要制剂类产品的增速明年将回归 10-25% 左右。

三、农药业务成为未来利润增长点

3.1 利润补偿协议显示公司对农药业务发展前景的信心

12 月 21 日，公司公告换股吸收合并颖泰嘉和完成最后手续。颖泰嘉和的主要经营范围是研究、开发新型药用制剂及高效、低毒和低残留的化学农药原药。颖泰嘉和主营业务收入主要包括自主生产产品销售收入、专属生产产品收入、贸易业务收入、技术服务业务收入等。对公司贡献较大收入的产品主要依靠专属生产和对外采购获得。根据换股说明书显示，颖泰嘉和自主生产业务主要集中于上虞颖泰和万全力华，公司自主生产业务毛利率波动较大，主要原因在于原材料和产成品价格波动大，从而使毛利率整体变动较大。而专属加工部分毛利

率整体比较稳定。专属加工系公司较为独特的经营模式，即颖泰嘉和根据市场需求和发展战略，通过研发，提供给第三方战略合作生产工厂综合性专有解决方案（含生产技术、质量控制与质量保障标准和技术、安全环保和职业健康规范和技术、工程设计以及实施方案等），并在颖泰嘉和的指导下，由生产企业投资建设或改进，生产的产品全部或者部分由颖泰嘉和收购和营销的营运模式。依靠专属生产的模式，颖泰嘉和实现了资产规模变化不大情况下营业收入的高速增长。

根据协议，公司承诺若 2011-2013 年颖泰嘉和扣非后归属于母公司的净利润不能实现盈利预测的 11,280.26 万元、14,629.99 万元和 18,920.00 万元（相当于每年利润增速为 30%），颖泰嘉和将把其本次认购的股份总数按一定比例向华邦制药补偿。如果按照公司增发后 1.67 亿股本测算，约相当于增厚 12-13 年每股收益 0.87 和 1.13 元。预计除贸易外，颖泰各项业务未来有望取得 30% 以上的增长。

3.2 布局农药产业链，优势互补

近期，公司在农药产业链上的布局动作频繁。12 月 8 日，公司公告拟以自有资金不超过 2000 万美元参与巴西 CCAB 的增资扩股，取得其 7.5% 的股权。12 月 21 日公告，公司拟以自有资金 4160 万元参与江西禾益化工有限公司增资扩股。公司介绍，巴西 CCAB 系巴西农场主合作社实体公司，公司参与巴西 CCAB 的增资扩股主要意图在于未来产品打入巴西市场。对于参股禾益化工，主要是为了进军农药原药领域，从而提升华邦制药在农药行业里的核心竞争力和地位，具有很强的战略意义。公司还表示，与诺普信共同通过增资方式成为禾益化工的股东，禾益化工可充分利用颖泰嘉和在次新化合物方面的研发、生产技术及外贸业务等支持，以及利用诺普信在农药制剂方面的优势及其先进管理经验等推动禾益化工快速发展。预计这两笔投资未来均能与颖泰嘉和形成协同效应。

四、多元发展，业绩贡献有待观察

近年来，除了重点布局农药领域投资外，公司还投资于保健品（公司与丽江龙德旅游发展有限公司、丽江格林恒信生物科技开发有限公司共同投资设立丽江龙健生物科技有限公司。前期以玛咖精片为主打产品，后期将进一步开发玛咖酒等玛咖保健产品）和医疗服务业领域（信华利康，主要医院资产有贵阳利美康医院，贵阳云阳新羊城义齿有限公司等）。然而，目前看，这些产业尚不能确定何时能贡献收益。以信华利康为例，2010 年净利润仅为 100 多万，而公司仅占有 18.38%

股权。

表 3 未来三年公司投资收益预测

投资收益 (单位: 百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
陕西汉江药业集团股份有限公司		17.72	11.81	11.81	14.17	14.17
北京颖泰嘉和科技股份有限公司	20.57	19.29	25.25	32.83	0.00	0.00
丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司	2.42	2.91	2.97	3.57	4.28	4.28
贵州信华乐康园区置业有限公司	0.00	0.00	-0.56	0.00	0.00	0.00
江西禾益化工有限公司		0.00	0.00	4.72	5.43	3.00
其他	19.33	12.87	7.98	6.27	4.08	2.77
投资净收益	42.32	52.80	47.46	59.20	27.96	24.23

增长率	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
陕西汉江药业集团股份有限公司		0.00%	-33.36%	0.00%	20.00%	20.00%
北京颖泰嘉和科技股份有限公司*		-6.23%	30.88%	30.00%	0.00%	0.00%
丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司		20.58%	1.97%	20.00%	20.00%	20.00%
贵州信华乐康园区置业有限公司		-	-	5.00%	5.00%	5.00%
江西禾益化工有限公司		-	-	-	15.00%	15.00%
其他		-33.41%	-37.98%	-21.39%	-35.04%	-31.94%

数据来源: 上海证券研究所

*颖泰嘉和明年起将合并入母公司报表。

五、给予“未来六个月，大市同步”评级

预计公司 11 年、12 年实现每股收益为 1.17 元和 1.86 元，以 1 月 4 日收盘价 33.60 元计算，动态 PE 分别为 36.35 倍和 19.33 倍。化学制剂行业 11 年、12 年动态 PE 分别为 20.78 倍和 16.72 倍；农药行业 11 年、12 年动态 PE 分别为 26.57 倍和 17.26 倍，公司目前的估值水平稍高于行业平均水平，且基本反映了 12 年颖泰嘉和合并报表对利润的增厚。考虑到公司皮肤病药未来有望向 OTC 渠道拓展，而农药业务有望成为未来重要看点，我们仍给予公司“大市同步”评级。

六、风险提示

- 1、公司医药产品价格存在进一步下降空间，将会影响企业的盈利状况；
- 2、合并后颖泰的业绩增速低于预期。

七、附表

附表1 华邦制药损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	544.52	541.22	612.51	3,562.15	4,462.62
二、营业总成本	459.92	438.82	496.53	3,260.80	4,102.74
营业成本	189.71	176.88	205.93	2,715.27	3,438.04
营业税金及附加	7.35	7.82	8.85	49.46	67.69
销售费用	159.21	151.70	177.63	247.03	308.79
管理费用	85.33	96.55	91.88	186.16	214.08
财务费用	7.58	3.03	9.19	45.07	51.83
资产减值损失	10.73	2.85	3.06	17.81	22.31
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.80	47.46	59.20	27.96	24.23
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	137.40	149.86	175.18	329.31	384.11
加: 营业外收入	14.75	9.26	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	4.76	7.56	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	147.39	151.55	175.18	329.31	384.11
减: 所得税	18.14	16.37	20.35	38.12	43.53
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	129.25	135.18	154.82	291.19	340.58
减: 少数股东损益	1.56	3.14	0.00	0	0
归属于母公司所有者的净利润	127.68	132.04	154.82	291.19	340.58
七、摊薄每股收益 (元)	0.76	0.79	0.92	1.74	2.03

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
制药业	512.09	591.15	666.96	746.51
15g 迪皿	54.12	55.20	56.30	57.43
方希	31.85	47.77	59.72	71.66
地奈德乳膏	67.96	101.93	127.42	152.90
复方氨基酸片	29.97	32.97	36.27	39.89
20 粒维胺脂胶囊	19.35	13.54	13.54	13.54
其他	308.85	339.73	373.71	411.08
旅游服务业	18.57	21.35	24.56	28.24
农药	1733.10	2247.08	2870.64	3687.88
自产销售	601.59	782.06	1016.68	1321.68
专属生产	691.10	932.99	1259.53	1700.37
贸易	405.04	486.05	534.65	588.12

技术服务	35.37	45.98	59.78	77.71
总计	541.22	612.51	3562.15	4462.62
分业务主营成本测算				
(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
制药业	154.53	194.19	227.30	264.60
15g 迪皿	7.09	12.14	12.95	13.78
方希	6.33	10.51	13.14	15.77
地奈德乳膏	7.37	15.29	21.66	29.05
复方氨基酸片	20.26	13.85	15.96	18.35
20 粒维胺脂胶囊	11.66	6.50	6.64	6.77
其他	101.82	135.89	156.96	180.87
旅游服务业	9.79	11.74	13.51	15.53
农药	1498.41	1950.93	2474.47	3157.91
自产销售	496.10	649.11	843.84	1097.00
专属生产	610.82	830.36	1114.68	1496.32
贸易	390.28	471.47	515.94	564.59
技术服务	1.22	0.00	0.00	0.00
总计	176.88	205.93	2715.27	3438.04
分业务增速	2010A	2011E	2012E	2013E
制药业	-1.65%	15.44%	12.82%	11.93%
15g 迪皿	-8.88%	2.00%	2.00%	2.00%
方希	-33.92%	50.00%	25.00%	20.00%
地奈德乳膏	39.26%	50.00%	25.00%	20.00%
复方氨基酸片	-15.30%	10.00%	10.00%	10.00%
20 粒维胺脂胶囊	-17.96%	-30.00%	0.00%	0.00%
其他	1.15%	10.00%	10.00%	10.00%
旅游服务业	10.37%	15.00%	15.00%	15.00%
农药	34.29%	29.66%	27.75%	28.47%
自产销售	8.41%	30.00%	30.00%	30.00%
专属生产	34.09%	35.00%	35.00%	35.00%
贸易	107.66%	20.00%	10.00%	10.00%
技术服务	40.58%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	2010A	2011E	2012E	2013E
制药业	87.97%	67.15%	65.92%	64.56%
15g 迪皿	86.89%	78.00%	77.00%	76.00%
方希	80.13%	78.00%	78.00%	78.00%
地奈德乳膏	89.15%	85.00%	83.00%	81.00%
复方氨基酸片	32.41%	58.00%	56.00%	54.00%
20 粒维胺脂胶囊	39.72%	52.00%	51.00%	50.00%
其他	67.03%	60.00%	58.00%	56.00%
旅游服务业	47.25%	45.00%	45.00%	45.00%
农药	13.54%	13.18%	13.80%	14.37%
自产销售	17.54%	17.00%	17.00%	17.00%
专属生产	11.62%	11.00%	11.50%	12.00%

贸易	3.64%	3.00%	3.50%	4.00%
技术服务	96.56%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 华邦制药历年财务指标

指标名称	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
销售毛利率(%)	62.91	64.71	65.16	67.32
EBIT/主营业务收入(%)	52.40	21.61	28.46	29.08
销售净利率(%)	45.21	16.60	23.74	24.98
净资产收益率(全面摊薄)(%)	36.46	13.18	15.97	14.56
流动比率	1.53	1.35	1.93	1.43
速动比率	1.23	1.01	1.39	0.94
资产负债率(%)	32.86	28.35	21.49	23.75
存货周转率	2.05	2.04	1.71	1.36
应收账款周转率	8.99	9.42	8.57	8.29
总资产周转率	0.53	0.51	0.48	0.43
净利润同比增长率(%)	221.87	-54.31	35.37	3.41
每股收益(全面摊薄)	1.56	0.71	0.97	1.00
每股经营性现金流量	0.60	0.86	0.94	0.60
每股未分配利润	2.62	3.29	3.85	4.76
每股资本公积金	1.09	1.05	1.00	1.04

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。