

武汉健民 (600976)

关注体外培育牛黄市场的扶持政策

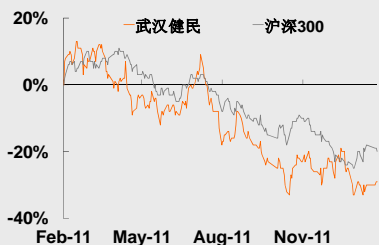
推荐 (首次)

现价: 14.23 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.whjm.com
大股东/持股	华方医药科技/23.25%
实际控制人/持股	汪力成/12.46%
总股本(百万股)	153
流通 A 股(百万股)	153
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	21.92
流通 A 股市值(亿元)	21.85
每股净资产(元)	5.46
资产负债率(%)	26.9

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌军
 投资咨询资格编号
 S1060209110193
 0755-22624694
 lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 龙牡壮骨颗粒是利润主要来源

公司主打产品有龙牡壮骨颗粒、健民咽喉片、健脾生血颗粒、小金胶囊等, 其中龙牡壮骨颗粒为武汉健民独家研制、生产的卫生部首批三个一级保护品种之一, 系公司主要的利润来源 (2010 年毛利占比接近 50%)。我们预计龙牡壮骨颗粒 2011 年收入将达到 2.5-2.6 亿元。

■ 龙牡壮骨颗粒——保持 10-15%的稳定增长

龙牡壮骨颗粒用于治疗 and 预防小儿佝偻病, 软骨病, 对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓等症也有治疗作用, 曾经是市场占有率最高的儿童补钙品, 一度占据儿童补钙市场 90% 以上市场份额。但小儿补钙市场竞争日益激烈, 先后涌现出三精、迪巧等新的品牌产品。根据健康网数据, 龙牡壮骨颗粒目前市场份额约为 2.91%, 全国 22 抽样调研城市市场占有率排名第九。09 年以来, 经过对产品重新定位并得益于行业的高景气度, 龙牡壮骨颗粒保持稳定增长, 我们预计收入年增速约在 10%-15% 之间。

■ 体外培育牛黄——潜力巨大, 但需政策扶植

公司参股 39% 的武汉健民大鹏药业有限公司拥有国家中药一类新药体外培育牛黄的完全知识产权。体外培育牛黄是国家重大技术发明、国家重点新产品, 为天然牛黄的优质替代品。但是, 市场中如牛黄解毒片、牛黄降压丸、牛黄清胃丸等以人工牛黄为原料的低价药品没有动力去替换价格高昂的天然牛黄; 而以同仁堂、片仔癀为代表的高价药品如安宫牛黄丸等, 为了保持治疗效果不愿放弃采购体外培育牛黄。体外培育牛黄正是处于这种尴尬的区间。因此, 需要政策对采用体外培育牛黄为原料的药品进行扶持。

■ 首次给予“推荐”评级

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.57、0.75、0.94 元, 对应 2012 年 2 月 7 日收盘价 14.23 元, PE 分别为 25.13、19.04、15.16 倍。我们看好公司在儿童保健品市场中的发展和体外培育牛黄替代天然牛黄的潜力, 首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,534	1,572	1,664	1,866	2,019
YoY(%)	19.3	2.5	5.8	12.2	8.2
净利润(百万元)	49	72	87	115	144
YoY(%)	196.0	46.7	21.2	32.0	25.6
毛利率(%)	18.6	20.4	21.5	21.5	22.7
净利率(%)	3.2	4.6	5.2	6.1	7.1
ROE(%)	6.3	8.7	10.1	12.3	14.3
EPS(摊薄/元)	0.32	0.47	0.57	0.75	0.94
P/E(倍)	44.9	30.6	25.1	19.0	15.2
P/B(倍)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.2

正文目录

一、 公司简介.....	4
1.1 龙牡壮骨颗粒是主要利润来源.....	4
1.2 小金胶囊等品种是公司目前主要二线增长品种.....	5
1.3 体外培育牛黄是市场最大的关注点.....	5
1.4 股权结构.....	6
二、 主营业务分析.....	6
2.1 龙牡壮骨颗粒——保持稳定增长.....	6
2.2 体外培育牛黄——潜力巨大，但需政策扶植.....	8
三、 盈利预测和评级.....	10
3.1 盈利预测.....	10
3.2 首次给予“推荐”评级.....	12

图表目录

图表 1	2010 年分产品收入构成	4
图表 2	2010 年分产品毛利构成	4
图表 3	2010 年龙牡壮骨颗粒收入占比	4
图表 4	2010 年龙牡壮骨颗粒毛利占比	4
图表 5	公司主要二线品种示意图	5
图表 6	体外培育牛黄重大历史事件.....	5
图表 7	武汉健民子公司股权比例图.....	6
图表 8	公司股权结构	6
图表 9	龙牡家族产品系列	7
图表 10	龙牡壮骨颗粒临床疗效再评价研究数据.....	7
图表 11	22 城市小儿补钙补锌类产品零售销售前 10 位排名（2011 年 11 月）	8
图表 12	龙牡壮骨颗粒收入增长示意图（单位：百万元）	8
图表 13	四种牛黄优劣势比较.....	9
图表 14	武汉健民大鹏公司自产体外培育牛黄产品.....	10
图表 15	盈利预测总表（单位：百万元）	10
图表 16	分产品收入预测（单位：百万元）	11
图表 17	股权激励触发条件	11
图表 18	奖励基金提取条件及提取比例（单位：万元）	11
图表 19	相对估值表（对应 2012-02-07 收盘价）	12

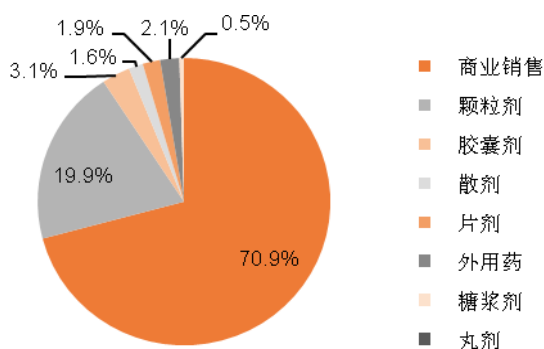
一、 公司简介

1.1 龙牡壮骨颗粒是主要利润来源

武汉健民以中药研发、生产和销售为主业，重点开发市场急需的小儿用药。公司前身系始建于明朝崇祯年间的全国四大名药店之一——叶开泰药店，至今已有近四百年的历史。1953年6月1日，以叶开泰药店的制药部分组建成立武汉市健民制药厂，1993年5月28日，经武汉市体改委批准改制成为股份制公司，组建武汉健民药业集团。

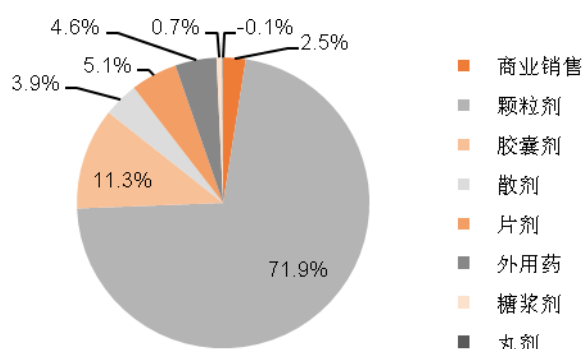
公司主打产品有龙牡壮骨颗粒、健民咽喉片、健脾生血颗粒、小金胶囊等，其中龙牡壮骨颗粒为武汉健民独家研制、生产的卫生部首批三个一级保护品种之一，系公司主要的利润来源(2010年毛利占比接近50%)，我们预计龙牡壮骨颗粒2011年收入将达到2.5-2.6亿元。

图表1 2010年分产品收入构成



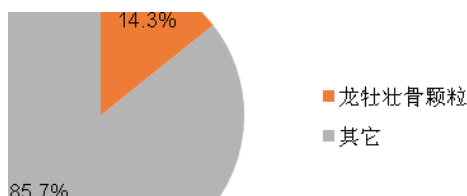
资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

图表2 2010年分产品毛利构成



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

图表3 2010年龙牡壮骨颗粒收入占比



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

图表4 2010年龙牡壮骨颗粒毛利占比



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

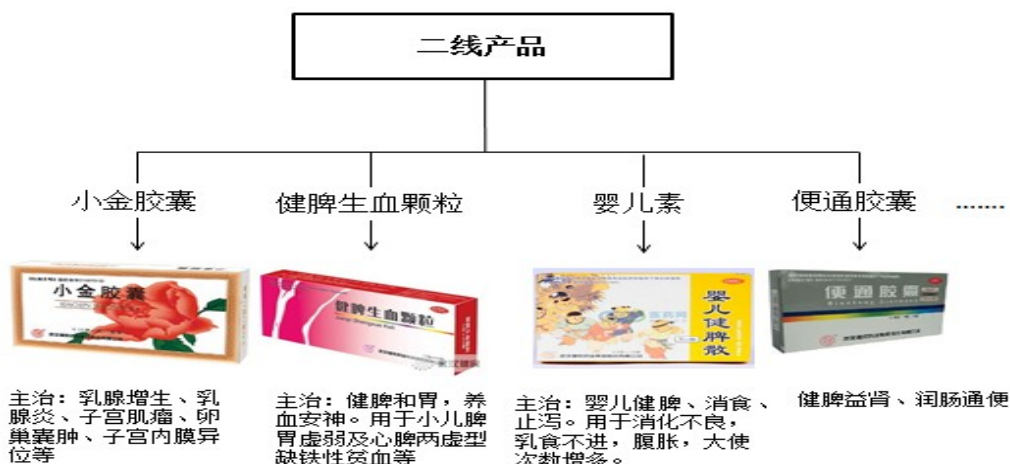
1.2 小金胶囊等品种是公司目前主要二线增长品种

公司的二线品种主要有小金胶囊、健脾生血颗粒、婴儿素、便通胶囊等。其中，小金胶囊是公司重点开拓的二线品种。

小金胶囊是武汉健民历经数年探索和潜心研究的国家四类新药，主要用于气瘀带所引起的乳腺增生、乳腺炎、子宫肌瘤、卵巢囊肿、子宫内膜异位、慢性盆腔炎、月经不调、腰酸腹痛、带下量多等症。对淋巴结核、冷性脓肿、无名肿毒、黄褐斑、痤疮等也有很好疗效。

随着乳腺增生疾病发病率高企，小金胶囊市场需求逐步放大，据南方所的终端监控数据表明，小金胶囊医院市场份额已超过了康缘药业的桂枝茯苓胶囊，成为妇科处方药第一品牌，我们预计小金胶囊将是公司下一个销售过亿的产品。

图表5 公司主要二线品种示意图

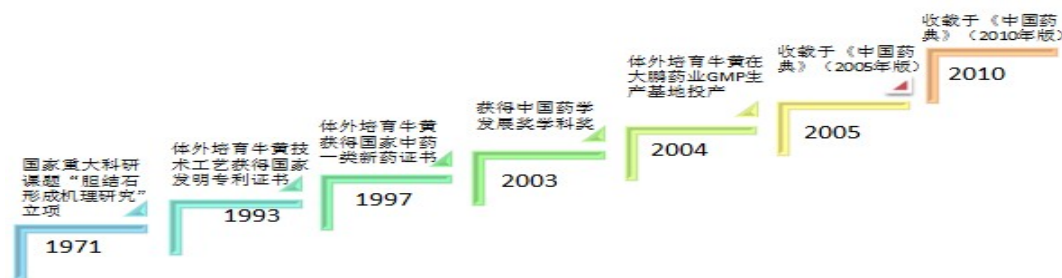


资料来源：公司网站、平安证券研究所

1.3 体外培育牛黄是市场最大的关注点

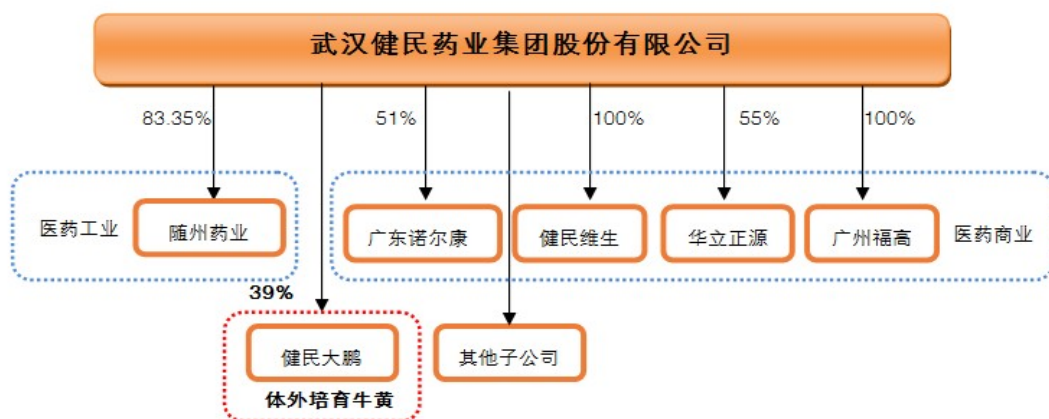
公司参股 39%的武汉健民大鹏药业有限公司拥有国家中药一类新药体外培育牛黄的完全知识产权。体外培育牛黄是国家重大技术发明、国家重点新产品，为天然牛黄的优质替代品，从根本上解决了天然牛黄资源稀缺的问题，是中药现代化的标志。随着下游产业链的需求提升，未来将有着广阔的市场前景。体外培育牛黄的未来潜力是市场关注公司的重要原因。

图表6 体外培育牛黄重大历史事件



资料来源：公司网站、平安证券研究所

图表7 武汉健民子公司股权比例图

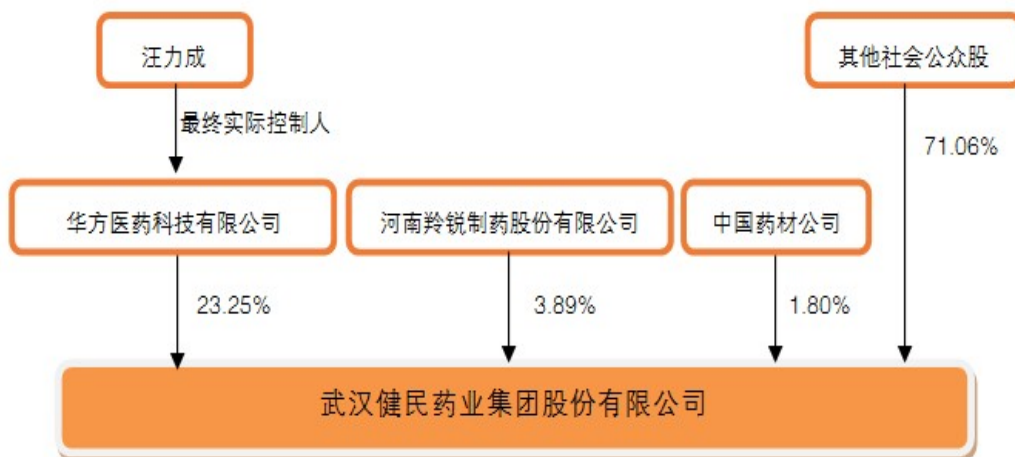


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.4 股权结构

公司控股股东为华方医药科技有限公司，持有公司 23.25%的股权，华方医药科技有限公司的最终实际控制人汪力成为公司实际控制人。

图表8 公司股权结构



资料来源：平安证券研究所

二、 主营业务分析

2.1 龙牡壮骨颗粒——保持稳定增长

■ 曾经的儿童补钙药第一品牌

龙牡壮骨颗粒用于治疗 and 预防小儿佝偻病，软骨病，对小儿多汗、夜惊、食欲不振、消化不良、发育迟缓等症也有治疗作用。曾经是市场占有率最高的儿童补钙品，一度占据儿童补钙市场 90%以上市场份额，累计销售数量已经超过 30 亿袋。

■ 中药调理补钙的独家特色

“龙牡”为武汉健民药业集团独家生产具有自主知识产权的国家一级中药保护品种。从中医学的角度来看，方中党参、茯苓、白术、甘草健脾和胃；龙骨、牡蛎镇惊安神、敛阴潜阳；龟板补肾健胃；黄芪健脾止汗；鸡内金、怀山药、大枣健脾养胃；麦冬益肺生津；五味子敛阴止汗，符合健脾和胃，补肾壮骨的原则，调动全身各脏器的功能，处方合理。再加上钙和维生素 D，具有中西结合的特点，增加了治疗效果。中国科学院生物物理研究所 2002 年 9 月发表了他们对“龙牡”的有效成分及药理作用的研究结果，指出该药不仅能提供复合钙源（葡萄糖酸钙、碳酸钙、乳酸钙），促进钙的解融、维生素 D 的活化、骨基质的形成，而且能调节垂体功能、甲状腺素、甲状旁腺素及 1.25(OH)2D3 水平，增加胃液量、胃液酸度、肝肾羟化酶 Ca—ATP 酶活性、RNA、骨胶原蛋白、钙结合蛋白含量、促进并调整了机体各脏器功能的平衡。

图表9 龙牡家族产品系列



资料来源：公司网站、平安证券研究所

2002 年湖北中医学院附属医院国家药品临床研究基地、湖北医科大学第二附属医院国家药品临床研究基地、湖北省妇幼保健院等单位联席对龙牡壮骨颗粒及咀嚼片进行了治疗维生素 D 缺乏性佝偻病的临床疗效再评价研究，各项指标良好，总有效率均高于 95%。

图表10 龙牡壮骨颗粒临床疗效再评价研究数据

服用情况	总显效率	总有效率
龙牡壮骨颗粒	79.40%	98.40%
经服用龙牡壮骨颗粒二月后、随访三个月	82.60%	100%
龙牡壮骨颗粒对初期病例患者	83.70%	100%
龙牡壮骨颗粒急性期病例患者	70.80%	95.80%

资料来源：公司网站、平安证券研究所

■ 儿童补钙市场保持 20%以上增长

据中国保健协会统计，我国保健品市场自 2006 年以来呈现爆发性增长态势，中国保健品行业已进入第二个快速发展期，消费升级、政策、投资等诸多因素都将成为推动该行业发展的重要力量。2010 年中国保健品的销售总额达 900 亿，预计 2011 年全年销售规模过千亿。其中儿童

保健品市场占据了保健品市场 1/4 的份额，再加上未来 5 年，1980~1990 年的“婴儿潮”将步入结婚和生育阶段，我国将迎来第四次“婴儿潮”，儿童保健品销售未来 5 年将保持两位数增长，2015 年将达 668.93 亿元。

目前我国补钙保健品市场容量已超过 100 亿，并还在以 20% 以上的速度增长，其中儿童补钙市场规模在 30 亿左右。

■ 重新定位后保持稳定增长

小儿补钙市场竞争日益激烈，先后涌现出三精、迪巧新的品牌产品。根据健康网数据，龙牡壮骨颗粒目前市场份额约为 2.91%，全国 22 抽样调研城市市场占有率排名第九。

图表 11 22 城市小儿补钙补锌类产品零售销售前 10 位排名（2011 年 11 月）

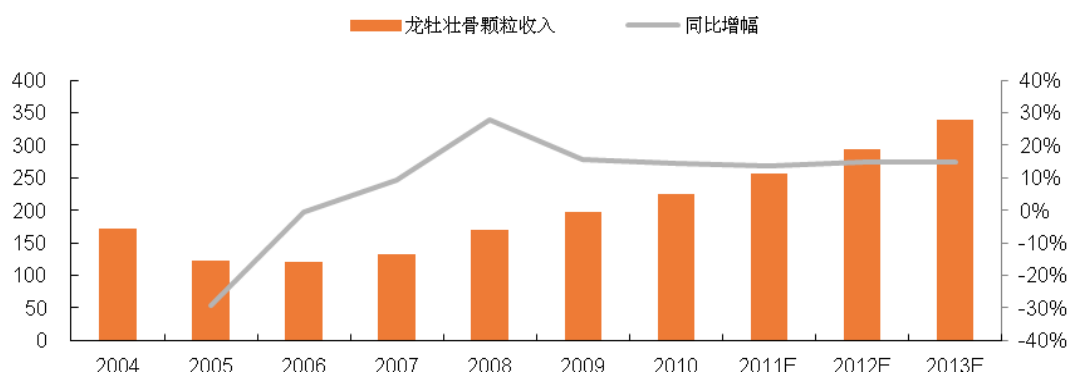
排序	药品名称	22 城市市场占有率	排序	药品名称	22 城市市场占有率
1	葡萄糖酸钙锌口服溶液	24.28%	6	维 D 钙软胶囊	8.30%
2	碳酸钙 D3 片	13.47%	7	碳酸钙 D3 咀嚼片	5.94%
3	葡萄糖酸钙口服溶液	11.13%	8	钙加维 D 软胶囊	4.24%
4	葡萄糖酸钙口服溶液	10.09%	9	龙牡壮骨颗粒	2.91%
5	迪巧儿童维 D 钙咀嚼片	9.28%	10	小儿碳酸钙 D3 颗粒	1.96%

资料来源：健康网、平安证券研究所

近两年来，公司开始重新定位，以创新为手段，夯实市场基础，提升营销能力，以做强 OTC 市场为切入点，加强主导产品的销售，继续保持主导产品“龙牡壮骨颗粒”稳定增长。公司 2011 年将继续加大广告投放，深化产品宣传，强化品牌塑造，全力打造极具竞争力的 OTC 品牌，进一步提高健民品牌和主导产品的知名度、美誉度，培育忠诚度。

得益于公司清晰的战略定位和行业的高景气我们预计公司龙牡壮骨颗粒收入将稳定在 10%–15% 的增长，2011 年收入大约在 2.5–2.6 亿之间。

图表 12 龙牡壮骨颗粒收入增长示意图（单位：百万元）



资料来源：平安证券研究所

2.2 体外培育牛黄——潜力巨大，但需政策扶植

■ 体外培育牛黄是天然牛黄和人工牛黄的良好替代品

牛黄的药用特性使其在中药中有着重要的地位。在我国中成药中，有 650 多种含有牛黄。目前我国使用的牛黄可以分为四类产品，即天然牛黄、人工牛黄、体外培育牛黄和体内培育牛黄。

天然牛黄，是指牛科动物黄牛或水牛的胆囊结石。牛黄完整者多呈卵形，质轻，表面金黄至黄褐色，细腻而有光泽。中医学认为牛黄气清香，味微苦而后甜，性凉。可用于解热、解毒、定惊。内服治高热神志昏迷，癫狂，小儿惊风，抽搐等症。外用治咽喉肿痛、口疮痈肿、疗毒症。由于天然牛黄稀少珍贵，国际上的价格要高于黄金，现在大部分使用的是所谓的人工牛黄。

人工牛黄是一种牛黄代用品，其制作工艺简单，价格还不到天然牛黄的 0.5%，在一定程度上满足了普通百姓的用药需求。目前，人工牛黄占据了 98% 的市场份额，成为天然牛黄的主要替代品。但是，人工牛黄与天然牛黄相比，无论在成分、结构还是药效上都存在着一定差距，价格也相差悬殊。

体外培育牛黄通过模拟牛体内胆结石形成的生化过程，在体外牛胆汁内培育牛黄获得。经过 1850 多例临床实验表明，“体外培育牛黄”质量上完全达到我国药典要求，其疗效和性能非常接近甚至超过天然牛黄，且主要药理成分比天然牛黄稳定，是天然牛黄的理想代用品。

体内培育牛黄是像养珍珠一样，在牛体内埋植异物，促使结石生长。这种牛黄药效好，但不易规模化生产。

图表13 四种牛黄优劣比较

品种	优势	劣势	价格
天然牛黄	道地药材	严重匮乏、价格昂贵	10~20 万/公斤
人工牛黄	技术简单、价格低廉	疗效与天然牛黄相差很远	200 元/公斤
体外培育牛黄	性能、疗效与天然牛黄相差无几	消费者认知度尚待提高	5~7 万/公斤
体内培育牛黄	性能、疗效接近天然牛黄	难以产业化	价格接近天然黄

资料来源：平安证券研究所

体外培育牛黄疗效和天然牛黄接近，且能实现产业化生产，价格适中，是天然牛黄和人工牛黄的良好替代品。

■ 增长需要政策扶植

目前使用体外培育牛黄入药的下游生产企业已经达到 200 多家，包括传统四大名药店在内的知名药企众多。产品上分析，一些正是受制于天然牛黄短缺而停产了很多年的名贵中成药品种，采用体外培育牛黄投料后重新出现在市场上，体外培育牛黄市场潜力巨大。

然而目前市场牛黄使用鱼目混杂，大量走私、伪劣牛黄充斥着市场，体外培育牛黄替代天然牛黄之路并不顺畅，中国药典记载的含有牛黄成分的 600 多种中药中，在说明书上明确注明人工牛黄的不过几十种，其他写的都是牛黄即天然牛黄，但是真正使用天然牛黄的厂家并不多。同时，体外培育牛黄和走私牛黄价格相差无几，也是企业不愿使用体外培育牛黄的主要原因。

市场中像牛黄解毒片、牛黄降压丸、牛黄清胃丸等以人工牛黄为原料的低价药品没有动力去替换价格高昂的天然牛黄，以同仁堂、片仔癀为代表的高价药品如安宫牛黄丸等，为了保持治疗效果不愿放弃采购价格低廉的人工牛黄。体外培育牛黄则处于这种尴尬的区间。因此体外培育牛黄的发展需要对相关产品倾斜性的政策支持。

国家食品药品监督管理局曾规定，全国 38 个处方中含有牛黄的临床急重病症用药品种和国家新药，不得以人工牛黄替代。全国 38 个必须用到体外培育牛黄的药品涉及生产企业 600 多家。2011 年 12 月 7 日，国务院常务会议中讨论通过《国家药品安全规划(2011—2015 年)》，会议指出，目前我国已形成较为完备的药品生产供应体系，基本建立覆盖药品研制、生产、流通和使用全过程的安全监管体系，药品安全状况明显改善，药品安全保障能力明显提高。我们认为随着国家加强规范牛黄使用及医药安全的监管，严防以假乱真、以次充好的违法行为，市场将对体外培育牛黄的需求逐步放量，为公司贡献更多的投资收益。

■ 自产体外培育牛黄产品需要时间培育市场

除了销售体外培育牛黄原料外，公司积极自我生产体外培育牛黄产品，如牛黄痔清栓、安宫牛黄丸、西黄丸等。基于体外培育牛黄相对于天然牛黄的成本优势，我们认为公司产品有一定前景。但安宫牛黄丸等品种，同仁堂等全国知名药厂具有特殊的竞争优势，因此大鹏公司该类产产品需要时间培育市场。

图表14 武汉健民大鹏公司自产体外培育牛黄产品



资料来源：公司网站、平安证券研究所

三、 盈利预测和评级

3.1 盈利预测

图表15 盈利预测总表（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,534	1,572	1,664	1,866	2,019
营业总成本	1,493	1,504	1,568	1,740	1,863
营业成本	1,249	1,252	1,306	1,465	1,561
营业税金及附加	8	9	9	10	11
销售费用	152	172	175	179	197
管理费用	71	68	70	80	88
财务费用	-6	-2	-3	-4	-3
营业利润	53	79	102	138	172
利润总额	59	88	109	145	179
减：所得税	13	20	24	33	39
净利润	46	69	85	112	140
减：少数股东损益	-2	-3	-2	-3	-4
归属于母公司所有者的净利润	49	72	87	115	144
每股收益(元)	0.32	0.47	0.57	0.75	0.94

资料来源：平安证券研究所

图表16 分产品收入预测（单位：百万元）

分产品收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
商业销售	1,127	1,109	1,064	1,101	1,057
同比增速	127.93%	-1.66%	-4.00%	3.50%	-4.00%
颗粒剂	260	311	373	429	489
同比增速	20.27%	19.68%	20.00%	15.00%	14.00%
胶囊剂	19	49	83	142	213
同比增速	13.11%	155.45%	70.00%	70.00%	50.00%
散剂	27	25	30	36	43
同比增速	14.41%	-9.29%	20.00%	20.00%	20.00%
片剂	32	30	36	44	52
同比增速	19.21%	-5.14%	20.00%	20.00%	20.00%
外用药	42	33	43	56	72
同比增速	15.95%	-21.20%	30.00%	30.00%	30.00%
糖浆剂	4	8	18	44	79
同比增速	4.83%	91.25%	140.00%	140.00%	80.00%
丸剂	0	0	0	0	0
同比增速	46.87%	-30.60%	-35.00%	-35.00%	-35.00%
收入合计	1,512	1,564	1,648	1,851	2,006
同比增速		3.48%	5.35%	12.33%	8.35%

资料来源：平安证券研究所

公司于 2010 年 8 月份公布了股权激励方案，以总裁刘勤强为首的公司核心高层作为股权激励的对象，在目前公司业绩步入快速增长期的大背景下，股权激励方案的实施将进一步提升公司的内在价值。

图表17 股权激励触发条件

项目	2010	2011	2012
净利润基本触发基数（单位：万元）	5000	6800	10200
医药制造业务毛利率触发基数	59%	59.30%	59.30%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表18 奖励基金提取条件及提取比例（单位：万元）

区间	项目	2010	2011	2012
区间一	区间范围（含本数）	5000~5500	6800~7300	10200~10700
	超额激励基金计提比例	12.50%	12.50%	12.50%
区间二	区间范围（含本数）	5500~6000	7300~7800	10700~11200
	超额激励基金计提比例	15%	15%	15%
区间三	区间范围（含本数）	6000~6500	7800~8300	11200~11700
	超额激励基金计提比例	15%	20%	22.50%
区间四	区间范围（含本数）	6500~7000	8300~8800	11700~12200
	超额激励基金计提比例	17.50%	22.50%	37.50%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 首次给予“推荐”评级

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.57、0.75、0.94 元，对应 2012 年 2 月 6 日收盘价 14.23 元，PE 分别为 25.13、19.04、15.16 倍。我们看好公司在儿童保健品市场中的发展和体外培育牛黄替代天然牛黄的潜力，首次给予“推荐”评级。

图表19 相对估值表（对应2012-02-07收盘价）

股票名称	EPS (元)				PE (倍)			
	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
片仔癀	1.39	1.79	2.42	3.11	49.08	38.11	28.19	21.94
同仁堂	0.26	0.33	0.41	0.50	53.31	42.00	33.80	27.72
千金药业	0.28	0.38	0.50	0.65	37.86	27.89	21.20	16.31
昆明制药	0.27	0.40	0.55	0.76	50.67	34.20	24.87	18.00
红日药业	0.67	0.78	1.00	1.27	37.31	32.05	25.00	19.69
马应龙	0.37	0.54	0.78	0.98	40.11	27.48	19.03	15.14
平均值					44.72	33.62	25.35	19.80
武汉健民	0.47	0.57	0.75	0.94	30.45	25.13	19.04	15.16

资料来源：平安证券研究所

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	648	858	954	1043
现金	336	416	477	544
应收账款	94	143	155	162
其他应收款	36	46	46	51
预付账款	14	26	27	28
存货	122	137	153	161
其他流动资产	46	88	95	97
非流动资产	429	376	362	351
长期投资	66	76	70	71
固定资产	234	220	206	192
无形资产	24	23	21	20
其他非流动资产	105	58	65	69
资产总计	1078	1234	1316	1395
流动负债	228	346	365	369
短期借款	0	0	0	0
应付账款	112	137	154	160
其他流动负债	117	209	211	209
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	229	346	365	369
少数股东权益	27	25	22	18
股本	153	153	153	153
资本公积	319	319	319	319
留存收益	349	390	456	535
归属母公司股东权益	822	862	929	1008
负债和股东权益	1078	1234	1316	1395

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	150	129	89	114
净利润	69	85	112	140
折旧摊销	16	15	16	16
财务费用	-2	-3	-4	-3
投资损失	-11	-6	-11	-16
营运资金变动	71	-19	-19	-22
其他经营现金流	7	57	-5	-1
投资活动现金流	-189	-6	17	16
资本支出	5	0	0	0
长期投资	0	12	-6	1
其他投资现金流	-184	6	11	17
筹资活动现金流	-16	-43	-44	-62
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他筹资现金流	-13	-43	-44	-62
现金净增加额	-55	80	61	67

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1572	1664	1866	2019
营业成本	1252	1306	1465	1561
营业税金及附加	9	9	10	11
营业费用	172	175	179	197
管理费用	68	70	80	88
财务费用	-2	-3	-4	-3
资产减值损失	6	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	6	11	16
营业利润	79	102	138	172
营业外收入	12	8	8	8
营业外支出	3	1	1	1
利润总额	88	109	145	179
所得税	20	24	33	39
净利润	69	85	112	140
少数股东损益	-3	-2	-3	-4
归属母公司净利润	72	87	115	144
EBITDA	93	114	149	185
EPS (元)	0.47	0.57	0.75	0.94

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	2.5%	5.8%	12.2%	8.2%
营业利润	49.0%	29.3%	35.2%	25.0%
归属于母公司净利润	46.7%	21.2%	32.0%	25.6%
获利能力				
毛利率(%)	20.4%	21.5%	21.5%	22.7%
净利率(%)	11.1%	4.6%	5.2%	6.1%
ROE(%)	8.7%	10.1%	12.3%	14.3%
ROIC(%)	7.5%	9.8%	11.7%	14.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	21.2%	28.0%	27.7%	26.5%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.84	2.48	2.61	2.83
速动比率	2.29	2.07	2.19	2.38
营运能力				
总资产周转率	1.32	1.44	1.46	1.49
应收账款周转率	10	13	11	12
应付账款周转率	8.89	10.50	10.09	9.97
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.57	0.75	0.94
每股经营现金流(摊薄)	0.98	0.84	0.58	0.74
每股净资产(最新摊薄)	5.36	5.62	6.06	6.57
估值比率				
P/E	30.45	25.13	19.04	15.16
P/B	2.66	2.53	2.35	2.17
EV/EBITDA	-5	-4	-3	-3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257