

上海莱士 (002252.SZ)

生物技术行业

评级: 持有 维持评级

公司研究简报

市价(人民币): 24.96元

## 行业可能迎来政策性机会, 公司将受益;

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	272.00
总市值(百万元)	6,789.12
年内股价最高最低(元)	34.57/21.23
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.848	0.682	0.752	0.832	0.891
每股净资产(元)	4.74	3.03	3.65	4.35	5.11
每股经营性现金流(元)	0.73	0.74	0.80	0.85	0.93
市盈率(倍)	43.73	50.79	38.15	34.49	32.20
行业优化市盈率(倍)	88.16	91.72	69.28	69.28	69.28
净利润增长率(%)	29.46%	36.73%	10.27%	10.62%	7.10%
净资产收益率(%)	17.88%	22.51%	20.59%	19.11%	17.42%
总股本(百万股)	160.00	272.00	272.00	272.00	272.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **血液制品行业的领先企业:** 公司是国内血液小制品产品最丰富的企业, 各类凝血因子和纤维蛋白在小制品营销中占据优势。公司拥有 7 种产品, 仅次于华兰生物, 国内产品品种名列第二;
- **血液制品行业供给紧张:** 全国医疗市场对血液制品生产用原料血浆的年基本需求为 8000 吨, 而 2011 年全年采浆量约为 4000 吨左右, 缺口非常大; 贵州血浆站关停预计行业投浆量将减少 800 吨, 对行业供给造成重大影响; 如果血液制品全面进入基药目录, 产品短缺的情况将更加严重;
- **血液制品价格受到严格的行政管制, 价格趋于稳定:** 人血白蛋白价格受进口产品抑制, 价格稳定。静丙与人白具有一定的替代性, 价格稳定; 小制品价格虽然紧缺, 但目前价格已经比较昂贵, 经济负担沉重; 如果血液制品进入基药目录, 涨价的预期基本不可能;
- **血液制品“倍增计划”或将给行业带来政策性机会, 公司将受益:** 血液制品的供应紧缺已经引起有关部门的高度重视, 卫生部表示将在“十二五”期间推动血液制品供应量比“十一五”增加一倍; 因为缓解产品短缺的唯一途径只有提升投浆量, 在卫生部的积极推动下, 行业政策的变化(无论是价格、采浆频率或是新浆站审批)都将对血液制品企业产生积极重要影响, 公司将受益。

## 投资建议

- 公司是血液制品行业第一梯队的企业之一, 是血液小制品品种最为丰富的企业; 无论是浆站资源还是产品品种, 公司都名列前茅。目前血液制品行业正处于底部, 有可能迎来行业性的机会, 如果行业政策发生变化, 公司将受益于行业的发展。

## 估值

- 公司近几年投浆量整体平稳增长, 不考虑行业政策变化, 我们预测 2011-2013 年 EPS 为 0.75 元、0.83 元和 0.89 元, 给予“增持”的投资评级。

## 风险

- 行业政策是否会发生变化具有较大不确定性。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

叶苏 联系人  
(8621)61038200  
yesu@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

血液制品行业优秀企业.....	3
小制品产品线最丰富的企业.....	4
血液制品行业供给紧张.....	5
血液制品资源稀缺.....	5
血浆缺口高达 3000-4000 吨.....	5
“贵州血浆站关闭事件” 导致投浆量进入低谷.....	6
血液制品“倍增计划” 或将给行业带来政策性的机会.....	6
血制品价格趋于稳定.....	7
血液制品价格受到严格的行政管制.....	7
白蛋白、静丙价格仍在高位.....	7
进口产品对白蛋白价格有抑制作用.....	7
公司是小制品的领先企业，潜在需求大，医保政策是关键.....	8
投资建议.....	9
附录：三张报表预测摘要.....	10

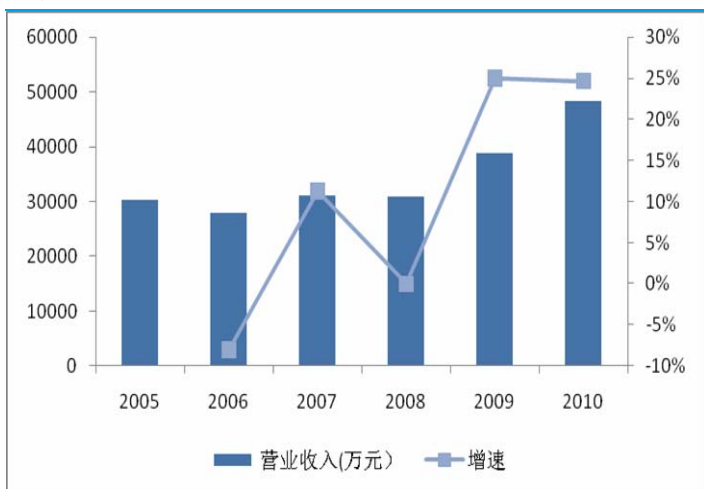
## 图表目录

图表 1: 近两年公司收入平稳增长.....	3
图表 2: 公司净利润增长较快.....	3
图表 3: 公司的血液制品结构.....	3
图表 4: 公司的小制品非常丰富.....	4
图表 5: 浆站数量名列前茅.....	4
图表 6: 公司血浆站资源.....	5
图表 7: 我国和发达国家相比主要血液制品消费水平.....	6
图表 8: 2011 年采浆量再度进入低谷.....	6
图表 9: 人白最高零售价 360 元.....	7
图表 10: 静丙最高零售价稳定在 600 元.....	7
图表 11: 全球范围内人白供给过剩.....	8
图表 12: 美国人血白蛋白的平均售价（克/美元）.....	8
图表 13: 国内人白价格与进口人白成本的比较.....	8
图表 14: 盈利预测.....	9

### 血液制品行业优秀企业

- 上海莱士是血液制品行业的第一梯队企业，源于 1988 年 10 月由美国稀有抗体抗原供应公司和上海市血液中心血制品输血器材经营公司合资成立的上海莱士血制品有限公司，是中国第一家中外合资的血液制品大型生产企业；2008 年深交所中小板上市。
- 公司主要从事生产和销售血液制品，疫苗、诊断试剂及检测器具和检测技术并提供检测服务，是国内最早实现血液制品批量生产的厂家之一，近两年收入和净利润都保持了较快发展，2010 年收入增速 25%，净利润增速 35%。
- 公司主要产品包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白(pH4)、人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原、冻干人凝血酶、外用冻干纤维蛋白粘合剂，共 7 个品种 23 个规格。

图表1: 近两年公司收入平稳增长



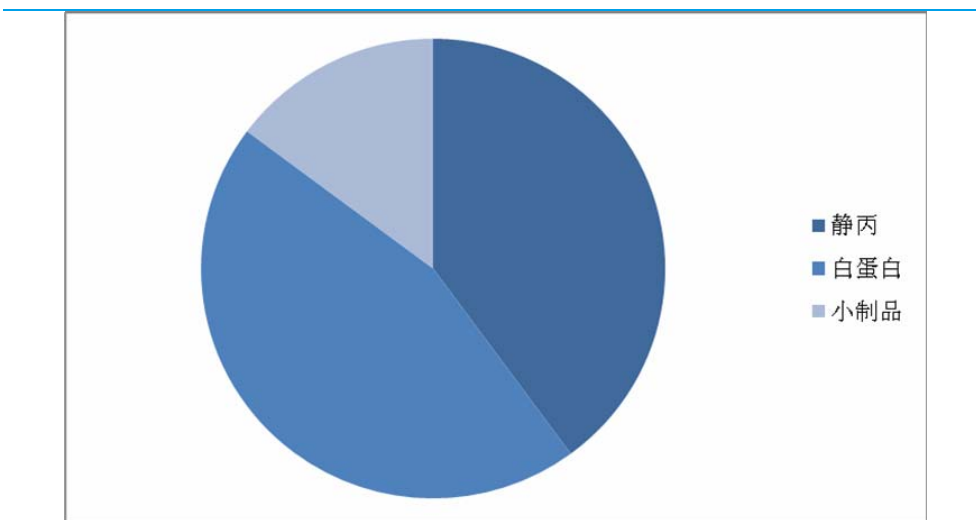
来源: 国金证券研究所

图表2: 公司净利润增长较快



- 人白和静丙仍然是我国血液制品消费的主要品种，公司的人白销售收入约占总收入 45%，静丙占 40%，小制品销售收入占比约为 15%。

图表3: 公司的血液制品结构



来源: 国金证券研究所

### 小制品产品线最丰富的企业

- 产品梯队是体现企业竞争力的重要方面，公司是国内小制品产品最丰富的企业，各类凝血因子和纤维蛋白在小制品营销中占据优势。公司拥有 7 种产品，仅次于华兰生物，国内产品品种名列第二。

图表4: 公司的小制品非常丰富

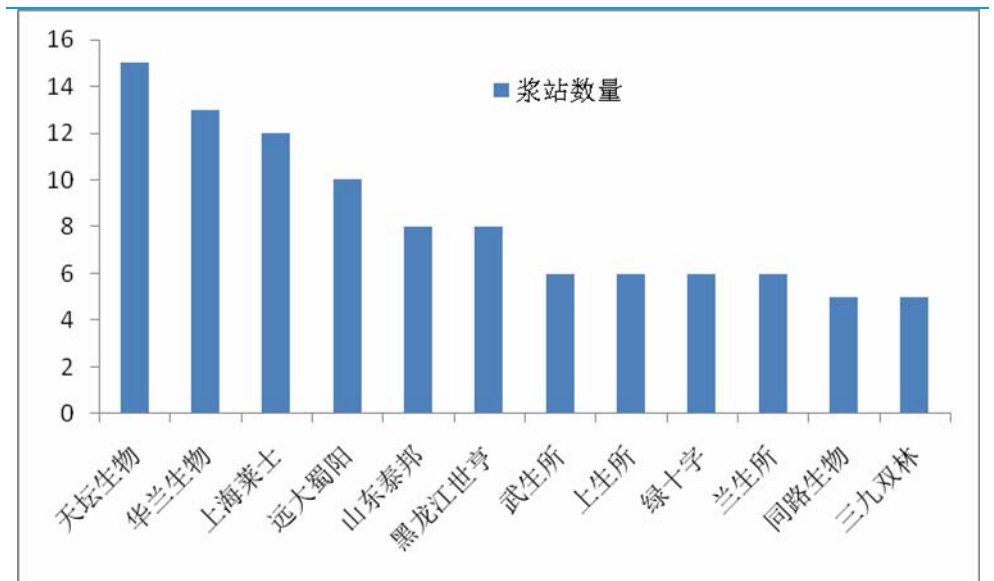
名称	华兰生物	成都蓉生	四川蜀阳	上生所	贵阳黔峰	上海莱士
人血白蛋白	√	√	√	√	√	√
静注射人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
人凝血酶原复合物	√			√		√
人凝血因子VIII	√	√				√
人凝血酶	√					√
人纤维蛋白原	√	√		√		√
人纤维蛋白粘合剂	√					√
人乙肝免疫球蛋白	√	√	√	√	√	*
人破伤风免疫球蛋白	√	√	√		√	
人狂犬病免疫球蛋白	√		√		√	

来源：国金证券研究所

### 公司浆站资源名列前茅

- 公司现有血浆站 12 个，仅次于天坛生物和华兰生物。浆源是公司收入来源地，在国内血液制品行业供不应求的状况下，浆源数量的多少很大程度上决定了公司的收入和利润。
- 在没有新浆站开设的情况下，公司的投浆量主要取决于献浆员数量和献浆频率，浆站发展成熟之后会维持较为稳定的增长。
- 公司现有 10 个浆站正常采浆，其中海南琼中 2011 年 10 月开始采浆，海南白沙、保亭浆站正在建设中，因为新浆站的培育需要 2-3 年的时间，短期内对公司的投浆量不会有显著提升。但从长期来看，对公司在其他地方的浆源拓展仍然具有积极意义和示范效应。

图表5: 浆站数量名列前茅



来源：国金证券研究所

图表6: 公司血浆站资源

	血浆站名称	地点	省份	所属公司	年末户籍总人口	农业人口数	农业人口所占比例	非农业人口	非农人口比例	农民人均纯收入
1	石门莱士单采血浆站有限公司		湖南	上海莱士	685300	499800	72.93%	185500	27.07%	3831
2	巴马莱士单采血浆有限公司	河池市	广西	上海莱士	255100	228100	89.42%	27000	10.58%	2182
3	武鸣莱士单采血浆有限公司	南宁市	广西	上海莱士	669400	552400	82.52%	117000	17.48%	4253
4	大化莱士单采血浆有限公司	河池市	广西	上海莱士	432100	378800	87.66%	53300	12.34%	2246
5	全州莱士单采血浆有限公司	桂林市	广西	上海莱士	776200	687900	88.62%	88300	11.38%	3924
6	马山莱士单采血浆有限公司	南宁市	广西	上海莱士	524100	484900	92.52%	39200	7.48%	2661
7	兴平市莱士单采血浆站有限公司	咸阳市	陕西	上海莱士	584369	463990	79.40%	120379	20.60%	3511
	兴平市莱士单采血浆站有限公司	泾阳县	陕西	上海莱士	503056	446254	88.71%	56802	11.29%	3511
	兴平市莱士单采血浆站有限公司	三原县	陕西	上海莱士	412277	329082	79.82%	83195	20.18%	3511
	兴平市莱士单采血浆站有限公司	彬县	陕西	上海莱士	337009	302171	89.66%	34838	10.34%	3511
8	大新莱士单采血浆有限公司	崇左市	广西	上海莱士	367000	319300	87.00%	47700	13.00%	3463.9
9	灵璧莱士单采血浆有限公司	宿州市	安徽	上海莱士	1182941	1096262	92.67%	86679	7.33%	2950
10	保亭莱士单采血浆有限公司	保亭	海南	上海莱士	166864	88749	53.19%	78115	46.81%	2517
11	琼中莱士单采血浆有限公司	琼中	海南	上海莱士	216763	116423	53.71%	100340	46.29%	2376
12	白沙莱士单采血浆有限公司	白沙	海南	上海莱士	195610	110138	56.30%	85472	43.70%	2742

来源: 国金证券研究所

## 血液制品行业供给紧张

### 血液制品资源稀缺

- 血液制品属于生物制品范畴, 是以健康人血液为原料, 采用生物学工艺分离纯化技术提取出来的各类蛋白质。
  - 人体血液共分为四部分: 血浆 (50%), 红细胞 (42%), 白细胞和血小板 (8%); 而血浆大约 90% 由水组成, 3% 为糖类电解质, 7% 为蛋白质。
  - 一般而言, 血液制品是从这 7% 的蛋白质中分离提纯制成的, 主要包括白蛋白 (60%), 免疫球蛋白 (15%), 凝血因子 (<1%) 和其他蛋白成分 (24%)。
- 不同免疫球蛋白生产具有排他性。免疫球蛋白包括静注人免疫球蛋白、肌肉注射免疫球蛋白、乙肝人免疫球蛋白、破伤风免疫球蛋白等多种类型。在生产过程中, 只能选其一, 这也造成产品的稀缺性。

### 血浆缺口高达 3000-4000 吨

- 投浆量和需求呈现高度失衡。卫生部数据显示, 全国医疗市场对血液制品生产用原料血浆的年基本需求为 8000 吨。
- 2010 年国内投浆量大约为 4180 吨, 一顿浆提取 2100-2500 瓶 (10 克) 白蛋白和 1400-1700 瓶 (2.5 克) 静丙、800 瓶 (200 单位) 凝血因子, 保守测算投浆量需要近 7000-8000 吨才能基本国内实现供需平衡。
  - 2011 年人血白蛋白批签发数量为国产 1020 万瓶和进口 780 万瓶, 市场基本得到满足, 2011 年进口量与 2010 年持平, 因为国际市场人白处于充分供给的状态, 我们认为 1800 万瓶的年供给量已经基本满足市场需求, 折合投浆量 7200 吨左右。
  - 以人血白蛋白为例, 国内使用量与欧美日发达国家的人均使用量还有很大的差距。根据下表可以看出, 我国农村市场白蛋白的使用量还很少, 城市人均使用量基本达到发达国家的最低使用水平。如果农村市场白蛋白的使用量接近与 0.2g/年, 据此测算血浆的投产量为 7000 吨左右的水平。

- 我国静丙的人均使用量尚不及发达国家的 1/10，若按静丙的使用量测算合理的投浆量，供需平衡所需要的投浆量要远远超过万吨。

图表7: 我国和发达国家相比主要血液制品消费水平

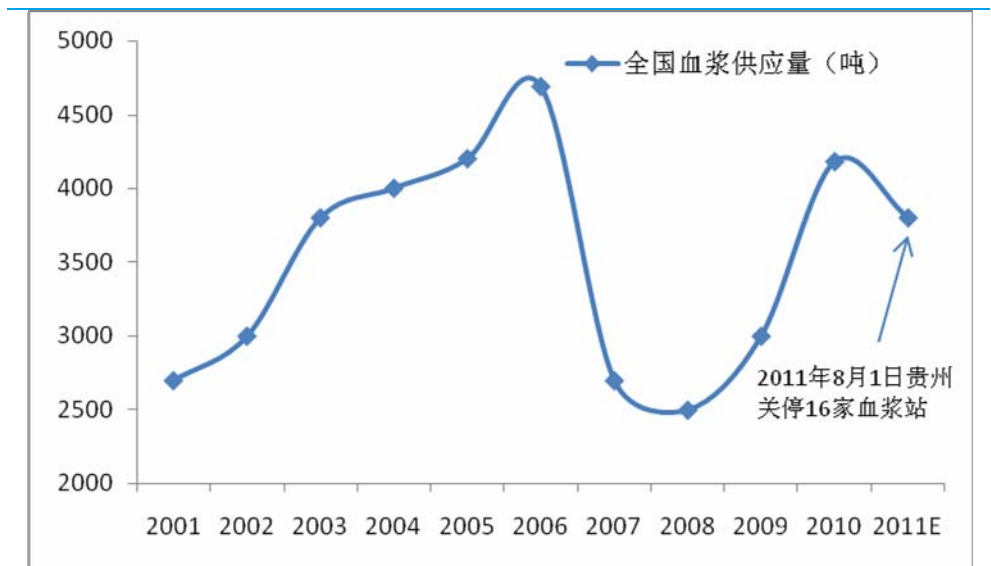
人均用量 (g/年)	欧美日发达国家	我国
白蛋白	0.2-0.5	0.07 (城镇 0.2, 农村 0.005)
静丙	0.03-0.13	0.003

来源: 招股书 国金证券研究所

“贵州血浆站关闭事件”导致投浆量进入低谷

- 2011年8月1日前，贵州省有 20 家单采血浆站，并且都是运营多年的成熟血浆站，单个年采浆能力在 40-50 吨，比大多数浆站血浆供应能力强。采浆量约占全行业的 20%。
- 2011年7月，贵州省出台《贵州省采供血机构设置规划（2011-2014年）》，规划严格规定，仅在开阳、独山、普定、黄平等 4 个县设置单采血浆站，贵州省区域内原有 16 家血浆站于 2011年8月1日全部关闭。
- 贵州血浆站关停使得行业原本供不应求的局面变得雪上加霜。我们测算，16 家浆站年采浆能力在 700-800 吨，约占年投浆量 15-20%，对血液制品行业产生重大不利影响。
- 上海莱士没有受到此次浆站关闭的影响，由于贵州事件影响了整个行业的供给面，公司将受益于行业性的政策机会。

图表8: 2011年采浆量再度进入低谷



来源: 国金证券研究所

血液制品“倍增计划”或将给行业带来政策性的机会

- 2011年12月20日，卫生部部长陈竺在全国药监工作会议上表示：国家基本药物目录要进一步扩大，能够适应所有医疗机构用药。无论是血浆还是免疫球蛋白，都是用于救命的药品，特别是重症救治中，它们一旦断档，就会直接威胁到生命，应当对基本药物的某些品种、“孤儿药”、某些血液制品和生物制品，实施国家统一定点生产、统一招标采购、统一配送、统一储备，从根本上保证供应。
- 2011年12月25日，卫生部部长陈竺在第三届中国经济前瞻论坛之“生物制药与国民健康”分论坛上表示，“十二五”期间我国血液制品供应力

争比“十一五”末增加一倍。卫生部还将推出一系列的扶持政策，包括完善制度设计，建立健全国家血液制品的生产与流通机制；建立国家血液制品定点生产与供应制度；提高血液制品生产企业综合实力；研究血液制品纳入国家基本药物目录的政策；理顺血液制品定价机制等。

- 因为血液制品的供应紧缺已经引起有关部门的高度重视，一段时间内国家有关部门频繁发表讲话。因为缓解产品短缺的唯一途径只有提升投浆量，在卫生部的积极推动下，行业政策的变化将对血液制品企业产生积极重要影响，新浆站的审批也可能放开。

## 血制品价格趋于稳定

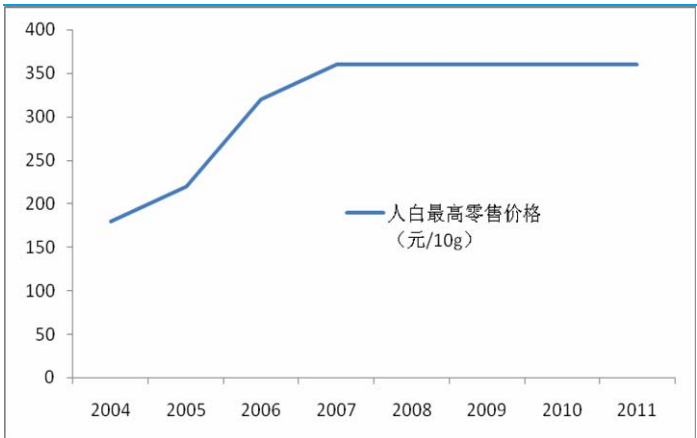
### 血液制品价格受到严格的行政管制

- 血液制品产品价格受到严格的行政管制，并不完全由市场供需决定，提价也不能够创造供给。
  - 发改委对血液制品价格的管制：人血白蛋白最高零售价 360 元（10g）；静注人免疫球蛋白最高零售价 1140 元（5g）；凝血八因子最高零售价 396 元（200IU）。

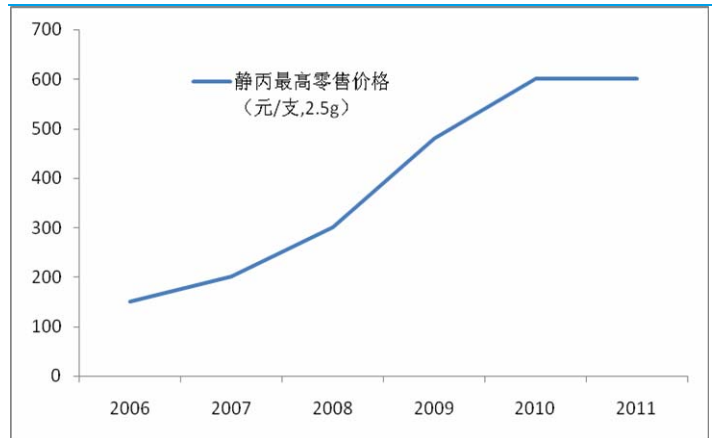
### 白蛋白、静丙价格仍在高位

- 人血白蛋白自 2007 年国家限定最高零售价 360 元以来，价格一直保持高位，各公司的产品出厂价也逼近最高零售价。静丙目前也保持 600 元的最高零售价格。由于血制品的特殊性，我们认为短期内提价或者降价的可能性均不大。

图表9：人白最高零售价 360 元



图表10：静丙最高零售价稳定在 600 元



来源：国金证券研究所

### 进口产品对白蛋白价格有抑制作用

- 尽管贵州血浆站关停造成人血白蛋白的产量减少，由于可以进口，人血白蛋白的供应尚且基本满足需求。进口产品对人白价格有一定的抑制。
- 经过上世纪 90 年代快速发展以后，目前白蛋白全球范围内的消费已经趋于稳定。无论是从美国采浆量还是从全球采浆量（不含中国）来看，白蛋白都处于供给充分的状态。
  - 按保守提取量测算，美国国内只需要 4800 吨左右的浆即可满足国内白蛋白的需求，全球市场也有近万吨血浆的过剩。

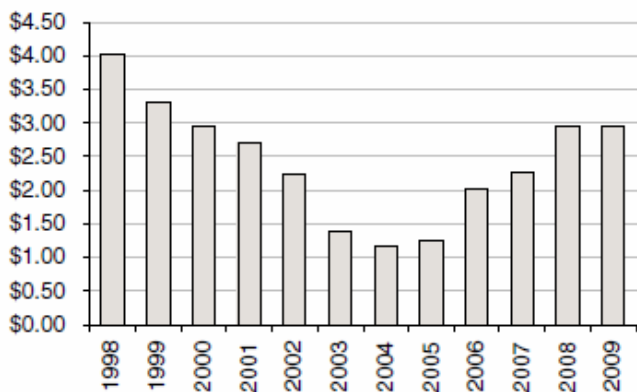
图表11: 全球范围内人白供给过剩

	2010 年度	年度总需求量	1 吨浆产量	血浆需求 (吨)	血浆需求合计 (吨)	同期采浆量 (吨)
美国	25%白蛋白 (KG)	78,000	25	3120	4800	20000
	5%白蛋白 (KG)	42,000	25	1680		
全球需求	白蛋白 (KG)	520,000	25	20800	20800	32000

来源: 国金证券研究所

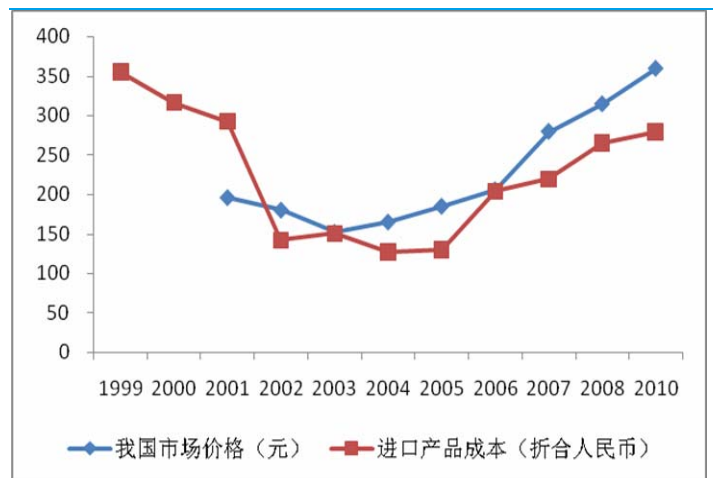
- 我们认为, 上世纪八十年代在人白紧缺之下开放进口以来, 国外人白的价格对国内市场有重要影响。综合考虑国外人白的价格以及进口税费和经销商利润等因素, 我们认为, 未来人白的均衡价格将是 300 元/10g。

图表12: 美国人血白蛋白的平均售价 (克/美元)



来源: MRB,Griffols,CMS,Credit Suisse 国金证券研究所

图表13: 国内人白价格与进口人白成本的比较



注: 进口产品成本根据美国市场售价加上各类税费测算

### 公司是小制品的领先企业, 潜在需求大, 医保政策是关键

- 凝血因子仅有上海莱士、华兰生物和绿十字生物三家公司生产, 公司市场份额 30%左右。2011 年批签发数据显示, 全国仅有 35 万瓶左右凝血因子投入市场。按中度血友病患者的用药测算, 仅 5000 人能满足治疗, 供需缺口非常明显。
- 小制品长期使用, 价格昂贵, 已经给血友病患者家庭带来沉重负担。沉重的经济负担使我国仅有不到 10%的血友病人在接受治疗。国产凝血八因子 200IU 规格最高零售价 396 元, 血友病患者使用国产凝血八因子每年的治疗费用在 5-10 万, 使用进口重组凝血八因子的年花费则在 15 万以上。
- 由于医疗保障不够完善, 我国凝血因子消费水平很低。我们认为, 随着医保覆盖面的扩大以及针对血友病的特定项目的推广, 我国凝血因子市场需求将不断增长。
  - 欧美日等发达国家对血友病患者均有完善的医疗保障体系, 从而保证患者能持续得到有效治疗。以日本为例, 国家保险为血友病人支付 70%的费用, 剩下的 30%费用由政府儿科研究基金、政府凝血因子研究基金、政府高价药物基金全部支付。
  - 虽然我国将凝血八因子纳入国家医保甲类目录, 但过去能享受到国家医保的群体毕竟是少数 (特别是儿童)。近年, 随着城镇居民医疗保险和新农合等医保政策的不断深入, 医疗保障正在逐渐发挥作用。



- 2011年1月，国内首个集患者信息管理、诊断治疗的疾病管理体系“血友病疾病管理系统”正式启动。体系将建立1家全国血友病信息管理中心，和31家省级血友病信息管理中心，及时登记、收集和汇总血友病患者信息，并将对患者进行包含药物、手术、护理、理疗、康复和心理等治疗的血友病综合关怀。
- 如果血制品全面进入基本药物目录，实施国家统一定点生产、统一招标采购、统一配送、统一储备，从根本上保证产品供应，尽管产品短缺，但是提价的可能性不大。
- 基本药物目录中的产品均为医保报销品种，在现行医保基金支出率紧张的局面小，国家发改委对于血制品产品最高零售价的提价可能性不大。
- 12月20日，卫生部部长陈竺在全国药监工作会议上陈竺表示：国家基本药物目录要进一步扩大，能够适应所有医疗机构用药。无论是血浆还是免疫球蛋白，都是用于救命的药品，特别是重症救治中，它们一旦断档，就会直接威胁到生命，应当对基本药物的某些品种、“孤儿药”、某些血液制品和生物制品，实施国家统一定点生产、统一招标采购、统一配送、统一储备，从根本上保证供应。

### 投资建议

- 血液制品行业正处于底部，有可能迎来行业性的机会，如果行业政策发生变化，公司将受益于行业的发展。公司近几年投浆量整体平稳增长，海南的3个浆站在短期内贡献的血浆量有限，我们认为公司2011-2013年收入仍然将保持稳定增长，平均增速10%左右。
- 不考虑行业政策变化，我们预测2011-2013年EPS为0.75元、0.83元和0.89元，目前股票价格24.9元，相当于2012年33倍PE，我们给予“增持”的投资评级。

图表14：盈利预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
	投浆量	260	280	300	330	360
			7.69%	7.14%	10.00%	9.09%
人白	吨浆人白产里(10g/支)	2500	2500	2500	2500	2500
	人白销里(万支)	65	70	75	82.5	90
	价格(元/支)	290	310	300	300	300
	人白收入(万元)	18850	21700	22500	24750	27000
静丙	吨浆静丙产里(2.5g/支)	1600	1600	1600	1600	1600
	静丙销里(万支)	41.6	44.8	48	52.8	57.6
	价格(元/支)	370	430	440	450	450
	静丙收入(万元)	15392	19264	21120	23760	25920
小制品	吨浆收入(万)	20	26	28	30	30
	小制品收入(万)	5200	7280	8400	9900	10800
血液制品收入	血液制品收入	39442	48244	52020	58410	63720
	吨浆收入(万/吨)	152	172	173	177	177

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	310	388	483	521	584	637	货币资金	558	463	458	545	610	700
增长率		25.1%	24.7%	7.8%	12.1%	9.1%	应收款项	21	37	28	41	46	50
主营业务成本	-116	-165	-180	-190	-212	-231	存货	120	152	181	156	174	190
%销售收入	37.6%	42.5%	37.1%	36.5%	36.3%	36.3%	其他流动资产	17	11	8	12	13	14
毛利	193	223	304	331	372	406	流动资产	716	664	674	754	842	953
%销售收入	62.4%	57.5%	62.9%	63.5%	63.7%	63.7%	%总资产	86.1%	80.4%	72.5%	67.8%	60.1%	55.6%
营业税金及附加	0	-1	-3	-3	-3	-3	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.1%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	103	113	206	299	496	691
营业费用	-11	-9	-15	-16	-18	-19	%总资产	12.4%	13.7%	22.1%	26.9%	35.3%	40.3%
%销售收入	3.5%	2.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	8	43	47	55	62	69
管理费用	-55	-64	-75	-78	-88	-96	非流动资产	116	161	256	358	560	763
%销售收入	17.8%	16.6%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%	%总资产	13.9%	19.6%	27.5%	32.2%	39.9%	44.4%
息税前利润 (EBIT)	127	149	211	235	264	288	<b>资产总计</b>	<b>831</b>	<b>825</b>	<b>930</b>	<b>1,111</b>	<b>1,403</b>	<b>1,716</b>
%销售收入	40.9%	38.4%	43.7%	45.0%	45.2%	45.2%	短期借款	29	0	0	0	92	189
财务费用	-1	11	7	6	2	-3	应付款项	17	12	37	27	30	32
%销售收入	0.4%	-2.9%	-1.4%	-1.2%	-0.4%	0.4%	其他流动负债	30	39	50	84	90	95
资产减值损失	1	0	-1	0	0	0	流动负债	76	52	88	111	212	317
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	-1	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	10	12	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>76</b>	<b>62</b>	<b>99</b>	<b>111</b>	<b>212</b>	<b>318</b>
营业利润	125	159	217	241	266	285	<b>普通股股东权益</b>	<b>751</b>	<b>759</b>	<b>824</b>	<b>993</b>	<b>1,184</b>	<b>1,391</b>
营业利润率	40.4%	41.1%	45.0%	46.2%	45.6%	44.7%	少数股东权益	4	5	7	7	7	7
营业外收支	-1	0	3	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>831</b>	<b>825</b>	<b>930</b>	<b>1,111</b>	<b>1,403</b>	<b>1,716</b>
税前利润	124	160	221	241	266	285	<b>比率分析</b>						
利润率	40.2%	41.2%	45.7%	46.2%	45.6%	44.7%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-19	-23	-35	-36	-40	-43	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.5%	14.3%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.655	0.848	0.682	0.752	0.832	0.891
净利润	105	137	185	205	226	242	每股净资产	4.695	4.741	3.030	3.652	4.354	5.115
少数股东损益	0	1	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.673	0.725	0.736	0.804	0.847	0.928
归属于母公司的净利润	105	136	185	205	226	242	每股股利	0.800	0.750	0.400	0.130	0.130	0.130
净利率	33.8%	35.0%	38.4%	39.2%	38.7%	38.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	13.95%	17.88%	22.51%	20.59%	19.11%	17.42%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	12.61%	16.44%	19.94%	18.41%	16.13%	14.12%
净利润	105	137	185	205	226	242	投入资本收益率	13.67%	16.70%	21.32%	19.94%	17.49%	15.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	13	17	14	15	16	18	主营业务收入增长率	-0.04%	25.06%	24.73%	7.85%	12.07%	9.09%
非经营收益	4	0	2	2	3	6	EBIT增长率	12.40%	17.23%	42.00%	11.15%	12.48%	9.09%
营运资金变动	-15	-38	-1	-4	-15	-13	净利润增长率	28.15%	29.46%	36.73%	10.27%	10.62%	7.10%
经营活动现金净流	108	116	200	219	230	252	总资产增长率	171.15%	-0.72%	12.74%	19.44%	26.25%	22.32%
资本开支	-29	-61	-89	-119	-219	-220	<b>资产管理能力</b>						
投资	1	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	36.6	19.6	16.5	20.0	20.0	20.0
其他	0	10	-4	0	0	0	存货周转天数	308.1	300.4	337.6	300.0	300.0	300.0
投资活动现金净流	-29	-51	-94	-120	-219	-220	应付账款周转天数	22.5	14.7	29.6	20.0	20.0	20.0
股权募资	488	0	3	0	0	0	固定资产周转天数	120.9	93.4	76.6	65.8	56.6	49.3
债权募资	-8	-29	0	-12	92	98	<b>偿债能力</b>						
其他	-58	-131	-121	0	-38	-41	净负债/股东权益	-70.07%	-60.71%	-55.08%	-54.49%	-43.49%	-36.45%
筹资活动现金净流	422	-159	-118	-12	53	58	EBIT利息保障倍数	99.3	-13.3	-30.3	-37.7	-117.7	100.5
现金净流量	501	-94	-11	87	65	90	资产负债率	9.19%	7.50%	10.65%	9.97%	15.08%	18.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	3	4
买入	0	1	3	3	14
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>1.57</b>	<b>1.54</b>	<b>1.76</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B