

603707.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 25.33

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(34.1)	(18.1)	(30.0)	(24.9)
相对上证指数	(16.0)	(10.7)	(18.5)	(11.0)

发行股数(百万)	1,244
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	31,500
3 个月日均交易额(人民币 百万)	127
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
谢菊华	27

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《健友股份: 肝素上游供给影响自三季度开始加大, 海外制剂出口巨大空间已打开》20191029

《健友股份: 肝素景气度持续高位, 注射剂国际化逐步落地》20190802

《海正药业 (600267.sh): 今日头条--收到美国 FDA 复函: 公司符合美国 cGMP 标准, 通过 FDA 现场检查》20060106

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师: 邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

健友股份

2021 年业绩维持强劲增长, 22Q1 仍有高增速

健友股份 2021 年实现营业收入 36.87 亿元, 同比增长 26.48%; 利润总额达 12.04 亿元, 同比增长 31.61%; 归母净利润 10.59 亿元, 同比增长 31.41%。2022 Q1 营业收入 11.77 亿元, 同比增长 33.24%, 归母净利润 3.30 亿元, 同比增长 20.96%。主营业务毛利稳定, 海内外制剂销售额增速可观, 公司持续加大产能建设和研发投入, 继续推进“立足中美, 放眼全球”发展策略, 大力拓展海外业务。

支撑评级的要点

- 2021 年业绩可观, 实现营业收入 36.87 亿元, 较上年同期增长 26.48%; 利润总额 12.04 亿元, 较上年同期增长 31.61%; 归母净利润 10.59 亿元, 较上年同期增长 31.41%; 归母扣非净利润 10.24 亿元, 同比增长 33.47%; 2022 Q1 营业收入 11.77 亿元, 同比增长 33.24%, 归母净利润 3.30 亿元, 同比增长 20.96%。2021 年公司经营活动现金净流量达 6.84 亿元, 经营规模、盈利能力均保持增长, 经营能力持续增强, 主营业务毛利率保持相对稳定, 海内外销售额都以稳定增速逐年增长。
- 积极进行产能建设, 增加研发投入提升管线竞争力。公司陆续投入技改扩能项目, 2021 年末固定资产及在建工程规模达到 8.27 亿元, 较上年同期增长 55.29%。2021 年和 2022Q1 公司的研发费用分别为 2.21 亿元和 5346 万元, 分别同比增加 17.82% 和 57.65%, 2021 年研发费用率达到了 5.99%, 积极搭建多肽药物、复杂制剂和小分子药的技术平台, 完善产品管线。
- 持续推进“立足中美, 放眼全球”的发展策略, 主营业务积极转型。公司在美国注射剂销售业务上取得了积极进展, 2021 年 FDA 获批 11 项 ANDA, 现已持有美国药品生产批件 57 个。国内市场已有多个产品获得国家药品监督管理局的上市批准; 苯磺顺阿曲库铵注射液、注射用盐酸苯达莫司汀顺利在第五批国家组织药品集中采购中标。此外, 无菌注射剂业务向高端制剂方向转型, 除肝素制剂以外有近 30 个无菌注射剂在美国 FDA 获得批准, 子公司 Meitheal 营业收入达到 10.41 亿元, 较上年同期增长超过 50%。

估值

- 预期 2022 年, 2023 年, 2024 年公司净利润分别为 13.27 亿元, 16.70 亿元, 20.92 亿元, EPS 分别为 1.090 元, 1.372 元和 1.719 元。

评级面临的主要风险

- 行业政策变化风险, 产品质量控制风险, 上游原材料价格上涨风险, 肝素制剂市场格局变化风险, 汇率波动风险。

投资摘要

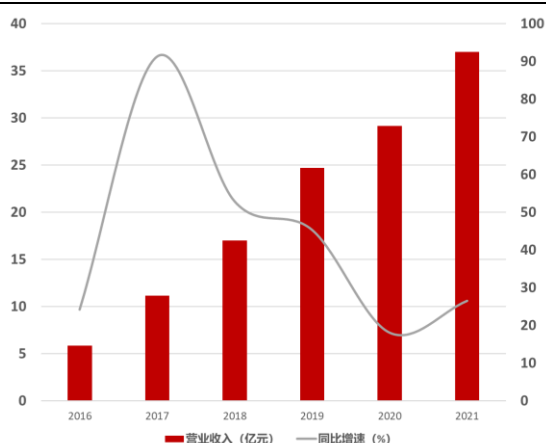
年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	2,915	3,687	4,866	5,874	7,210
变动(%)	18	26	32	21	23
净利润(人民币 百万)	806	1,059	1,327	1,670	2,092
全面摊薄每股收益(人民币)	0.662	0.871	1.090	1.372	1.719
变动(%)	33.3	31.4	25.3	25.9	25.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.253	1.617	1.369
调整幅度(%)			(13.01)	(15.15)	25.57
全面摊薄市盈率(倍)	38.2	29.1	23.2	18.5	14.7
价格/每股现金流量(倍)	(54.5)	45.1	9.0	8.4	21.6
每股现金流量(人民币)	(0.47)	0.56	2.81	3.00	1.17
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.7	20.7	15.1	10.6	8.2
每股股息(人民币)	0.115	0.000	0.193	0.161	0.168
股息率(%)	0.5	n.a.	0.8	0.6	0.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

2021 年业绩维持强劲增长态势，制剂业务进展迅速

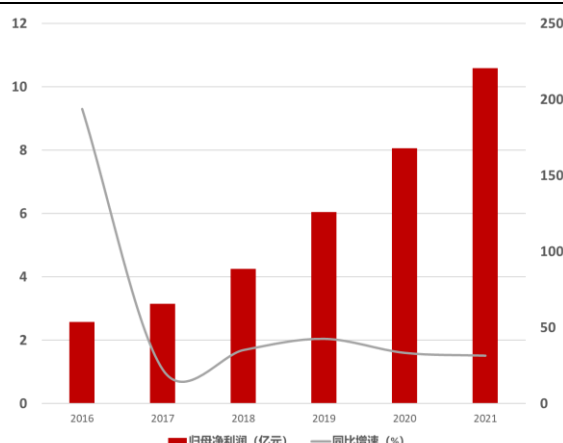
健友股份于 4 月 26 日发布了 2021 年报和 2021 一季度报告。2021 年实现营业收入 36.87 亿元，较上年同期增长 26.48%；利润总额 12.04 亿元，较上年同期增长 31.61%；归母净利润 10.59 亿元，较上年同期增长 31.41%；归母扣非净利润 10.24 亿元，同比增长 33.47%。2022 Q1 营业收入达 11.77 亿元，同比增长 33.24%，归母净利润 3.30 亿元，同比增长 20.96%，归母扣非净利润 3.26 亿元，同比增长 23.67%。2021 年公司的经营规模、盈利能力均保持增长，经营能力持续增强，实现经营活动现金净流量 6.84 亿元，同时持续提升运营资产利用效率，在业务快速扩展的同时使应收账款、存货周转率等经营性资产利用效率得到有效提升，资金占用率明显降低。截至 2021 年 12 月 31 日，公司总资产达到 82.17 亿元，较上年末增长 6.43%；净资产达到 54.03 亿元，较上年末增长 44.28%；资产负债率由 51.50% 下降为 34.25%。

图表 1. 健友股份近年营收情况



资料来源：万得，中银证券

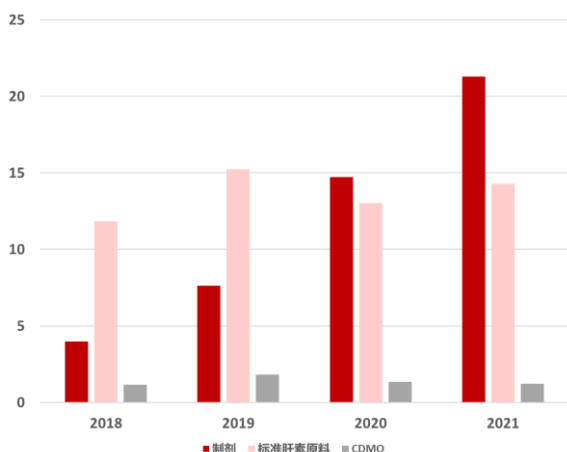
图表 2. 健友股份近年归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

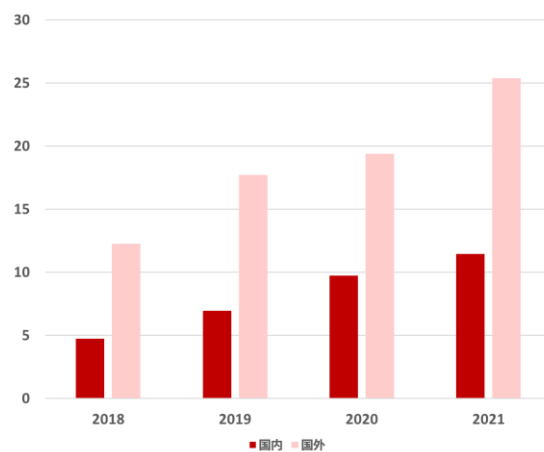
主营业务毛利稳定，国内外业绩销售额均增加。2021 年公司主营业务毛利率达到 56.72%，其中标准肝素原料药、制剂、CDMO 及其他类产品毛利率分别为 52.33%、59.85%及 53.50%。制剂实现营业收入 21.30 亿元，占主营业务收入的 57.87%，2021 年公司进一步积极开拓国内外制剂市场，制剂收入较 2020 年增长 44.52%；标准肝素原料药实现营业收入 14.28 亿元，占主营业务收入的 38.78%；CDMO 及其他类产品实现营业收入 1.23 亿元，占主营业务收入的 3.35%。2021 年国内、国外的营业收入占比分别为 31.04%、68.96%，国内市场营业收入增加了 17.68%，主要原因是国内制剂销售增长，毛利率较 2020 年有所提高。国外市场营业收入增加了 30.84%，虽制剂销售业绩有所增长，但毛利率较 2020 年有所减少，主要原因为国外制剂运输成本增加。

图表 3. 健友股份分业务业绩情况（亿元）



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 健友股份国内外业绩情况（亿元）



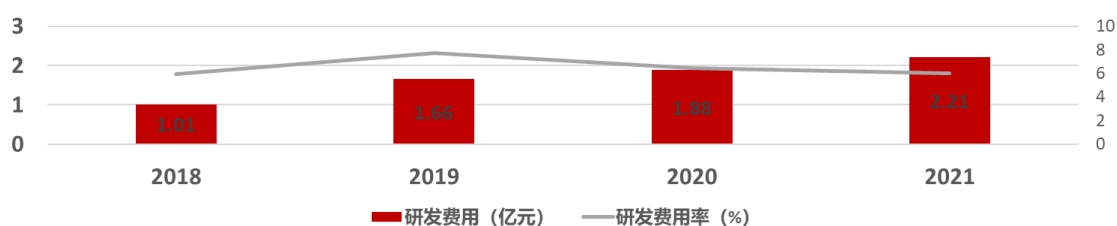
资料来源：万得，中银证券

国内外制剂业务销售强劲，业绩增速可观。2021 年公司全面展开新产品在国内的销售，国内制剂收入较去年同期约增长 25%，目前研发的新产品均按照化药新注册四类获批，属于视同通过一致性评价产品，因此在各省级的市场准入上有优先通道，可以加快新品推向市场的速度。在出口方面，制剂出口业务占公司整体制剂业务比重约 60%，部分制剂产品在美国市场拥有相对稳定的市场占有率，如苯磺顺阿曲库铵注射液目前占美国市场份额近 30%，博来霉素注射液及吉西他滨注射液占美国市场份额约 20%。肝素及低分子肝素制剂在报告期内保持强劲增长趋势，全球销售超过九千万支，较上年同期增加超过 60%。除中美医药市场外，公司依诺肝素注射液在欧洲、南美市场陆续获批，目前主要采取与当地代理商或医药企业合作的方式进入市场。

产能建设研发投入持续推进，国内外销售业务同步拓展

产能拓展快速推进，研发投入提升管线竞争力。公司目前除了 2021Q4 投入商业化运行的健进制药二线外，各产线产能利用率均接近饱和；同时积极建设产能，在 2020 年和 2021 年度陆续投入了南京厂区高端制剂预灌封生产线、成都厂区注射用药品生产线技改扩能项目和抗肿瘤产品技改扩能项目，进一步扩大公司生产规模。2021 年末固定资产及在建工程规模达到 8.27 亿元，较上年同期增长 55.29%。公司的研发投入逐年增加，2021 年和 2022Q1 公司的研发费用分别为 2.21 亿元和 5346 万元，分别同比增加 17.82% 和 57.65%，2021 年研发费用率达到了 5.99%。公司围绕肿瘤及免疫调节、代谢及消化系统、中枢神经系统等重点疾病领域搭建和形成多肽药物、复杂制剂和小分子药的技术平台，在产品梯队上实现仿制药和创新药双轮驱动，丰富现有产品剂型及种类，完善产品结构。

图表 5. 健友股份近年研发费用率



资料来源：公司公告，中银证券

持续推进“立足中美，放眼全球”的发展策略。在美国市场，公司在2021年与多家GPO达成稳定的多管线产品合作，依诺肝素注射液、标准肝素注射液以及苯磺顺阿曲库铵注射液、盐酸右美托咪定、阿糖胞苷注射液等多个短缺产品的稳定供应能力获得了美国医疗采购市场的普遍认可，2021年FDA获批11项ANDA，截至2021年12月31日，已持有美国药品生产批件57个。公司凭借产品管线扩展和稳定的中国供应链为核心的竞争优势，在美国注射剂销售业务上取得了积极进展，随着产品管线不断扩展，目前在美国市场已有近30个产品运行。在国内市场，公司2021年有多个产品获得国家药品监督管理局的上市批准。在国内制剂的销售方面，公司陆续获得多个批件，多个产品在中国实现上市销售，其中白消安注射液作为国内首个视同通过一致性评价的产品，已实现上市销售。2021年6月苯磺顺阿曲库铵注射液、注射用盐酸苯达莫司汀顺利在第五批国家组织药品集中采购中标，其中苯磺顺阿曲库铵注射液是国内首仿产品上市。此外，公司在2021年持续推进了近30个国家市场的产品注册与销售拓展工作。

图表 6.健友股份 ANDA 部分获批情况（含子公司）

市场状态	活性成分	英文名	ANDA 号	方式	用量	申请商
RX	依诺肝素钠	ENOXAPARIN SODIUM	A206834	SUBCUTANEOUS	30MG/0.3ML (100MG/ML)	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	依诺肝素钠	ENOXAPARIN SODIUM	A206834	SUBCUTANEOUS	40MG/0.4ML (100MG/ML)	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	依诺肝素钠	ENOXAPARIN SODIUM	A206834	SUBCUTANEOUS	60MG/0.6ML (100MG/ML)	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	依诺肝素钠	ENOXAPARIN SODIUM	A206834	SUBCUTANEOUS	80MG/0.8ML (100MG/ML)	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	依诺肝素钠	ENOXAPARIN SODIUM	A206834	SUBCUTANEOUS	100MG/ML (100MG/ML)	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	依诺肝素钠	ENOXAPARIN SODIUM	A206834	SUBCUTANEOUS	120MG/0.8ML (150MG/ML)	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	依诺肝素钠	ENOXAPARIN SODIUM	A206834	SUBCUTANEOUS	150MG/ML (150MG/ML)	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	肝素钠	HEPARIN SODIUM	A211005	INJECTION	1,000 UNITS/ML	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	肝素钠	HEPARIN SODIUM	A211007	INJECTION	1,000 UNITS/ML	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	肝素钠	HEPARIN SODIUM	A211007	INJECTION	5,000 UNITS/ML	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	肝素钠	HEPARIN SODIUM	A211007	INJECTION	10,000 UNITS/ML	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	肝素钠	HEPARIN SODIUM	A211004	INJECTION	20,000 UNITS/ML	NANJING KING-FRIEND BIOCHEMICAL PHARMACEUTICAL CO LTD
RX	比伐卢定	BIVALIRUDIN	A091602	INTRAVENOUS	250MG/VIAL	HONG KONG KING FRIEND INDUSTRIAL CO LTD
RX	阿糖胞苷	CYTARABINE	A208485	INJECTION	20MG/ML	HONG KONG KING FRIEND INDUSTRIAL CO LTD
RX	盐酸右美托咪定	DEXMEDETOMIDINE HYDROCHLORIDE	A204843	INJECTION	EQ 200MCG BASE/2ML (EQ 100MCG BASE/ML)	HONG KONG KING FRIEND INDUSTRIAL CO LTD
RX	多西紫杉醇	DOCETAXEL	A209634	INJECTION	20MG/2ML (10MG/ML)	HONG KONG KING FRIEND INDUSTRIAL CO LTD
RX	多西紫杉醇	DOCETAXEL	A209634	INJECTION	80MG/8ML (10MG/ML)	HONG KONG KING FRIEND INDUSTRIAL CO LTD
RX	多西紫杉醇	DOCETAXEL	A209634	INJECTION	160MG/16ML (10MG/ML)	HONG KONG KING FRIEND INDUSTRIAL CO LTD
RX	瑞加诺生	REGADENOSON	A212806	INTRAVENOUS	0.4MG/5ML (0.08MG/ML)	HONG KONG KING FRIEND INDUSTRIAL CO LTD
RX	苯磺酸阿曲库铵	ATracurium BESYLATE	A091489	INJECTION	10MG/ML	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC
RX	阿扎胞苷	AZACITIDINE	A212128	INTRAVENOUS, SUBCUTANEOUS	100MG/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC
RX	硫酸博洛霉素	BLEOMYCIN SULFATE	A205030	INJECTION	EQ 30 UNITS BASE/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC
RX	白消安	BUSULFAN	A212127	INJECTION	6MG/ML	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC
RX	卡马斯汀	CARMUSTINE	A213460	INJECTION	100MG/VIAL	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC
RX	苯磺酸顺式枸橼酸	CISATracurium BESYLATE	A211669	INJECTION	EQ 2MG BASE/ML	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC
RX	氯法拉滨	CLOFARABINE	A213461	INTRAVENOUS	20MG/20ML (1MG/ML)	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC
RX	盐酸去氧肾上腺素	PHENYLEPHRINE HYDROCHLORIDE	A210334	INTRAVENOUS	10MG/ML (10MG/ML)	MEITHEAL PHARMACEUTICALS INC

资料来源：FDA，中银证券

主营业务转型推进，无菌注射剂国际影响力增强

无菌注射剂业务向高端制剂方向转型。公司在美国市场的注册获批和销售收入等方面都取得了突破进展，除肝素制剂以外有近 30 个无菌注射剂在美国 FDA 获得批准，销售方面通过与 GPO、IDN 等采购主体建立良好关系进而在美国注射剂市场获得营销突破，目前拥有五条通过美国 FDA 审核的无菌制剂生产线，均运行良好；2021 年子公司 Meitheal 营业收入达到 10.41 亿元，较上年同期增长超过 50%，未来美国无菌注射液销售将成为公司业务的重要增长点。在中国市场，依诺、那曲、达肝三种低分子肝素依旧保持快速增长，2021 年陆续获得了苯磺顺阿曲库铵注射液、白消安注射液、盐酸苯达莫司汀注射液、米力农注射液、磺达肝癸钠注射液等多个批件；积极拓展欧洲市场及全球其他市场，特别是随着依诺肝素制剂产品在越来越多的国家完成注册，公司在全球肝素制剂市场影响力逐步扩大。肝素原料药业务是低分子肝素制剂国内和国际化进程的奠基，公司与全球主要的肝素制剂生产企业包括 Pfizer、Sagent、Sandoz 等，建立了长期稳定的供应关系，形成有效的客户黏性，目前已同时通过美国 FDA 现场检查、欧盟 CEP 认证。CDMO 业务和生物创新药项目已建设成功，2019 年子公司健进制药开始投入生物创新药项目建设，目前研发、生产、质量等相关技术团队已经初具规模，目前已实现建成投产，有望与客户签署创新生物大分子药 CDMO 战略合作协议，提供从原液到制剂商业化的全产业链服务。

2021 年财务摘要

图表 7. 健友股份财务摘要（单位：百万人民币）

	2021	2020	变动 (%)
营业收入	3,686.69	2,914.88	26.48
营业利润	1,181.93	876.98	34.77
净利润	1,063.92	796.65	33.55
归属于上市公司股东的净利润	1,059.29	806.12	31.41
扣非后归属于上市公司股东的净利润	1,024.11	767.28	33.47
营业成本	1,596.12	1,196.27	33.43
毛利润	2,090.57	1,718.61	21.64
销售费用	483.82	446.19	8.43
管理费用	122.24	103.9	17.64
研发费用	220.95	187.53	17.82
财务费用	72.73	57.57	26.33
信用+资产减值损失	(10.45)	(51.99)	(78.90)
销售费用率(%)	13.12	15.31	(2.19)
管理费用率(%)	3.32	3.56	(0.24)
研发费用率(%)	5.99	6.43	(0.44)
财务费用率(%)	1.97	1.98	(0.01)
毛利率(%)	56.72	54.46	(2.26)
净利率(%)	28.86	27.33	1.53

资料来源：万得，中银证券

风险提示

行业政策变化风险，产品质量控制风险，上游原材料价格上涨风险，肝素制剂市场格局变化风险，汇率波动风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	2,915	3,687	4,866	5,874	7,210
销售成本	(1,201)	(1,618)	(2,067)	(2,344)	(2,910)
经营费用	(426)	(506)	(859)	(1,087)	(1,245)
息税折旧前利润	1,288	1,563	1,940	2,443	3,055
折旧及摊销	(85)	(93)	(91)	(98)	(105)
经营利润(息税前利润)	1,203	1,470	1,850	2,345	2,950
净利息收入/(费用)	(58)	(73)	(160)	(193)	(236)
其他收益/(损失)	48	46	98	98	106
税前利润	1,194	1,443	1,788	2,250	2,819
所得税	(118)	(140)	(455)	(573)	(718)
少数股东权益	(9)	5	6	7	9
净利润	806	1,059	1,327	1,670	2,092
核心净利润	1,070	1,301	1,329	1,672	2,096
每股收益(人民币)	0.662	0.871	1.090	1.372	1.719
核心每股收益(人民币)	0.879	1.069	1.092	1.374	1.723
每股股息(人民币)	0.115	0.000	0.193	0.161	0.168
收入增长(%)	18	26	32	21	23
息税前利润增长(%)	43	22	26	27	26
息税折旧前利润增长(%)	45	21	24	26	25
每股收益增长(%)	33	31	25	26	25
核心每股收益增长(%)	38	22	2	26	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	1,194	1,443	1,788	2,250	2,819
折旧与摊销	85	93	91	98	105
净利息费用	58	73	160	193	236
运营资本变动	(334)	(101)	(1,728)	1,006	147
税金	(407)	(375)	(455)	(573)	(718)
其他经营现金流	(1,161)	(449)	3,569	675	(1,163)
经营活动产生的现金流	(566)	684	3,424	3,649	1,427
购买固定资产净值	34	41	94	94	94
投资减少/增加	16	14	100	100	101
其他投资现金流	(1,223)	115	(41)	(190)	(178)
投资活动产生的现金流	(1,173)	170	154	5	18
净增权益	(140)	0	(235)	(195)	(205)
净增债务	764	(562)	(1,571)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,350	(378)	(204)	(118)	(596)
融资活动产生的现金流	1,973	(912)	(1,956)	(210)	(580)
现金变动	235	(59)	1,622	3,444	865
期初现金	364	494	659	2,280	5,724
公司自由现金流	(1,739)	854	3,578	3,654	1,444
权益自由现金流	(917)	365	2,167	3,847	1,681

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	494	659	2,280	5,724	6,589
应收帐款	895	1,061	2,799	1,969	2,109
库存	4,457	4,894	928	123	1,181
其他流动资产	922	316	529	463	496
流动资产总计	6,768	6,930	6,536	8,279	10,375
固定资产	533	827	855	876	890
无形资产	159	200	176	152	128
其他长期资产	141	143	372	519	708
长期资产总计	833	1,171	1,403	1,547	1,726
总资产	7,720	8,217	7,809	9,570	11,656
应付帐款	502	459	274	556	542
短期债务	2,132	1,571	0	0	0
其他流动负债	171	237	497	313	650
流动负债总计	2,806	2,266	772	869	1,192
长期借款	1,125	475	533	711	573
其他长期负债	44	73	53	57	61
股本	1,217	1,217	1,217	1,217	1,217
储备	2,643	4,111	5,203	6,678	8,565
股东权益	3,860	5,328	6,420	7,895	9,782
少数股东权益	22	25	31	38	47
总负债及权益	7,720	8,217	7,809	9,570	11,656
每股帐面价值(人民币)	3.17	4.38	5.28	6.49	8.04
每股有形资产(人民币)	3.04	4.21	5.13	6.36	7.93
每股净负债/(现金)(人民币)	1.35	0.75	(1.87)	(4.70)	(5.41)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	44.2	42.4	39.9	41.6	42.4
息税前利润率(%)	41.3	39.9	38.0	39.9	40.9
税前利润率(%)	41.0	39.1	36.7	38.3	39.1
净利率(%)	27.7	28.7	27.3	28.4	29.0
流动性					
流动比率(倍)	2.4	3.1	8.5	9.5	8.7
利息覆盖率(倍)	20.9	20.2	11.6	12.2	12.5
净权益负债率(%)	71.2	25.9	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.9	7.3	9.4	7.7
估值					
市盈率(倍)	38.2	29.1	23.2	18.5	14.7
核心业务市盈率(倍)	28.8	23.7	23.2	18.4	14.7
市净率(倍)	8.0	5.8	4.8	3.9	3.2
价格/现金流(倍)	(54.5)	45.1	9.0	8.4	21.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.7	20.7	15.1	10.6	8.2
周转率					
存货周转天数	1,174.6	1,054.6	513.9	81.8	81.8
应收帐款周转天数	84.7	96.9	144.8	148.1	103.2
应付帐款周转天数	62.0	47.6	27.5	25.8	27.8
回报率					
股息支付率(%)	17.4	0.0	17.7	11.7	9.8
净资产收益率(%)	22.0	23.1	22.6	23.3	23.7
资产收益率(%)	16.9	16.7	17.2	20.1	20.7
已运用资本收益率(%)	3.4	3.6	4.6	5.3	5.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371