

日期: 2012年4月23日
行业: 医药生物



赵冰
021-53519888-1902
Zhaobing1704@hotmail.com
执业证书编号: S0870511030004

明胶业务景气提升 胶原蛋白亮点众多

主要观点:

国内明胶业务领先企业

公司主要产品有药用明胶、食用明胶、照相明胶、圆素胶原蛋白系列产品等。在明胶生产领域,公司是中国老四大明胶生产厂之一,历史近50年,拥有4,200吨/年骨明胶的产能,为国内最大的明胶生产企业之一,还是国内首家生产厂房符合GMP标准且实现自动化监控的企业,生产装备达到国内外一流水平。

行业整顿提升明胶业务景气度

随着此次工业明胶问题的暴露,预计药监部门将会对整个明胶行业加强监管,一些不合格企业会被挤出市场,而行业内技术工艺先进、生产设备优良、管理水平优秀、规模效应明显的优质企业将会得到重点扶持,未来行业将形成寡头竞争的局面。随着公司明胶产能的逐步释放,明胶业务将为公司贡献稳定的收入,预计2012-2014年公司明胶业务将维持至少15%的增长。

胶原蛋白发展前景广阔

胶原蛋白行业虽然进入我国的时间较短,但随着一些国际知名企业在国内市场的大力宣传与拓展;人民消费水平的不断提高,民众开始对绿色、天然无污染、健康环保的胶原蛋白系列保健品与化妆品给予越来越多的关注,认知度大幅度提升,预计未来三年我国胶原蛋白消费人群占比不断扩大,胶原蛋白消费呈现强劲增长态势,预计2015年年需求量有望达到20,000吨,与2003年的3000吨相比,年均复合增长率达23.47%,迎来一个快速增长的高峰期。

公司胶原蛋白产品亮点众多

公司是国内少数通过自主创新掌握以优质骨明胶为原料制备小分子量胶原蛋白核心技术的企业,随着募投项目——年产1,000吨可溶性胶原蛋白项目的建成,公司将把技术优势转化为规模经济优势和市场占有率优势,进一步提升市场地位。受益于未来行业快速发展与国货回潮趋势,我们非常看好公司胶原蛋白业务市场前景,预计2012-2014收入增速达到150%、80%、50%,市场份额持续快速提升。

基本数据 (12Q1)

报告日股价 (元)	35.59
12mth A 股价格区间 (元)	13.32/35.59
总股本 (百万股)	75.98
无限售 A 股/总股本	25%
流通市值 (亿元)	6.76
每股净资产 (元)	3.90
PBR (X)	9.13
DPS (11, 元)	10 送 10 派 1

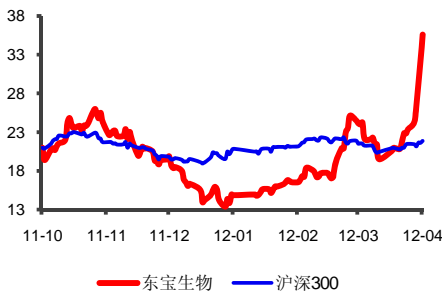
主要股东 (12Q1)

包头东宝实业(集团)有限公司	37.75%
徐伟宇	4.94%
中国乐凯胶片集团公司	4.90%

收入结构 (Y2011)

明胶及副产品磷酸氢钙	94.42%
胶原蛋白	5.58%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB12-CI04

相关报告:

首次报告日期: 2012年4月23日

投资建议:

未来六个月内, 给予“跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益为0.32元,预计公司12年实现每股收益为0.42元,以4月20日收盘价35.59元计算,静态、动态市盈率分别为109.61倍和84.03倍。化学制剂行业上市公司11年、12年平均市盈率为31.47倍、23.56倍。公司作为明胶类产品专业生产厂商,生产设备达到国内外一流水平,规范化程度高,技术优势明显,随着

产能的进一步拓展，能够保证明胶业务在未来保持平稳增长。同时，公司积极推广毛利率较高的胶原蛋白系列产品，为公司增加了新的利润点，未来业绩有望超预期。我们看好公司未来的成长性，给予公司“未来六个月，跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	207.55	263.47	321.38	387.42
年增长率	7.89%	26.94%	21.98%	20.55%
归属于母公司的净利润	24.67	32.18	47.10	64.76
年增长率	14.08%	30.44%	46.36%	37.50%
每股收益 (元)	0.32	0.42	0.62	0.85
PER (X)	109.61	84.03	57.42	41.76

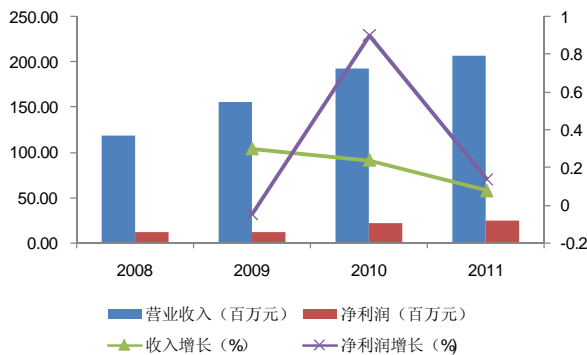
注：有关指标按当年股本摊薄

一、公司概况：进军胶原蛋白市场的骨明胶专业生产企业

包头东宝生物技术股份有限公司成立于 1997 年，是专业的明胶及其延伸产品胶原蛋白生产企业，主营业务包括明胶系列产品、小分子胶原蛋白及磷酸氢钙的研发、生产和销售。主要产品有药用明胶、食用明胶、照相明胶、圆素胶原蛋白系列产品等。在明胶生产领域，公司是中国老四大明胶生产厂之一，历史近 50 年，拥有 4,200 吨/年骨明胶的产能，为国内最大的明胶生产企业之一，还是国内首家生产厂房符合 GMP 标准且实现自动化监控的企业，生产装备达到国内外一流水平。在胶原蛋白生产领域，公司在行业竞争中拥有突出的技术优势，是国内通过自主创新掌握以双 90 优质骨明胶为原料制备小分子量胶原蛋白生产核心技术的企业，目前已形成 200 吨/年小分子量胶原蛋白的产能。募投项目完成后将拥有明胶 6500 吨/年，胶原蛋白 1000 吨/年的产能。

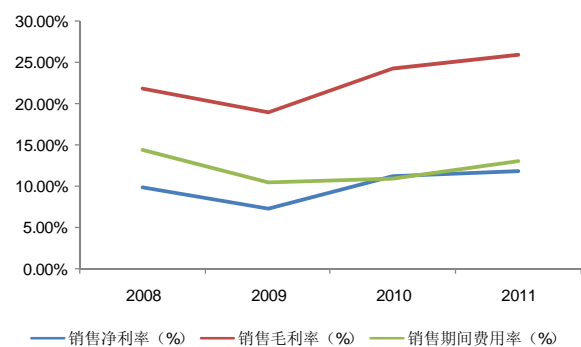
公司 2011 年实现营业收入 2.08 亿元，同比增长 7.89%，净利润 0.25 亿元，同比增长 14.09%。其中，明胶系列产品实现收入 1.97 亿元，收入占比达 94.42%，毛利率为 22.96%；收入同比增长 6.26%，增长率较 2010 年下降 12.7 个百分点，这主要是由于公司明胶产能饱和造成的。随着募投项目的完成与国家行业进行的规范整顿调整，预计明胶业务将持续增长，为公司贡献稳定利润。2011 年公司胶原蛋白业务实现收入 0.11 亿元，同比增长 42.4%，收入占比为 5.58%，毛利率由 2010 年的 55.89% 上升到 2011 年的 60.03%。公司期间费用率为 13.05%，同比提升 2.12 个百分点，由于公司对胶原蛋白营销网络的进一步建设，公司销售费用率达 5.57%，同比提升 2.83 个百分点，管理费用率提升 0.49 个百分点。

图 1 公司近年来的收入、利润情况



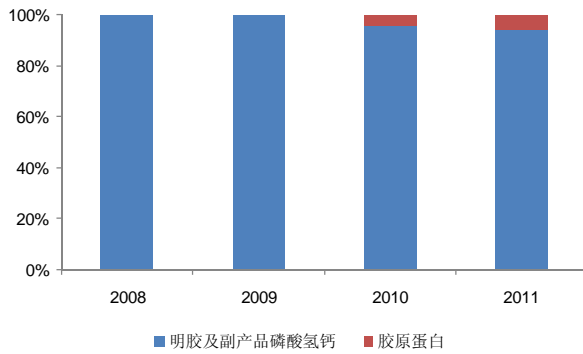
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 2 公司近年来的盈利能力变化



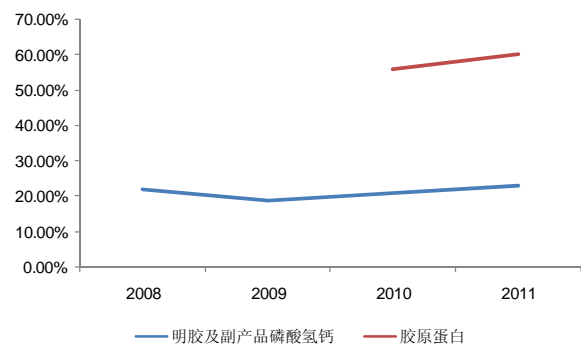
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图3 公司近年来的收入结构



数据来源: Wind, 上海证券研究所

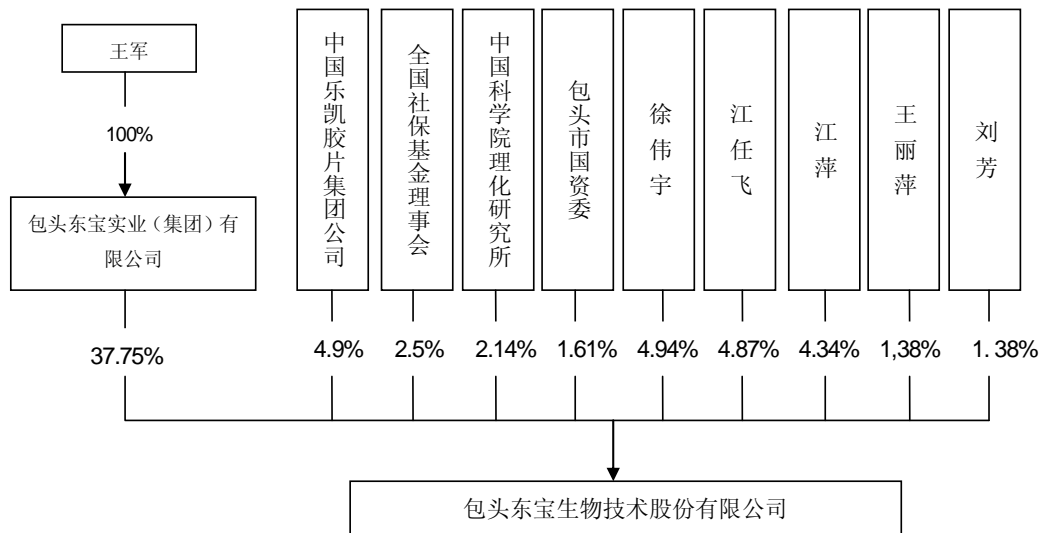
图4 公司近年来的毛利率情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

目前, 公司董事长王军持有第一大股东包头东宝实业(集团)有限公司 100% 股权, 是公司实际控制人, 股权集中度相对较高。

图5 公司股东结构图



数据来源: 公司 2011 年年报, 上海证券研究所

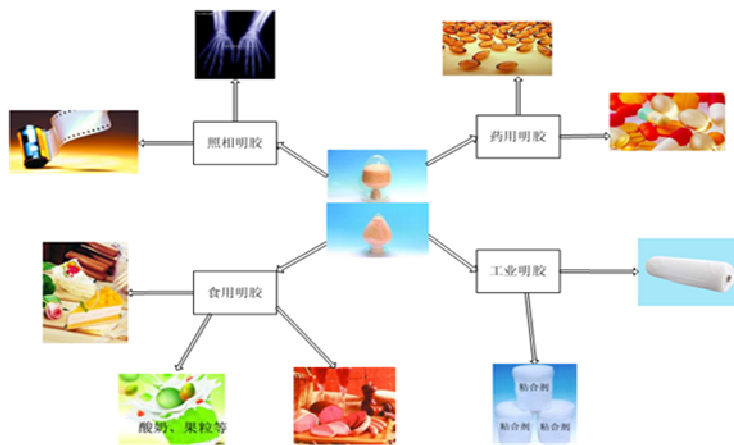
二、明胶业务前景看好

2.1 明胶市场分析

2010 年版的《中国药典》将明胶定义为“动物的皮、骨、腱与韧带中胶原蛋白经不完全酸水解、碱水解或酶降解后纯化得到的制

品，或为上述不同明胶制品的混合物”。按其产品原材料不同可分为：骨明胶和皮明胶两种，按用途则可分为照相、食用、药用及工业四大类。

图 6 明胶产品用途



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

2.1.1 国际市场：欧美国家占据主流，新兴国家骨明胶产业发展迅速

2010 年，全球市场明胶产量为 34 万吨，其中照相明胶年产量约 1 万吨，占总产量 3%，随着数码技术的广泛应用，彩色胶卷使用量不断萎缩，除医用黑白 X 片保持一定的需求量外，照相明胶在明胶总产量所占的份额将越来越少；药用明胶年产量约为 10 万吨，占总产量 29%，近 5 年复合增长率达 10%，在自身用途不断拓展与药品市场稳定发展的带动下，预计需求量将继续保持增长；食用明胶年产量约 22 万吨，占总产量 65%，近 5 年复合增长率达 2.4%，预计未来将随食品工业的发展呈现继续增长态势；工业明胶年产量约 1 万吨，占总产量 3%。随着世界经济的一体化，预计我国明胶行业细分市场的发展趋势与国际市场基本一致，药用明胶和高档食用明胶生产企业将迎来更多发展机遇和更大发展空间。

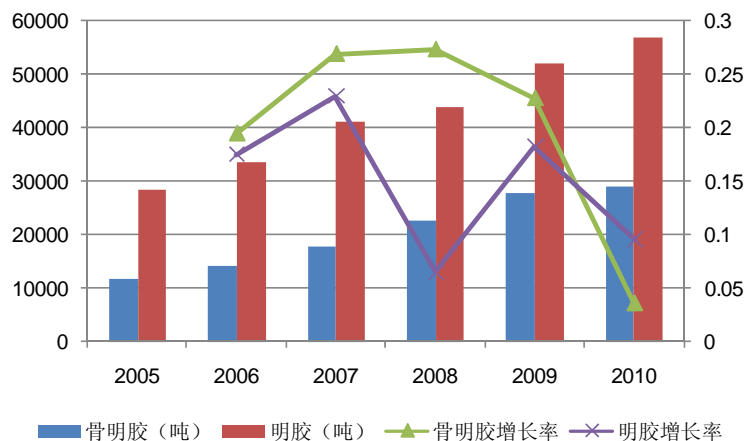
从供需方面看，需求与产量主要集中在西欧、美国、日本等发达经济体，其中欧美明胶市场以生产皮明胶为主，亚洲则是全球主要的骨明胶产地。从供给方看，德国嘉利达集团、法国罗赛洛集团、比利时 PB 公司三家巨头已经占到全球明胶产量的 60% 多，并正通过其技术优势、市场优势和资金优势在全球新兴市场中不断扩张；从需求方看，欧洲是世界上最大的明胶市场，其份额占国际明胶市场的 44%；美国居第二，为 32%；但这些传统市场已经趋于饱和，皮明胶产品在

欧洲市场开始出现供大于求的局面，增长动力微弱，骨明胶产品更受青睐，因此亚洲地区骨明胶市场增长迅速，尤其以中国和印度增长最快。

2.1.2 国内市场：快速发展与规范化欠缺并存

近几年，一方面以罗赛洛、嘉利达为代表的西方大型明胶生产商大举进入我国市场，另一方面一些有实力的内资企业通过与国内顶级科研单位合作，加强自身研发、扩张规模、借助资本市场融资、借鉴吸收西方先进技术和经验等途径，不断壮大，使得明胶行业从产业初期进入快速发展阶段。根据中国明胶协会和中国行业咨询网研究部汇总整理的统计数据，我国明胶行业的市场容量从2005年的2.86万吨增加到2010年的5.7万吨，年均复合增长率为14.79%，远远高于全球市场3.51%的复合增长率。其中由于国人喜欢食用带皮肉制品的饮食习惯，皮明胶在原材料的供应上极易出现短缺，因此骨明胶发展更为迅速，市场容量从2005年的1.18万吨增加到2010年的2.9万吨，年均复合增长率达到19.70%。随着国内医药、胶囊、食品、保健、化妆品产业的发展，明胶的需求量将保持稳定增长，我们预计到2015年明胶产量达到7万吨，其中：骨明胶4万吨；皮明胶3万吨。

图7 2005年-2010年中国明胶和骨明胶市场容量变化图



数据来源：中国明胶协会，上海证券研究所

我国明胶行业虽然发展较快，但规范程度十分欠缺，面临着企业数量多而不精、企业规模大而不强的问题：一方面国内民族企业受资金、技术条件的限制，大部分企业无力随行业的扩张而成长，因此行业内形成了大量产能只有几百吨的中小型企业，年产2500吨以上的大中型明胶企业却寥寥无几，且大部分中小型企业仍按传统生产方式

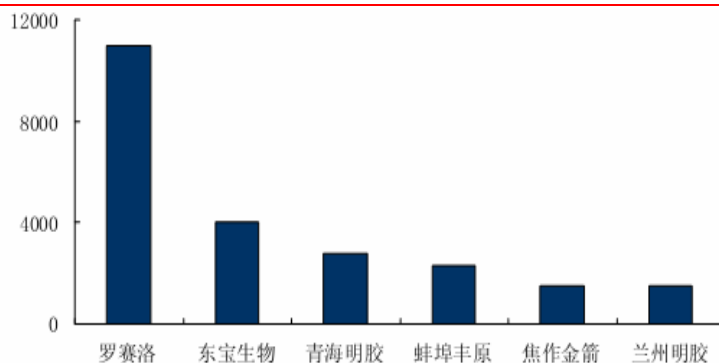
生产经营企业，生产水平普遍一般，装备、工艺、管理亟待进一步改进和提高，造成劣质明胶产品充斥市场；另一方面由于工业明胶价格远比食用明胶与药用明胶低3倍以上，一些游离于监管之外的小企业甚至以工业胶或制革厂的含铬皮（俗称蓝矾皮）所制的含铬皮胶（一种毒性很大的重金属，容易进入人体细胞，对肝、肾等内脏器官和DNA造成损伤，在人体内蓄积具有致癌性并可能诱发基因突变）冒充药用明胶和食用明胶，以较低价格销售，导致市场混乱。4月15日，央视《每周质量报告》节目揭露了这一现状，以《胶囊里的秘密》为题，曝光了河北、江西、浙江等地一些不法厂商使用重金属铬超标的工业明胶生产药用胶囊，并出售给药品企业制成药用胶囊向公众进行销售。

2.2 行业整顿提升明胶业务景气度

随着此次工业明胶问题的暴露，可以预见卫生部将会对整个明胶行业加强监管，一方面一些不合格企业会被挤出市场，而行业内技术工艺先进、生产设备优良、管理水平优秀、规模效应明显的优质企业将会得到国家重点扶持，获得更多市场份额，在行业内形成寡头竞争的局面。另一方面，近年来明胶市场价格基本保持稳定，工业明胶价格约在6000-10000元/吨区间，食用明胶价格约在2万-3万元/吨，药用明胶根据质量优劣价格约在3万-5万元/吨区间，2011年食用明胶供应量约在5万吨，且多数供应了国外市场，形成每年1万吨合格食用明胶的缺口，这部分缺口被不良商家用价格便宜但含毒素的工业明胶所填补，预计随着监管的加强，药用与食用明胶行业将回归正轨，出现供不应求的局面，市场价格有望上行。

公司作为国内首家生产厂房符合GMP标准且实现自动化监控的企业，生产装备均达到国内外一流水平，骨明胶产量位居国内第二，仅次于国际知名厂商罗赛洛。受益于此次行业整顿，我们预计公司将在市场竞争中通过整合兼并等多种手段得到更多资源，议价能力和产品附加值得到提升，明胶业务景气度将提升。

图 8 2010 年中国骨明胶生产企业实际产量

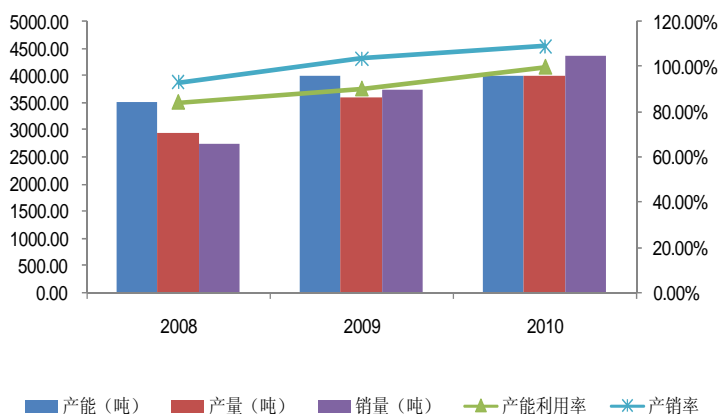


数据来源：上海证券研究所

2.3 募投项目达产解决公司产能瓶颈问题

募投项目投产前，公司明胶年产能为 4000 吨，胶原蛋白年产能为 200 吨，而公司在 2010 年明胶的产能已经达到饱和，难以进一步满足市场需求，占有更大市场份额。2010 年公司产能利用率达到 100.02%，产销率为 109.09%，连续两年超过 100%。募集项目预计于 2012 年第三季度达产，达产后的明胶产能将增至 6500 吨/年，其中药用明胶扩产 1500 吨，食用明胶扩产 1000 吨。随着明胶产能的逐步释放，将为公司贡献稳定的营业收入，预计 2012-2014 年公司明胶业务年将维持至少 15% 的增长。

图 9 2008-2010 年公司骨明胶产能、产量与销售状况



数据来源：公司年报，上海证券研究所

三、胶原蛋白业务点亮业绩

3.1 胶原蛋白市场分析

胶原蛋白是一种生物性高分子物质，是细胞外基质中最重要的组成部分，也是人体内含量最多的一种蛋白质，约占人体蛋白质总量的25-33%，相当于人体体重的6%，它遍及全身的各个组织器官，如：皮肤、骨骼、软骨、韧带、角膜、各种内膜、筋膜等，是维持皮肤与组织器官形态、结构的主要成分，也是修复各损伤组织的重要原料物质。胶原蛋白富含除色氨酸和半胱氨酸外的18种氨基酸，其中维持人体生长所必需的氨基酸有7种，营养十分丰富。当胶原蛋白不足时，皮肤、骨骼内脏器官都会产生不利影响。如随着年龄的增长，成纤维细胞的合成胶原能力下降，若皮肤中缺少胶原蛋白，胶原纤维就会发生交联固化，使细胞间粘多糖减少，皮肤便会失去柔软弹性和光泽，发生老化，同时，真皮的纤维断裂、脂肪萎缩、汗腺及皮脂腺分泌减少，使皮肤出现色斑皱纹等一系列老化现象。此外，胶原蛋白还具有提高骨骼坚硬弹性程度；促进肌肉细胞连接；保护及强化内脏功能等诸多功能。因此，胶原蛋白被广泛的应用于化妆品、保健品、食品和医药领域，其中最活跃、增长最快的是化妆品和保健品市场。

图 10 胶原蛋白结构分解

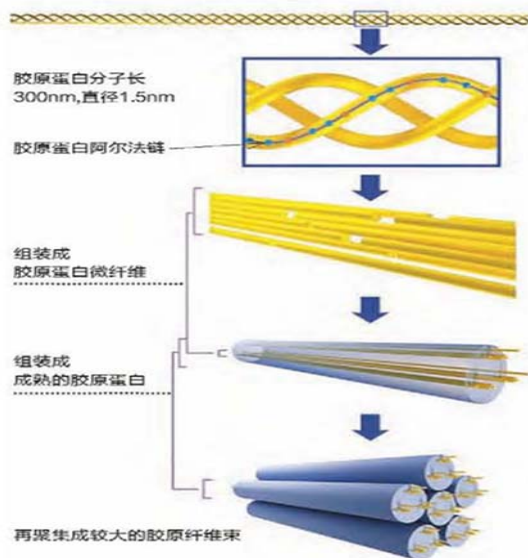
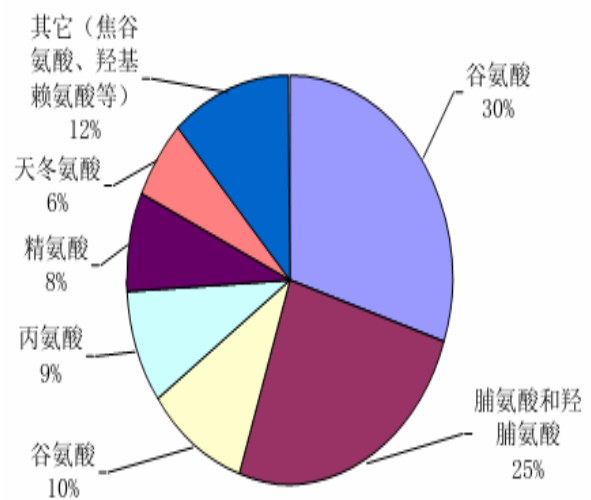


图 11 胶原蛋白的氨基酸成分构成



数据来源：上海证券研究所

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

3.1.1 国际市场：发达国家市场成熟，新兴国家逐步开拓

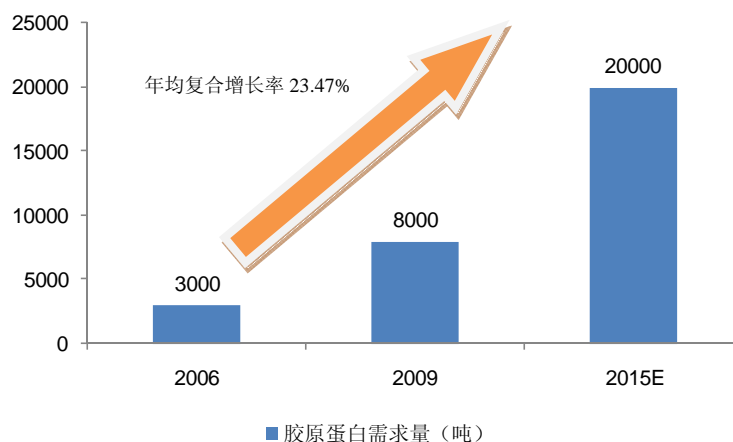
2009 年世界胶原蛋白需求量超过 5000 万吨，其中欧美国家由于

经济发达，人民生活水平富足，对胶原蛋白类保健品、化妆品认知度较高，具有坚实的消费基础，欧洲和美国的胶原蛋白份额分别占据全球市场总量的 31.20% 和 28.00%，日本、台湾及东南亚等亚洲地区仅次于欧美，占 14.60%。同时，欧美国家的胶原蛋白企业也利用其强大的研发实力与行业先行优势积极开拓新兴市场，抢占国际市场份额。日本企业最早进入中国开拓胶原蛋白市场成效显著，法国、德国企业也陆续进入中国市场并获利颇丰。

3.1.2 国内市场：认知度大幅提升，发展前景广阔

胶原蛋白行业虽然进入我国的时间较短，但随着一些国际知名企业在国内市场的大力宣传与拓展；人民消费水平的不断提高，民众开始对绿色、天然无污染、健康环保的胶原蛋白系列保健品与化妆品给予越来越多的关注，认知度大幅度提升，预计未来三年我国胶原蛋白消费人群占比不断扩大，胶原蛋白消费呈现强劲增长态势，预计 2015 年年需求量有望达到 20,000 吨，与 2003 年的 3000 吨相比，年均复合增长率达 23.47%，迎来一个快速增长的高峰期。

图 12 我国胶原蛋白行业消费需求增长



数据来源：中研普华，上海证券研究所

3.2 公司胶原蛋白产品亮点众多

3.2.1 技术水平接近国际水平

公司是国内少数通过自主创新掌握以优质骨明胶为原料制备小分子量胶原蛋白核心技术的企业，生产的小分子量胶原蛋白产品以自产双 90 优质骨明胶为原料，已通过国家轻工业三胶产品质量监督检测中心、华南理工大学分析测试中心和 S G S 公司检测，属于高品质

小分子量胶原蛋白,在分子量等关键技术指标上,接近国际先进水平,技术优势国内领先。目前公司已形成 200 吨/年小分子量胶原蛋白的产能,2011 年实现收入 1132.13 万元,同比增长 42.40%。随着募投项目——年产 1,000 吨可溶性胶原蛋白项目的建成,公司将把技术优势转化为规模经济优势和市场占有率优势,进一步提升市场地位。

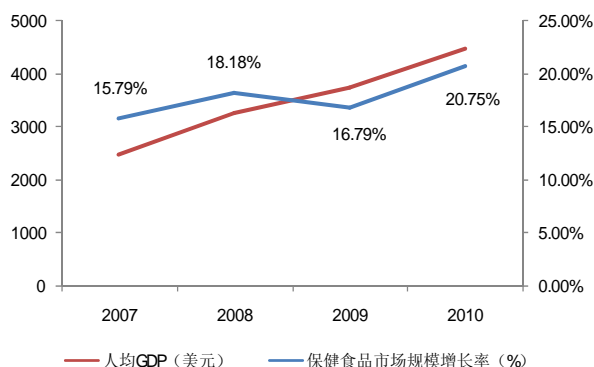
3.2.2 保健护肤两不误,国货概念助推产品增长

圆素胶原蛋白系列产品是公司胶原蛋白业务的终端产品,主要包括圆素精纯骨胶原蛋白粉、圆素胶原蛋白系列护肤品、圆素精纯骨明胶原蛋白果汁饮料三个类别,覆盖了食用保健品与护肤品两个近年增长速度较快的两个市场。

在食用保健品领域,我国 2010 年产业规模超过 2600 亿元,2006-2010 年的复合增长率超过 30%,即将超越美国成为全球最大的保健品消费国。目前国内人均保健品支出为 80 元/年,仅为美国的 1/20、日本的 1/15,仍处于欧美市场发展历程的初级阶段。国外经验表明,人均 GDP 从 3000 美元向 8000 美元过渡期间,居民消费将进入显著升级阶段,保健需求将快速释放,2010 年中国人均 GDP 已达到 4,481.27 美元,2001 年至 2009 年,中国居民的消费水平由 3,887 元增长至 9,098 元。随着居民生活水平的显著提高与消费水平的升级,可以预见未来保健食品市场将继续保持年均 30%左右的高增长,2015 年产值超过 10,000 亿元。中国护肤品行业同样发展迅速,2005 年以来年均增速维持在 15.63%以上,是化妆品各子行业中增速较快的子行业,2011 年增速将会维持在 15%以上。从规模上看,护肤品行业是化妆品行业中规模最大的一个子行业,2010 年市场规模在 600 亿元以上。

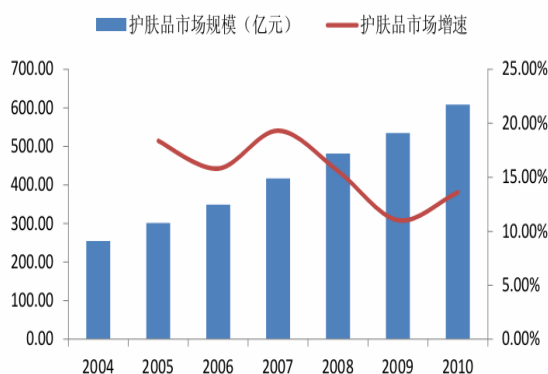
近年来,护肤与保健品行业的另一个特点就是国货回潮,一些国货品牌依托网购平台,取得了十分火爆的销售业绩。这些国货品牌一般崇尚中医追求的温和绵长与天然配方,且档次分明、品类齐全,性价比远高于国外大牌,可以满足不同消费水平、不同层次消费者的护肤需求。圆素胶原蛋白系列产品符合国货定位,价格远低于国际知名品牌同类产品,并顺应市场潮流打出了“专为国人设计,支持国货正品,塑造民族品牌,构建民族产业基石”的宣传口号。受益于未来行业快速发展与国货回潮趋势,我们非常看好公司胶原蛋白业务市场前景,预计 2012-2014 三年收入增速达到 150%、80%、50%,市场份额持续快速提升。

图 13 人均 GDP 驱动保健食品行业增长



数据来源：上海证券研究所

图 14 护肤品市场规模及增速

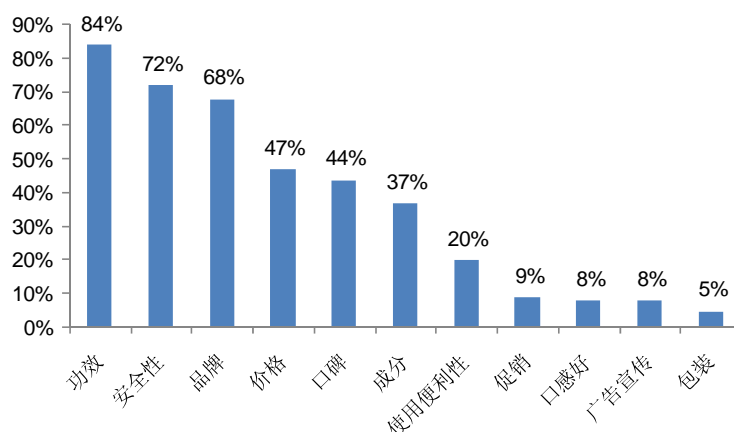


数据来源：Euromonitor，上海证券研究所

3.2.3 电子商务助力，营销模式日趋完善

随着保健品行业用户的年轻化和消费理念逐步成熟，消费者开始越来越注重保健品的功效、安全性和口碑。据 1996 年的调查显示，70% 的消费者在销售现场才决定购买何种品牌，但到了今天，已经有 71% 的消费者是指名购买。一方面消费者已经建立了较强的品牌意识；另一方面，消费者对保健品已逐渐形成了自己的看法和判别标准。这种日趋理性的消费者行为模式使得传统广告效果大为削弱，大规模广告轰炸、夸张宣传和现场促销活动对购买决策的影响正在逐步降低。

图 15 消费者购买保健品考虑因素



数据来源：中国保健协会，上海证券研究所

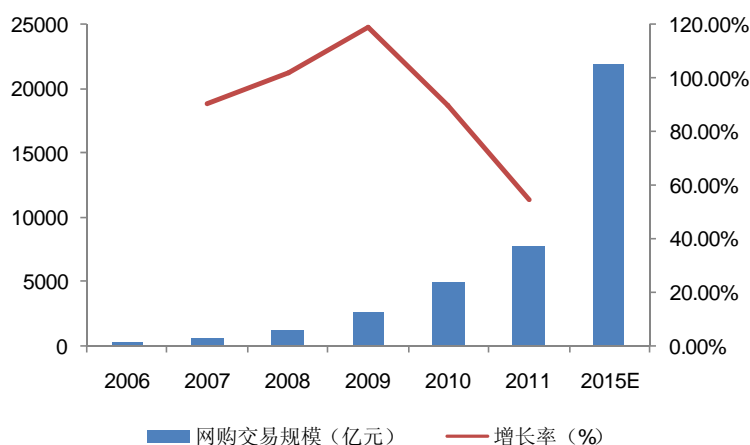
当前公司采取的是电视销售、网络销售和地面经销三管齐下、同步发展的营销模式：2011 公司的电视广告宣传主要在内蒙展开，2012 年将在江浙、上海、广东和北京开展电视购物；2011 年公司已在包

头建立了胶原蛋白体验式直销示范店，为建立全国连锁品牌店作了示范；网销方面公司利用淘宝、QQ 商城、百度乐酷天商城的平台资源优势，分别建立开设了以个人消费、家庭消费、个人送礼、团购礼品为主的“圆素”官方旗舰店（B2C）和品牌授权旗舰店（C2C），未来还将进一步推进与其他知名网站如当当网、红孩儿等的合作，逐步完善电子商物销售推广体系。从淘宝网初步测算，预计 2011 年网上销售约 363 万元。

2011 年中国网络购物市场交易规模达到 7735.6 亿元，较 2010 年增长 67.8%，占到社会消费品零售总额的 4.27%，B2C 市场交易规模达到 1791.1 亿元，占比超过 20%，成为各网购平台未来发展的重心。预计 2015 年中国网络购物市场交易规模将超过 2000 亿元，复合增长率达 23%。其中，健康类电子商务在电子商务所占的比重和投资额都在迅速上升。2010 年泛电子商务保健品销售（含电视购物、电话营销等）将达到 560 亿，在线保健品网络购物规模已达到 80 亿元，市场发展潜力巨大。

我们认为，网络经销可以有效的把传播、宣传和销售捆绑在一起，进一步降低宣传成本，第三方物流的兴起，也使得物流成本趋于下降；通过后台监测商品点击率与购买率等数据可以掌握客户需求心理，开展有针对性的网上促销和个性化服务，进一步强化品牌的核心竞争优势。因此，我们预计电商模式将成为公司胶原蛋白系列产品最重要销售渠道，助推产品快速增长。

图 16 2008-2011 年网购交易市场状况



数据来源：艾瑞咨询，上海证券研究所

四、盈利预测及主要假设

- 1) 胶原蛋白产品推广顺利，销售额快速增长；
- 2) 募投项目进展顺利；
- 3) 行业整顿效果显著，明胶价格稳步上涨。

五、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

公司 11 年实现每股收益为 0.32 元，预计公司 12 年实现每股收益为 0.42 元，以 4 月 20 日收盘价 35.59 元计算，静态、动态市盈率分别为 109.61 倍和 84.03 倍。化学制剂行业上市公司 11 年、12 年平均市盈率分别为 31.47 倍、23.56 倍。公司作为对明胶类产品专业生产厂商，生产设备达到国内外一流水平，规范化程度高，技术优势明显，随着产能的进一步拓展，能够保证明胶业务在未来保持平稳增长。同时，公司积极推广毛利率较高的胶原蛋白系列产品增加了新的利润点，未来业绩有望超预期。我们看好公司未来的成长性，给予公司“未来六个月，跑赢大市”评级。

六、风险提示

- 1、原材料涨价，生产成本增加；
- 2、胶原蛋白产品销售不力，推广不如预期；
- 3、募投项目无法按时按质完成。

七、附表

附表1 东宝生物损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	192.37	207.55	263.47	321.38	387.42
二、营业总成本	168.11	182.35	225.61	265.97	311.23
营业成本	145.58	153.71	189.76	222.19	258.42
营业税金及附加	1.44	1.35	1.50	1.94	2.49
销售费用	5.27	11.57	14.68	17.87	21.50
管理费用	10.69	12.55	15.93	19.41	23.36
财务费用	5.07	2.96	3.74	4.56	5.46
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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	24.26	25.20	37.86	55.41	76.19
加: 营业外收入	1.43	3.97	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.10	0.09	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	25.60	29.08	37.86	55.41	76.19
减: 所得税	3.97	4.41	5.68	8.31	11.43
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	21.62	24.67	32.18	47.10	64.76
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	21.62	24.67	32.18	47.10	64.76
七、摊薄每股收益 (元)	0.28	0.32	0.42	0.62	0.85

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 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
明胶与磷酸氢钙	19596.84	23516.21	27043.64	31100.19
胶原蛋白	1132.13	2830.33	5094.59	7641.88
合计	20,755.00	26,346.53	32,138.22	38,742.06
分业务主营成本测算 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
明胶与磷酸氢钙	14918.30	17872.32	20282.73	23014.14
胶原蛋白	452.49	1103.83	1935.94	2827.49
合计	15371.00	18976.14	22218.67	25841.63
毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E
明胶与磷酸氢钙	23.87%	24.00%	25.00%	26.00%
胶原蛋白	60.03%	61.00%	62.00%	63.00%
分业务增速	2011A	2012E	2013E	2014E
明胶与磷酸氢钙	6.26%	20.00%	15.00%	15.00%

胶原蛋白 42.40% 150.00% 80.00% 50.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 东宝生物历年财务指标

指标名称	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
销售毛利率(%)	21.91	18.96	24.32	25.94
销售净利率(%)	13.37	11.44	15.73	15.26
息税前利润/营业总收入(%)	9.98	7.33	11.24	11.89
净资产收益率(摊薄)(%)	12.15	11.45	19.39	11.79
流动比率	0.95	0.87	1.19	3.24
速动比率	0.33	0.22	0.54	2.50
资产负债率(%)	51.09	51.43	44.36	21.62
存货周转率(次)	1.69	2.18	2.63	3.14
应收账款周转率(次)	18.49	22.71	22.70	20.70
总资产周转率(次)	0.60	0.76	0.90	0.69
净利润同比增长率(%)	0.00	-4.42	90.23	14.09
每股收益-稀释(元)	0.21	0.20	0.38	0.32
每股经营活动现金流量净额(元)	-0.07	0.24	0.21	0.35
每股未分配利润(元)	0.41	0.43	0.78	0.87
每股资本公积(元)	0.21	0.22	0.22	1.88

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。