

# 常山药业 (300255.SZ) 生物技术行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

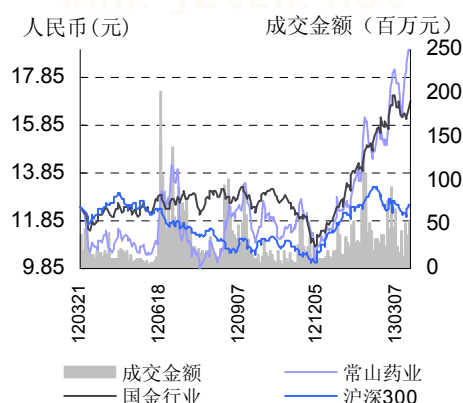
市价(人民币): 18.90 元

## 肝素产业链整合者, 制剂业务潜力大;

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

|                |            |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 96.39      |
| 总市值(百万元)       | 35.61      |
| 年内股价最高最低(元)    | 19.00/9.85 |
| 沪深 300 指数      | 2614.99    |



### 公司基本情况(人民币)

| 项 目         | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.744  | 0.656  | 0.525  | 0.700  | 1.067  |
| 每股净资产(元)    | 2.71   | 9.16   | 6.19   | 6.89   | 7.96   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.36   | 0.16   | 0.16   | 0.31   | 0.62   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | 27.57  | 23.50  | 27.15  | 17.81  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 114.34 | 24.42  | 33.55  | 43.67  | 43.67  |
| 净利润增长率(%)   | 65.52% | 17.63% | 39.73% | 33.28% | 52.48% |
| 净资产收益率(%)   | 27.44% | 7.17%  | 8.48%  | 10.15% | 13.40% |
| 总股本(百万股)    | 80.85  | 107.85 | 188.42 | 188.42 | 188.42 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **这是一篇公司覆盖报告。**在最新出台的新版基药目录中, 公司的低分子肝素钙制剂单独定价的资质具有类独家的属性, 入选我们的“基药 8 股”组合。结合产品在高端医院的市场空间, 我们认为具备持续成长潜力。因此对公司基本面覆盖研究如下:
- **公司事专注于肝素产业一体化的制药企业:** 虽然在肝素钠原料药的市场占有率仅排名国内第 7 名, 但公司拥有低分子肝素钙制剂、低分子肝素钙原料药、依诺肝素原料药、达肝素原料药等高附加值下游产品的技术优势, 能够通过打通产业链提升附加值。
- **低分子肝素钙制剂将持续高增长:** 公司于 2006 年提出了低分子量肝素钙注射液 YBHO2832006 标准, 经 SFDA 审核通过并获得发改委单独定价, 目前中标价格是普通低分子肝素钙的 2 倍。低分子肝素钙此次进入新版基本药物目录, 公司受益于单独定价, 降价压力小, 将有望成为基药放量最大受益品种。我们预计低分子肝素钙有望保持 40% 左右的高速增长。
- **原料药看美国新增市场突破和产品升级:** 短期内主要肝素钠原料药厂家均有扩产计划, 因此价格大幅回升可能性较小。然而公司于年初成功获得 FDA 认证, 在美国市场有望获得新增订单, 因此销量回升值得期待; 依诺肝素、达肝素等高端原料药在市场上已经获得认可, 使得公司与其他竞争对手在技术上拉开差距, 高端产品也将拉动原料药出口实现较快增长。
- **公司收购常州泰康制药:** 获得低分子肝素钙制剂; 低分子肝素钙和达肝素原料药; 西地那非一类新药专利。低分子肝素钙制剂有望今年完成批文转移, 作为低端产品与公司单独定价的低分子肝素钙形成招标组合, 同时攻占高低端市场; 低分子肝素钙原料药将实现对制剂生产的完全内部供应, 从而提升毛利; 达肝素原料药将拓展出口渠道; 仿制药西地那非有望 14 年上市销售, 成为推动业绩增长的又一动力。

### 投资建议

- 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.53 元、0.70 元、1.05 元, 同比增长 40%, 33%, 50% (考虑股权激励费用计提), 公司目前股价对应 2013 年 27 倍, 目前估值合理但从长期看依然有特色、有增长潜力的一家, 给予“增持”评级。
- 风险: 肝素钠原料药供大于求, 导致产品价格持续下跌; 招标政策风险

燕智

联系人  
(8621)60870946  
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷

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

黄挺

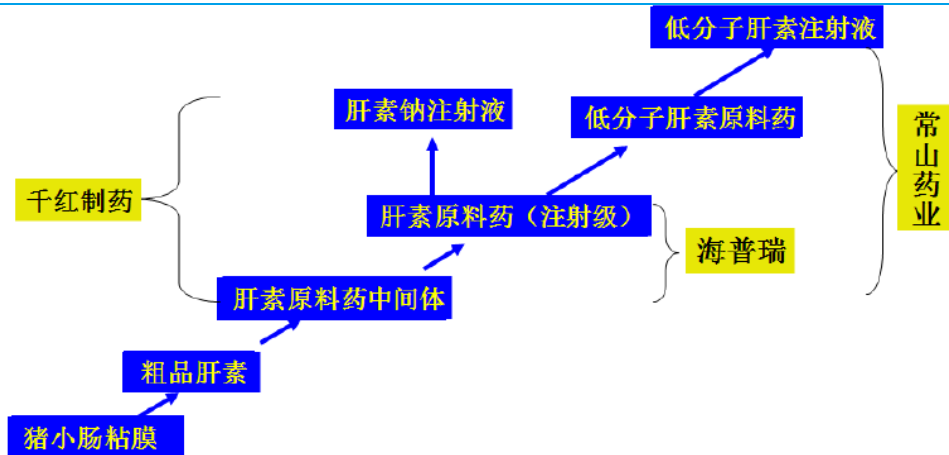
分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 公司是具有产业链一体化优势的肝素企业

### 制剂和原料药两条腿走路

- 公司是一家兼具肝素钠原料药和肝素制剂产品生产和销售能力的产业链一体化龙头企业。公司肝素钠原料药同时获得 CEP 认证和 FDA 认证，并具有肝素钠注射液和低分子肝素钙注射液的生产能力，且品质达到国外原研药水平。

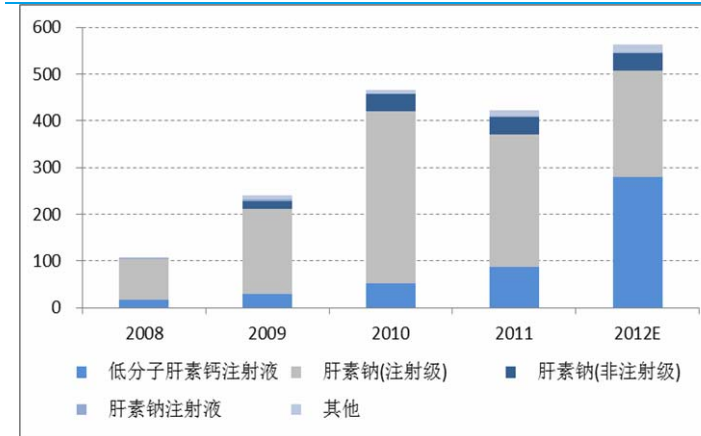
图表1：公司产业链布局与竞争对手比较



来源：招股说明书、国金证券研究所

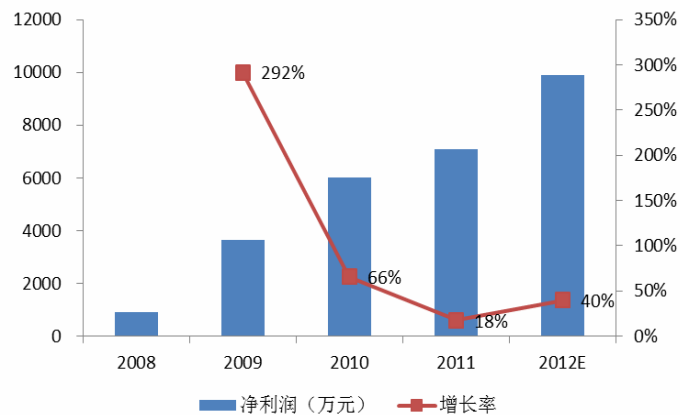
- 公司上市以后，由于肝素钠出口因“百特事件”刺激的影响逐步消退，近年来肝素出口量和价格均出现大幅下降，导致公司业绩增长乏力。

图表2：公司历年收入规模（百万元）



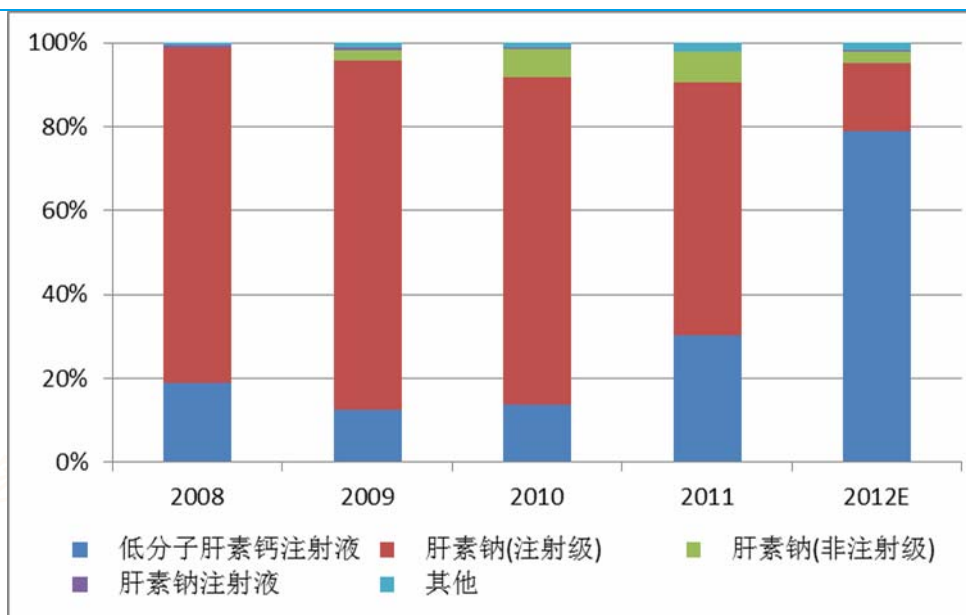
来源：公司年报、国金证券研究所

图表3：公司历年净利润及增速



- 然而，公司制剂业务主导产品低分子肝素钙高速增长，目前已经成为公司盈利的主要贡献来源，净利润占比约占到 65%，未来将成为公司增长的主要推动力。

图表4: 公司各业务板块毛利占比



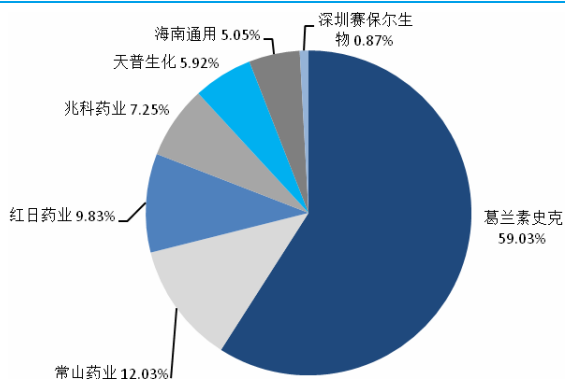
来源: 公司年报、国金证券研究所

### 低分子肝素钙制剂: 新近基药, 单独定价

#### 低分子肝素钙获单独定价, 抢占市场先机

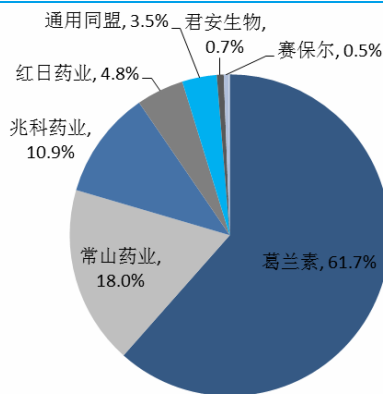
- 公司立志于贯通肝素制剂上下游产业链, 在制剂领域也颇有作为。公司生产的万脉舒牌低分子肝素钙注射液 2012 年 H1 市场份额 18%, 仅次于国际制药巨头葛兰素史克, 在国内企业中位居第一位。

图表5: 2009 年低分子肝素钙市场份额



来源: PDB、国金证券研究所

图表6: 2012H1 低分子肝素钙市场份额



- 公司于 2006 年提出了低分子量肝素钙注射液 YBHO2832006 标准, 经 SFDA 审核通过并获得发改委单独定价, 规格为 4100 单位/0.4ml 每支最高含税零售价为 57.5 元, 接近进口品牌“速碧林”每支 62.9 元的价格, 大幅高于未获单独定价的每支 26.2 元。

**图表7：公司低分子肝素钙制剂与同通用名品种对比**

| 项目           | 公司产品     | 进口标准     | 国家标准     | 公司产品优势    |
|--------------|----------|----------|----------|-----------|
| 抗Xa/抗IIa比值   | 2.5~4.0  | 2.5~4.0  | ≥1.5     | 抗栓活性增强    |
| pH值          | 5.5~7.5  | 4.5~7.5  | 5.5~8.0  | 符合人体生理学特征 |
| 分子量小于8000的组分 | 不小于总量75% | 不小于总量75% | 不小于总量60% | 有效成分含量多   |

来源：招股说明书、国金证券研究所

### 低分子肝素钙进新版基药，公司产品有望放量

- 2013年3月15日，卫生部公布新版《国家基本药物目录》，首次将低分子量肝素纳入目录，虽然目前低分子肝素钠批文众多，低分子肝素钙也有6家企业生产，但公司是国内唯一享受单独定价的产品，因此在价格维护方面具有优势。
- 按照上一版基本药物实施以来，独家和类独家品种，因为能够在竞标环节成功保价，并实现放量，成为最终受益者。我们判断公司的低分子肝素钙制剂也有望借此次基本药物扩容实现第二波高增长。

**图表8：常山药业低分子肝素钙中标价格与竞品对比**

|     | 常山生化   | 葛兰素史克  | 红日药业   | 赛保尔    | 通用同盟   |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 规格  | 4100IU | 4100IU | 6000IU | 5000IU | 5000IU |
| 北京  |        | 55.39  |        | 24     |        |
| 成都  | 48.5   | 58.5   | 19.6   | 23.15  |        |
| 福建  |        | 48.76  | 18.33  |        |        |
| 广东  | 51.93  | 56.52  | 20.84  | 21.57  |        |
| 贵州  |        | 57.67  |        |        | 22     |
| 河北  | 51.89  | 54.7   |        | 25.18  |        |
| 河南  |        |        | 20.95  |        |        |
| 湖北  | 51.09  | 54.57  |        | 19.19  | 19.2   |
| 湖南  | 54.08  | 56.52  | 20.29  | 21.57  | 21.9   |
| 江苏  | 47.88  | 54.76  |        |        |        |
| 江西  |        | 59.94  |        |        |        |
| 内蒙古 | 32     |        |        | 26.1   | 24.3   |
| 青海  | 56.45  | 62.3   |        | 23.96  | 23.94  |
| 山西  |        |        |        |        | 20.05  |
| 陕西  |        | 54     |        |        | 23.1   |
| 浙江  |        | 56.8   |        |        |        |

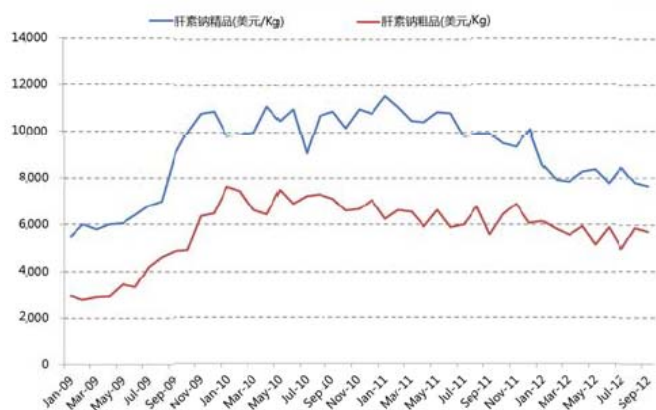
来源：健康网、国金证券研究所

### 肝素原料药业务：产品升级，美国市场突破

#### 价格预期稳定，通过FDA拓展美国市场

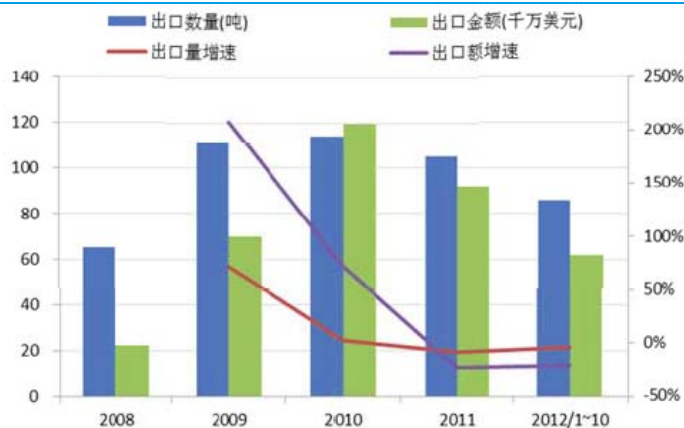
- 目前我国是全球肝素原料药生产大国，但不是制剂生产大国，我国占全球肝素供应的50%，2010年出口114.4吨，出口平均价格10475.11美元/公斤，出口金额11.92亿美元。肝素原料药市场经过2年多调整，肝素原料药价格已经趋于稳定，2012年1-6月份我国肝素累计出口54.19吨，累计出口金额为4.04亿美元，出口均价为7058美元/Kg。

图表9: 肝素钠出口价格(美元/公斤)



来源: 健康网。国金证券研究所

图表10: 肝素钠出口量和出口金额



- 2013 年 1 月 23 日, 常山药业收到美国食品药品监督管理局 (FDA) 的现场审计报告(EIR), 公司向美国 FDA 递交的肝素钠原料药的所有资料得到了 FDA 的认可, 获准在美国市场销售。公司产品通过 FDA 的认证, 进一步拓宽了公司的国际市场销售区域, 对公司产品在国际市场的销售起到了推动作用。
- 由于目前国内主要肝素原料药生产企业均成功 IPO, 并有扩产计划 (可能因前期的量价齐跌, 募投项目延期), 因此我们判断未来肝素钠原料药价格将趋于稳定, 价格大幅上涨概率不大。
- 结合公司拓展美国市场的成长空间, 和自用产品的快速增长, 预计未来肝素钠原料药将保持 30% 左右的量增长, 毛利率将保持在 20% 左右的低位。

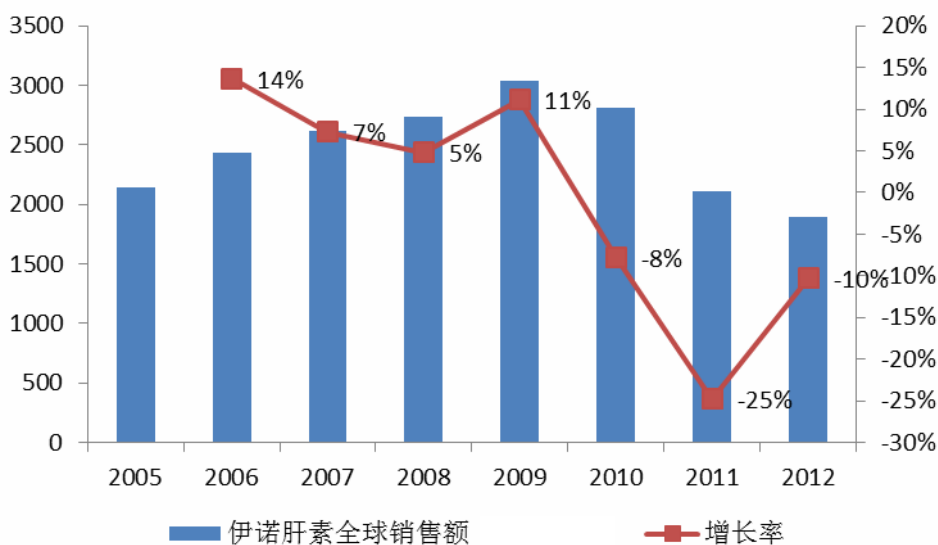
#### 新产品升级, 成原料药板块新看点

- 2011 年公司肝素钠研发项目取得了重大突破, 中试产品的各项指标均符合 USP35 及 EP7.0 的要求, 并获得了国家知识产权局颁发的“一种依诺肝素钠的制备方法”的发明专利证书。
- 赛诺菲依诺肝素全球销售额在鼎盛时期达到 30 亿欧元, 占有肝素制剂销售额的 50%。赛诺菲依诺肝素的原研专利已于 2012 年到期, 我们预计未来市场集中度将受到仿制药冲击逐步下降, 但同时消费量将快速放大, 为原料药提供者带来机会。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



图表11: 依诺肝素全球销售额 (百万欧元)



来源: 公司年报。国金证券研究所

- 公司 2012 年已经成功实现依诺肝素原料药少量出口, 产品获得国际客户认可, 今年预计依诺肝素原料药将为公司的收入利润带来一定贡献。

#### 收购常州泰康药业, 贯通全产业链

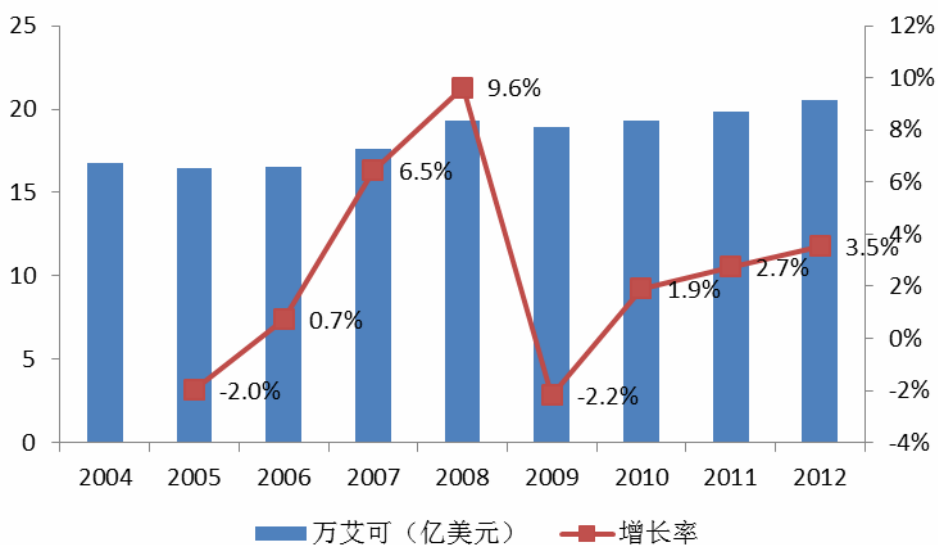
- 2012 年 1 月 11 日, 公司以 7922 万元的价格受让常州诺金投资持有的泰康制药 74.81% 的股权, 更名常州子公司。2012 年 4 月 11 日办理了股权变更手续, 2012 年中报开始将其纳入合并报表范围。
- 泰康制药主要产品包括产能 1000 公斤的低分子肝素钙和达肝素原料药; 其他还拥有氢溴酸加兰他敏原料药和片剂; 辛伐他汀片; 格列齐特缓释片等。
- 泰康制药拥有低分子量肝素钙药品注册批件, 这将完善常山药业产业链, 有助于常山药业规避原料药价格上涨的风险, 弥补常山药业低分子肝素钙原料药获批进度低于预期的问题。
- 泰康制药的达肝素钠原料药于 2012 年 2 月通过日本 GMP 认证, 达肝素是技术含量较高的肝素原料药品种, 由辉瑞研发成功。达肝素原料药将借助常州制药统一的营销和申报平台, 为其在除日本以外的其他国家拓展市场, 加快申报审批进度。
- 此外, 公司还拥有从原股东广东天普转入的低分子量肝素钙注射液生产技术, 但相关批件手续未办理完毕, 尚不能生产, 若今年顺利获得生产批件, 将和单独定价的低分子肝素钙形成高低端市场的组合, 满足不同用药市场的需求, 招标策略更加灵活。

#### 在研储备品种值得期待

##### 国产“万艾可”静待原研药专利到期

- 泰康制药拥有国家一类新药证书 (枸橼酸西地那非、枸橼酸西地那非片)。枸橼酸西地那非片是一种研发治疗心血管疾病药物时意外发明出的治疗男性勃起功能障碍药物, 由辉瑞公司研发上市, 商品名“万艾可”。
- 2012 年辉瑞万艾可全球销量达到 20.5 亿美元, 排名公司产品销售额第五, 是名符其实的“重磅炸弹”级品种。

图表12: 辉瑞万艾可全球销售收入



来源: 公司年报、国金证券研究所

- 辉瑞公司专利将于 2014 年到期, 预计泰康制药的西地那非片剂将于 2014 年正式生产销售, 为公司长期成长提供动力。

#### 长效艾塞那肽, 正着手临床准备工作

- 公司的子公司常山久康 2012 年 11 月与 ConjuChem LLC 合作, 计划成立合资公司“常山凯捷健生物药物研发(河北)有限公司”, 在中国及亚太地区开发长效治疗糖尿病药物 CJC-1134-PC (长效艾塞那肽) 和胰岛素修饰物, 公司方面以现金出资人民币 1020 万元, 占合资股本 51%。
- ConjuChem 拥有重组人血白蛋白作为药物载体的药物结合偶合物(DAC)技术平台, 成功开发和商品化了纳米微粒白蛋白结合型紫杉醇 (ABRAXANE®), 已在美国、中国、欧洲等 30 多个国家上市。
- CJC-1134-PC (长效艾塞那肽) 是将艾塞那肽进行修饰, 然后与重组人血白蛋白结合, 达到延长艾塞那肽的血浆半衰期的目的。CJC-1134-PC 在体内的半衰期达到 7 天, 每周只需注射一次, 长效艾塞那肽已按照美国 FDA 要求全部完成了临床前研究及生产质控研究, 在美国和加拿大已完成了 3 个 I 期临床研究及 2 个 II 期临床研究。临床数据显示安全性好, 作用时间长, 有明显的降血糖与降体重作用。

#### 股权激励

- 公司 2012 年 8 月颁布限制性股权激励方案, 对 7 名高管以及 44 名核心技术人员授予股权 776.9 万股, 占总股本 18,334.5 万股的 4.2374%。
- 解锁条件为以 2011 年净利润为基数, 2012-2015 年净利润增速不低于 25%、50%、80%、110%; 按照逐年同比为 25%、20%、20%、16%。
- 股权激励的限制性股票对应的管理费用在 2012 年 9 月 14 日至 2016 年 9 月 14 日进行分摊, 各年分摊费用为 2012 年 469 万元、2013 年 1347 万元、2014 年 705 万元、2015 年 365 万元、2016 年 132 万元。

#### 投资建议

- 公司是肝素产业链一体化的整合者, 虽然在肝素钠原料药的市场占有率只排名国内第 7 名, 但公司在低分子肝素钙制剂、低分子肝素钙原料药、依

诺肝素原料药、达肝素原料药等附加值更高的下游产业链环节上具有技术优势。

- 公司未来几年依靠低分子肝素钙制剂在高端医院和基层市场持续放量，有望保持 40% 左右的增长，成为公司利润的主要贡献板块。
- 原料药方面，虽然肝素钠原料药短期产能市场较快，抑制价格回升，但公司成功获得 FDA 认证，在美国市场有望获得新增订单；同时依诺肝素、达肝素等高端原料药在市场上已经获得认可，得公司与其他竞争对手在技术上拉开差距，也有拉动原料药板块未来几年较快的发展。
- 我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.53 元、0.70 元、1.05 元，同比增长 40%，33%，50%（考虑股权激励费用计提），给予“增持”评级。

图表13：常山药业各业务板块收入增速拆分

|               |     | 2008   | 2009    | 2010   | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E    | 2015E    |
|---------------|-----|--------|---------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 低分子肝素钙注射液     | 收入  | 17.64  | 29.95   | 51.61  | 86.93  | 280.00 | 392.00 | 568.40   | 824.18   |
|               | YOY |        | 70%     | 72%    | 68%    | 222%   | 40%    | 45%      | 45%      |
|               | 毛利率 | 37.19% | 33.76%  | 33.39% | 48.96% | 79.40% | 79.40% | 79.00%   | 79.00%   |
| 肝素钠(注射级)      | 收入  | 85.92  | 181.77  | 368.19 | 282.90 | 226.32 | 294.22 | 382.48   | 497.23   |
|               | YOY |        | 112%    | 103%   | -23%   | -20%   | 30%    | 30%      | 30%      |
|               | 毛利率 | 31.82% | 36.56%  | 26.40% | 30.11% | 20.00% | 20.00% | 20.00%   | 20.00%   |
| 肝素钠(非注射级)     | 收入  |        | 16.64   | 37.15  | 38.88  | 38.88  | 42.77  | 47.04    | 51.75    |
|               | YOY |        | #DIV/0! | 123%   | 5%     | 0%     | 10%    | 10%      | 10%      |
|               | 毛利率 |        | 12.52%  | 23.01% | 26.85% | 20%    | 20%    | 20%      | 20%      |
| 肝素钠注射液        | 收入  | 1.59   | 3.14    | 0.77   | 0.23   | 1.15   | 1.38   | 1.59     | 1.75     |
|               | YOY |        | 97%     | -75%   | -70%   | 400%   | 20%    | 15%      | 10%      |
|               | 毛利率 | 14.47% | 14.03%  | 30.43% | 29.30% | 45%    | 45%    | 45%      | 45%      |
| 其他(依诺肝素、达肝素等) | 收入  | 3.11   | 9.38    | 8.82   | 14.30  | 17.16  | 96.36  | 134.90   | 188.87   |
|               | YOY |        | 202%    | -6%    | 62%    | 20%    |        | 40%      | 40%      |
|               | 毛利率 | 6.75%  | 9.68%   | 15.99% | 19.68% | 30%    | 27%    | 27%      | 27%      |
| 收入合计          |     | 108.26 | 240.88  | 466.54 | 423.24 | 563.51 | 826.72 | 1,134.42 | 1,563.77 |
| YOY           |     |        | 123%    | 94%    | -9%    | 33%    | 47%    | 37%      | 38%      |
| 毛利率           |     |        | 33%     | 27%    | 33%    | 49.9%  | 49.0%  | 50.4%    | 52.0%    |
| 毛利            |     | 34.34  | 80.00   | 124.63 | 141.06 | 281.03 | 405.28 | 572.08   | 812.68   |
| YOY           |     |        | 133%    | 56%    | 13%    | 99%    | 44%    | 41%      | 42%      |

来源：国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
| 主营业务收入       | 254   | 467   | 423   | 564   | 827   | 1,134 |
| 增长率          |       | 83.9% | -9.3% | 33.1% | 46.7% | 37.2% |
| 主营业务成本       | -178  | -342  | -282  | -282  | -421  | -562  |
| %销售收入        | 70.1% | 73.3% | 66.6% | 50.1% | 51.0% | 49.6% |
| 毛利           | 76    | 125   | 141   | 281   | 405   | 572   |
| %销售收入        | 29.9% | 26.7% | 33.4% | 49.9% | 49.0% | 50.4% |
| 营业税金及附加      | -1    | -1    | -3    | -3    | -5    | -7    |
| %销售收入        | 0.3%  | 0.1%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  |
| 营业费用         | -8    | -11   | -11   | -109  | -160  | -226  |
| %销售收入        | 3.2%  | 2.3%  | 2.6%  | 19.3% | 19.3% | 20.0% |
| 管理费用         | -16   | -33   | -36   | -56   | -85   | -116  |
| %销售收入        | 6.3%  | 7.1%  | 8.6%  | 10.0% | 10.3% | 10.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 51    | 80    | 91    | 113   | 156   | 223   |
| %销售收入        | 20.2% | 17.2% | 21.6% | 20.0% | 18.8% | 19.7% |
| 财务费用         | -6    | -12   | -14   | 0     | 0     | 14    |
| %销售收入        | 2.5%  | 2.6%  | 3.3%  | 0.0%  | 0.0%  | -1.2% |
| 资产减值损失       | -2    | -1    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| %税前利润        | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 营业利润         | 43    | 67    | 77    | 113   | 156   | 237   |
| 营业利润率        | 17.0% | 14.4% | 18.1% | 20.0% | 18.8% | 20.9% |
| 营业外收支        | 0     | 2     | 6     | 3     | 3     | 4     |
| 税前利润         | 43    | 70    | 83    | 116   | 159   | 241   |
| 利润率          | 16.8% | 14.9% | 19.5% | 20.5% | 19.2% | 21.3% |
| 所得税          | -6    | -9    | -12   | -17   | -23   | -35   |
| 所得税率         | 14.8% | 13.6% | 14.3% | 14.5% | 14.5% | 14.5% |
| 净利润          | 36    | 60    | 71    | 99    | 136   | 206   |
| 少数股东损益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 4     | 5     |
| 归属于母公司的净利润   | 36    | 60    | 71    | 99    | 132   | 201   |
| 净利率          | 14.3% | 12.9% | 16.7% | 17.6% | 15.9% | 17.7% |

| 现金流量表 (人民币百万元) |      |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 净利润            | 36   | 60   | 71   | 99    | 136   | 206   |
| 少数股东损益         | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出          | 7    | 6    | 7    | 18    | 22    | 25    |
| 非经营收益          | 7    | 9    | 14   | -3    | -3    | -4    |
| 营运资金变动         | -26  | -46  | -74  | -84   | -97   | -111  |
| 经营活动现金净流       | 24   | 29   | 17   | 29    | 58    | 116   |
| 资本开支           | -24  | -38  | -30  | -73   | -26   | -26   |
| 投资             | 0    | 0    | 0    | -1    | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | 0    | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流       | -24  | -38  | -29  | -74   | -26   | -26   |
| 股权募资           | 29   | 0    | 705  | 81    | 0     | 0     |
| 债权募资           | 8    | 90   | -16  | -175  | 0     | 1     |
| 其他             | -11  | -20  | -25  | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金净流       | 27   | 71   | 664  | -94   | 0     | 1     |
| 现金净流量          | 27   | 62   | 652  | -138  | 32    | 91    |

| 资产负债表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
| 货币资金           | 28    | 92    | 742   | 603   | 635   | 726   |
| 应收款项           | 27    | 74    | 76    | 98    | 144   | 198   |
| 存货             | 107   | 150   | 173   | 178   | 185   | 200   |
| 其他流动资产         | 30    | 7     | 57    | 143   | 213   | 283   |
| 流动资产           | 193   | 323   | 1,047 | 1,023 | 1,176 | 1,407 |
| %总资产           | 72.3% | 75.0% | 88.3% | 83.8% | 85.2% | 87.1% |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 46    | 50    | 82    | 135   | 143   | 148   |
| %总资产           | 17.1% | 11.6% | 6.9%  | 11.1% | 10.4% | 9.2%  |
| 无形资产           | 28    | 58    | 56    | 59    | 59    | 59    |
| 非流动资产          | 74    | 108   | 139   | 197   | 204   | 209   |
| %总资产           | 27.7% | 25.0% | 11.7% | 16.2% | 14.8% | 12.9% |
| 资产总计           | 266   | 431   | 1,186 | 1,220 | 1,381 | 1,617 |
| 短期借款           | 84    | 174   | 159   | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项           | 17    | 19    | 9     | 46    | 68    | 93    |
| 其他流动负债         | 5     | 4     | 15    | 7     | 10    | 14    |
| 流动负债           | 107   | 197   | 182   | 53    | 78    | 107   |
| 长期贷款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     |
| 其他长期负债         | 1     | 14    | 16    | 0     | 0     | 0     |
| 负债             | 107   | 211   | 199   | 53    | 78    | 108   |
| 普通股股东权益        | 159   | 219   | 987   | 1,167 | 1,299 | 1,500 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 4     | 9     |
| 负债股东权益合计       | 266   | 431   | 1,186 | 1,220 | 1,381 | 1,617 |

| 比率分析       |         |        |         |         |         |         |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
|            | 2009    | 2010   | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
| 每股指标       |         |        |         |         |         |         |
| 每股收益       | 0.450   | 0.744  | 0.656   | 0.525   | 0.700   | 1.067   |
| 每股净资产      | 1.969   | 2.713  | 9.156   | 6.193   | 6.893   | 7.960   |
| 每股经营现金净流   | 0.299   | 0.362  | 0.158   | 0.156   | 0.306   | 0.617   |
| 每股股利       | 0.000   | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.000   |
| 回报率        |         |        |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 22.84%  | 27.44% | 7.17%   | 8.48%   | 10.15%  | 13.40%  |
| 总资产收益率     | 13.65%  | 13.98% | 5.97%   | 8.11%   | 9.55%   | 12.44%  |
| 投入资本收益率    | 17.90%  | 17.62% | 6.83%   | 8.26%   | 10.21%  | 12.64%  |
| 增长率        |         |        |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 128.94% | 83.93% | -9.26%  | 33.07%  | 46.71%  | 37.22%  |
| EBIT增长率    | 177.41% | 57.02% | 13.72%  | 23.41%  | 38.07%  | 43.46%  |
| 净利润增长率     | 291.73% | 65.52% | 17.63%  | 39.73%  | 33.28%  | 52.48%  |
| 总资产增长率     | 35.48%  | 61.68% | 175.46% | 2.85%   | 13.17%  | 17.08%  |
| 资产管理能力     |         |        |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 34.5    | 21.6   | 33.7    | 35.0    | 35.0    | 35.0    |
| 存货周转天数     | 195.8   | 137.3  | 208.7   | 230.0   | 160.0   | 130.0   |
| 应付账款周转天数   | 12.9    | 6.8    | 9.7     | 10.0    | 10.0    | 10.0    |
| 固定资产周转天数   | 62.9    | 35.6   | 52.7    | 60.2    | 53.4    | 40.5    |
| 偿债能力       |         |        |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | 35.00%  | 37.41% | -59.08% | -51.71% | -48.75% | -48.06% |
| EBIT利息保障倍数 | 8.2     | 6.6    | 6.5     | #DIV/0! | #DIV/0! | -15.9   |
| 资产负债率      | 40.23%  | 49.06% | 16.76%  | 4.35%   | 5.66%   | 6.66%   |

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  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 1    | 4    | 4    | 4    |
| 增持 | 1    | 1    | 3    | 5    | 6    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 2.00 | 1.67 | 1.50 | 1.53 | 1.55 |

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

### 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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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为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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net