

王晞 项军

证书号 S0190200010075

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

九安医疗（002432）**全球家用医疗健康电子产品供应商****合理估值 18-20****市场数据**

报告日期	2010-6-6
收盘价(元)	
52周最高/最低(元)	
总股本(百万股)	93.00
拟发行股本(百万股)	31.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	178.39
总资产(百万元)	237.84

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	313	395	535	732
同比增长(%)	12.0%	26.1%	35.5%	36.8%
净利润(百万元)	39	54	79	108
同比增长(%)	24.7%	38.9%	46.6%	36.0%
毛利率(%)	33.7%	34.6%	36.3%	37.8%
净利率(%)	12.5%	13.7%	14.9%	14.8%
净资产收益率(%)	21.9%	6.8%	9.0%	10.9%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.64	0.87
每股经营现金流(元)	0.34	0.54	0.34	0.66

相关报告**投资要点**

- 九安医疗从事家用医疗健康电子产品生产，主要生产以电子血压计和低频治疗仪为主的家用医疗保健产品，其中电子血压计的市场份额全球第三。
- **九安的竞争优势。**公司成为具备国际竞争力的家用医疗电子健康产品供应商的原因是：**机制优势**，公司作为民营企业，机制灵活，同时执行力强；**快速研发优势**，产品更新换代快；相对于国际竞争对手的**成本优势**；凌驾于国内竞争对手之上的**国际化优势**。
- **公司未来增长动力。**美国市场的开拓、国内市场的拓展以及血糖仪等新产品的推出，将推动公司未来快速成长。
- **募集投资项目。**公司此次发行 3,100 万股，拟募集资金 23,610 万元，主要用于家用医疗健康电子产品研发生产基地的建设。本次发行价为 19.38 元，实际募集资金净额为 57,074 万元，超募资金在 3 亿以上。
- **盈利预测。**我们预估公司 2010-2012 年发行后摊薄 EPS 分别为：0.44、0.64 和 0.87 元。公司未来几年将处于快速增长的阶段，给予 2010 年 40-45 倍 PE 的估值，合理价值在 17.6-19.8 元，19.36 元的发行价基本符合公司的价值。
- **风险提示。**美国和国内市场的开拓均存在一定的不确定性。

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 4 -
1.1 股权结构：董事长为实际控制人	- 4 -
1.2 主业构成：以电子血压计为主	- 4 -
2、行业分析	- 4 -
2.1 家用医疗电子健康产品市场	- 5 -
2.2 家用医疗电子健康产品行业竞争格局	- 5 -
3、公司分析	- 5 -
3.1 公司业务分析	- 5 -
3.2 公司产品分析	- 6 -
3.3 公司营销分析	- 7 -
4、公司竞争优势分析	- 8 -
4.1 快速研发优势	- 8 -
4.2 成本优势	- 8 -
4.3 国际化优势	- 9 -
5、公司未来发展情况分析	- 9 -
5.1 美国市场向欧洲看齐	- 9 -
5.2 国内市场向国外看齐	- 9 -
5.3 血糖仪向血压计看齐	- 10 -
6、募集资金项目分析	- 10 -
7、盈利预测与估值	- 10 -
图 1、公司发行前股权结构	- 4 -
图 2、2007-2009 年公司主营收入和净利润增长情况	- 6 -
图 3、2007-2009 年公司毛利率及期间费用率变化情况	- 6 -
图 4、2009 年公司各类产品销售收入和净利润占比	- 6 -
图 5、2009 年公司产品销售地区分布图	- 7 -
图 6、公司国内不同地区市场对应的销售模式	- 8 -
表 1、电子血压计主要竞争厂家	- 5 -
表 2、2007-2009 年公司研发投入情况	- 8 -
表 3、公司募集资金项目列表	- 10 -
表 4、公司盈利预测假设	- 11 -
表 5、公司盈利预测结果	- 11 -
附表	- 12 -

投资概要

九安医疗是具备国际竞争力的家用医疗健康电子产品供应商，电子血压计的市场份额全球第三。公司的竞争优势在于快速研发优势、成本优势和国际化优势，将来主要的增长动力在于美国和国内市场的进一步开拓以及血糖仪等新产品的推出。

1、估值及投资建议

我们预估公司 2010-2012 年发行后摊薄 EPS 分别为：0.44、0.64 和 0.87 元。公司具备较强的国际竞争力，未来几年将处于快速增长的阶段，给予 2010 年 40-45 倍 PE 的估值，合理价值在 17.6-19.8 元，19.36 元的发行价基本符合公司的价值。

2、关键假设

见盈利预测关键假设

3、股价表现催化剂

承接大宗美国市场订单；血糖仪等系列产品正式上市

4、风险提示

美国和国内市场的开拓均存在一定的不确定性

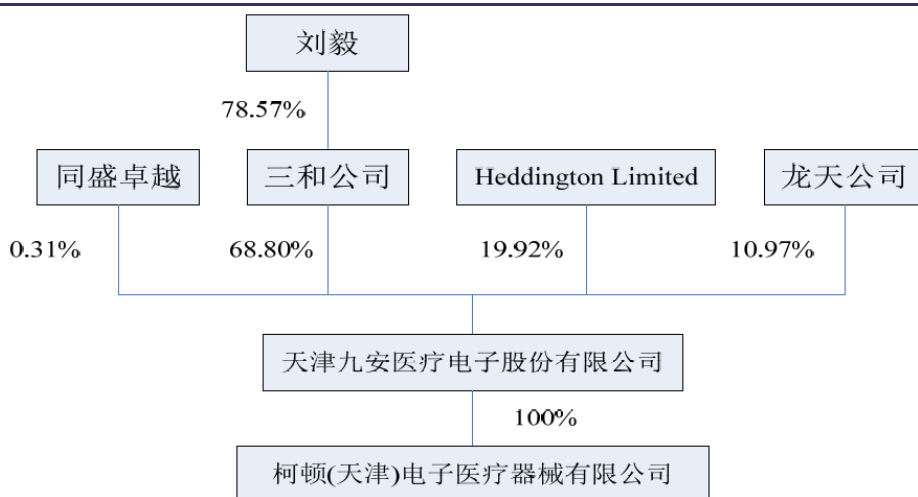
1、公司基本情况

天津九安医疗电子股份有限公司（以下简称九安医疗）成立于 1995 年，前身是柯顿（天津）电工电器有限公司。公司是从事家用医疗健康电子产品生产的专业厂家，长期致力于专业医疗检测家庭化、个人化，专业理疗家庭化，主要业务为以电子血压计和低频治疗仪为主的家用医疗保健工程相关的家用医疗产品，包括电子血压计、血糖仪等家用生理参数测试仪器，以及低频治疗仪、多路低频治疗仪等家庭用保健器械的研发、生产和销售等。

1.1 股权结构：董事长为实际控制人

九安医疗是民营企业，实际控制人是董事长刘毅，其控制的三和公司持股比例高达 68.8%；IDG 资本控制的龙天公司作为战略投资者也持有公司 10.97% 的股权，公司发行前总股本为 9,300 万股。

图 1、公司发行前股权结构



数据来源：招股意向书，兴业证券研发中心

1.2 主业构成：以电子血压计为主

公司以全球家用医疗健康电子产品综合提供商为定位，专注于专业检测家庭化、个人化；专业理疗家庭化，目前的主营业务是家用医疗健康电子产品的研发、生产和销售，主要产品包括电子血压计、低频治疗仪等。公司目前最主要的产品为电子血压计，占营业收入及主营业务利润的比例均在 85% 以上。

2、行业分析

公司目前的主要产品电子血压计、低频治疗仪等均属于家用医疗健康电子产品，其所对应的细分行业为家用医疗健康电子产品行业，此细分行业具有市场潜力巨大、销售平台共享、研发的应变能力要求高、生产的大批量多品种等特点。

2.1 家用医疗电子健康产品市场

目前家用医疗健康电子产品的主要需求地区是经济发达及相对比较发达的国家，主要用户所在区域是美国、欧洲、日本，次要区域是南美、东南亚、南亚、大洋洲（澳大利亚、新西兰）和中东。未来一段时间内，欧美、日本等发达国家依然将是家用医疗健康电子产品的主要市场，需求量占全球市场的 80%以上。中国及随着全球老年人口所占比例逐年增加及人们保健观念的日益增强，家用医疗健康电子产品的需求亦将迅速提升。据统计，我国 2008 年家用医疗器械的市场销售额高达 83 亿元，2009 年达到 105 亿元，预计到 2010 年将达 130 亿元左右。

在中国家用医疗健康电子产品中，电子血压计及血糖仪是最畅销的产品，潜在规模巨大，成长性高，开发潜力大。目前国内市场电子血压计还处于产品生命周期中的成长初期，预计未来中国电子血压计行业年均增长速度将在 30%以上。主要原因有：我国已步入老龄化社会，家庭老年人口比例增加，且多数老人都存在血压不稳的情况；人们健康意识的加强；中国成人高血压患病率增长快，基数大；我国家庭电子血压计普及率很低等。

2.2 家用医疗电子健康产品行业竞争格局

从生产角度看，家用医疗健康电子产品行业是完全竞争性行业，但由于家用医疗健康电子产品行业归属于医疗器械行业，在全球范围内均面临比较严格的监管，市场有较高的进入门槛。在全球，以家用医疗健康电子产品的代表产品电子血压计为例，市场竞争基本上是在少数几个厂商之间展开，除九安外主要有日本欧姆龙、日本爱安德、台湾优盛、台湾合世、台湾百略、日本日精、日本松下等，这几家厂商占据了全球电子血压计市场份额的 80%以上，其中九安的市场份额排名第三。在国内，日本欧姆龙占有国内电子血压计市场份额的 70%，九安医疗占 15%，名列第二。目前，世界电子血压计生产巨头在中国都建有专业生产基地，中国电子血压计生产量占国际市场份额的 90%以上，可谓电子血压计的世界工厂。

表 1、全球电子血压计主要竞争厂家

厂商	2009	年度排名品牌	主产地
日本欧姆龙	1	欧姆龙	大连
日本爱安德	2	爱安德（A&D）	深圳
天津九安	3	九安、andon	天津
台湾百略	4	Microlife	深圳
台湾合世	5	瑞康	苏州
台湾优盛	6	脉博士	上海

数据来源：招股意向书

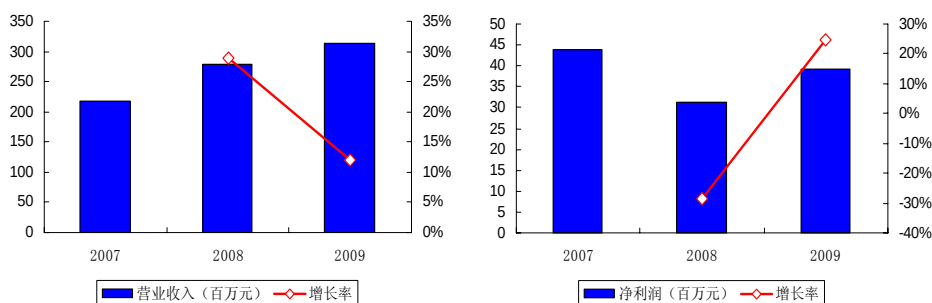
3、公司分析

3.1 公司业务分析

2007-2009 年，公司的主营业务收入增长率为 20%，净利润增长率为-5.7%，公司营业收入增长较快，但净利润增速为负。公司营业收入增长而盈利能力下滑，主要原因是：

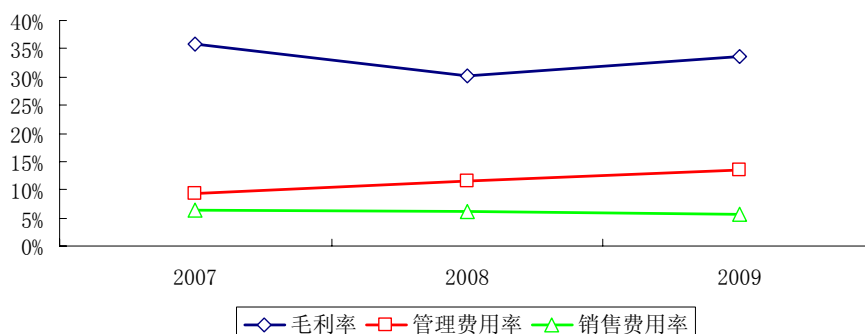
- 2007-2009 年由于人民币升值和产品结构调整, 公司的毛利率下滑明显;
- 由于公司处于扩张期, 对相关技术、人员和厂房等方面的投入加大, 公司的期间费用率, 尤其是管理费用率上升较快。

图 2、2007-2009 年公司主营收入和净利润增长情况



数据来源: 招股意向书, 兴业证券研发中心

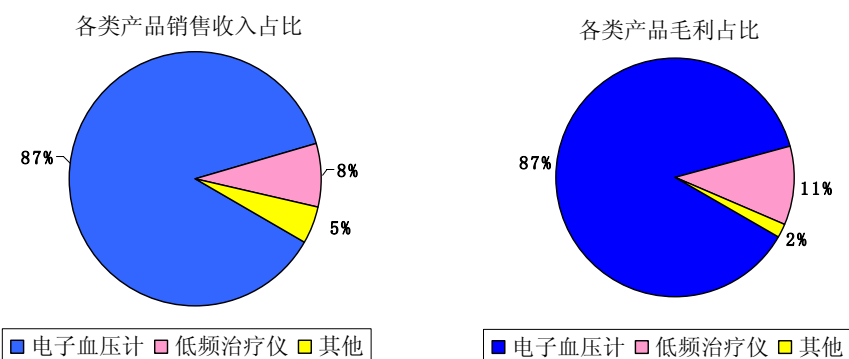
图 3、2007-2009 年公司毛利率及期间费用率变化情况



数据来源: 招股意向书, 兴业证券研发中心

电子血压计是公司的核心产品, 2009 年贡献营业收入和毛利的比例均高达 87%。公司的产品主要销往欧洲等海外市场。

图 4、2009 年公司各类产品销售收入和净利润占比



数据来源: 招股意向书, 兴业证券研发中心

3.2 公司产品分析

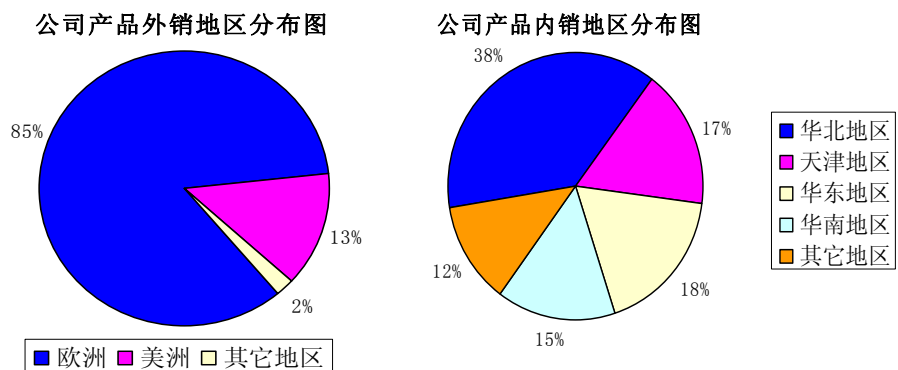
公司的主营业务是家用医疗健康电子产品的研发、生产和销售, 主要产品包括电子血压计、低频治疗仪等, 最主要的产品为电子血压计。公司的产品主要有以下几个特点:

- **生命周期长。**血压计有水银柱式血压计、电子血压计和气压表式血压计三种，但由于环保和操作便捷度等方面的因素，电子血压计成为了国际家庭血压计的主流，是水银柱式血压计和气压表式血压计的替代品，生命周期较长。
- **通过认证的产品多。**公司的主要产品不仅获得了国内的医疗器械注册证，而且大部分也通过了国际认证，其中通过欧盟 CE 认证的有 85 款血压计、15 款低频治疗仪和其它仪器等，通过美国 FDA 认证的有 28 款产品。强大的国际认证能力，是九安的产品打入国际市场的关键。
- **产品结构不断调整。**由于电子血压计的市场竞争日趋激烈和人民币升值带来的盈利压力，公司不断推出高附加值的产品，以取得更高的毛利率。2007 年，公司推出了 8 个带有语音功能的新型号电子血压计，全部用于外销，加权平均毛利率为 33.92%，远高于当年电子血压计外销平均毛利率 24.21%；2009 年，公司推出了两款高端 TFT 大屏幕产品 KD-7971 和 KD-5971，毛利率均在 45% 左右。

3.3 公司营销分析

公司的产品销往海外市场的比例高达 81.5%，其中以欧洲为主；国内销售规模较小，而且有一定的地域性，以天津地区和华北地区为主。

图 5、2009 年公司产品销售地区分布图



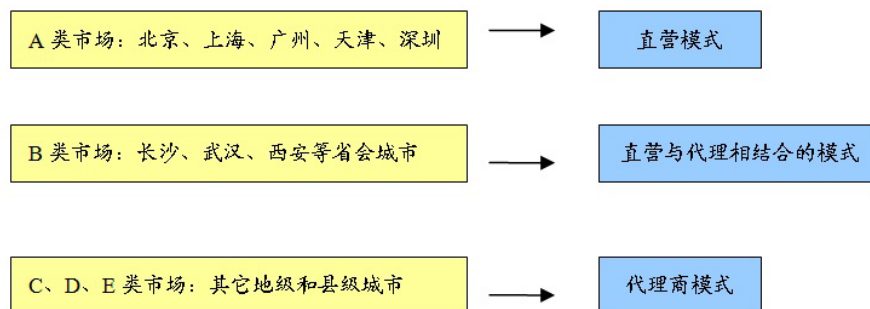
数据来源：招股意向书，兴业证券研发中心

从营销模式上来看，公司的产品内销和外销有较大的差异：

- **国际市场以 ODM 为主。**在国际市场开拓自有品牌，构建营销网络成本高、风险大，并不适合公司目前的发展状况，因此，公司在海外市场主要采取 ODM（部件设计制造外包）的方式。与传统的 OEM（部件制造外包）方式相比，公司参与了设计、开发等高附加值的环节，而不仅仅是低端的制造。强大的产品设计能力，也使得公司与客户建立了良好的合作关系。
- **国内市场以自有品牌销售。**公司在国内市场的自主营销有两种模式：直营销模式 and 代理商销售模式，根据城市和地区的差异，采取不同的销售模式。公司目前在直营市场设立分公司或办事处，负责所辖市场的渠道、推广、促销和服务等全面事宜；在代理商市场，公司在利益分配明确原则下，选择了一批合作时间长、相互信任度高的市场伙伴作为公司代理商。由于是自有品牌的销售，而且需要推广费用，所以产品售价较高，毛利率在 60% 以上，远

高于外销毛利率。

图 6、公司国内不同地区市场对应的销售模式



数据来源：招股意向书，兴业证券研发中心

4、公司竞争优势分析

我们认为，九安医疗的竞争优势主要体现在：快速研发优势、成本优势和国际化优势。在国内厂家中，公司是国内家用医疗电子健康产品的领先者；在国际上，公司在欧洲市场打败了日本和台湾的竞争对手，电子血压计的销量排名第一，在全球市场也名列第三。

4.1 快速研发优势

产品的设计能力和新产品的研发能力是影响医疗电子健康产品企业综合竞争力的重要因素。公司自成立以来对研发非常重视，研发中心共有人员 89 人，本科及以上学历占 87.64%，历年来研发投入也比较高。2007 年之后研发费用之所以持续下降，主要原因是随着公司行业地位的提高，2008 年开始部分模具费和测试费由客户承担，公司实际研发投入持续增长。

表 2、2007-2009 年公司研发投入情况

年份	当年销售收入（万元）	研发经费（万元）	研发经费/销售收入（%）
2007	21,694.21	1,175.48	5.42
2008	27,950.51	1,047.73	3.75
2009	31,315.81	843.24	2.69

数据来源：招股意向书，兴业证券研发中心

对研发的重视，使得公司开发新产品的效率很高。公司在与国外客户的长期合作中，能够迅速根据客户需要展开研发，不断提高公司研发能力，整体研发水平保持与国际同步。目前公司在现有技术平台上客户定制新功能的产品平均研发周期仅为 3 个月；对于带有新开发的基本技术模块的新产品，平均开发周期约为 6 个月，而主要竞争对手日本公司的研发周期一般是 1-2 年，公司的快速研发优势非常突出。公司在 2007 年至 2009 年推出了以语音电子血压计、低频治疗仪及血糖仪为代表的 5 大类 90 个新产品、新型号，研发效率很高。

4.2 成本优势

公司成立至今，始终将主业定位于电子血压计及家用医疗健康电子产品的研发设

计、生产和销售，随着多年的持续投入和滚动式增长，目前生产规模位居国际前列，已经具备了一定的规模效益。公司坚持自主研发，研发、设计、生产过程完全本土化，加强对成本的控制，保证了公司产品参与市场竞争的成本优势。由于公司的主要竞争对手为日本和台湾企业，九安的成本优势更加突出。

4.3 国际化优势

公司优良的产品、具有竞争力的价格和不断推出的新产品赢得了国际客户的青睐，并形成了稳定的优质客户群。公司的外销收入从 2007 年的 17,892.67 万元增至 2009 年的 25,531.97 万元，占总销售收入的 81.5%。公司已经与一批国外的优质客户建立了稳定的长期合作关系，九安医疗已经在国际范围内成为业内主要经销商认可的合作伙伴。在国内家用医疗电子健康厂家中，九安的国际化程度遥遥领先，优势非常明显。

5、公司未来发展情况分析

我们认为，美国市场的开拓、国内市场的推广和血糖仪等新产品的推出，是公司将来长期增长的动力。

5.1 美国市场向欧洲看齐

为适应全球家用医疗健康产品市场规模不断扩大，并应对日益激烈的市场竞争，公司从 2003 年开始对销售网络进行全球性布局。以电子血压计为例，美国、欧洲和日本这三大传统市场仍然是家用医疗健康电子产品消费的主要地区，其中美国市场就占了全球家用医疗健康电子产品市场的 30%。针对目前美国、欧洲市场的不同特征，公司确定了“先欧后美”的市场战略。经过近 5 年的开拓，目前公司已经在欧洲市场取得良好的销售份额。在未来 2-3 年内，公司将在巩固并提升欧洲市场份额的基础上，继续加大全球最大的美国市场开拓力度，实现在全球两大重点区域市场的全面销售，以进一步扩大国际市场占有率，不断扩大产品市场影响力。

5.2 国内市场向国外看齐

中国市场与国际市场相比，虽然目前市场开发规模比较小，但潜在规模巨大，成长性高，毛利率较高，综合开发潜力大，加速开发中国市场是公司应对全球经济波动战略举措 2009 年，公司在中国市场实现销售 32 万台，仅次于日本欧姆龙，占国内血压计市场 15% 的份额未来两年内，公司将在国内市场的 A、B 类重点城市加强直销网络建设，计划建立 20 家“九安家用医疗健康产品体验中心”，树立九安“家庭医疗健康”的品牌概念，增强公司对于国内销售网络中重要支点的控制力；在 C、D、E 类市场继续推进招商工作，扩大代理、合作网点，补充整个销售网络的覆盖范围，最终实现“以点带面”的战略布局，搭建完成九安家用医疗健康电子产品的推广平台。

5.3 血糖仪向血压计看齐

中国卫生部 2006 年的调查结果显示，我国每年大约增加 120 万例糖尿病患者。在美国，2004 年 1,500 万糖尿病患者消耗的糖尿病测试用品达到 50 亿美元；同一调查还显示在我国沿海和发达地区，患糖尿病的病人中目前只有约 10%的病人在使用血糖自测仪器或装置。经测算，随着我国国民收入的持续增加，使用血糖测试系统进行自测的病人将迅速增加，估计在今后 5-10 年内，使用的百分比将达到或超过 30%，这样使用血糖仪的用户将超过 1,350 万，市场前景非常广阔。

目前中国市场上的血糖仪以原装进口产品为主，国产血糖仪仅占国内市场的 35%。中国血糖仪市场被国外一些著名公司的产品所主导，如罗氏、强生、拜耳、雅培等。除上述企业外，国产血糖仪生产厂商有北京怡成、长沙三诺等。九安的血糖仪 2009 年已量产，其测试技术目前属于国际领先水平，但成本远低于国际厂家，竞争优势明显，公司今后将加大对血糖仪的研发和推广力度，使其销售规模向血压计看齐。

6、募集资金项目分析

公司此次发行 3,100 万股，拟募集资金 23,610 万元，主要用于家用医疗健康电子产品研发生产基地的建设，解决现有的产能瓶颈。本次发行价为 19.38 元，实际募集资金净额为 57,074 万元，超募资金在 3 亿以上。

表 3、公司募集资金项目列表

投资项目	建设内容	投资额（万元）	募集资金投入（万元）
家用医疗	建筑工程	11,937	9,552
	充放气总成车间设备采购	566	566
	生化试片车间设备采购	494	494
	电子血压计生产车间	150	150
	血糖仪生产车间	400	400
健康电子	低频治疗仪及综合医电产品生产车间	360	360
产品研发	综合电气检测实验室	271	271
生产基地	自动化仓库	1,425	1,425
	家用医疗健康电子产品研发中心	3,495	3,495
	线路板焊装车间设备采购	3,764	-
	传感器封装车间设备采购	2,970	-
	铺底流动资金及工程建设其他费用	7,201	6,897
合计		33,033	23,610

数据来源：招股意向书，兴业证券研发中心

本次募集资金投资项目的实施将增强公司的自主创新能力、质量控制能力和物流管理水平，对公司的研发、生产的各方面都起到了极大的促进作用，是对公司家用医疗健康电子产品业务平台的进一步提升。

7、盈利预测与估值

主要假设：

- 公司主要产品价格保持稳定；

- 血糖仪及相关产品 2010 年开始贡献收入;
- 内销业务稳步增长;
- 所得税率保持稳定。

表 4、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
电子血压计	销售收入 (百万元)	273.08	327.69	417.97	541.97
	同比增长率 %	17.03%	20.00%	27.55%	29.67%
	毛利率 %	33.78%	34.00%	35.00%	36.00%
外销	销售收入 (百万元)	226.63	271.96	339.95	424.93
	同比增长率 %	18.32%	20.00%	25.00%	25.00%
内销	销售收入 (百万元)	46.44	55.73	78.03	117.04
	同比增长率 %	11.12%	20.00%	40.00%	50.00%
低频治疗仪	销售收入 (百万元)	25.51	28.12	32.45	39.14
	同比增长率 %	-28.34%	10.25%	15.40%	20.60%
	毛利率 %	43.89%	44.00%	44.00%	44.00%
外销	销售收入 (百万元)	24.88	27.37	31.47	37.77
	同比增长率 %	-27.83%	10.00%	15.00%	20.00%
内销	销售收入 (百万元)	0.63	0.75	0.98	1.37
	同比增长率 %	-43.93%	15.00%	30.00%	40.00%
血糖产品	销售收入 (百万元)	0.00	20.00	60.00	120.00
	同比增长率 %	0.00	0.00%	200.00%	100.00%
	毛利率 %	0.00	50.00%	50.00%	50.00%
其他业务	销售收入 (百万元)	14.57	18.94	24.62	30.78
	同比增长率 %	37.84%	30.00%	30.00%	25.00%
	毛利率 %	13.85%	15.00%	15.00%	15.00%
营业费用 /主营业务收入 %		5.59%	6.00%	7.50%	9.00%
管理费用 /主营业务收入 %		13.38%	13.00%	12.00%	12.00%
财务费用 /主营业务收入 %		0.38%	-0.33%	-0.46%	-0.34%
实际税率 %		13.68%	14.00%	14.00%	14.00%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

根据以上假设, 我们得出盈利预测的结果, 如下:

表 5、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	313	395	535	732
增长率 %	12.0%	26.1%	35.5%	36.8%
营业利润 (百万元)	44	63	92	125
增长率 %	23.1%	41.7%	46.8%	36.2%
净利润 (百万元)	39	54	79	108
增长率 %	24.7%	38.9%	46.6%	36.0%
最新摊薄每股收益 (元)	0.31	0.44	0.64	0.87
每股净资产 (元)	1.44	6.48	7.12	7.99
动态市盈率 (倍)	61.55	44.31	30.24	22.23
市净率 (倍)	13.47	2.99	2.72	2.43

数据来源: 兴业证券研发中心整理

我们认为, 对于九安医疗这种快速增长的家用医疗健康产品领军企业, 给予 2010 年 40-45 倍 PE 的估值, 公司的合理价值在 17.6-19.8 元, 19.36 元的发行价, 我们认为基本反映了公司的价值。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	138	656	671	786
货币资金	19	507	471	515
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	59	75	101	138
其他应收款	13	16	22	29
存货	45	56	74	98
非流动资产	99	257	313	336
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	34	168	239	274
在建工程	29	39	35	22
油气资产	0	0	0	0
无形资产	35	35	35	35
资产总计	238	913	984	1122
流动负债	59	109	101	131
短期借款	0	0	0	0
应付票据	8	10	13	18
应付账款	34	43	56	75
其他	17	56	32	38
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	59	109	101	131
股本	93	124	124	124
资本公积	1	541	541	541
未分配利润	75	124	195	292
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	178	803	883	991
负债及权益合计	238	913	984	1122

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	39	54	79	108
折旧和摊销	0	7	14	18
资产减值准备	1	0	1	1
无形资产摊销	0	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-1	-2	-2
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	31	-20	58	41
经营活动产生现金流量	10	66	43	82
投资活动产生现金流量	-21	-151	-81	-41
融资活动产生现金流量	-1	572	2	2
现金净变动	-12	487	-36	43
现金的期初余额	32	19	507	471
现金的期末余额	19	507	471	515

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313	395	535	732
营业成本	208	258	341	455
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	18	24	40	66
管理费用	42	51	64	88
财务费用	1	-1	-2	-2
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	44	63	92	125
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	45	63	92	126
所得税	6	9	13	18
净利润	39	54	79	108
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	54	79	108
EPS (元)	0.31	0.44	0.64	0.87

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	12.0%	26.1%	35.5%	36.8%
营业利润增长率	23.1%	41.7%	46.8%	36.2%
净利润增长率	24.7%	38.9%	46.6%	36.0%
盈利能力(%)				
毛利率	33.7%	34.6%	36.3%	37.8%
净利率	12.5%	13.7%	14.9%	14.8%
ROE	21.9%	6.8%	9.0%	10.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	25.0%	12.0%	10.3%	11.7%
流动比率	2.33	6.00	6.62	5.99
速动比率	1.57	5.49	5.89	5.25
营运能力(次)				
资产周转率	1.41	0.69	0.56	0.69
应收帐款周转率	7.20	5.84	6.02	6.05
每股资料 (元)				
每股收益	0.31	0.44	0.64	0.87
每股经营现金	0.34	0.54	0.34	0.66
每股净资产	1.44	6.48	7.12	7.99
估值比率 (倍)				
PE	61.55	44.31	30.24	22.23
PB	13.47	2.99	2.72	2.43

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。