

G 益佰 (600594)

增持

中药行业

2006 年机遇与挑战并存

维持评级

2006 年 04 月 17 日

公司研究/公司点评

基础数据 (05 年):

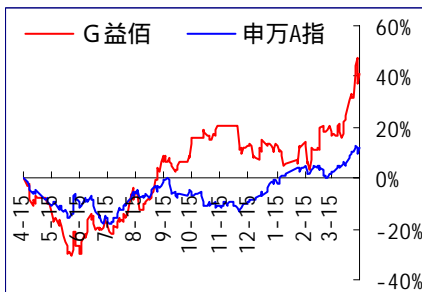
每股净资产 (元)	6.92
资产负债率%	54.39
总股本/流通A股 (万股)	8040/3120

市场数据: 2006 年 04 月 17 日

收盘价 (元)	16.18
一年内最高/最低 (元)	18.63/10.1
上证指数	1360/3760
市净率	2.34
息率 (分红/股价)	0.71%
流通市值 (万元)	50481.6

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

上市后股价与大盘对比走势:



分析师

罗 鹄

(8621) 63295888 x 456

luojing@sw108.com

联系人

叶 飞

(8621) 63295888-430

yefei@sw108.com

地址: 上海市南京东路 99 号

电话: (8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

http://www.sw108.com

盈利预测:

	主营业务收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (百万 元)	增长率 (%)	每股收益 (元)	主营业务 利润率 (%)	净资产收 益率 (%)	市盈率
2005A	739	17	69	23	0.86	70	12	19
2006E	857	16	81	17	1.01	67	12	16
2007E	1018	19	99	22	1.23	67	15	13
2008E	1181	16	119	20	1.48	66	15	11

投资要点:

- 2005 年公司实现销售收入 7.39 亿元,同比增长 17%,实现净利润 6941 万元,同比增长 23.2%,每股收益 0.86 元;四季度实现销售收入 2.95 亿,同比增长 7.5%,实现净利润 3800 万,同比增长 25%,每股收益 0.47 元。其中四季度销售收入占全年比重的 40%,净利润占全年比重的 55%,四季度盈利所占比重依然偏重。公司推出了每 10 股派 1.15 元转增 5 的分配方案。
- 公司产品毛利率继续提升,这在 2005 年杏丁受到 10 几家企业竞争下尤其难能可贵,但是营业费用加大投入、子公司佰加壹实现收入较低、收购西藏药业支付大量现金带动三项费率攀升,使得益佰 2005 年负担明显加重,带息负债增加 1.1 亿元。公司在 2005 年采用了保兑仓业务,运营资金较为充裕,实现了较好的经营活动现金流,四季度公司采取了控货策略,应收帐款下降 2500 万,经营质量有所提升。
- 2006 年政府打击商业贿赂将处方药带入冬天,我们认为公司短期经营将面临一定压力,但有能力化解,公司正在推行一些处方药创新营销模式——在全国 20 多个城市建立抗肿瘤博物馆,以形成益佰 ai 品牌拉动的、以艾迪为基础的肿瘤药新型推广模式,保持公司抗肿瘤药的长期竞争优势; 益佰的银杏制剂提取工艺在世界处于领先水平,公司正推出高于德国金纳多的 EGB761 银杏注射液标准 SGBE832,从高标准入手建立银杏专家体系; 清开灵粉针冻干曲线摸索成熟,清开灵注射液市场消费基础好,替代使用正在逐步推进。此外公司在 OTC 和第三终端探索了一套营销模式,我们看好公司在目前国内医药企业整体素质下的营销驱动型盈利模式,我们认为益佰制药有能力凭借自身已经建立的核心竞争力,获取未来医药行业洗牌过程中部分医药企业出局让出的市场份额,公司是 3-5 年内可以长大的医药企业。
- 我们预计公司 2006-2008 年每股收益为 1.01 元、1.23 元、1.48 元,同比增长 17%、22%、20%,对应预测市盈率分别为 16 倍、13 倍、11 倍,从 2007、2008 年角度看,股价安全边际较高,随着公司整合西藏药业产生成效,我们认为市场对益佰的认同度将大大提高,我们给予公司 12 个月目标价位 18.5 元,相当于 2007 年每股收益的 15 倍市盈率,维持增持评级。

1. 2005 年经营回顾

2005 年公司实现销售收入 7.39 亿元，同比增长 17%，实现利润总额 6126 万元，同比增长 4.3%，实现净利润 6941 万元，同比增长 23.2%，每股收益 0.86 元，利润总额之所以低于净利润增长是因为子公司亏损。公司推出了每 10 股派 1.15 元转增 5 的分配方案。

公司四季度实现销售收入 2.95 亿，同比增长 7.5%，实现净利润 3800 万，同比增长 25%，每股收益 0.47 元。其中四季度销售收入占全年比重的 40%，净利润占全年比重的 55%，公司盈利四季度所占比重依然偏重。

● 四季度采取控货策略降低应收帐款，减缓了销售收入全年增长

处方药实现销售收入 4.71 亿元，同比增长 16%，新增销售收入 6500 万元，处方药占销售比重 64%；OTC 实现销售收入 2.64 亿元，同比增长 18%，新增销售收入 4000 万元，公司在四季度采取了控货策略，使得销售收入在比 2004 年同比增长 17%的基础上，应收帐款减少 2500 万，销售状况更为健康。

艾迪：在控货基础上继续保持了 17%的稳定增长，实现销售收入 2.56 亿元；**杏丁**：增长 5%，实现销售收入 1.49 亿元，国家药监局在 04、05 年批准了 10 几家杏丁的通用名药银杏达膜注射液生产批文，市场竞争加剧。**清开灵粉针**：由于生产工艺冻干曲线的摸索，延迟了清开灵粉针的大规模上市，目前工艺基本稳定，实现销售收入 2500 万元。**克咳系列**：四季度最新上市感冒止咳糖浆，上市即实现 1900 万不俗销售，小儿止咳糖浆是公司成功推广的止咳药，但新推止咳药对克咳形成了一定替代，减少销售 3000 万，咳嗽药系列同比略有下降。**其他**：四季度公司在全国县级城市举行了 2000 场销售推广会，桂林漓江药业的 50 多种普药有 10 几种在推广之列，第三终端约实现了 2000 多万销售收入，带动了 OTC 增长。

表 1：2005 年公司主要产品销售情况（百万元）

	04年销售收入	05年销售收入	新增销售收入	同比增长
处方药	406	471	65	16%
艾迪	218	256	38	17%
康赛迪	36	39	3	9%
杏丁	142	149	7	5%
清开灵	6	25	19	322%
非处方药	224	264	40	18%
止咳类	189	188	(1)	0%
克咳	118	88	(30)	-25%
小儿止咳糖浆	64	73	9	15%
感冒止咳止咳糖	0	19	19	na
其他	16	46	30	193%

资料来源：公司数据

- **毛利率略有上升，三项费率继续攀升**

毛利率：公司综合毛利率 71.6%，同比提高 1.7 个百分点，其中非处方药毛利率提高 1.1 个百分点，处方药毛利率提高 2.5 个百分点，这在 2005 年杏丁受到 10 几家企业竞争下尤其难能可贵，因此公司主营业务利润同比增长 20%，超过销售收入 17%增幅。

三项费用：三项费率同比提高 3.9 个百分点，三项费用同比增长 25%，其中营业费率同比提高 1.8 个百分点，营业费用同比增长 21%；管理费率同比提高 1.7 个百分点，管理费用同比增长 47%；收购西藏药业支付 1 亿元现金，公司带息负债上升，财务费用同比增加 400 万。营销费用上升和子公司负担加重拉低营业利润率至 8.4%，较去年同期下降 2.2 个百分点，营业利润下降 8%。

- **子公司佰加壹亏损严重，是公司收购非常不成功的项目**

公司在 2003 年收购上海佰加壹，经营两年中，2004 年给公司带来 1000 万担保损失和 1665 万亏损，2005 年仅实现销售收入几百万，继续巨亏 1897 万元，加重了公司负担，佰加壹是公司收购非常不成功的项目。损益表中未确认投资损失项 1245 万元是子公司佰加壹的亏损，由于公司投资佰加壹投资成本是 600 万元，目前佰加壹亏损已超过投资成本，因此进入未确认投资损失项。目前公司已对佰加壹增资 1.1 亿，股权比重从 60%上升至 97%，以加大益佰本部对佰加壹产品营销支持。

另一子公司益佰医药有限公司亏损 179 万元，母公司所得税率 15%，益佰医药有限公司所得税率 33%，是公司营业费用支出大户，从所得税的角度考虑，益佰医药有限公司可能一直不会实现盈利。

- **启用保兑仓，运营效率大为提高**

公司实现经营性现金流 1700 万，加上 2.2 亿银行承兑票据（六个月贴现票据）约可为公司带来 2.3 亿以上现金，年末经营性现金流之所以较为充沛，主要是益佰医药有限责任公司为加强商业客户管理，2005 年 12 月启用国际非常流行的保兑仓业务，获得 2 亿授信额度，低成本融资，提高了运营现金比重。

应收帐款周转天数 41 天，处于行业较快水平；存货周转天数 155 天，基本正常。

● 行业内收购公司资金需求加大，带息负债上升

2005 年底公司收购西藏药业，支付 1 亿现金，导致带息负债增加 1.1 亿，目前公司资产负债率 54%。2006 年此项收购还需支付 1 亿资金，公司基本通过内部资金解决，未来公司资本性支出大大减少。

表 2：公司单季数据分析

	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
主营业务收入	116	128	114	274	121	163	161	295
同比增长	na	na	na	na	4.7%	27.4%	40.7%	7.5%
环比增长	na	10.2%	-10.4%	140.0%	-55.8%	34.1%	-1.1%	83.4%
毛利率	66.8%	70.8%	73.8%	69.2%	73.3%	73.1%	76.7%	67.4%
OTC药	42	26	20	136	49	40	27	148
同比增长	na	na	na	na	18.1%	52.1%	35.6%	0.0%
环比增长	0.0%	-37.6%	-23.5%	582.8%	-63.7%	-19.7%	-31.8%	0.0%
毛利率	48.8%	49.1%	51.5%	53.9%	57.9%	46.9%	54.6%	53.2%
处方药	74	102	94	136	71	122	135	143
同比增长	na	na	na	na	-4.0%	20.5%	43.3%	0.0%
环比增长	na	37.6%	-7.1%	44.7%	-48.1%	72.8%	10.4%	0.0%
毛利率	77.1%	76.4%	78.5%	84.5%	84.0%	81.6%	81.1%	82.8%
主营业务利润	76	89	83	186	87	117	121	195
主营业务利润率	65.7%	69.6%	72.7%	67.9%	72.1%	71.8%	75.4%	66.2%
同比增长	na	na	na	na	14.9%	31.5%	45.9%	4.7%
环比增长	na	16.7%	-6.4%	124.4%	-53.1%	33.5%	3.8%	61.0%
营业费用	(61)	(61)	(62)	(135)	(71)	(96)	(96)	(123)
同比增长	na	na	na	na	17.0%	58.1%	53.6%	-8.4%
环比增长	na	-0.3%	2.8%	116.5%	-47.3%	34.7%	-0.1%	29.1%
营业费率	52.5%	47.5%	54.5%	49.1%	58.6%	58.9%	59.5%	41.9%
管理费用	(7)	(10)	(9)	(17)	(11)	(11)	(13)	(28)
同比增长	na	na	na	na	60.1%	10.1%	48.0%	62.7%
环比增长	na	49.2%	-13.5%	100.5%	-38.1%	2.6%	16.2%	120.5%
管理费率	5.8%	7.8%	7.5%	6.3%	8.8%	6.7%	7.9%	9.5%
财务费用	(1)	(3)	(3)	2	(5)	0	(4)	(2)
同比增长	na	na	na	na	247.0%	-115.5%	20.2%	-194.2%
财务费率	1.3%	2.5%	2.9%	-0.6%	4.2%	-0.3%	2.5%	0.5%
营业利润	7	15	9	36	1	11	9	42
营业利润率	6.2%	11.8%	7.5%	13.3%	0.5%	6.5%	5.5%	14.3%
同比增长	na	na	na	na	-91.2%	-30.0%	3.9%	15.7%
环比增长	na	108.7%	-43.1%	325.8%	-98.3%	1557.0%	-15.7%	374.3%
利润总额	7	14	7	30	1	10	8	42
税前利润率	5.6%	119.7%	6.5%	11.0%	0.5%	1699.9%	4.9%	14.3%
同比增长	na	na	na	na	-91.1%	-27.0%	6.2%	39.9%
环比增长	na	119.7%	-48.1%	0.0%	-98.1%	1699.9%	-24.4%	434.4%
所得税	(2)	(4)	(1)	(6)	(1)	(1)	(2)	(8)
有效税率	37.4%	82.6%	8.9%	0.0%	154.5%	55.6%	27.7%	0.0%
少数股东损益	0	0	0	6	2	1	2	3
未确认投资损失	0	0	0	0	3	1	3	6
净利润	4	10	7	30	4	10	11	38
净利润率	3.6%	7.9%	6.4%	11.1%	3.4%	6.0%	6.6%	12.9%
同比增长	na	na	na	na	-2.2%	-2.9%	46.6%	25.4%
环比增长	na	139.9%	-27.9%	317.0%	-86.4%	138.0%	8.9%	256.8%
EPS	0.06	0.15	0.11	0.45	0.05	0.12	0.13	0.47

资料来源：公司数据

表 3：公司季度累积数据分析

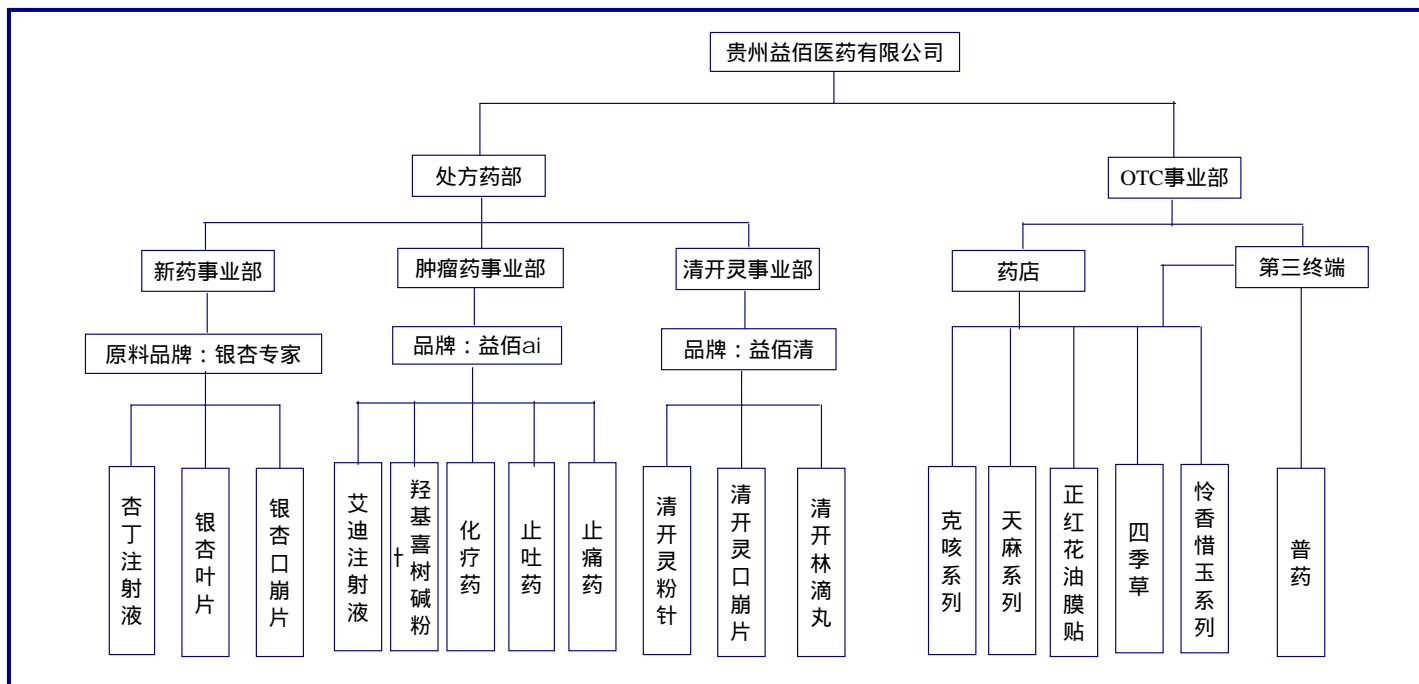
	1Q04	1H04	1-3Q04	04年	1Q05	1H05	1-3Q05	05年
主营业务收入	116	243	358	632	121	284	445	739
<i>同比增长</i>	na	41.7%	na	25.7%	4.7%	16.6%	24.3%	17.0%
<i>毛利率</i>	66.8%	68.9%	70.5%	69.9%	73.3%	73.2%	74.5%	71.6%
OTC药	42	68	88	224	49	89	116	264
<i>(+/-%)</i>	na	14.2%	na	7.7%	18.1%	31.1%	32.1%	17.7%
<i>毛利率</i>	48.8%	48.9%	49.5%	52.1%	57.9%	53.0%	53.4%	53.3%
处方药	74	175	270	406	71	193	328	471
<i>(+/-%)</i>	na	56.3%	na	37.9%	-4.0%	10.2%	21.8%	16.1%
<i>毛利率</i>	77.1%	76.7%	77.3%	79.7%	84.0%	82.5%	81.9%	82.2%
主营业务利润	76	165	248	434	87	204	325	520
<i>主营业务利润率</i>	65.7%	67.7%	69.3%	68.7%	72.1%	71.9%	73.2%	70.4%
<i>同比增长</i>	0.0%	79.8%	0.0%	61.2%	14.9%	23.8%	31.2%	19.8%
营业费用	(61)	(121)	(184)	(318)	(71)	(167)	(262)	(386)
<i>同比增长</i>	na	89.3%	na	84.9%	17.0%	37.5%	43.0%	21.2%
<i>营业费率</i>	52.5%	49.9%	51.3%	50.4%	58.6%	58.8%	59.0%	52.2%
管理费用	(7)	(17)	(25)	(42)	(11)	(22)	(34)	(62)
<i>同比增长</i>	na	90.4%	na	77.2%	60.1%	30.2%	36.3%	47.0%
<i>管理费率</i>	5.8%	6.8%	7.0%	6.7%	8.8%	7.6%	7.7%	8.4%
财务费用	(1)	(5)	(8)	(6)	(5)	(5)	(8)	(10)
<i>同比增长</i>	na	12.7%	na	-45.9%	247.0%	-2.7%	6.7%	61.9%
<i>财务费率</i>	1.3%	1.9%	2.2%	1.0%	4.2%	1.6%	1.9%	1.4%
营业利润	7	22	31	67	1	11	20	62
<i>营业利润率</i>	6.2%	9.1%	8.6%	10.6%	0.5%	3.9%	4.5%	8.4%
<i>同比增长</i>	na	51.2%	na	9.0%	-91.2%	-49.8%	-34.9%	-7.5%
利润总额	7	21	28	59	1	11	19	61
<i>税前利润率</i>	5.6%	8.6%	7.9%	9.3%	0.5%	3.9%	4.3%	8.3%
<i>同比增长</i>	na	42.6%	na	-3.4%	-91.1%	-47.1%	-33.1%	4.6%
所得税	(2)	(7)	(8)	(14)	(1)	(2)	(4)	(12)
<i>有效税率</i>	37.4%	33.1%	26.7%	23.3%	154.5%	20.8%	23.7%	19.9%
少数股东损益	0	0	1	7	2	2	4	8
未确认投资损失	0	0	0	4	3	4	7	12
净利润	4	14	22	56	4	15	26	69
<i>净利润率</i>	3.6%	5.9%	6.0%	8.9%	3.4%	5.3%	5.8%	9.4%
<i>同比增长</i>	na	32.7%	na	9.3%	-2.2%	4.8%	18.9%	23.2%
EPS	0.06	0.21	0.32	0.84	0.05	0.19	0.32	0.86
应收票据	0	0	0	79	48	21	60	228
经营活动现金流	(21)	(84)	(126)	75	(30)	(84)	(64)	17
应收帐款周转天数	47	48	66	46	81	60	20	41
应收帐款加其他应收款周转天数	128	79	185	186	226	246	173	188
存货周转天数	203	229	252	144	247	191	187	155

资料来源：公司数据、SYWG

2. 未来经营展望

益佰是我们定义的平民型企业，公司历史较短，没有较深和较长的积累，但公司凭着对中国医药市场的理解，选择符合市场的优势处方药和 OTC 品种，围绕心血管、抗肿瘤、抗病毒注射剂和 OTC 药，通过优势品种建立了完善的处方药、OTC 和第三终端销售网络，并为中国医药卫生体制变革提前做好了大量准备，我们看好公司在目前国内医药企业整体素质下的营销驱动型盈利模式，在未来医药行业洗牌过程中，我们认为益佰制药有能力凭借自身已经建立的核心竞争力，获取部分医药企业出局让出的市场份额，公司是 3-5 年内可以长大的医药企业。

图 1：益佰制药主要品种围绕心血管、抗肿瘤、抗病毒注射剂、OTC，在医院、药店和第三终端建立了完善网络



资料来源：公司资料

过去 3 年公司通过收购上海佰加壹、桂林漓江制药、西藏药业，进行行业内业务延伸和兼并，以弥补自身积累不足。虽然上海佰加壹是较不成功的收购，但佰加壹未来可能成为公司移师上海基地；桂林漓江制药的普药系列为公司 2005 年探索第三终端营销模式提供了产品基础，虽然没有为公司带来大的盈利，但分摊了公司营业费用；西藏药业拥有 20 多个藏药品种和两个一类生物制药，我们非常看好公司对西藏药业的整合能力，西藏药业的资源优势 and 公司的营销优势未来将发挥协同效应，益佰抗风险能力大大增强。

● 2006 年发展机遇与挑战并存

挑战：医药行业政策环境趋紧，特别是打击商业贿赂，处方药经营环境给医药企业带来了较大挑战，我们认为公司不能幸免，对处方药销售会带来一定影响。

但更多的是机遇：1997 年艾迪上市时公司开始了学术推广之路，公司建立了非常强大专业的学术推广队伍和医院专家队伍，抗风险能力远比其他企业强。艾迪注射液是公司独家生产抗肿瘤药，被列入 2006 年降价药品目录，公司正在争取优质优价。医院市场 70% 份额被居间人占领，打击商业贿赂会使部分居间人出局，公司可能在行业变革中获取更大市场份额，这一效应可能不会在 2006 年立即体现，但绝对是一个长远效应。“益佰”品牌在 OTC 市场和经销商心目中已经具有一定地位。2005 年公司已经探索了一套第三终端营销模式。

公司正在推行一些处方药创新营销模式——在全国 20 多个城市建立抗肿瘤博物馆，以形成益佰 ai 品牌拉动的、以艾迪为基础的肿瘤药新型推广模式，保持公司抗肿瘤药的长期竞争优势；益佰的银杏制剂提取工艺在世界处于领先水平，公司正推出高于德国金纳多的 EGB761 银杏注射液标准 SGBE832，从高标准入手建立银杏专家体系；清开灵粉针冻干曲线摸索成熟，清开灵注射液市场消费基础好，替代使用正在逐步推进。我们认为公司有能力有效化解行业政策风险，即使在 2006 年的行业环境中，最坏的情景处方药销售收入下降，下降更快的会是营业费用，公司利润水平会有保障，如果出现最坏的情景，我们希望投资者不要仅仅关注 2006 年的销售收入下降，而应该关心行业净化后对公司经营环境产生的正面影响，行业环境净化更有利于公司成长。

● 从 2007 年看，公司安全边际较高

我们坚信公司能在 2006 年度过处方药这一销售冬天，在新的 OTC 和普药分摊费用带动下，益佰自有产品在 2007 年继续稳步增长；佰加壹营销整合进入益佰医药有限公司，盈利能力加强。

2007 年新的会计准则启用，西藏药业股权收购溢价全部冲减当期未分配利润，西藏药业诺迪康开始产生利润，2007、2008 年西藏药业将为公司贡献 14% 左右利润增长，我们认为占在 2007 年看，益佰的安全边际较高。

表 4：2007 年开始西藏药业为益佰贡献收益（万元、元）

	西藏药业净利润	益佰获得收益	收购溢价摊销	益佰最终获得收益	获得每股收益
2006年	2000	653	608	45	0.01
2007年	3000	979	0	979	0.12
2008年	3600	1175	0	1175	0.15

资料来源：申银万国证券研究所

表 5：公司主要产品和业务销售预测

百万元	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	632	739	857	1,018	1,181
(+/-%)	25.71%	17.01%	15.95%	18.80%	15.98%
毛利率	69.92%	71.64%	68.12%	67.77%	67.11%
主要产品销售收入					
止咳类	189	188	211	231	242
(+/-%)	26.74%	-0.27%	12.07%	9.46%	4.85%
占销售收入比重	29.90%	25.48%	24.63%	22.69%	20.51%
毛利率	52.91%	52.11%	51.76%	51.50%	51.33%
克咳胶囊	118	88	84	79	75
(+/-%)	7.54%	-25.27%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
小儿止咳糖浆	64	73	80	88	97
(+/-%)	94.82%	14.92%	10.00%	10.00%	10.00%
感冒止咳糖浆	na	19	38	53	59
(+/-%)	na	na	100.00%	40.00%	10.00%
抗肿瘤类	254	295	335	387	438
(+/-%)	31.24%	16.16%	13.39%	15.68%	13.10%
占销售收入比重	40.19%	39.90%	39.02%	37.99%	37.05%
毛利率	78.36%	78.64%	78.38%	77.97%	77.75%
艾迪注射液	218	256	282	310	341
(+/-%)	37.50%	17.30%	10.00%	10.00%	10.00%
康赛迪胶囊	36	39	43	47	52
(+/-%)	2.70%	9.21%	10.00%	10.00%	10.00%
心血管类	167	169	184	217	256
(+/-%)	4.58%	0.95%	8.82%	17.82%	18.15%
占销售收入比重	26.49%	22.86%	21.45%	21.28%	21.67%
毛利率	80.53%	81.29%	81.51%	81.89%	82.21%
杏丁注射液	142	149	164	197	236
(+/-%)	40.76%	4.95%	10.00%	20.00%	20.00%
天麻头风灵胶囊	25	20	20	20	20
(+/-%)	-57.05%	-21.38%	0.00%	0.00%	0.00%
其它	22	71	124	180	241
(+/-%)	n.a	228.25%	74.08%	45.29%	34.28%
营业费率	50.37%	52.18%	49.00%	48.30%	48.30%
管理费率	6.71%	8.43%	5.50%	5.80%	5.80%
财务费率	0.99%	1.37%	2.01%	1.76%	1.59%

资料来源：公司报表、SYWG

3. 投资建议

基于谨慎原则，我们将益佰 2006 年盈利预测调整为 1.01 元（之前为 1.03 元），同比增长 17%，维持 2007 年每股收益 1.23 元，同比增长 22%，2008 年每股收益 1.48 元，同比增长 20%，根据我们的盈利预测，益佰 2006-2008 年预测市盈率分别为 16 倍、13 倍、11 倍，从 2007、2008 年角度看，公司股价安全边际较高，随着市场看到公司整合西藏药业产生成效，我们认为市场对益佰的认同度将大大提高，我们给予公司 12 个月目标价位 18.5 元，相当于 2007 年每股收益的 15 倍市盈率，我们维持增持评级。

4. 风险因素

- 在目前政府强力打击商业贿赂中，益佰制药处方药受到影响，从而影响公司盈利。
- 公司是我们定义的平民型企业，资源短缺，收购进一步加重了公司财务负担，这在一定程度上提升了公司经营风险。
- 公司盈利仍呈季节性分布，虽然 2006 年会有所改观，但投资者仍然只能在下半年看到公司实现理想盈利。

表 6：公司盈利预测表

截至12月31日	2004	2005	2006E	2007E	2008E
损益表					
主营业务收入	632	739	857	1018	1181
主营业务成本	(190)	(210)	(273)	(328)	(388)
主营业务利润	434	520	574	678	779
营业费用	(318)	(386)	(394)	(482)	(559)
管理费用	(42)	(62)	(73)	(76)	(77)
财务费用	(6)	(10)	(18)	(19)	(21)
营业利润	67	62	89	101	122
投资收益	(1)	(0)	0	10	12
税前利润	59	61	89	110	134
所得税	(14)	(12)	(13)	(17)	(20)
净利润	56	69	81	99	119
资产负债表					
货币资金	114	109	(2)	(133)	(245)
应收账款	186	188	218	259	300
存货	76	90	109	131	154
固定资产	302	324	364	404	444
短期借款	77	227	227	227	227
应付账款	28	50	55	66	78
长期借款	87	45	45	45	45
少数股东权益	(1)	(9)	(14)	(19)	(24)
总资产	868	1261	1378	1415	1586
现金流量表					
经营活动现金流	(45)	17	26	16	37
投资活动现金流	(164)	(131)	(125)	(125)	(125)
融资活动现金流	262	133	(12)	(22)	(24)
现金流量净额	52	19	(111)	(131)	(112)
净自由现金流	(53)	4	9	7	28
每股经营活动产生现金流	(0.67)	0.22	0.32	0.20	0.45
估值					
市盈率-包括非经常性项目(倍)	23	19	16	13	11
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16	21	15	15	13
企业价值/息税前利润(倍)	16	21	15	15	13
股价/每股经营现金流(倍)	(24)	62	42	68	30
股息率(%)	0	1	1	1	1
股价/每股净资产(倍)	2.14	2.11	1.86	1.92	1.66
获利能力及经营效率					
毛利率(%)	69.9	71.6	68.1	67.8	67.1
息税折旧前利润率(%)	11.7	9.8	12.4	11.8	12.1
息税前利润率(%)	11.7	9.8	12.4	11.8	12.1
已运用资本回报率(%)	6.2	7.3	7.2	0.0	0.0
股本回报率(%)	11.1	11.3	11.6	14.6	15.2
资产回报率(%)	6.5	5.5	5.9	6.5	7.0
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.3	1.2	1.1	1.1
速动比率(倍)	1.6	1.1	1.0	0.9	0.9
应收帐款周转天数	84.2	92.5	86.6	85.6	86.5
存货周转天数	154.8	145.1	133.3	133.4	134.3
应付帐款周转天数	57.8	68.2	70.2	67.1	67.5
“流动资金/销售收入”比率(%)	37.0	30.8	31.7	31.8	31.9
负债					
净负债/股东权益(%)	11.4	34.4	46.2	67.0	72.4
利息覆盖倍数-损益表(倍)	7.8	5.3	6.1	6.9	8.2
利息覆盖倍数-现金流量表(倍)	-5.7	0.3	0.5	0.4	1.6

资料来源：公司数据、申银万国证券研究所

投资评级的说明

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 投资建议的评级标准

买入	: 相对强于市场表现15%以上；
增持	: 相对强于市场表现5% ~ 15%；
观望	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
卖出	: 相对弱于市场表现5%以下；

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，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“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。