

2013年05月28日

双鹭药业 (002038.SZ)

大品种与国际化推动公司更上层楼

■ **独家品种增势维持，竞争性品种增长乏力：** 2012年贝科能增长约70%，在公司收入结构中占比仍然超过50%。2013Q1由于政策观望和降价效应，导致竞争性品种普遍增长乏力，独家或竞品较少的品种保持高速增长势头，主打产品贝科能增长超过50%，扶济复增长80%，三氧化二砷增长超过50%，未来两年，替莫唑胺、三氧化二砷、扶济复等二线产品将形成公司另一个重要的利润支撑。竞品较多的紫杉醇、立生素和欣吉与迈格尔等同比下降。

■ **贝科能产能瓶颈即将突破，提价预期渐行渐近：** 昌平基地贝科能生产线改造已经完成，我们预计6月份通过新版GMP认证，产能将扩大1倍。随着产能瓶颈的突破，贝科能下半年增速将超过上半年。未来3年贝科能增长逻辑仍然是受益于在新进医保地区招标的逐步开展和销售渠道的逐步下沉，短期催化因素主要看出厂价格提升。与海南康永代理协议将于2013年9月到期，我们预计公司将提高出厂价至少20%，考虑到新版GMP认证的投入等因素，贝科能出厂价格的提升有可能超出市场预期。

■ **国际化与大品种推动公司更上层楼：** 公司依托项目合作与产业布局相结合，开辟独特的国际化模式。设立PnuVax公司，定位于疫苗及抗体的研发、生产和销售，同时国内启动大兴基地承接疫苗和抗体项目的产业化。在美国设立DIAPIN公司，合作开发新型抗糖尿病化合物Diapin (GLP-1类似物)。来那度胺与达沙替尼挑战专利成功，公司将获得国内与国外市场的全部权益。我们预计公司将选择有实力的外资医药企业采取合作开发注册的方式，进入国际市场。

■ **投资建议：** 贝科能提价、挑战专利品种预期构成短期催化因素。贝科能增长可持续，二线品种逐步放量，在研产品储备丰富。维持买入-A的投资评级，(2012年度权益分配，股本增加至4.56亿股)上调2013-2015年EPS为1.50(原1.69)、2.04(原2.17)与2.58元，上调12个月目标价为67元(原45元)，相当于2014年33XPE。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	622.8	1,007.0	1,380.8	1,866.7	2,351.2
净利润	523.3	481.0	684.5	931.2	1,176.9
每股收益(元)	1.15	1.05	1.50	2.04	2.58
每股净资产(元)	3.55	4.47	5.84	7.59	9.81

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	51.1	55.6	39.0	28.7	22.7
市净率(倍)	16.5	13.1	10.0	7.7	6.0
净利润率	84.0%	47.8%	49.6%	49.9%	50.1%
净资产收益率	31.1%	22.7%	24.9%	26.3%	25.8%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	81.6%	46.6%	48.5%	50.5%	47.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司调研

证券研究报告

生物医药 III

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

67.00元

股价(2013-05-28)

58.51元

交易数据

总市值(百万元)	26,782.25
流通市值(百万元)	21,986.07
总股本(百万股)	456.84
流通股本(百万股)	375.03
12个月价格区间	26.86/71.67元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	10.45	35.10	160.88
绝对收益	16.67	35.29	161.91

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001
wuyq@essence.com.cn
010-66581629

邹敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511080003
zoumin@essence.com.cn
021-68766073

陈宁浦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080006
chennp2@essence.com.cn
021-68765361

报告联系人

吴永强

010-66581629
wuyq@essence.com.cn

相关报告

双鹭药业：增长超预期，未来可持续：调高评级和目标价格的深度报告	2012-08-14
双鹭药业：中报业绩符合预期：公司2012年中报点评	2012-07-20
双鹭药业：产业布局保障公司可持续发展：2011年报与2012一季报点评	2012-04-23

我们借公司股东大会召开的契机,对公司进行了调研、沟通和交流,回顾了2012年与2013年1季度业绩情况,瞻望了公司未来发展前景,并就市场关注的一些重要问题作一个总结。

1. 2012 年报及 2013 年 1 季报业绩回顾

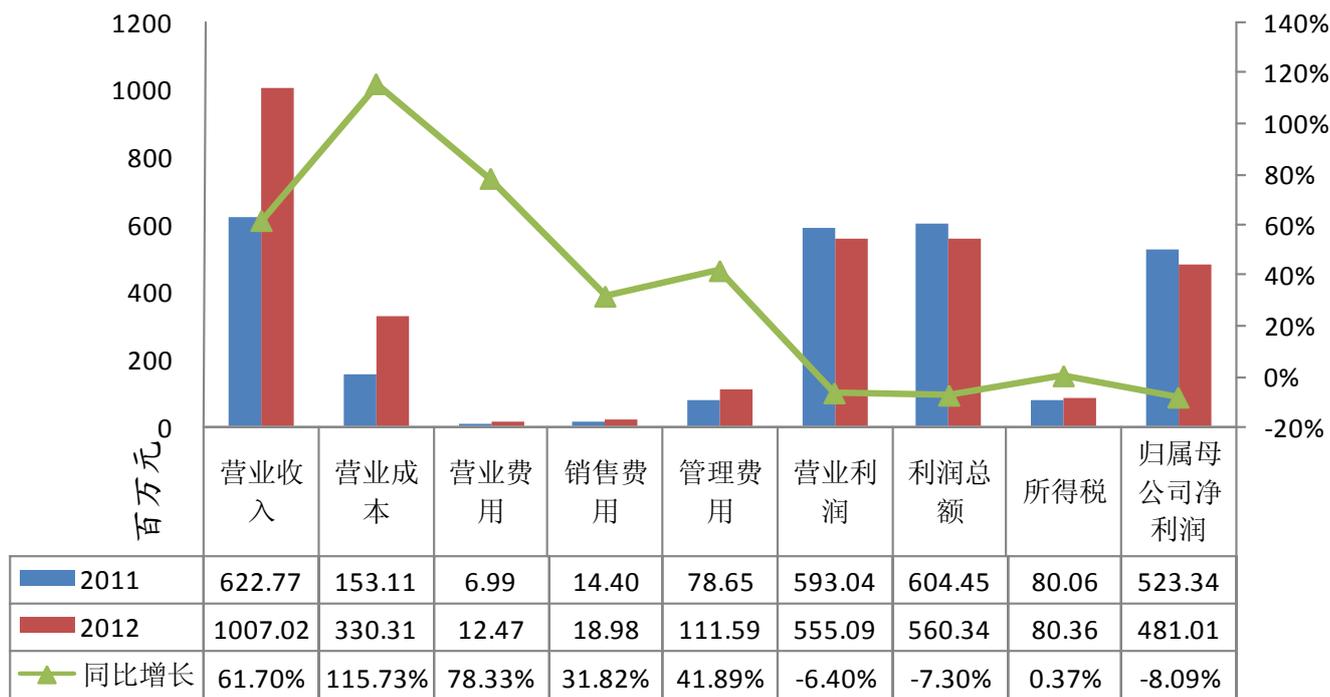
2012 年度,公司实现营业收入 10.07 亿元,同比增长 61.70%;归属于上市公司股东的净利润 4.81 亿元,同比减少 8.09%;扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 4.67 亿元,同比增长 41.39%,折合 EPS 为 1.26 元,略低于此前公告的 1.28 元。2012 年度经营活动产生的现金流量净额 3.99 亿元,同比增长 74.37%,显示公司优异的经营质量。

2013 年一季度,公司实现营业收入 2.31 亿元,同比增长 39.19%;归属于上市公司股东的净利润 1.29 亿元,同比增长 31.32%;扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 1.22 亿元,同比增长 28.2%,折合 EPS 为 0.34 元,31.32%的净利润增速略低于我们的预期(我们预测同比增长 35%)。原因在于加拿大子公司 PNUVAX 在一季度的亏损预计达到近 800 万元,对业绩造成一定拖累。经营活动产生的现金流量净额-0.25 亿元,同比减少 137.92%,主要是因为根据销售预测购买储备的原材料、支付的人工费用以及各项税费增加所致。公告 2013H 预增 30-50%。

1.1. 公司 2012 年及 2013Q1 基础数据解读

营业收入的增长,主要受益于复合辅酶(贝科能)进入多省市地方医保、多科室渗透,逐步体现出拉动作用,2012 年发货量增速 60%以上,贝科能在公司收入结构中占比仍然超过 50%,约 6 亿元左右。二线产品,特别是固体制剂下半年通过新版 GMP 认证后,解决产能瓶颈问题,虽然单产品的销售收入不大,但是品种数量较多,合计已经接近公司收入的 50%,未来两年二线产品中,替莫唑胺、三氧化二砷、扶济复等将是公司重要的利润产品。

图 1: 双鹭药业主要经营指标对比



数据来源: 公司年报、安信证券研究中心

2013Q1 全行业增长乏力，一方面正处于政策观望期，新一届政府领导班子，新基药目录，新一轮招标等，都导致对行业政策走向的观望；另一方面降价效应的集中体现，由于2012Q1 并未降价，行业基数较高，2013Q1 全面执行降价导致增速下降。同时子公司加拿大公司 PNUVAX 并表，全年为公司带来约 0.17 亿元的亏损，2013Q1 我们预计将为公司带来接近 800 万元的亏损，拖累公司业绩，PNUVAX 定位于疫苗和单抗的研发，预计未来两年将持续亏损。

2013Q1 经营活动产生的现金流量净额-0.25 亿元，同比减少 137.92%，主要是因为根据销售预测购买储备的原材料、支付的人工费用以及各项税费增加，这可以从资产负债表存货同比的增加，以及应缴税费同比减少得到印证。

表 1：双鹭药业季度主要经营指标对比（百万元）

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	Q4 环比	Q4 同比
营业收入	90	127	100	141	127	153	157	187	166	235	235	371	58%	99%
营业成本	12	27	24	44	29	36	37	51	35	79	79	138	74%	170%
营业税费	1	1	1	2	1	2	2	2	2	3	2	5	109%	106%
销售费用	3	4	5	7	2	6	4	5	6	5	4	20	413%	262%
管理费用	11	11	12	35	14	18	14	32	16	16	12	67	447%	108%
财务费用	-1	-3	-2	-2	-1	0	-4	-3	-4	-2	-4	-1	-68%	-60%
营业利润	64	87	68	63	87	315	105	86	113	146	146	150	3%	74%
利润总额	65	91	70	94	87	315	105	98	115	146	148	152	3%	56%
所得税	9	13	9	13	12	40	15	13	17	19	20	24	21%	90%
归属母公司净利润	56	79	61	77	75	274	90	84	98	125	126	132	4%	57%
EPS (元)	0.15	0.21	0.16	0.20	0.20	0.72	0.24	0.22	0.26	0.33	0.33	0.35	4%	57%
收入增速	19%	35%	-12%	32%	42%	20%	56%	32%	31%	54%	50%	99%	98%	207%
毛利率	86%	79%	76%	69%	77%	77%	76%	73%	79%	66%	66%	63%	-5%	-13%
营业利润率	72%	68%	68%	44%	68%	207%	67%	46%	68%	62%	62%	40%	-35%	-12%
净利率	63%	62%	61%	54%	59%	180%	58%	45%	59%	53%	54%	35%	-34%	-21%
营业费率	16%	11%	16%	29%	13%	17%	10%	20%	13%	9%	6%	24%	299%	23%
销售费用率	3%	3%	5%	5%	2%	4%	2%	3%	4%	2%	2%	5%	225%	82%
管理费用率	13%	9%	12%	24%	11%	12%	9%	17%	10%	7%	5%	18%	246%	4%
所得税率	14%	14%	13%	13%	14%	13%	14%	13%	15%	13%	14%	16%	18%	22%
净利润增长率	20%	10%	-14%	41%	34%	249%	47%	9%	31%	-55%	40%	57%	43%	538%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

从季度数据看，收入和费用层面四季度增加较多，主要是部分区域和医院转高开票所致，如新疆、福建及北京部分医院。

部分区域及医院转高开票也可以解释全年销售费用率增加 0.56%。全年管理费用率减少 1.56%，虽然职工薪酬及研发费用绝对数增长 41.89%，但由于销售收入增长更快（61.70%）导致其管理费用率下降。

毛利率下降 8.21%，其中生化和生物药毛利率下降 8.3%，化学药毛利率下降 3.23%，主要是原材料价格上升，及新版 GMP 认证所导致的。

表 2：双鹭药业毛利率及费用率对比

	2010 年	2011 年	2012 年	增 (减) 幅
毛利率	76.69%	75.41%	67.20%	-8.21%
营业费用率	17.62%	14.15%	13.40%	-0.75%
销售费用率	4.15%	2.89%	3.45%	0.56%
管理费用率	15.05%	12.63%	11.08%	-1.55%
财务费用率	-1.58%	-1.37%	-1.13%	0.24%

数据来源：公司年报、安信证券研究中心

2. 公司经营动态分析

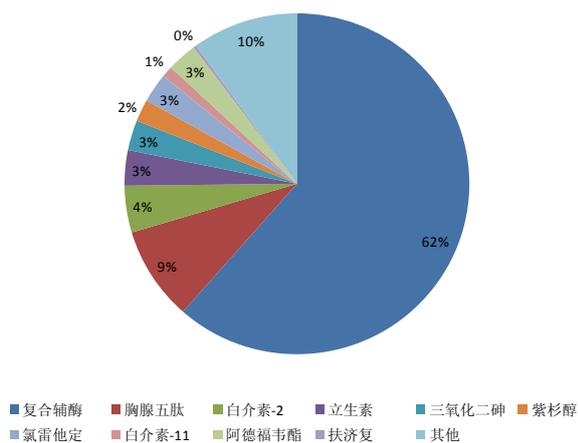
2.1. 现有产品增长势头冰火两重天

2012 年全年，主打产品贝科能（复合辅酶）增长 60-70%，收入接近 6 亿元，欧宁（胸腺五肽）增长 32%，约 8500 万，立生素（重组人粒细胞集落刺激因子注射液）与三氧化二砷与 2011 年持平，白介素-2 全年增长接近 20%，氯雷他定与紫杉醇全年增长超过 40%，阿德福韦酯与迈格尔（注射用重组人白介素-11）全年增长接近 10%。

由于公司主要采用底价向经销商代理的模式，导致公司产品收入与终端销售金额具有较大差异。2012 年各产品收入占比看，主打产品贝科能收入占比约为 62%，终端销售额看贝科能仍然维持约 72% 的占比，公司对贝科能的依赖仍然较大。二线产品的崛起将逐步缓解这一状况，我们预计出厂价提高后的三氧化二砷与中标省份逐步增加的替莫唑胺将在未来两年成为公司重要的利润产品。随着这些产品的成长，公司已经逐步走过单产品依赖的发展阶段。

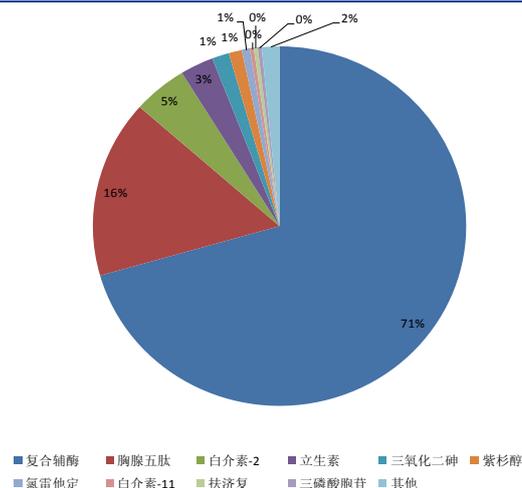
2013Q1 上文提到的政策观望和降价效应，导致竞争性品种普遍增长乏力，独家或竞品较少的品种保持高速增长势头，主打产品贝科能增长超过 50%，扶济复增长 80%，三氧化二砷增长超过 50%，竞品较多的紫杉醇同比下降 30%，立生素和欣吉尔同比下降 20%，迈格尔下降 10%。

图 2：2012 年公司各产品收入占比



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

图 3：2012 年产品终端收入数据占比



数据来源：SFDA 南方所、安信证券研究中心

表 3: 双鹭药业主要产品简况及经营动态

主要产品(通用名)	商品名	适应症	竞品数目	2012(万元)	2013Q1 增速%	近况
注射用复合辅酶	贝科能	心衰治疗, 肿瘤与乙肝辅助治疗; 北京乙类医保限乙肝辅助治疗	独家	≈60000	≈52%	一季度仍保持快速增长, 增速超过 50%。2012 年 Q4 有部分区域高开票, 如新疆、北京、福建等区域或部分医院。
重组人粒细胞集落刺激因子注射液	立生素	骨髓移植、骨髓异常增生、肿瘤化疗、再生不良性贫血等导致的中性粒细胞减少	17 家	≈3100	≈-20%	公司一直希望取消原研的单独定价优势, 但由于对方公关力量也很强, 暂看不到成效。2013Q1 同比下降的原因主要为降价效应, 去年一季度价格还未降, 故 2012Q1 基数较高
重组人白细胞介素-2 注射液	欣吉尔	肺癌, 肝癌, 肾癌、恶性黑色素瘤及恶性胸、腹腔积液等	16 家	≈4200	≈-20%	2013Q1 同比下降的原因主要为竞品较多和降价效应, 去年一季度价格还未降, 故 2012Q1 基数较高竞品较多,
注射用重组白介素-11	迈格尔	实体瘤、非髓性白血病化疗后血小板减少症	6 家	≈1000	≈-10%	首仿; 该药见效要一个较长期过程, 不大符合医生隔天抽血检测的习惯; 公司一直从学术上堆放化疗期间同时使用白介素-11, 进展较慢
注射用胸腺五肽	欧宁	恶性肿瘤放化疗、慢性乙肝、T 细胞缺陷等导致的免疫功能低下	主要 3 家	≈8500	≈10%	目前属于公司销量前三名的品种之一, 市场占有率约 20-30%, 主要生产厂家还有北京世桥、深圳瀚宇、海南中和等。公司有冻干粉针及水针两个剂型, 水针销售较好。
重组人碱性成纤维细胞生长因子	扶济复	烧伤及其他创伤导致的表皮、真皮损伤	7 家(其中人源碱性 1 家)	≈400	≈80%	新适应症在补资料, 等待上会阶段; 公司对适应症扩展申报获批寄予的希望很大; 冻干粉针剂型使用不便
阿德福韦酯	欣复诺	慢性乙肝肝功能代偿	数十家	≈2600	≈12%	公司是分散片剂型独家, 固体制剂通过新版 GMP 认证, 产能充足
注射用三氧化二砷	纳维雅	急性早幼粒细胞性白血病	3 家	≈2600	≈50%	注射剂型双鹭是独家, 已经提出厂价, 2013Q1 增速超过 50%, 是最近两年公司主要的利润产品
氯雷他定	雷宁	过敏性鼻炎、急性和慢性荨麻疹以及其他过敏性皮肤病	数十家	≈2600	≈15%	基药品种, 固体制剂已经通过新版 GMP 认证, 产能充足, 分散片剂型独家。
紫杉醇		肿瘤	数十家	≈2000	≈-30%	2013Q1 收入下降主要原因是竞品较多和降价效应, 去年一季度价格还未降, 故 2012Q1 基数较高
杏灵滴丸	立迈	活血化瘀, 用于血瘀型胸痹、血瘀型轻度脑动脉硬化引起的眩晕、冠心病, 心绞痛				医保品种, 原料受限, 公司目前正在申报原料批文
替莫唑胺		多型性胶质瘤	3 家			原研默克、天士力与公司共 3 家生产, 后续进入难获批, 合成部分比较危险, 印度发生过爆炸。公司产品 10 片零售价 1500 元, 20mg 规格, (天士力 100mg 与 50mg)。安徽省已经中标, 今年会有较多省招标。
达沙替尼		慢性髓细胞样白血病				来自参股公司卡文迪许的挑战专利药物, 3.1 类首仿, 目前正在做等效性试验, 已经开始准备报产样品, 临床即将结束, 进度略快于来那度胺
来那度胺		骨髓增生异常综合征, 输液依赖型贫血症, 多发性骨髓瘤				来自参股公司卡文迪许的挑战专利药物, 3.1 类首仿, 目前正在做等效性试验, 原研 Celgene 已经在国内报批, 即将上市
泰思胶囊		治疗脑痴呆, 益智产品	独家			目前正在 3 期临床中, 公司定位其为未来的大产品

单抗产品	多领域的治疗产品，约有 10 种	在临床前研究中，注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白在申请临床
Diapin	糖尿病 原创开发	目前正在临床前研究中，拟申请系列专利保护
长效制剂	长效干扰素、立生素等	该类研发产品多数已经进入审批阶段，由于临床试验是较早期完成的，目前的药政格局下都需要补充实验数据和完善临床方案。

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.2. 在研产品有序推进，进展顺利

最受市场瞩目的两个挑战专利的品种都在临床中，预计来那度胺在做开放式的临床二期，达沙替尼在做生物等效实验。达沙替尼预计在今年六月底结束临床试验；来那度胺的临床试验预计在年底扫尾。

治疗老年痴呆症的泰思胶囊临床试验预计年底结束。老年痴呆症病因本身比较复杂，治疗周期较长，评估周期也很长，不可能很快就能审批上市，但是对于治疗老年痴呆的药物而言，中药中银杏和首乌这样的药物，是有治疗特效的，所以未来泰思胶囊也有较大的市场空间。

包括抗体在内的基因工程技术产品已进入收获期，预计目前处于中试阶段的约有 10 个左右，有 1-2 个已经处于临床实验准备阶段，相应的产业化大兴基地今年拟开工建设。

其他产品如依诺肝素、谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸等都在有序推进中。

2.3. 贝科产能瓶颈即将突破，提价预期渐行渐近

我们认为公司主打产品贝科能明年进入医保目录的可能性不大，而且我们预期公司也不会让贝科能进入国家医保目录，维持目前在地方医保目录中的现状是公司的主要做法。公司与海南康永代理将于 2013 年 9 月到期，我们预计公司将提高出厂价至少 20%，考虑到新版 GMP 认证的投入，人员工资的增长，以及原材料价格的提升，贝科能出厂价格的提升有可能超出市场预期。

贝科产能目前仍然比较紧张。昌平基地贝科能生产线改造已经完成，新版 GMP 认证的申请已经提交，我们预计 6 月份通过认证，产能将扩大 1 倍。我们预计贝科能下半年增速超上半年，未来贝科能长远增长逻辑仍然是受益于在新进医保地区招标的逐步开展和销售渠道的逐步下沉，短期爆发的因素主要看出厂价格提升。

2.4. 着眼全球市场，独特的国际化模式

公司依托项目合作与产业布局相结合，开辟独特的国际化模式。与格森博士合作在加拿大安大略省设立 PnuVax 公司，定位于疫苗及抗体的研发、生产和销售，同时国内启动大兴基地承接疫苗和抗体项目的产业化，加拿大公司着眼于海外市场，大兴基地立足国内市场，目前大兴基地已经完成规划设计，正处于招标阶段，马上要开工建设面积 8-12 万平方米，这是未来十年以内的主要的生产经营场所，在三年内形成产业化，十年内完全达到产能上限，设计产值至少 100 亿元以上。加拿大公司仍然在亏损，主要是因为研发人员工资和研发投入导致的，公司也获得了一些政府补助和支持，我们预计 PnuVax 公司今年将获得生产许可证。

与密西根大学等方面合作，在美国设立了 DIAPIN THERAPEUTICS, LLC，开发新型抗糖

尿病化合物 Diapin (GLP-1 类似物)，公司独家拥有该项目在中国市场的开发主导权，并拥有 21% 的海外市场权益。

来那度胺与达沙替尼挑战专利成功，公司将获得国内与国外市场的全部权益，未来将以产品销售提成的方式，回馈卡文迪许。来那度胺的海外市场，特别是规范市场，公司将会充分重视，我们预计公司将选择有实力的外资医药企业采取合作开发注册的方式，进入国际市场，但是考虑到专利的注册、合作谈判等进一步明朗还需要时间。

总之，公司国际化模式首先选择在发达国家设立符合规范市场标准的药厂，并将产品推动在规范市场上市销售，例如在加拿大的策略就是，不管是原研产品还是仿制产品，首先保证有产品可以上市销售。

3. 公司核心竞争优势的探讨

公司善于在青苗期发现具有较大潜力的在研品种，并用很低的成本投资于这些项目，经过一段时间的孵育将会成为公司未来发展的重要的产品。公司这种模式不是完全的股权投资，而是一种项目投资，通过项目吸引国内、国际的优秀人才团队，围绕项目为公司服务的科技人员远远超过目前公司在编的科研人员数量，对人才公司持开放的态度，不求为我所有，但求为我所用；通过项目也吸收了国内国际许多优秀的科研成果与技术，每年全球有大量的科研成果并不能产业化，公司就是力争发现更多的适宜技术，并将其产业化。

4. 其他的一些问题

4.1. 股权激励、股份减持等问题

公司上一期股权激励已经完成，高管持有的股份以及董事长代持的股份，有可能减持。为了统一核心人员与公司的长远发展利益，我们预计公司未来还会进行新一轮股权激励方案，选择更好的激励模式，能够激励员工长期为公司服务。

4.2. 公司近两年的发展重点

重点推动在研品种的开发进度，抓紧时间完成审批上市，赶快满足治病用药的需求，同时避免投资失误和少做错误的事儿。

5. 盈利预测与投资评级

贝科能产能瓶颈的突破，达沙替尼与来那度胺的临床试验取得阶段性进展，以及来那度胺海外合作的预期将构成公司短期的催化因素。我们预计贝科能提高出厂价格的预期将锁定未来 1 年的高成长，二线品种逐步放量，特别是已经提价的三氧化二砷、竞品较少的替莫唑胺、扶济复等将成为公司 2-3 年重要的支撑品种，未来公司研发管线上的来那度胺和达沙替尼均为大品种。我们预期公司 2013-2015 年收入增长 37.1%、35.2% 与 26%，净利润增长 42%、36% 与 27%，(2012 年度权益分配后，股本扩大为 4.56 亿股) 折合 EPS 为 1.50 (原 1.69)、2.04 (原 2.17) 与 2.58 元，维持买入-A 的投资评级，考虑贝科能的持续增长及涨价预期，上调公司 12 个月目标价 67 元 (原目标价 45 元)，对应 2014 年业绩 33 倍的动态市盈率。

6. 风险提示

医药行业政策环境变化，可能导致公司某些重点产品销售受到影响；

新药研发周期长，新药审批充满不确定性；
管理层或者大股东减持股份，可能会对投资者心理层面产生冲击。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年05月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	622.8	1,007.0	1,380.8	1,866.7	2,351.2	成长性					
减:营业成本	153.1	330.3	439.8	577.1	717.6	营业收入增长率	36.0%	61.7%	37.1%	35.2%	26.0%
营业税费	7.0	12.5	17.1	23.1	29.1	营业利润增长率	110.6%	-6.4%	41.2%	36.3%	26.5%
销售费用	18.0	34.8	45.6	59.7	72.9	净利润增长率	91.9%	-8.1%	42.3%	36.0%	26.4%
管理费用	78.6	111.6	151.9	205.3	258.6	EBITDA 增长率	109.0%	-6.3%	38.1%	36.5%	26.4%
财务费用	-8.5	-11.4	-27.1	-36.8	-48.7	EBIT 增长率	113.0%	-7.0%	39.2%	36.3%	26.3%
资产减值损失	2.0	0.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	91.6%	-9.2%	40.0%	36.0%	26.1%
加:公允价值变动收益	-2.8	0.1	0.1	-	-	投资资本增长率	59.0%	34.4%	30.7%	35.7%	24.1%
投资和汇兑收益	223.3	26.4	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	39.2%	25.3%	29.7%	29.2%	28.5%
营业利润	593.0	555.1	783.6	1,068.2	1,351.7	利润率					
加:营业外净收支	11.4	5.2	20.0	25.0	30.0	毛利率	75.4%	67.2%	68.2%	69.1%	69.5%
利润总额	604.5	560.3	803.6	1,093.2	1,381.7	营业利润率	95.2%	55.1%	56.8%	57.2%	57.5%
减:所得税	80.1	80.4	120.5	164.0	207.2	净利率	84.0%	47.8%	49.6%	49.9%	50.1%
净利润	523.3	481.0	684.5	931.2	1,176.9	EBITDA/营业收入	96.7%	56.0%	56.4%	56.9%	57.1%
						EBIT/营业收入	93.9%	54.0%	54.8%	55.3%	55.4%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资本周转天数	104	71	72	74	74
货币资金	572.8	660.9	1,030.2	1,272.5	1,774.3	流动资本周转天数	233	232	241	267	290
交易性金融资产	8.8	8.9	9.0	9.0	9.0	流动资产周转天数	565	480	475	486	517
应收账款	211.4	289.0	382.1	516.5	650.6	应收账款周转天数	101	87	85	86	88
应收票据	3.6	60.7	7.6	15.3	25.8	存货周转天数	27	22	18	17	18
预付账款	105.9	168.9	252.5	362.1	498.5	总资产周转天数	863	707	661	629	641
存货	64.6	57.0	78.3	102.8	127.8	投资资本周转天数	473	421	407	401	411
其他流动资产	222.2	250.4	385.0	621.3	769.9	投资回报率					
可供出售金融资产	58.9	72.4	80.0	90.0	100.0	ROE	31.1%	22.7%	24.9%	26.3%	25.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	30.2%	21.7%	24.0%	25.3%	25.0%
长期股权投资	161.4	184.0	188.8	185.3	186.0	ROIC	81.6%	46.6%	48.5%	50.5%	47.0%
投资性房地产	-	17.4	-	-	-	费用率					
固定资产	179.6	215.8	336.3	436.1	525.8	销售费用率	2.9%	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%
在建工程	18.2	116.1	70.4	52.2	60.9	管理费用率	12.6%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
无形资产	34.8	31.0	43.0	58.8	78.2	财务费用率	-1.4%	-1.1%	-2.0%	-2.0%	-2.1%
其他非流动资产	49.9	7.3	-11.3	-48.6	-105.7	三费/营业收入	14.2%	13.4%	12.3%	12.2%	12.0%
资产总额	1,736.1	2,216.7	2,851.8	3,673.3	4,701.0	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	2.9%	4.7%	4.0%	3.7%	3.3%
应付账款	13.4	31.3	42.2	55.3	68.8	负债权益比	3.0%	5.0%	4.2%	3.8%	3.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	26.30	16.22	21.23	25.32	30.08
其他流动负债	30.4	47.1	45.1	45.4	45.6	速动比率	24.87	15.60	20.45	24.42	29.08
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-68.38	-47.57	-27.96	-27.99	-26.73
其他非流动负债	5.3	13.0	12.9	21.3	27.3	分红指标					
负债总额	50.5	105.2	114.0	135.8	155.5	DPS(元)	0.14	0.17	0.22	0.31	0.39
少数股东权益	61.6	71.4	70.0	68.1	65.7	分红比率	12.1%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	380.7	380.7	456.8	456.8	456.8	股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	1,243.3	1,659.6	2,211.0	3,012.5	4,022.9						
股东权益	1,685.6	2,111.5	2,737.8	3,537.5	4,545.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	1.15	1.05	1.50	2.04	2.58
净利润	524.4	480.0	684.5	931.2	1,176.9	BVPS(元)	3.55	4.47	5.84	7.59	9.81
加:折旧和摊销	18.3	20.9	22.2	31.3	40.6	PE(X)	51.1	55.6	39.0	28.7	22.7
资产减值准备	2.0	0.8	-	-	-	PB(X)	16.5	13.1	10.0	7.7	6.0
公允价值变动损失	2.8	-0.1	0.1	-	-	P/FCF	177.9	198.6	99.0	88.7	44.7
财务费用	0.3	-1.2	-27.1	-36.8	-48.7	P/S	42.9	26.5	19.4	14.3	11.4
投资损失	-223.3	-26.4	-30.0	-30.0	-30.0	EV/EBITDA	19.7	25.5	33.2	24.1	18.8
少数股东损益	1.0	-1.0	-1.5	-2.0	-2.5	CAGR(%)	21.0%	34.8%	28.1%	24.3%	22.3%
营运资金的变动	-295.3	-46.5	-236.0	-447.1	-391.1	PEG	2.4	1.6	1.4	1.2	1.0
经营活动产生现金流量	228.6	398.6	412.3	446.7	745.1	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-82.5	-248.4	-102.7	-115.0	-125.0	REP					
融资活动产生现金流量	-19.2	-62.6	84.3	-92.8	-117.8						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴永强、邹敏、陈宁浦分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

