

天士力 (600535)

看好公司心血管疾病用药前景，集团医药业务有望整体上市

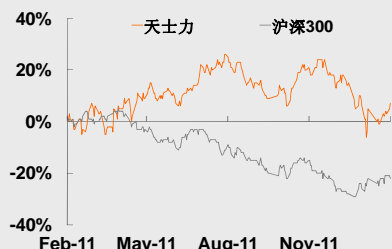
## 推荐 (首次)

现价: 39.58 元

## 主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.tasly.com
大股东/持股	天士力集团/47.27%
实际控制人/持股	自然人: 闫希军/7.43%
总股本(百万股)	516
流通 A 股(百万股)	516
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	201.40
流通 A 股市值(亿元)	201.40
每股净资产(元)	6.81
资产负债率(%)	37.1

## 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  
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

## ■ 领先的现代中药企业:

天津天士力制药股份有限公司是天士力集团的核心企业，是我国中药现代化的标志性企业，也是当前国内最大的滴丸剂型生产企业。公司以现代中药奠基立业，围绕“集药材种植、药物研发、中间提取、药品制造、市场营销及售后服务于一体”的现代中药产业链建设，并率先建立了国内领先的中药材 GAP 药源基地、现代中药数字化制造平台、数字化提取中心以及国内最大的中药冻干粉针剂生产基地。公司开发培育了一批疗效确切、市场信誉度高的现代中药产品群，其中最具有代表的复方丹参滴丸 2010 年顺利通过了美国 FDA II 期临床试验。

## ■ 丹参滴丸——受益基药扩容和 FDA 临床 II 期通过

天士力丹参滴丸在公司医药工业中收入占比达到 64%，是公司的核心品种。2009 年以来，丹参滴丸入选《国家基本药物目录》，随着 2010 年基药制度的推进实施，作为基药独家的丹参滴丸销售额出现快速增长。我们预计 2011 年收入增长达到 20%，达到 15.7 亿元，2012 年增速保持在 10% 以上。同时，2010 年丹参滴丸通过美国 FDA II 期临床，使得该产品在高端医院市场的学术价值提升，有效促进了该产品在二、三级医院的销售。

## ■ 二线产品保持快速增长

公司二线品种主要有养血清脑颗粒、水林佳(水飞蓟宾胶囊)、益气复脉注射剂、芪参益气滴丸等。2010 年以来公司的高增长除了丹参滴丸受益基本药物制度以外，二线品种的快速增长是公司业绩优良的另一重要原因。我们预计 2011 年养血清脑颗粒、水林佳、益气复脉注射剂、芪参益气滴丸增速分别达到 45%、40%、70% 和 60%。

## ■ 天士力集团医药业务或将整体上市

天士力集团是以大健康产业为主线、以制药业为中心，包括现代中药、化学药、生物制药和保健品，健康食品等。天士力集团网站业务架构图中，将现代中药、化学药、生物药和特色医疗等列为同一领域，我们猜测集团的化学药和特色医疗等业务有望注入股份公司，实现整个医药业务整体上市。

## ■ 首次给予“推荐”评级

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 1.29、1.60 和 1.89 元，对应 2 月 23 日收盘价 39.58 元，PE 分别为 30.7、24.7 和 21 倍。我们看好公司心脑血管疾病中成药发展和开发新品种的潜力，首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,993	4,652	6,285	8,226	9,910
YoY(%)	16.3	16.5	35.1	30.9	20.5
净利润(百万元)	317	450	666	828	974
YoY(%)	23.8	42.2	47.9	24.3	17.7
毛利率(%)	32.7	33.7	31.5	30.9	30.4
净利率(%)	7.9	9.7	10.6	10.1	9.8
ROE(%)	15.6	13.6	18.2	18.4	17.8
EPS(摊薄/元)	0.65	0.87	1.29	1.60	1.89
P/E(倍)	61.0	45.4	30.7	24.7	21.0
P/B(倍)	10.1	6.2	5.6	4.6	3.7

## 正文目录

<b>一、 公司简介</b> .....	<b>4</b>
1.1 领先的现代中药企业.....	4
1.2 天士力丹参滴丸和养血清脑颗粒是主要利润来源 .....	4
1.3 股权结构 .....	5
<b>二、 主营业务分析</b> .....	<b>6</b>
2.1 丹参滴丸分析——受益基药扩容和 FDA II 期临床通过 .....	6
2.2 二线品种保持快速增长 .....	8
2.3 两新药获批——有望成为大品种 .....	10
<b>三、 盈利预测</b> .....	<b>11</b>
3.1 盈利预测总表.....	11
3.2 首次给予“推荐”评级 .....	11

## 图表目录

图表 1	天士力现代中药产业链示意图.....	4
图表 2	2010 年分业务收入构成.....	4
图表 3	2010 年分业务毛利构成.....	4
图表 4	天士力股份公司医药工业主要品种.....	5
图表 5	公司股权结构.....	5
图表 6	天士力集团产业架构图.....	6
图表 7	心血管十大中成药市场占有率排名（2009）.....	6
图表 8	复方丹参滴丸收入及增速情况（单位：百万元）.....	7
图表 9	天士力股份公司毛利、净利润增速和丹参滴丸增速的对比.....	7
图表 10	天士力国际化战略图.....	8
图表 11	天士力科研合作机构.....	8
图表 12	公司主要二线品种示意图.....	8
图表 13	北京地区 2011 年主要神经系统疾病类用药销售金额排名.....	9
图表 14	养血清脑颗粒收入及增速情况（单位：亿元）.....	9
图表 15	益气复脉注射剂收入及增速情况（单位：亿元）.....	10
图表 16	盈利预测总表（单位：百万元）.....	11
图表 17	医药工业分产品收入预测（单位：百万元）.....	11
图表 18	相对估值表（对应 2012-2-23 收盘价）.....	12

## 一、 公司简介

### 1.1 领先的现代中药企业

天津天士力制药股份有限公司是天士力集团的核心企业，是我国中药现代化的标志性企业，也是当前国内最大的滴丸剂型生产企业。

图表1 天士力现代中药产业链示意图



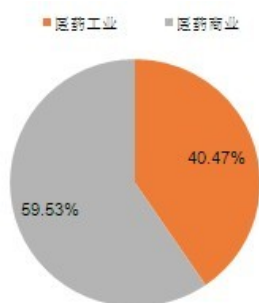
资料来源：公司网站、平安证券研究所

天士力股分公司以现代中药奠基立业，紧紧围绕“以现代中药制造为核心，集药材种植、药物研发、中间提取、药品制造、市场营销及售后服务于一体”的现代中药产业链建设，并率先建立了国内领先的中药材 GAP 药源基地、现代中药数字化制造平台、数字化提取中心以及国内最大的中药冻干粉针剂生产基地。形成了一条将药物研发、药材种植、中药提取、制剂生产和市场营销各环节集于一体的现代中药产业链，开发培育了一批疗效确切、市场信誉度高的现代中药产品群，其中最具代表的复方丹参滴丸 2010 年顺利通过了美国 FDA II 期临床试验。

### 1.2 天士力丹参滴丸和养血清脑颗粒是主要利润来源

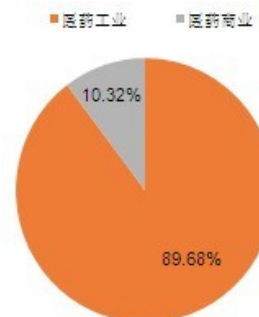
公司业务包括医药工业和医药商业，2010 年医药工业和商业实现收入分别为 18.7 亿元和 27.5 亿元，占比分别为 40%和 60%。由于医药商业低利润特点，医药工业毛利占比为 90%。

图表2 2010年分业务收入构成



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

图表3 2010年分业务毛利构成



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

公司医药工业以现代中药为主，但也涉及部分生物药。现代中药主要为天士力丹参滴丸、养血清脑颗粒、益气复脉粉针、芪参益气滴丸，生物药主要为亚单位流感疫苗。值得说明的是，2011 年，公

司先后获批两个极具销售前景的新药：丹参多酚酸粉针和重组人尿激酶原。前者属于中药注射剂，后者为生物制药。

虽然公司涉及品种较多，但核心品种为复方丹参滴丸以及二线品种养血清脑颗粒，预计两者 2011 年合计收入医药工业占比达到 80%。

图表4 天士力股份公司医药工业主要品种

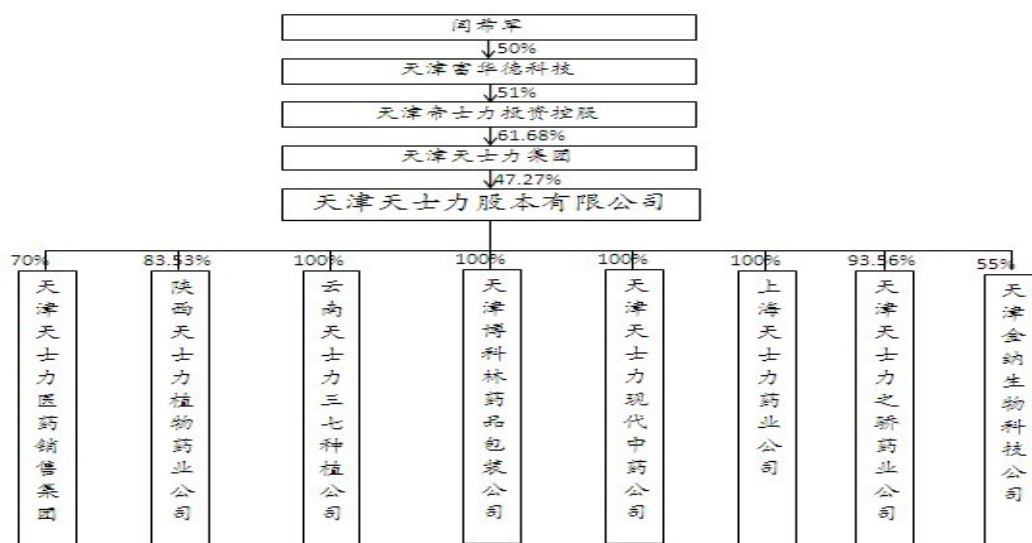
	2011 预计收入 (亿元)	占比	备注
复方丹参滴丸	15.60	63.69%	核心品种
养血清脑颗粒	4.46	18.21%	二线品种
水林佳	1.96	8.00%	二线品种
益气复脉粉针	1.00	4.08%	二线品种
芪参益气滴丸	0.75	3.06%	二线品种
丹参多酚酸粉针			2011 年获批新药
重组人尿激酶原			2011 年获批新药

资料来源：平安证券研究所

### 1.3 股权结构

公司总股本为 516,421,327 股，实际控制人为天津天士力集团，持股比例为 47.27%，其余股东持股均未超过 5%，公司实质为民营企业，董事长闫希军通过持股“富华德科技”而间接持有公司股权。

图表5 公司股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

天士力集团是以大健康产业为主线、以制药业为中心，包括现代中药、化学药、生物制药和保健品，健康食品等。涵盖科研、种植、提取、制剂、营销等的高科技企业集团，是天津市重点支持的大企业集团之一。天士力集团网站业务架构图中，将现代中药、化学药、生物药和特色医疗等列为同一领域，我们猜测天士力集团的化学药和特色医疗等业务有望注入股份公司，实现整个医药业务整体上市。



图表6 天士力集团产业架构图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

## 二、 主营业务分析

### 2.1 丹参滴丸分析——受益基药扩容和 FDA II 期临床通过

#### ■ 预计保持 10%以上增长

复方丹参滴丸是在现代高科技条件下提取丹参、三七的有效成分再加入适量冰片而制成的新型纯中药滴丸剂，是中医的传统理论与现代药学新技术相结合的结晶，具有剂量小、服用方便、溶出速度快、起效迅速、可直接经粘膜吸收入血、生物利用度高、疗效高及无胃肠刺激、无明显毒副作用的特点。长期以来用于冠心病、心绞痛等心血管疾病的治疗，现已成为国内心血管市场上的主导品牌之一。

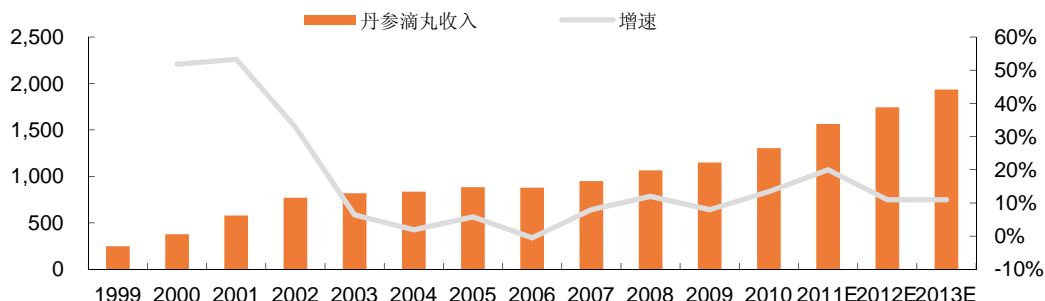
图表7 心血管十大中成药市场占有率排名（2009）

序号	产品	生产商	市场占有率
1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	4.52%
2	步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	2.77%
3	通心络胶囊	以岭药业	2.44%
4	脉络宁注射液	南京金陵药业	2.11%
5	银杏叶片	扬子江药业集团	1.75%
6	地奥心血康胶囊	成都地奥集团	1.57%
7	参麦注射液	石家庄神威注射液	1.55%
8	速效救心丸	天津中新药业	1.49%
9	麝香保心丸	上海和黄药业	1.08%
10	复方丹参片	广州白云山和记黄埔中药	1.14%

资料来源：以岭药业招股说明，平安证券研究所

丹参滴丸自 2003 年销售收入接近 10 亿元之后一直到 2009 年期间，虽然销售额在逐年增加，但增幅并不大，2009 年以来，丹参滴丸入选《国家基本药物目录》，随着 2010 年基药制度的推进实施，丹参滴丸的销售额出现快速增长。我们预计 2011 年收入增长达到 20%，达到约 15.6 亿元，2012 年增速保持在 10% 以上。

图表8 复方丹参滴丸收入及增速情况（单位：百万元）



资料来源：平安证券研究所

■ 公司利润增长对其依赖度降低

由于丹参滴丸在医药工业的占比高达 64%，因此公司毛利及净利润增长与其增长高度相关。不过随着公司二线品种进入高增长阶段，丹参滴丸利润占比有所下滑，因此相关性有所下降。

图表9 天士力股份公司毛利、净利润增速和丹参滴丸增速的对比

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
丹参滴丸收入	52%	53%	33%	6%	2%	6%	0%	8%	12%	8%	13%	20%
公司毛利	40%	72%	37%	5%	4%	0%	7%	8%	24%	15%	20%	31%
公司净利润	35%	29%	15%	20%	21%	13%	8%	-15%	44%	24%	42%	44%

资料来源：平安证券研究所

■ 致力于国际化战略——FDA 临床 III 期评审值得期待

复方丹参滴丸作为国内目前第一例通过美国 FDA II 期临床的中成药，对我国中药现代化和国际化的战略意义十分重大。复方丹参滴丸通过全球最为严格的临床试验证明了其安全性和有效性，为将来进军全球市场奠定基础；对国内的销售也有一定的促进作用。公司正在开展 III 期临床试验，如果通过 III 期临床，则对丹参滴丸的销售有更大的促进作用。但 FDA 三期临床试验需要 1.5-2 年，临床结束后递交新药申请，FDA 用于评审新药的时间为 6-12 个月。预计从三期临床开始到 FDA 批准上市，需要 3 年时间，所需投入资金约 2-3 亿元。根据会计准则，该笔投资额将资本化。

天士力丹参滴丸是我国少数坚持申请美国 FDA 新药认证的产品之一，我们认为意义在于：一方面，通过 FDA 认证过程，进一步提升公司研发水平，提高产品和公司学术形象和地位，为研发和产品营销提供支持；另一方面，由于 FDA 执行全球最为严格的新药评审标准，如果通过美国 FDA，丹参滴丸有望以天然药物新药的名义进入美国、欧盟、日本等发达国家的处方药市场，从而分享全球医药市场的蛋糕。

图表10 天士力国际化战略图



资料来源：公司网站，平安证券研究所

图表11 天士力科研合作机构



资料来源：公司网站，平安证券研究所

## 2.2 二线品种保持快速增长

公司二线品种主要有养血清脑颗粒、水林佳（水飞蓟宾胶囊）、益气复脉注射剂、芪参益气滴丸等。其中，养血清脑颗粒是公司主要的二线品种。

图表12 公司主要二线品种示意图



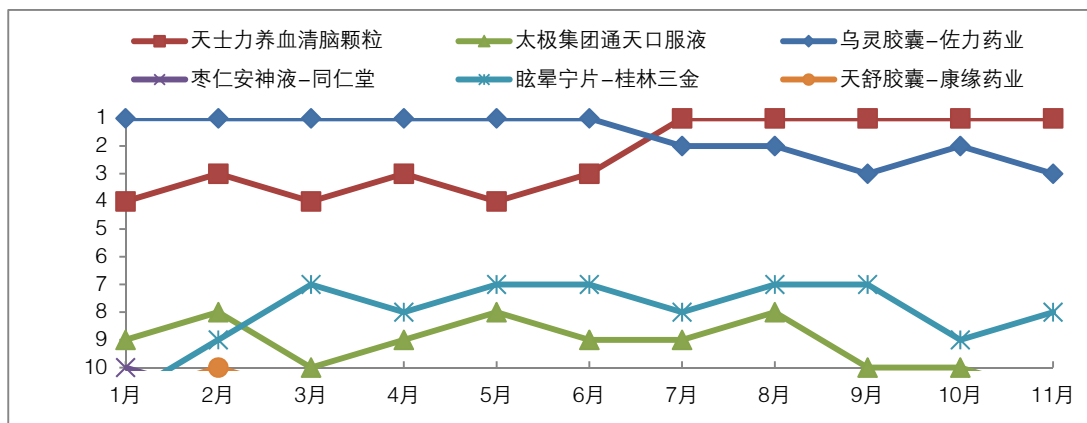
资料来源：平安证券研究所

### ■ 养血清脑颗粒

由当归、川芎、白芍、熟地黄、钩藤、鸡血藤、夏枯草、决明子、珍珠母、延胡索、细辛等 11 味药组成，辅料为：糊精、甜菊素。用于治疗血虚肝亢所致头痛、眩晕眼花、心烦易怒、失眠多梦等症。方中以熟地、白芍养血平肝，钩藤、珍珠母清热平肝，决明子、夏枯草清肝明目，当归、鸡血藤、川芎补血活血、舒筋通络，延胡索、细辛活血散风止痛。诸药相合，标本兼治，共奏养血平肝、活血通络之功，用治血虚肝亢所致头痛、眩晕、眼花等症最宜。现代药理学研究表明，当归、川芎能使血液黏稠度明显降低，抗凝血，降低血小板聚集，抗血栓形成，扩张脑血管，改善血流阻滞及血流障碍，改善脑循环；决明子有降血压和降血清胆固醇的作用；珍珠母对记忆力和精神运动能力有改善作用。



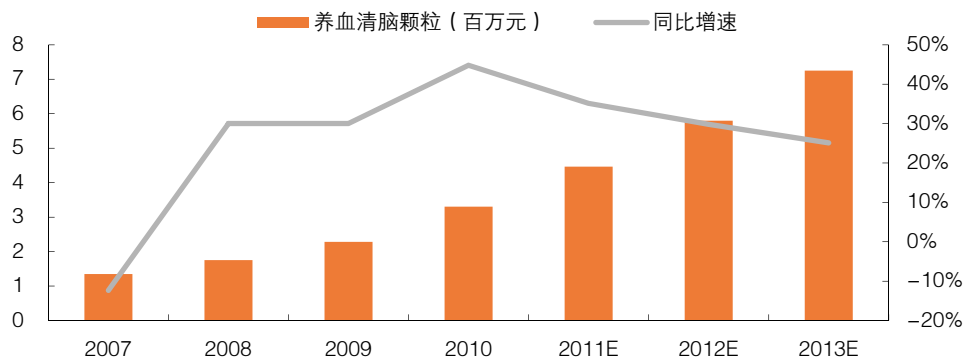
图表13北京地区2011年主要神经系统疾病类用药销售金额排名



资料来源: 南方所、平安证券研究所

据南方所的终端监控数据表明, 养血清脑颗粒医院市场份额逐步放大, 我们预计 2011 年销售收入实现增长超过 40%, 将达到约 4.5 亿元。

图表14 养血清脑颗粒收入及增速情况 (单位: 亿元)



资料来源: 平安证券研究所

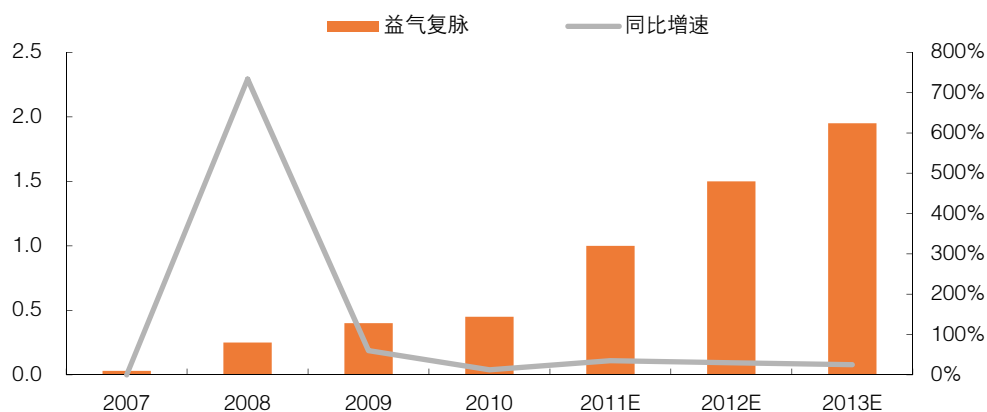
### ■ 水林佳

水林佳是含有高纯度水飞蓟宾的纯天然高品质降酶保肝药物, 具有治肝、保肝双重作用, 高效, 安全, 毒副作用小。水飞蓟宾能够稳定肝细胞膜, 保护肝细胞的酶系统, 清除肝细胞内的活性氧自由基, 从而提高肝脏的解毒能力, 避免肝细胞在长期接触毒物、服用肝毒性药物、吸烟, 饮酒等情况下受到损伤。本品通过独有的卵磷脂固体分散技术, 使其吸收和生物利用度达到同类药物中的最高水平, 使肝脏生化指标恢复正常, 病人更快康复。水林佳具有极佳的耐受性, 具有直接修复、稳定肝细胞膜, 调节肝脂肪代谢, 减轻有毒物质引起的脂质过氧化反应的作用, 用于急慢性肝炎、脂肪肝的肝功能异常的恢复。我们预计 2011 年实现收入约 1.9 亿元, 增长达到 40%。

### ■ 益气复脉注射剂

益气复脉注射剂主要成分为: 红参、麦冬、五味子, 辅料为葡甲胺, 甘露醇。主要功能: 益气复脉, 养阴生津。用于冠心病劳累型心绞痛气阴两虚证, 症见胸痹心痛, 心悸气短、倦怠懒言、头晕目眩、面色少华、舌淡、少苔或剥苔, 脉细弱或结代; 冠心病所致慢性左心功能不全 II、III 级气阴两虚证, 症见心悸、气短甚则气急喘促, 胸闷隐痛, 时作时止, 倦怠乏力, 面色苍白, 动则汗出, 舌淡少苔或薄苔, 脉细弱或结代。预计 2011 年销售收入超过 1 亿元, 增速达到 70%。

图表15 益气复脉注射剂收入及增速情况（单位：亿元）



资料来源：平安证券研究所

## 2.3 两新药获批——有望成为大品种

2011年4月，天津天士力制药股份有限公司药品“注射用丹参多酚酸”及控股子公司上海天士力药业有限公司药品“重组人尿激酶原”两新药获得国家食品药品监督管理局颁发的新药证书和药品注册批件。中药注射剂“注射用丹参多酚酸”为公司控股子公司天津天士力之骄药业有限公司所生产，主要治疗中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀血阻络证，症见半身不遂，口舌歪斜，舌强言謇，偏身麻木等症状；“重组人尿激酶原”为生物制品I类新药，主要用于急性ST段抬高性心肌梗死的溶栓治疗。以上两个新药证书的取得对于改善公司产品结构，提升公司中药产业的整体水平，加速公司中药现代化的进程等方面具有重要意义。

### ■ 注射用丹参多酚酸

中药注射剂“注射用丹参多酚酸”主要治疗中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀血阻络证，症见半身不遂，口舌歪斜，舌强言謇，偏身麻木等症状。是近年来药监局批准的唯一中药注射剂。

目前我国脑血管用药市场规模超过200亿，国内目前仅有天士力和上海绿谷两家企业获得注射用丹参多酚酸批文，天士力定位于脑梗，上海绿谷产品定位于心梗，两者产品适应症不同，天士力产品的市场空间很大。我们认为，鉴于天士力在心脑血管用药领域的强势地位及其专业的销售团队，该产品销售额未来有望过10亿元。

### ■ 重组人尿激酶原

由上海天士力药业有限公司研发的注射用重组人尿激酶原（Human recombinant Prourokinase for Injection，简称pro-UK）是我国“十一五”重大新药创制科技重大专项中的第一个治疗用生物制品1类新药，临床上用于严重危害人类健康的心脑血管类疾病——急性心肌梗死的治疗。pro-UK的各期临床试验结果均显示出其在治疗急性心肌梗死时具有较高的安全性及有效性：100%冠状动脉造影检查的临床试验结果表明，该药品用于急性心肌梗死治疗的开通率高达78.5%，合格入组统计病例的pro-UK试验组病人死亡率0%，同时直接相关的pro-UK溶栓脑出血率仅为0.44%，远低于同类临床应用的品种。

我国抗血栓市场规模已超过60亿，并且一直保持快速增长，我们认为，公司的尿激酶原未来市场空间很大。公司的尿激酶原2012年上半年上市，处于临床导入期，预计公司注射用重组人尿激酶原2012年销量不会太大，未来的销售需要不断培育。

### 三、 盈利预测

#### 3.1 盈利预测总表

图表16 盈利预测总表 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3,993	4,652	6,285	8,226	9,910
营业总成本	3,608	4,122	5,596	7,249	8,758
营业成本	2,687	3,084	4,304	5,684	6,901
营业税金及附加	26	31	42	55	66
销售费用	566	632	817	987	1,187
管理费用	281	306	413	510	595
财务费用	42	62	15	7	3
营业利润	391	536	773	1,010	1,195
利润总额	399	556	812	1,033	1,222
所得税	75	96	141	179	212
净利润	324	459	671	854	1,010
少数股东损益	7	9	4	7	6
归属于母公司所有者的净利润	317	450	668	847	1,004
每股收益(元)	0.65	0.87	1.29	1.60	1.89

资料来源: 平安证券研究所

图表17 医药工业分产品收入预测 (单位: 百万元)

分产品收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E
复方丹参滴丸	1,150	1,309	1,571	1,744	1,935
增长率	8.00%	13.84%	20.00%	11.00%	11.00%
养血清脑颗粒	228	330	446	580	725
增长率	30.00%	30.00%	44.80%	35.14%	29.81%
医药工业总收入	1,625	1,870	2,345	2,993	3,531
增长率	10.89%	15.05%	25.40%	27.66%	17.98%
医药商业	2,340	2,750	3,905	5,194	6,337
增长率	19.72%	17.52%	42.00%	33.00%	22.00%
营业收入	3,993	4,652	6,285	8,226	9,910
增长率	16.26%	16.50%	35.11%	30.88%	20.48%

资料来源: 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 1.29、1.60、1.89 元, 对应 2012 年 2 月 23 日收盘价 39.58 元, PE 分别为 30.69、24.7 和 20.98 倍。我们看好公司在心脑血管疾病中成药市场中的发展和开发新品种的潜力, 首次给予“推荐”评级。

图表18 相对估值表（对应2012-2-23收盘价）

股票名称	EPS (元)				PE (倍)			
	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
东阿阿胶	0.89	1.36	1.83	2.37	47.30	30.96	23.01	17.76
华润三九	0.83	0.85	1.08	1.33	20.37	19.89	15.66	12.71
片仔癀	1.39	1.81	2.42	3.11	50.22	38.56	28.84	22.44
同仁堂	0.26	0.33	0.41	0.50	56.08	44.18	35.56	29.16
千金药业	0.28	0.38	0.50	0.65	39.25	28.92	21.98	16.91
昆明制药	0.27	0.41	0.55	0.76	52.96	34.88	26.00	18.82
红日药业	0.67	0.81	1.00	1.27	37.31	30.86	25.00	19.69
云南白药	1.33	1.75	2.22	2.84	38.39	29.18	23.00	17.98
<b>平均值</b>					<b>42.74</b>	<b>32.18</b>	<b>24.88</b>	<b>19.43</b>
天士力	0.87	1.29	1.60	1.89	45.39	30.69	24.70	20.98

资料来源：平安证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	3,172	3,909	5,284	6,724
现金	1,604	1,839	2,549	3,389
应收账款	564	845	1,066	1,273
其他应收款	54	91	125	136
预付账款	105	152	194	238
存货	561	664	911	1,142
其他流动资产	284	318	440	545
<b>非流动资产</b>	2,281	2,057	1,986	1,855
长期投资	469	364	427	420
固定资产	1,160	1,185	1,139	1,057
无形资产	172	150	126	106
其他非流动资产	479	358	293	271
<b>资产总计</b>	5,453	5,966	7,270	8,579
<b>流动负债</b>	1,780	1,928	2,352	2,661
短期借款	802	742	782	775
应付账款	193	285	354	440
其他流动负债	785	901	1,215	1,446
<b>非流动负债</b>	248	253	299	318
长期借款	225	235	280	298
其他非流动负债	23	18	19	20
<b>负债合计</b>	2,028	2,181	2,651	2,980
少数股东权益	118	122	128	134
股本	516	516	516	516
资本公积	1,554	1,554	1,554	1,554
留存收益	1,237	1,593	2,421	3,395
归属母公司股东权益	3,307	3,663	4,490	5,465
<b>负债和股东权益</b>	5,453	5,966	7,270	8,579

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	395	426	671	817
净利润	459	669	834	980
折旧摊销	116	119	127	131
财务费用	62	15	7	3
投资损失	-6	-82	-10	-7
<b>营运资金变动</b>	-211	-320	-304	-304
其他经营现金流	-25	24	17	14
<b>投资活动现金流</b>	-164	186	-40	14
资本支出	166	0	0	0
长期投资	-29	-106	64	-7
其他投资现金流	-26	80	24	7
<b>筹资活动现金流</b>	781	-376	79	9
短期借款	0	-61	40	-7
长期借款	0	10	45	18
普通股增加	28	0	0	0
资本公积增加	990	0	0	0
其他筹资现金流	-238	-326	-7	-3
<b>现金净增加额</b>	1012	235	710	840

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	4,652	6,285	8,226	9,910
营业成本	3,084	4,304	5,684	6,901
营业税金及附加	31	42	55	66
营业费用	632	817	987	1,187
管理费用	306	413	510	595
财务费用	62	15	7	3
资产减值损失	8	5	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	82	10	7
<b>营业利润</b>	536	771	986	1,159
营业外收入	25	45	28	33
营业外支出	5	7	6	6
<b>利润总额</b>	556	810	1,009	1,186
所得税	96	140	175	205
<b>净利润</b>	459	669	834	980
少数股东损益	9	4	6	6
<b>归属母公司净利润</b>	450	666	828	974
<b>EBITDA</b>	713	905	1,120	1,293
<b>EPS (元)</b>	0.87	1.29	1.60	1.89

主要财务比率				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.5%	35.1%	30.9%	20.5%
营业利润	36.9%	44.0%	27.9%	17.5%
归属于母公司净利润	42.2%	47.9%	24.3%	17.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	33.7%	31.5%	30.9%	30.4%
净利率(%)	11.1%	9.7%	10.6%	10.1%
ROE(%)	13.6%	18.2%	18.4%	17.8%
ROIC(%)	12.9%	18.0%	18.2%	17.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	37.2%	36.6%	36.5%	34.7%
净负债比率(%)	50.76%	44.84%	40.12%	36.09%
流动比率	1.78	2.03	2.25	2.53
速动比率	1.47	1.68	1.86	2.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	1.10	1.24	1.25
应收账款周转率	8	8	8	8
应付账款周转率	17.63	18.00	17.78	17.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.29	1.60	1.89
每股经营现金流(摊薄)摊	0.76	0.82	1.30	1.58
每股净资产(最新摊薄)	6.40	7.09	8.70	10.58
<b>估值比率</b>				
P/E	45.39	30.69	24.70	20.98
P/B	6.18	5.58	4.55	3.74
EV/EBITDA	29	23	18	16



## 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替行使独立判断。

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