

2010年01月11日

市价(人民币): 9.17元
目标(人民币): 14.00元

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)	179.21
总市值(百万元)	1,652.94
年内股价最高最低(元)	9.17/4.18
沪深300指数	3482.05
深证成指	13161.09


医药行业研究小组
李敬雷

(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

山大华特 (000915.SZ)

——主业聚焦医药, 小荷渐露尖角
[卖出](#) [减持](#) [持有](#) **买入** [强买](#)
公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.053	0.068	0.076	0.138	0.243	0.365
净利润增长率	56.20%	27.70%	11.53%	81.13%	76.29%	50.66%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.167	0.222	0.222
市盈率(倍)	61.13	166.21	53.71	62.65	36.28	24.08
行业优化市盈率(倍)	31.75	68.42	36.07	64.09	64.09	64.09
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
股息率	N/A	N/A	N/A	1.51%	1.48%	1.48%
PE/G(倍)	1.09	6.00	4.66	0.77	0.48	0.48
净资产收益率	3.36%	4.05%	4.31%	7.78%	12.90%	17.27%
每股净资产(元)	1.59	1.68	1.76	1.77	1.88	2.12
市净率(倍)	2.05	6.74	2.32	4.88	4.68	4.16
每股经营性现金流(元)	0.29	0.56	0.52	0.75	1.17	1.38
已上市流通A股(百万股)	107.52	133.21	152.49	179.21	179.21	179.21
总股本(百万股)	180.25	180.25	180.25	180.25	180.25	180.25

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 我们近期新覆盖了山大华特, 由于公司过往业绩表现一般, 业务经营多元化, 缺乏市场关注。而我们认为公司目前基本面已经发生了良性变化, 业绩可能处在历史的拐点上。同时公司的医药资产——达因生物具有经营方面的吸引力和持续增长的潜力, 我们认为公司是一家值得从现在关注的企业。
 - ◆ 公司 2002 年借壳上市以后, 经过多元化经营的尝试, 目前主业已经开始聚焦, 医药产业收入占比 60%, 利润占比 80%。在医药带动下, 公司 2009 年业绩出现向上拐点, 增速 50%以上。
 - ◆ 公司的核心医药资产是持股 52%的达因生物, 该公司是国内儿童保健和治疗领域的领先企业, 主要产品“伊可新”连续多年位居同类产品销售第一。公司销售规模近 3 亿元、利润近 1 亿元。新厂房 2010 年投产, 产能扩产 2 倍, 产能瓶颈解决有望进入快速增长。
 - ◆ 公司借壳上市后尚未进行过资本运作, 目前公司对历史遗留不良资产的处理已经接近尾声, 随着医药主业利润贡献的累计, 财务指标也大为改善。公司未来将以健康的体魄继续向前发展。
- 我们对公司除医药外其他产业不多做考虑, 仅假设盈利情况不再恶化, 那么公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.243 元、0.365 元、0.513 元, 复合增速为 55%。其中医药产业达因生物贡献的 EPS 为 0.362 元、0.466 元、0.599 元。

■ 公司目前股价，对应 2010 年 PE 为 37 倍，对应达因生物贡献 PE 仅为 24 倍。我们认为对于“业绩处于拐点、未来 50%以上增长预期”的公司可以给予估值溢价，而 24 倍的医药估值则没有充分反应达因的经营优势。如果再考虑到其他业务可能改善的预期（目前已经有迹象显露）、达因经营超预期的可能，我们给予公司 6-12 个月目标价 12-14 元（预测基准见正文），首次给予“买入”评级。

内容目录

主要的投资逻辑及盈利预测和估值	4
公司正处于从底部反弹的过程中，业绩有高速增长	4
公司开始聚焦医药主业，核心资产尚未被充分认知	4
公司估值仅反映现状，如果考虑改善的预期则低估	4
聚焦主业：产业多元化转向集中化，医药是核心产业	5
一阶段：借壳上市后通过产业多元化寻找增长点	5
二阶段：环保和医药逐步突出，其他产业渐退出	6
三阶段：医药壮大，逐步成为未来利润核心产业	6
医药价值：达因生物是医药产业的亮点，有增长潜力	7
医药的核心资产就是达因生物	7
达因历史是一家高成长的公司	8
达因在学术营销上优势很明显	8
达因的未来有继续增长的潜力	9
盈利预测与估值	10
核心假设：其他业务稳定的原则，重点考虑医药	10
结果分析：未来三年利润增速在 50%以上，目前低估	10
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

图表 1：从目前的产业结构看，多元化是公司的经营历史	5
图表 2：从销售收入增长来看，产业多元化贡献已经结束，集中化是趋势	6
图表 3：医药在产业收入构成中最为稳定	6
图表 4：医药对利润贡献最大，目前已是核心	6
图表 5：随着医药产业比重的加大，未来利润增长将更多的依赖医药产业	7
图表 6：达因生物主要产品系列	8
图表 7：公司销售收入保持了 23%的复合增速	8

图表 8: 公司净利润保持了 36%的复合增速	8
图表 9: “伊可新”是新生儿首选品牌	9
图表 10: “伊可新”的品牌选择率有 60%以上	9
图表 11: 国内市场六大鱼肝油品牌排行	9
图表 12: 公司分业务单元销售收入和净利润预测	10
图表 13: 公司 EPS 拆解预测	11
图表 14: 公司的盈利预测情景假设	11

主要的投资逻辑及盈利预测和估值

公司正处于从底部反弹的过程中，业绩有高速增长

- 我们总结公司自 2001 年借壳上市后，发展经历了三阶段（详见文中图 2）：
 - ◆ 第一阶段（2003-2006）：多产业齐发展阶段。这一时期公司陆续介入了环保、医药、晶体材料、通信电子、物业管理、教育等产业。在低基数的基础上，通过外延式扩张，销售收入复合增长率 45%，净利润复合增长率 42%。
 - ◆ 第二阶段（2007-2008）：部分产业出现瓶颈。这一时期公司主导产业定位在环保和医药，但结果显示利润来源已经开始集中于医药产业，占比 80%以上。尤其是 2008 年，环保、教育的等过去优质资产出现盈利困难的局面。销售收入复合增长率仅有 1%，利润增长 15%。
 - ◆ 第三阶段（2009 以后）：医药产业的核心主导地位确立。随着医药产业在收入、尤其是利润的占比日益突出，医药产业不可避免的成为了公司发展的主导。在医药的稳健增长带动下，2009 年预计利润增速在 50%-100%之间（已公告）。
- 由此可见，公司发展经历了“加速、平稳、再加速”的过程，目前处在再加速的第二年，是业绩的拐点期。医药产业比重加大带来的业绩增长是可持续的，我们预计公司未来三年利润的复合增速将在 50%以上。

公司开始聚焦医药主业，核心资产尚未被充分认知

- 医药产业在公司收入、利润比重不断加大，主要是受益于 2003 年收购的达因生物（山东达因海洋生物制药股份有限公司）的快速成长。达因生物自公司收购以来，销售收入复合增速 23%，净利润复合增速 36%，目前已经成为一家销售收入近 3 亿元，净利润近 1 亿元的中型医药企业。
 - ◆ 达因生物产品主要集中在儿童保健药、心血管、糖尿病、抗感染等领域，主要产品“伊可新”用于补充婴幼儿发育过程中的维生素 AD 缺乏，2008 年被评为中国“驰名商标”，连续多年保持同类产品市场占有率为第一。
 - ◆ 达因生物定位于“成为儿童保健和治疗领域的领军企业”，目前的发展思路是：通过专业化的学术推广方式、进行儿科用药的品类延伸。公司依靠对医院终端市场的持续建设，以处方带动 OTC 销售，积累了较大的优势。
 - ◆ 出于长期发展的考虑，也为了解决产能瓶颈问题，公司 2008 年开始新厂房的建设工作，一期工程去年底已经完成，投产后公司产能提高两倍，过去受困于产能的新剂型也将逐步投产。
- 目前 A 股市场上尚没有类似于达因生物所处市场领域的公司，公司的价值也没有得到市场充分认知。我们认为公司以“处方带动 OTC 销售保健品”的模式具有核心竞争力，可以进行品类延伸，成长的潜力非常值得期待。尤其是明年新产能充分释放以后，可能会进入加速成长期。

公司估值仅反映现状，如果考虑改善的预期则低估

- 公司过去在多元化经营的背景下，利润来源构成比较复杂。由于其他产业的盈利能力较弱，收入规模的扩张没有给利润规模带来较大的增长，年净利润只有几百万到 1000 万元左右。
- 但是随着医药产业的快速发展，达因生物对公司净利润的贡献几年间由 1000 万元增长到现在的 5000 万元，贡献的正效应明显增加，因此公司的合并净利润从 2009 年明显增长，达到 50%以上，并能持续下去。

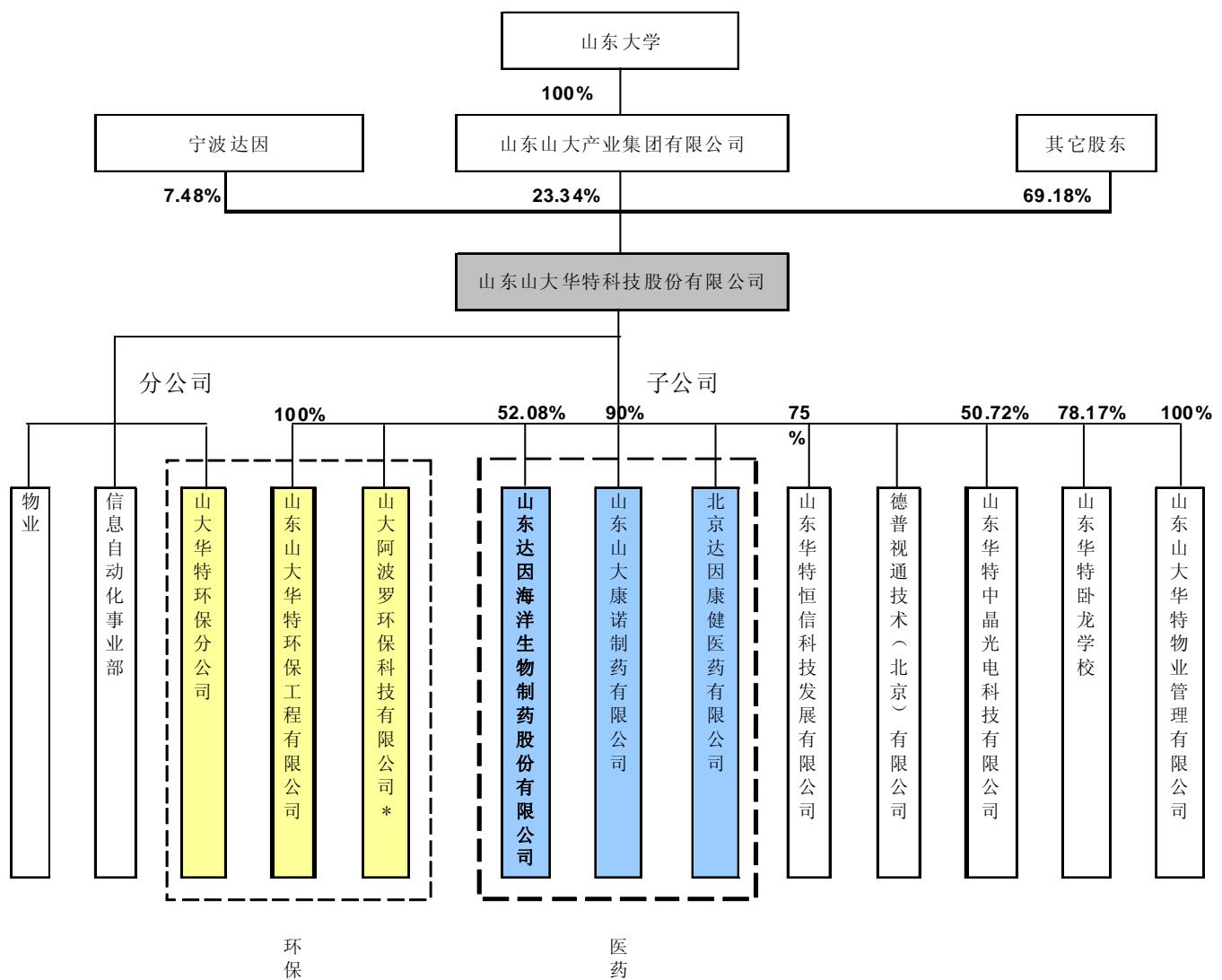
- 我们假设公司除医药外其他产业的盈利情况不再恶化，那么公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.243 元、0.365 元、0.513 元，复合增速为 55%。其中达因生物贡献的 EPS 为 0.362 元、0.466 元、0.599 元。
- 公司目前股价，对应 2010 年 PE 为 37 倍，对应达因生物贡献 PE 仅为 24 倍。我们认为对于“业绩处于拐点、未来 50% 以上增长预期”的公司可以给予估值溢价，而 24 倍的医药估值则没有充分反应达因的经营优势。
- 如果再考虑到其他业务可能改善的预期（目前已经有迹象显露）、达因经营超预期的可能，我们给予公司 6-12 个月目标价 12-14 元（预测基准见图 14），首次给予“买入”评级。

聚焦主业：产业多元化转向集中化，医药是核心产业

一阶段：借壳上市后通过产业多元化寻找增长点

- 公司 2003 年借壳上市以来，多元化经营的痕迹至今能看见，公司目前的业务结构如下图所示：涉足医药、环保、晶体材料、电子、教育、信息产业、物业管理等众多领域。

图表1：从目前的产业结构看，多元化是公司的经营历史

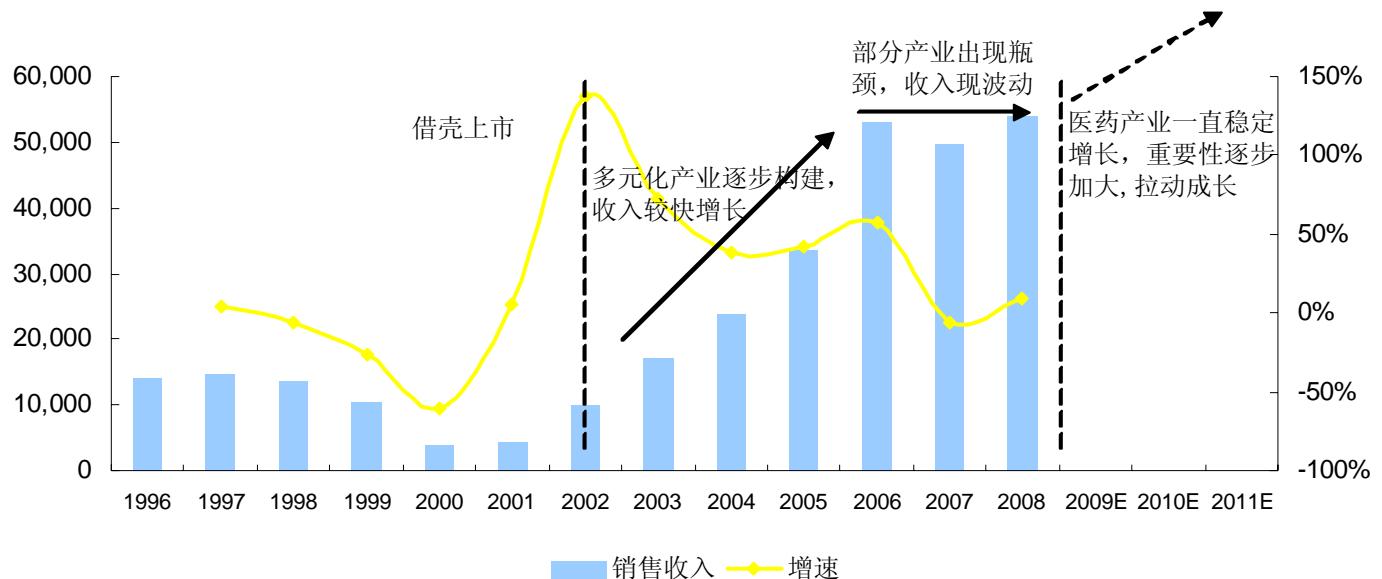


来源：公司年报，国金证券研究所

二阶段：环保和医药逐步突出，其他产业渐退出

- 多元化的经营策略维持了公司四年的收入和利润高速增长，公司也逐步确立了医药、环保是主要发展方向，产业布局开始向集中化发展。
- 由于除医药以外的其他资产自身盈利能力不高，从 2007 年开始进入增长瓶颈期，2008 年环保和教育甚至出现亏损，因此持续稳定增长的医药产业更显突出，成为公司核心产业。

图表2：从销售收入增长来看，产业多元化贡献已经结束，集中化是趋势

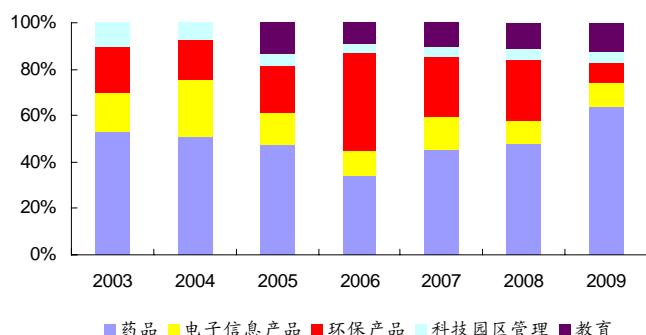


来源：公司年报，国金证券研究所

三阶段：医药壮大，逐步成为未来利润核心产业

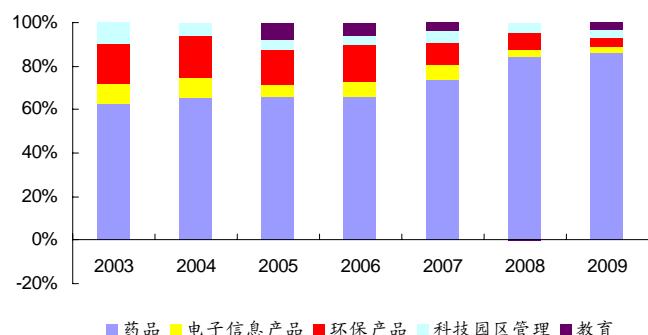
- 随着医药产业的壮大、其他产业的停滞，医药在公司销售占比提升到 60%、利润贡献占比达到 80%，成为名副其实的核心产业。
- 从目前来看，医药对公司未来收入、尤其是利润增长的贡献不可替代，从财务数据上来看，公司将成为名副其实的医药公司（控股型）。
- 至于医药资产的增长潜力，详见下文。

图表3：医药在产业收入构成中最为稳定

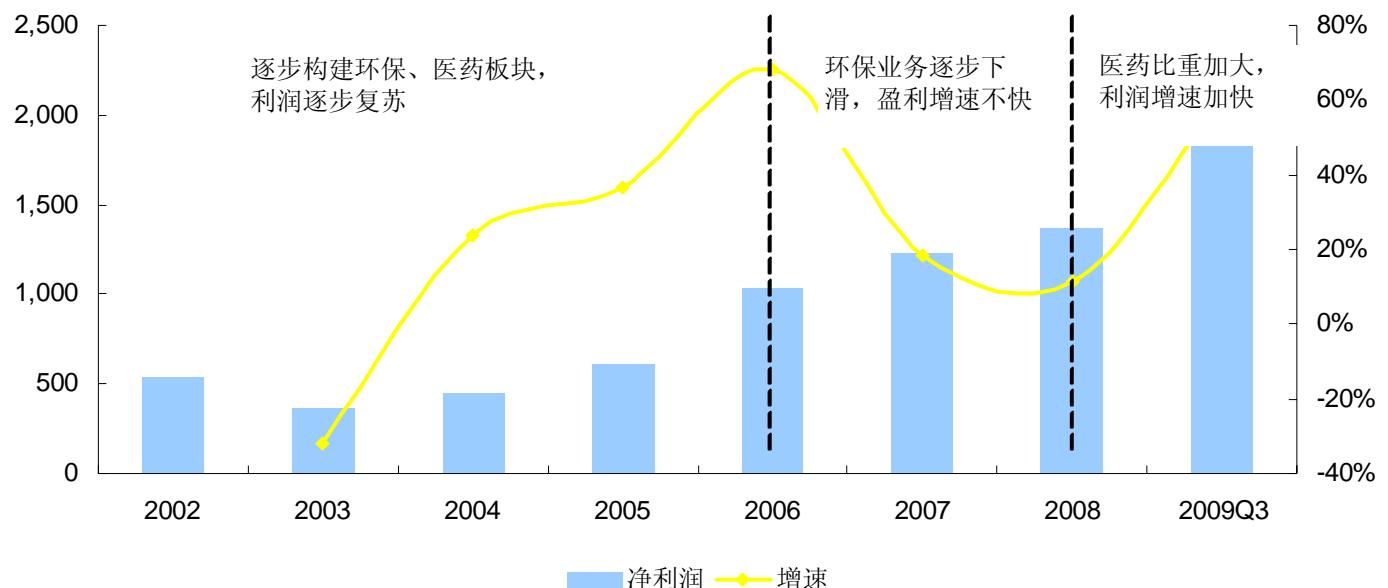


来源：公司年报，国金证券研究所

◆ 图表4：医药对利润贡献最大，目前已是核心



图表5：随着医药产业比重的加大，未来利润增长将更多的依赖医药产业



来源：公司年报，国金证券研究所

医药价值：达因生物是医药产业的亮点，有增长潜力

医药的核心资产就是达因生物

- 公司的医药资产主要有两块：一是持股 52.08% 的山大达因海洋生物制药有限公司（达因生物），二是山东山大康诺制药有限公司（康诺制药）。
 - ◆ 达因生物主要生产儿童保健药、心血管、糖尿病、抗感染药，2008 年实现销售收入 2.5 亿元，净利润 8795 万元。
 - ◆ 康诺制药主要生产消化系统治疗药、抗肿瘤药，2008 年实现销售收入 514 万元，净利润-91 万元。
- 达因生物在公司医药业务单元中销售占比 98%，在总收入中占比 50%，已经成为绝对核心资产。
- 达因生物的产品系列比较丰富，三大领域是儿童保健药、心血管药、糖尿病药，三大类的核心产品如下：
 - ◆ 儿童保健药——维生素 AD 滴剂，商品名“伊可新”。该产品用于补充婴幼儿维生素 AD，壁垒较低，市场上同类产品有数十种，属于成熟产品。达因生物在该品类上连续多年排名行业第一。
 - ◆ 心血管药（降血压）——缬沙坦氢氯噻嗪胶囊，商品名“佳择”。公司国内首家注册成功，目前也仅有四家生产竞争。
 - ◆ 糖糖尿病药——依帕司他片，商品名“伊衡”，目前仅有两家生产企业竞争。
- 儿童保健药是最主要的收入来源，其他为辅。达因生物公司的战略定位于“成为儿童保健和治疗领域的领军企业”，发展思路是：通过专业化的学术推广方式、进行儿科用药的品类延伸。

图表6：达因生物主要产品系列

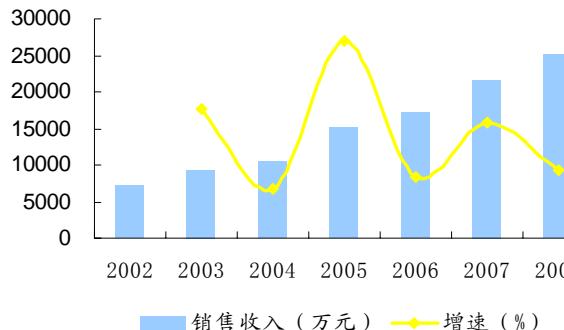
品类	产品	商品名	批注
儿童保健	维生素AD滴剂	伊可新	很多，公司连续9年排名第一
	复方碳酸钙泡腾颗粒	盖笛欣	很多
	甘草锌颗粒	伊甘欣	很多
	维生素D2胶丸		很多
糖尿病	酒石酸罗格列酮片		鲁抗、辅仁、京新、达因4家，罗格列酮有很多
	依帕司他片	伊衡	扬子江、达因2家
	格列美脲片	伊瑞	扬子江、北陆、西南合成、新华等很多
高血压	缬沙坦氢氯噻嗪胶囊	佳择	公司是国内首家，鲁抗、常四药等8家
降血脂	多烯酸乙酯胶丸		昆药、双鹤、哈药等很多
抗生素	罗红霉素胶囊	朗素	很多
呼吸系统	盐酸氯丙那林片		很多
消化系统	西沙必利片	畅维禧	很多
	复方地芬诺酯片		很多
铅中毒	二巯丁二酸胶囊		新亚、达因2家

来源：SFDA，国金证券研究所

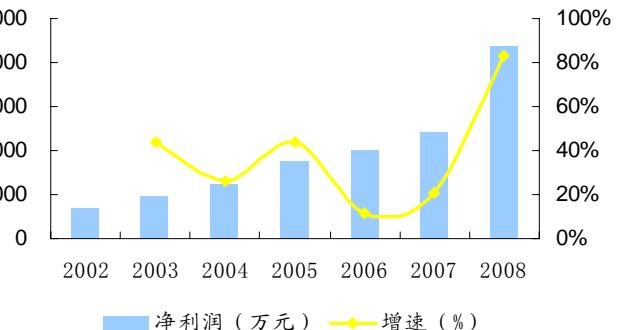
达因历史是一家高成长的公司

- 自2003年以来，达因生物销售收入由9000万元增长为2.5亿元，复合增长率为23%；净利润由1900万元增长为8800万元，复合增长率为36%。保持了较好的连贯性。

图表7：公司销售收入保持了23%的复合增速



图表8：公司净利润保持了36%的复合增速

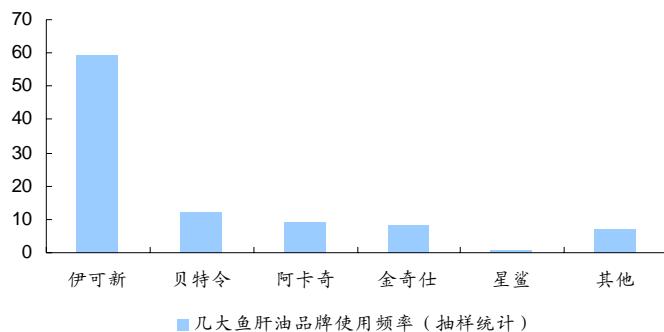


来源：公司年报，国金证券研究所

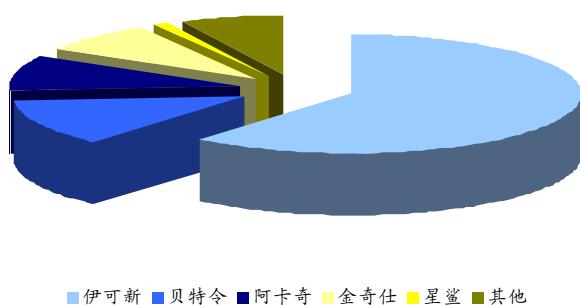
达因在学术营销上优势很明显

- 我们总结达因的优势是：以学术推广的方式销售保健药，以处方带动OTC销售，占领医院市场，抢占终端客户（新生儿父母）的第一选择。以“伊可新”为例说明如下：
 - ◆ “伊可新”主要成分为维生素A和D，有助于钙的吸收，预防佝偻病、夜盲症、小儿手足抽搐等等。同类产品大多数是OTC药，父母可以自主去药店选择
 - ◆ 一般小儿出生后，医生会建议补钙和鱼肝油（是否必须有争议），通过我们的调查，被医生提及次数最多的是达因生物的“伊可新”，如下图所示：

图表9: “伊可新”是新生儿首选品牌



图表10: “伊可新”的品牌选择率有60%以上



来源：国金证券研究所

- ◆ “伊可新”占领了大多数父母为新生儿补充鱼肝油的第一选择权，即使后续家长可能听从别人建议、自主选择更换品牌，这个比例也是很低的，因为医生的权威性遗留还是有较强的影响。所以“伊可新”成为六大维生素AD品牌的榜首，连续数年。

图表11: 国内市场六大鱼肝油品牌排行

排序	品牌	生产企业
1	伊可新	山东达因海洋生物制药股份有限公司
2	贝特令	浙江海力生制药有限公司
3	阿卡奇	上海培宝康生物科技有限公司
4	金奇仕	新西兰金奇仕营养品研究中心
5	东海	上海东海制药股份有限公司
6	星鲨	厦门星鲨药业集团有限公司

来源：国金证券研究所

- 达因学术推广上的优势，源自近十年每年50%以上费用率的投入，从而积累的终端客户。这种对医院渠道的控制导致的销售持续增长，对医药企业而言至关重要，我们不再赘述。

达因的未来有继续增长的潜力

- 对于达因的持续成长性，我们从以下几个方面探讨：
 - ◆ 第一，看核心产品“伊可新”。维生素AD类产品行业在持续增长。近两年维生素类药品和保健品的销售增速15%，市场规模有60多亿元。其中维生素AD类增长较快，增速超过30%，市场规模近10亿元，是第三大类维生素补充剂。作为单品第一的达因，能够继续分享行业的增长。
 - ◆ 第二，看儿童用药的品类延伸。除了维生素AD以外，公司针对儿童保健药也开发了补铁、补锌、补钙等同类产品。凭借在新生儿医院市场的销售优势，可以进行一定的品类延伸。
 - ◆ 第三，看心血管、糖尿病药物从无到有。除了儿童用药，公司还有具备优势的心血管和糖尿病药物。缬沙坦氢氯噻嗪胶囊是公司首家研制成功的缬沙坦和氢氯噻嗪复方降压药，用于治疗单一药物不能充分控制血压的轻-中度原发性高血压。依帕司他酶抑制剂口服降糖药，公司是仅有的2家生产商之一。

- 新增产能：出于对公司发展战略的考虑，也为了缓解产能压力，公司新的厂房与 08 年开建，一期工程去年底已经完成，新产能投产后公司产能提高两倍，并且增加了新剂型生产线，将进一步丰富公司的产品线。

盈利预测与估值

核心假设：其他业务稳定的原则，重点考虑医药

- 盈利预测方面我们对除医药资产以外的其他业务不多做考虑，仅假设盈利能力不再继续恶化，我们认为这种假设是相对安全的。例如，
 - ◆ 2008 年出现亏损的华特环保，2009 年已经进行了业务创新方面的成功尝试，有望逐步实现盈利。
 - ◆ 如果其他业务贡献额外收益，则对我们的盈利预测将有超预期贡献。
- 母公司方面，虽然不产生盈利贡献，我们看到公司的费用在不断下降，表明管理者也在着重改变现状。
- 我们重点考虑了医药资产中达因生物的贡献。达因生物连续保持了 10 多年的稳定增长，业绩具有较好的持续性、平滑性。因此盈利预测较为安全可靠。

图表12：公司分业务单元销售收入和净利润预测

		2008	2009E	2010E	2011E	2012E
达因生物	销售收入（万元）	25047.00	30056.40	35767.12	43635.88	54544.85
		15.33%	20.00%	19.00%	22.00%	25.00%
	净利润（万元）	8795.00	10519.74	12518.49	16145.28	20727.04
		82.71%	19.61%	19.00%	28.97%	28.38%
	贡献华特净利润	4580.44	5478.68	6519.63	8408.46	10794.64
	其他子公司	19744.75	9500.00	9500.00	9500.00	9500.00
		14.38%	-51.89%	0.00%	0.00%	0.00%
		-876.09	-496.79	-147.57	-30.31	47.86
母公司	销售收入（万元）	9043.02	8700.00	8700.00	8700.00	8700.00
		-14.59%	-3.79%	0.00%	0.00%	0.00%
	净利润（万元）	-2256.21	-2500.00	-2000.00	-1800.00	-1600.00

来源：国金证券研究所

结果分析：未来三年利润增速在 50%以上，目前低估

- 我们预测公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.243 元、0.365 元、0.513 元，增速分别为 76%、50%、40%，复合增速为 55%。其中达因生物贡献的 EPS 为 0.362 元、0.466 元、0.599 元。

图表13: 公司 EPS 拆解预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
达因贡献	0.103	0.115	0.139	0.254	0.304	0.362	0.466	0.599
其他贡献	-0.069	-0.058	-0.071	-0.178	-0.166	-0.119	-0.102	-0.086
其他子公司	0.045	0.034	0.007	-0.049	-0.028	-0.008	-0.002	0.003
母公司	-0.113	-0.091	-0.078	-0.130	-0.139	-0.111	-0.100	-0.089
合计EPS	0.034	0.057	0.068	0.076	0.138	0.243	0.365	0.513
增速	36.59%	68.26%	18.55%	11.53%	81.27%	76.16%	50.46%	40.50%

来源：国金证券研究所

- 公司目前股价，对应 2010 年 PE 为 37 倍，对应达因生物贡献 PE 仅为 24 倍。我们认为对于“业绩处于拐点、未来 50%以上增长预期”的公司可以给予估值溢价，而 24 倍的医药估值则没有充分反应达因的经营优势。
- 如果再考虑到其他业务可能改善的预期（目前已经有迹象显露）、达因经营超预期的可能，我们给予公司 6-12 个月目标价 12-14 元（预测基准如下图），首次给予“买入”评级。

图表14: 公司的盈利预测情景假设

情景假设		2009E	2010E	2011E	2012E
一、整体考虑，其他业务不再恶化		0.138	0.243	0.365	0.513
增速		81.27%	76.16%	50.46%	40.50%
二、只考虑医药业务		0.304	0.362	0.466	0.599
增速		19.61%	19.00%	28.97%	28.38%
三、整体考虑，其他业务出现改善		超预期的情况			
估值探讨		目标PE2010		目标PE2011	
	一、整体考虑	50	12.13	14.60	40
	二、只考虑医药	40	14.47	13.99	30
	三、其他业务改善		超预期	超预期	
注1、目前医药板块整体 2010 年估值 35 倍					
注2、达因生物是儿童保健领域的领先企业，具有学术推广的优势和核心竞争力，未来具有内生增长和外延扩张的空间，可以享受估值溢价					

来源：国金证券研究所

风险提示

- 非医药资产盈利能力持续降低，无法改善
- 校企背景、机制不如民企灵活
- 大股东持股比例不高，二股东有减持压力
- 达因 2010 年厂房搬迁可能短暂影响经营

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	527	496	538	482	540	619
增长率	-6.0%	8.6%	-10.4%	11.9%	14.7%	
主营业务成本	-289	-241	-266	-172	-175	-182
% 销售收入	54.9%	48.6%	49.5%	35.6%	32.5%	29.4%
毛利	238	255	272	311	364	437
% 销售收入	45.1%	51.4%	50.5%	64.4%	67.5%	70.6%
营业税金及附加	-8	-7	-6	-7	-8	-9
% 销售收入	1.5%	1.4%	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-101	-113	-105	-113	-119	-130
% 销售收入	19.2%	22.9%	19.4%	23.5%	22.1%	21.0%
管理费用	-54	-55	-47	-41	-42	-42
% 销售收入	10.2%	11.0%	8.7%	8.5%	7.8%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	75	80	115	149	195	255
% 销售收入	14.2%	16.1%	21.3%	30.9%	36.2%	41.3%
财务费用	-25	-26	-27	-36	-34	-33
% 销售收入	4.7%	5.3%	5.0%	7.5%	6.3%	5.4%
资产减值损失	0	-4	-7	-10	-9	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-4	-1	0	0	0	0
% 销售收入	n.a	n.a	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%
税前利润	52	57	85	110	155	216
利润率	9.8%	11.5%	15.9%	22.7%	28.8%	34.8%
所得税	-20	-22	-30	-33	-47	-65
所得税率	39.7%	38.5%	35.3%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	31	35	55	77	109	151
少数股东损益	21	23	42	52	65	85
归属于母公司的净利润	10	12	14	25	44	66
净利率	1.8%	2.5%	2.5%	5.1%	8.1%	10.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	10	35	55	77	109	151
少数股东损益	21	0	0	0	0	0
非现金支出	26	27	33	61	57	55
非经营收益	29	29	29	46	50	50
营运资金变动	-34	10	-23	-48	-5	-7
经营活动现金净流	52	101	94	136	211	249
资本开支	-28	-26	-25	-54	-26	-27
投资	-1	-4	-2	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-29	-30	-27	-55	-26	-27
股权募资	0	1	3	0	0	0
债权募资	-2	-4	-66	736	-41	-145
其他	-38	-40	54	-47	-77	-77
筹资活动现金净流	-40	-42	-8	689	-118	-222
现金净流量	-16	29	59	770	67	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	43	71	130	900	967	967
应收账款	172	175	146	154	168	189
存货	68	55	72	52	53	55
其他流动资产	24	33	29	23	23	24
流动资产	307	334	377	1,128	1,210	1,235
% 总资产	32.8%	33.7%	36.3%	62.9%	65.2%	66.2%
长期投资	54	131	122	123	122	122
固定资产	381	299	321	321	320	319
% 总资产	40.8%	30.1%	30.9%	17.9%	17.2%	17.1%
无形资产	193	222	213	220	203	189
非流动资产	627	659	662	666	647	631
% 总资产	67.2%	66.3%	63.7%	37.1%	34.8%	33.8%
资产总计	934	993	1,040	1,794	1,857	1,866
短期借款	297	175	143	879	837	691
应付账款	154	237	309	259	268	284
其他流动负债	46	56	28	33	34	35
流动负债	496	469	479	1,171	1,140	1,011
长期贷款	74	130	118	118	118	119
其他长期负债	0	1	0	0	0	0
负债	571	600	597	1,288	1,257	1,129
普通股股东权益	286	303	317	319	339	381
少数股东权益	77	91	126	178	243	328
负债股东权益合计	934	993	1,040	1,785	1,839	1,838

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.053	0.068	0.076	0.138	0.243	0.365
每股净资产	1.588	1.680	1.761	1.768	1.881	2.116
每股经营现金净流	0.288	0.561	0.520	0.754	1.171	1.381
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	3.36%	4.05%	4.31%	7.78%	12.90%	17.27%
总资产收益率	1.03%	1.24%	1.32%	1.39%	2.38%	3.58%
投入资本收益率	6.23%	7.05%	10.54%	6.99%	8.90%	11.77%
增长率						
主营业务收入增长率	56.92%	-6.02%	8.61%	-10.42%	11.92%	14.68%
EBIT增长率	19.01%	5.45%	43.17%	30.09%	30.98%	30.77%
净利润增长率	56.20%	27.70%	11.53%	81.13%	76.29%	50.66%
总资产增长率	-1.90%	6.34%	4.69%	72.48%	3.53%	0.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.2	89.8	68.6	55.0	52.0	50.0
存货周转天数	87.7	93.0	87.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	77.7	127.0	122.6	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	257.7	214.9	204.8	212.6	175.7	140.7
偿债能力						
净负债/股东权益	90.33%	59.44%	29.40%	19.37%	-2.11%	-22.19%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.1	4.2	4.1	5.8	7.7
资产负债率	61.10%	60.38%	57.39%	72.18%	68.37%	61.42%

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	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	3.00

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

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。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。