

王晞 项军

证书号 S0190200010075

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

誉衡药业（002437）**高成长的小型特色医药企业****合理价值 50-57****市场数据****主要财务指标**

报告日期	2010-6-8	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
收盘价(元)		营业收入(百万元)	430	632	930	1248
52周最高/最低(元)		同比增长(%)	56.0%	47.0%	47.2%	34.2%
发行前股本(百万股)	105.00	净利润(百万元)	130	176	261	372
拟发行股本(百万股)	35.00	同比增长(%)	22.9%	35.0%	48.2%	42.7%
总市值(百万元)		毛利率(%)	56.4%	51.9%	51.1%	51.9%
流通市值(百万元)		净利润率(%)	30.3%	27.8%	28.0%	29.8%
净资产(百万元)	287.53	净资产收益率(%)	45.3%	8.3%	10.9%	13.5%
总资产(百万元)	442.48	每股收益(元)	0.93	1.26	1.86	2.66
		每股经营现金流(元)	1.22	0.99	1.18	2.17

相关报告**投资要点**

- 誉衡药业属于小型特色医药企业，主要产品是骨科用药鹿瓜多肽注射液和抗肿瘤药盐酸吉西他滨，公司近三年一直保持稳健快速的成长。
- **誉衡的竞争优势。**公司过去保持高增长的原因在于：**机制优势**，公司作为民营企业，机制灵活，同时执行力强；**研发优势**，研发投入高于行业平均水平；**产品优势**，拥有专利保护品种和多个在研新药。
- **公司未来增长动力。**产能瓶颈的解决、储备丰富的产品线以及利用超募资金收购进行适当的收购兼并都是驱动公司将来继续高成长的新动力。
- **募集投资项目。**公司此次发行 3,500 万股，拟募集资金 42,872 万元，主要用于解决现有的产能瓶颈。本次发行价为 50.00 元，实际募集资金净额为 166,250 万元，超募资金在 10 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：1.26、1.86 和 2.66 元。公司未来几年将继续保持快速增长，给予 2010 年 40-45 倍 PE 的估值，合理价值在 50.4-56.7 元，对应 50.00 元的发行价，我们认为具备一定的投资机会。
- **风险提示。**营销模式受代理商影响大；公司在研新药能否顺利上市有一定的不确定性。

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 4 -
1.1 股权结构：以管理层持股为主	- 4 -
1.2 主业构成：核心品种略显单一	- 4 -
2、行业分析	- 4 -
2.1 鹿瓜多肽注射液市场及竞争格局	- 5 -
2.2 吉西他滨注射液市场及竞争格局	- 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 管理优势	- 8 -
4.2 研发优势	- 8 -
4.3 产品优势	- 8 -
5、公司未来发展情况分析	- 9 -
6、募集资金项目分析	- 9 -
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、2009 年公司各类产品销售收入和净利润占比	- 6 -
图 4、2007-2009 年公司各类产品毛利率变化情况	- 6 -
表 1、2007-2009 年鹿瓜多肽产能利用情况	- 7 -
表 2、公司部分在研重点产品	- 9 -
表 3、公司本次募集资金进度安排	- 9 -
表 4、公司本次募集资金项目后产能改善情况	- 10 -
表 5、公司盈利预测假设	- 10 -
表 6、公司盈利预测结果	- 11 -
附表	- 12 -

投资概要

誉衡药业是高速成长的小型特色医药企业，主要产品是骨科用药鹿瓜多肽注射液和抗肿瘤药盐酸吉西他滨。公司的竞争优势在于管理优势、研发优势和产品优势，将来主要的增长动力在于丰富的产品线储备和利用超募资金进行适当的收购兼并。

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：1.26、1.86 和 2.66 元，继续保持高速增长，我们认为，参考中小板和一线医药股的估值水平，给予 2010 年 40-45 倍 PE 的估值，公司的合理价值在 50.4-56.7 元，对应 50.00 元的发行价，我们认为具备一定的投资机会。

2、关键假设

见盈利预测关键假设。

3、股价表现催化剂

头孢米诺钠上市后销售超预期；收购兼并行业内其它企业

4、风险提示

公司的营销模式受代理商影响较大，未来如果中间环节受政策因素调控，可能对公司业绩有负面影响；公司在研新药能否顺利上市有一定的不确定性

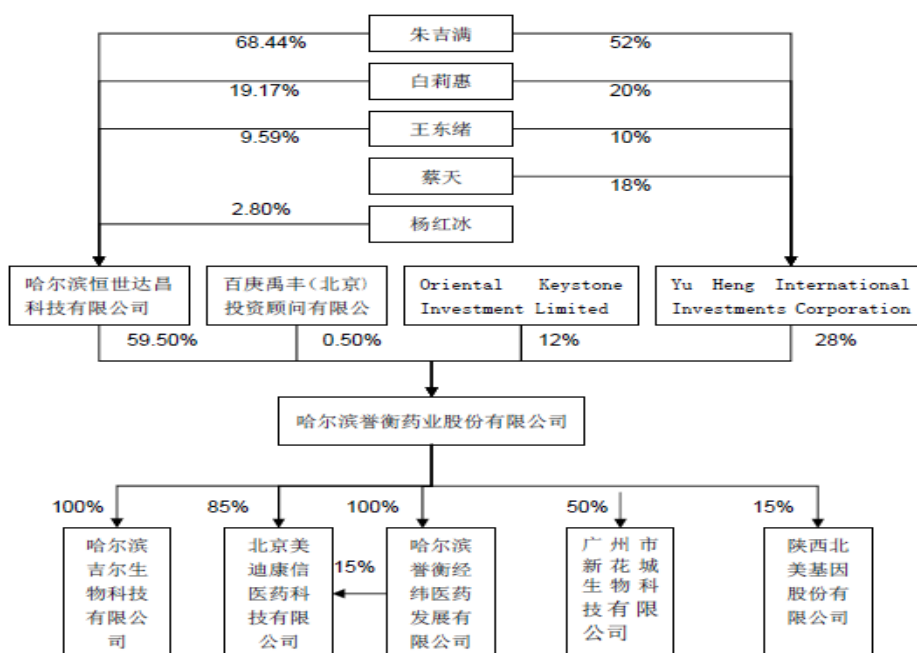
1、公司基本情况

誉衡药业股份有限公司（以下简称誉衡药业）前身是成立于2000年的誉衡有限，公司的主要业务是药品的生产和销售。公司的主导产品为鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨，分别应用于治疗骨科和肿瘤疾病，是公司利润的主要来源。

1.1 股权结构：以管理层持股为主

誉衡药业是民营企业，实际控制人是朱吉满（董事长）和白莉惠夫妇，其共同控制的哈尔滨恒世达昌科技有限公司和 Yu Heng International Investments Corporation 合计持股比例高达 65.63%。副董事长王东绪持股 6.4%，副总经理杨红冰持有 1.25%，公司发行前总股本为 10,500 万股。

图 1、公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

1.2 主业构成：核心品种略显单一

公司业务经营范围是：生产销售小容量注射剂、冻干粉针剂(含抗肿瘤药、头孢菌素类)、片剂、胶囊剂、颗粒剂(均为头孢菌素类)、栓剂、粉针剂(头孢菌素类)等。公司的产品分为自产和代理两类，其中自产的鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨合计贡献了营业利润的 76%，其它品种都比较小，公司的核心品种略显单一。

2、行业分析

鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨是公司的主导产品，分别对应骨科用药和抗肿瘤药这两个市场。

2.1 鹿瓜多肽注射液市场及竞争格局

鹿瓜多肽注射液为骨科类处方药，是由梅花鹿四肢骨和中草药甜瓜籽经高科技生物技术分离，提纯制成的复方制剂，主要用途为加快骨折愈合速度，同时也应用于治疗风湿及类风湿、肌肉骨骼系统流行病和骨质疏松等疾病。

近年来，随着人口老龄化的加速，骨折发病率逐年增加，我国骨折愈合用药的需求也随之逐年上升。骨折愈合注射剂市场由 2004 年的 2.50 亿元上升至 2008 年的 12.15 亿元，年增长率超过 25%，尤其是 2007-2008 这两年，同比增长率分别达到了 106.9%和 44.49%。

我国骨折愈合注射剂市场产品较少，目前我国医药市场销售的品种只有五个，分别为：骨肽注射液、鹿瓜多肽注射液、复方骨肽注射液、硫酸软骨素 A 注射液和谷康泰灵注射液。其中，鹿瓜多肽注射液属于市场高端产品，市场份额也最大，其次是定位于低端市场的骨肽注射液和复方骨肽注射液。目前，我国生产鹿瓜多肽注射液的药厂仅有三家，除誉衡之外，还有迪龙药业和江世药业。公司拥有鹿瓜多肽的国家专利，享有国家发改委给予的单独定价权，市场占有率高达 69.03%，竞争优势突出。

2.2 吉西他滨注射液市场及竞争格局

注射用盐酸吉西他滨为抗肿瘤处方药，属于抗代谢药物类，应用于治疗胰腺癌和非小细胞肺癌。原研厂家是美国礼来公司，1996 年获得美国 FDA 批准上市。

据我国卫生部统计，近年来我国每年新增肿瘤患者 160-170 万人，众多的肿瘤患者形成了对抗肿瘤医药市场的巨大需求。我国抗肿瘤药物除去 2006 年受国家宏观政策环境影响销售额增长速度放缓之外，其他年份均保持着 20%的增长速度。南方医药经济研究所预计，2009 年我国抗肿瘤药物市场销售规模将超过 220 亿元。

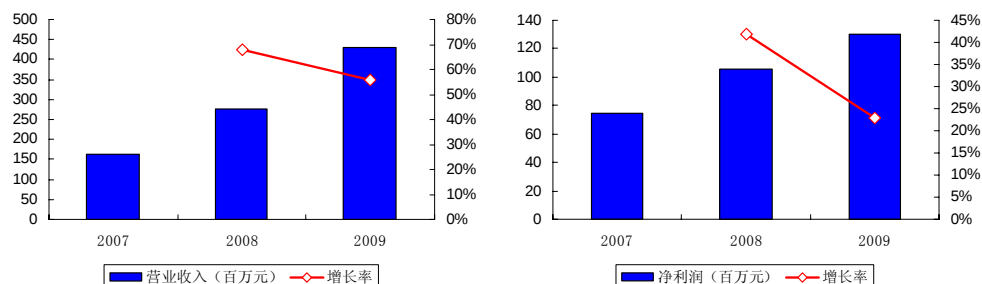
根据我国重点城市样本医院的统计数据，注射用盐酸吉西他滨医院购进额处于抗代谢肿瘤药物的第一位，2009 年销售额为 3.29 亿元。吉西他滨国内市场主要厂家有：原研商美国礼来、江苏豪森和誉衡药业，其中誉衡的市场份额最小，2009 年只有 4.86%。

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 61.9%，净利润增长率为 32.0%，一直保持快速增长。2009 年公司主营收入达到 42,993 万元，净利润 13,024 万元，盈利能力在小型医药企业里相当突出。公司的净利润增速要慢于主营收入的增长，主要原因是低毛利率的代理产品业务贡献了较大的收入增量。

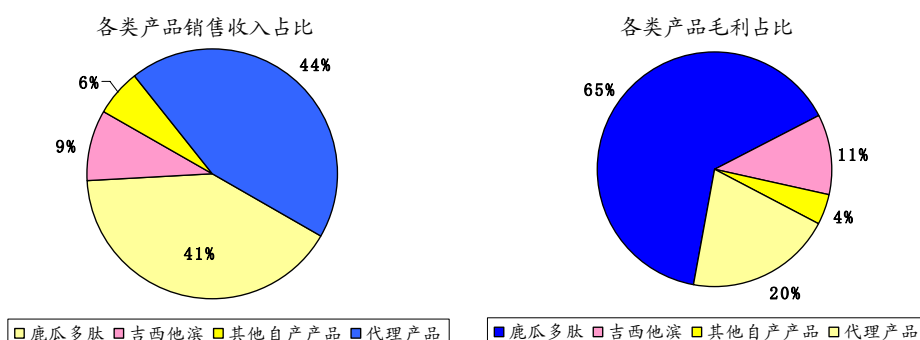
图 2、2007-2009 年公司主营收入和净利润增长情况



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

公司的自产品种鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨由于毛利率很高，是公司营业利润的主要来源。

图 3、2009 年公司各类产品销售收入和净利润占比

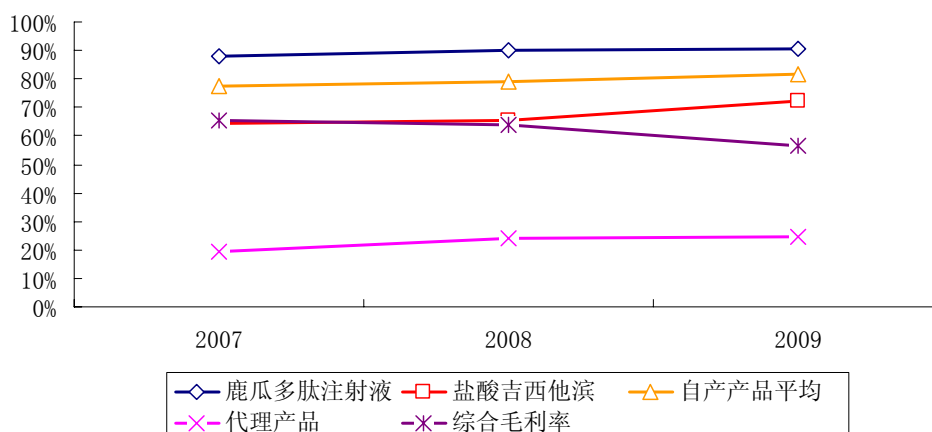


数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

3.2 公司产品分析

目前公司主要生产 23 种规格的产品，代理 20 种左右的产品。自产品种中，鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨占比较大，毛利率也很高；代理产品的主要品种有脱氧核苷酸钠注射液和注射用派拉西林舒巴坦钠等，毛利率都比较低。

图 4、2007-2009 年公司各类产品毛利率变化情况



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

● 鹿瓜多肽注射液

鹿瓜多肽注射液运用现代生物技术，从梅花鹿四肢骨和中草药甜瓜籽中提取多肽成分制成，该组合物及制备方法和应用获得国家专利保护，保护期长达 20 年。该产品主要用于治疗各种类型的骨折、创伤修复、类风湿性关节炎、骨质疏松等病症，并对提高人体的免疫力有着显著效果，目前鹿瓜多肽注射液已覆盖国内 5,000 多家医院，疗效得到医生与患者的广泛认可。该产品由于是专利保护品种，拥有发改委的单独定价权，毛利率高利率高达 90%，竞争优势突出；目前由于产能受限，处于供不应求状态。

表 1、2007-2009 年鹿瓜多肽产能利用情况

	时间	产能（万支）	产量（万支）	销量（万支）	产销率	产能利用率
鹿瓜多肽注射液	2007	1400.00	1303.13	1297.95	99.60%	93.08%
	2008	1400.00	1757.99	1726.35	98.20%	125.08%
	2009	1400.00	2169.14	2117.67	97.62%	154.94%

数据来源：招股说明书

● 注射用盐酸吉西他滨

注射用盐酸吉西他滨为美国礼来公司原研，已获准在美国、欧盟 15 国、澳大利亚和南非等地上市，被广泛应用于治疗胰腺癌和非小细胞肺癌，1999 年经我国国家药监局批准，列为治疗非小细胞肺癌的一线用药。除了礼来，誉衡在国内的主要竞争对手是首仿厂家江苏豪森，不过公司的该产品由于进入市场较晚，而且之前饱受与美国礼来公司的专利纠纷困扰，市场占有率一直不高。随着 2010 年专利纠纷的解决，公司将大力进行市场推广，扩大市场份额。

3.3 公司营销分析

与国内大部分处方药企业的直接营销模式不同，誉衡的产品无论是自产还是代理，都是采取代理制的销售模式，即利用少量的销售人员，通过选择和控制经销商来实现产品的销售。这种销售模式优势在于费用率低，誉衡的销售费用率为 10%，远远低于国内重点处方药企业（一般为 40% 左右）；缺点是受药品零售价格影响较大，如果药品的零售价格在国家政策引导下降低，则经销商利润空间减少，会影响公司产品的销售情况。

● 自有产品：独特的 TRP 销售模式

和恒瑞等处方药公司直接面对医院终端销售不一样，公司产品销售主要通过经销商间接向医院销售：公司将药品发运到经销商，通过经销商分销配送，使药品进入医院。公司产品的销售由营销中心负责，在统一制定市场策划和营销任务的基础上，各分区域针对地域特点，因地制宜制定营销策略。按照“电话营销(T)+驻地招商(R)+会议营销(P)” TRP 营销模式，整合公司、社会、客户资源，构建“产品、客户、销售团队”为中心的核心竞争力，以合作、共赢理念，大力开拓市场。

公司现有营销人员 200 多人，主要职责是：一是负责向销售客户介绍、宣传公司产品，对经销商的销售经理进行培训；二是通过信用调研评估，选择经国家认

证的医药经营机构，与销售客户签订销售合同，组织发货并取得发货、收票回执，并负责催收工作等。

● 代理产品

公司全资子公司经纬医药为医药商业企业，全权负责公司药品代理销售业务。经纬医药的营销模式：通过经销商间接向医院销售，经纬医药将药品发运到经销商，通过经销商分销配送进入医院。经纬医药与供货商之间的产品价格在产品总经销协议内约定，之后根据市场变化调整。在产品市场价格出现波动时，需要与供货商进行协商，调整药品价格，保证双方利润空间，达到双赢的目的，促进经纬医药与供货商可持续发展。

4、公司竞争优势分析

我们认为，誉衡药业的竞争优势主要体现在：管理优势、研发优势和产品优势。誉衡作为一家快速发展的小型医药企业，其优秀的管理、较强的研发和独特的产品优势，是公司过去取得成功的关键。

4.1 管理优势

公司是民营企业，经营机制灵活，而且执行力强，主要管理层全部具有本科以上学历，年富力强，具有丰富的行业工作和企业管理经验，市场敏感性强，发展思路清晰，并形成了一套行之有效的经营管理模式，结合实际情况对公司的人事管理、采购管理、生产管理、质量管理和营销管理制定了相应制度。公司精简冗余人员，加快引进高科技人才的速度，提升管理人员素质，目前公司拥有一支高素质的管理、技术团队。

4.2 研发优势

公司现有研发人员 116 名，其中：博士 3 人，硕士学历 18 人，高级工程师 6 人，并聘请了多名在中国医药界最有影响力的专家学者组成科研顾问团。公司一贯重视对研发的投入，2009 年科研经费占营业收入的比重高达 9.5%，远高于同行业平均水平，公司现已经取得 40 个药品注册批件。

除了自主研发之外，公司还积极开展对外合作，与第四军医大学、南京军区总医院、成都中医药大学、南京医科大学、沈阳药科大学、吉林大学、黑龙江中医药大学、赣南医学院等中国著名的大学及研究机构紧密合作，开展多方位的临床、药理研究。

4.3 产品优势

公司长期以来对研发的重视，使得公司保持了一定的产品优势：鹿瓜多肽注射液作为国家一类新药，享有 20 年专利保护，拥有自主定价权；盐酸吉西他滨，国内

仅有的三家生产厂家之一，竞争不激烈；除此之外，公司产品线储备也非常丰富，有 1 类新药 4 个，2 类新药 1 个，3 类新药 13 个，预计在未来的 2-3 年内将有部分新产品批量上市销售。

表 2、公司部分在研重点产品

在研品种	医疗效果和适用领域	目前进度	产品评价
MEDX-02	抗肿瘤药	临床前研究	国际原研，具有自主知识产权一类抗肿瘤新药
MEDX-08	抗肿瘤药	临床前研究	国际原研，具有自主知识产权一类抗肿瘤新药
注射用头孢他啶他唑巴坦钠	头孢类抗生素	临床前研究	国家一类新药，专门针对耐药菌的抗生素
注射用头孢噻肟钠他唑巴坦钠	头孢类抗生素	临床前研究	国家一类新药，专门针对耐药菌的抗生素

数据来源：招股说明书

5、公司未来发展情况分析

短期内，公司将继续扩大现阶段主导产品如鹿瓜多肽注射液、注射用盐酸吉西他滨等产品的市场销售份额；长期来看，今后公司将重点发展骨科用药、抗生素、儿科用药、抗肿瘤用药，择机进入心脑血管病用药、抗精神抑郁药领域和妇科用药领域并占有相对竞争力的市场份额。为了增加公司的竞争力，公司一方面通过自主研发和科研合作的方式加强产品线储备；另一方面利用募集资金，寻求对同行业其他企业或上下游行业企业进行适当的收购兼并，不断扩大企业规模和实力，实现低成本扩张，进而达到巩固和提高市场份额的目的。

从具体品种上来看，与日本明治制果公司合作的头孢米诺钠值得期待，作为近期增长最快的头孢品种，头孢米诺钠上市后有望成为公司新的增长点；公司还投资广州新花城，购买了其在研一类新药银杏内酯 B 注射液，目前已经完成临床三期试验；公司与陕西西大科技园发展有限公司也签订了《技术转让合同》，独家购买了处于二期临床阶段的秦龙苦素及注射用秦龙苦素新药项目的技术成果，这个也是国家一类中药。

6、募集资金项目分析

公司此次发行 3,500 万股，拟募集资金 42,872 万元，主要投资于哈尔滨誉衡药业股份有限公司 GMP 技改项目和哈尔滨誉衡药业股份有限公司异地扩建项目等两个项目，解决现有的产能瓶颈。本次发行价为 50.00 元，实际募集资金净额为 166,250 万元，超募资金在 10 亿以上。

表 3、公司本次募集资金进度安排

项目名称	募集资金投资计划（万元）		投资总额（万元）
	T+12 个月	T+24 个月	
哈尔滨誉衡药业 GMP 技改项目	11,830.33	6,525.36	18355.69
哈尔滨誉衡药业异地扩建项目	14,016.27	10,500.00	24,516.27
合计	25,846.60	17,025.36	42,871.96

数据来源：招股说明书

表 4、公司本次募集资金项目后产能改善情况

序号	产品名称	现有产能(万支)	新建产能(万支)	剂型
1	鹿瓜多肽注射液	1,400	3,000	水针
2	注射用盐酸吉西他滨	55	200	冻干针
3	注射用泮托拉唑钠	70	500	冻干针
4	注射用头孢米诺钠	0	2,500	头孢粉针
5	注射用哌拉西林钠舒巴坦钠	0	2,500	青霉素粉针

数据来源：招股说明书

由于公司本次超募资金较多，除了以上扩建计划，公司将来还打算归还银行贷款（9,200 万）、投入研发（25,000 万）和加强营销网络（9,820 万）等，并且拟投入资金 20,000 万元并购行业内有潜力的医药企业。

7、盈利预测与估值

主要假设：

- 公司主要产品价格保持稳定；
- 头孢米诺钠 2010 年开始贡献收入；
- 产能瓶颈解决后产品快速增长；
- 所得税率保持稳定。

表 5、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
自产产品	销售收入（百万元）	238.63	307.79	445.33	618.63
	同比增长率 %	19.53%	28.98%	44.69%	38.92%
	毛利率 %	81.47%	79.77%	78.10%	77.92%
鹿瓜多肽注射液	销售收入（百万元）	173.65	208.38	270.89	352.16
	同比增长率 %	24.62%	20.00%	30.00%	30.00%
	毛利率 %	90.33%	90.00%	90.00%	90.00%
注射用盐酸吉西他滨	销售收入（百万元）	38.10	57.15	85.73	120.02
	同比增长率 %	8.52%	50.00%	50.00%	40.00%
	毛利率 %	71.99%	73.00%	75.00%	77.00%
头孢米诺钠	销售收入（百万元）	0.00	10.00	50.00	100.00
	同比增长率 %	0.00	0.00	400.00%	100.00%
	毛利率 %	0.00	40.00%	50.00%	55.00%
其它自产产品	销售收入（百万元）	26.88	32.26	38.71	46.45
	同比增长率 %	6.71%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 %	37.66%	38.00%	38.00%	38.00%
代理产品	销售收入（百万元）	186.03	316.25	474.38	616.69
	同比增长率 %	147.28%	70.00%	50.00%	30.00%
	毛利率 %	24.81%	25.00%	26.00%	26.00%
其他业务	销售收入（百万元）	5.26	7.89	10.26	12.31
	同比增长率 %	610.81%	50.00%	30.00%	20.00%
	毛利率 %	38.64%	40.00%	40.00%	40.00%
营业费用 /主营业务收入 %		11.67%	11.00%	10.00%	9.00%
管理费用 /主营业务收入 %		7.63%	8.00%	8.50%	8.00%
财务费用 /主营业务收入 %		0.89%	-0.26%	-0.80%	-0.64%
实际税率 %		14.83%	15.00%	15.00%	15.00%

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 6、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	430	632	930	1248
增长率 %	56.0%	47.0%	47.2%	34.2%
营业利润（百万元）	152	206	306	436
增长率 %	39.6%	35.7%	48.4%	42.8%
净利润（百万元）	130	176	261	372
增长率 %	22.9%	35.0%	48.2%	42.7%
最新摊薄每股收益（元）	0.93	1.26	1.86	2.66
每股净资产（元）	2.05	15.18	17.05	19.70
动态市盈率（倍）	53.75	39.81	26.87	18.83
市净率（倍）	24.35	3.29	2.93	2.54

数据来源：兴业证券研发中心整理

我们认为，对于誉衡药业这种高成长的小型医药企业，参考中小板和一线医药股的估值水平，给予 2010 年 40-45 倍 PE 的估值，公司的合理价值在 50.4-56.7 元，对应 50.00 元的发行价，我们认为具备一定的投资机会。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	231	1724	1806	2157
货币资金	88	1499	1471	1712
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1	1	2	2
其他应收款	47	69	101	136
存货	24	38	57	76
非流动资产	211	512	676	711
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	71	71	71	71
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	114	351	524	573
在建工程	2	51	50	35
油气资产	0	0	0	0
无形资产	17	17	17	17
资产总计	442	2236	2482	2869
流动负债	155	110	95	110
短期借款	92	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	11	18	27	35
其他	52	93	68	75
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	155	110	95	110
股本	105	140	140	140
资本公积	4	1632	1632	1632
未分配利润	155	313	548	882
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	288	2126	2386	2758
负债及权益合计	442	2236	2482	2869

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	130	176	261	372
折旧和摊销	0	14	28	37
资产减值准备	63	23	35	37
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	-2	-7	-8
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	-15	58	160	132
经营活动产生现金流量	212	138	165	304
投资活动产生现金流量	-166	-300	-200	-70
融资活动产生现金流量	36	1572	7	8
现金净变动	82	1411	-28	242
现金的期初余额	42	88	1499	1471
现金的期末余额	125	1499	1471	1712

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	430	632	930	1248
营业成本	187	304	455	600
营业税金及附加	2	3	4	6
销售费用	50	70	93	112
管理费用	33	51	79	100
财务费用	4	-2	-7	-8
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	152	206	306	436
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	153	207	306	437
所得税	23	31	46	66
净利润	130	176	261	372
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	130	176	261	372
EPS (元)	0.93	1.26	1.86	2.66

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	56.0%	47.0%	47.2%	34.2%
营业利润增长率	39.6%	35.7%	48.4%	42.8%
净利润增长率	22.9%	35.0%	48.2%	42.7%
盈利能力(%)				
毛利率	56.4%	51.9%	51.1%	51.9%
净利率	30.3%	27.8%	28.0%	29.8%
ROE	45.3%	8.3%	10.9%	13.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	35.0%	4.9%	3.8%	3.9%
流动比率	1.49	15.61	18.95	19.53
速动比率	1.34	15.26	18.35	18.85
营运能力(次)				
资产周转率	1.19	0.47	0.39	0.47
应收帐款周转率	592.38	352.53	352.71	339.40
每股资料(元)				
每股收益	0.93	1.26	1.86	2.66
每股经营现金	1.22	0.99	1.18	2.17
每股净资产	2.05	15.18	17.05	19.70
估值比率(倍)				
PE	53.75	39.81	26.87	18.83
PB	24.35	3.29	2.93	2.54

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。